

규제연구 제15권 제1호 2006년 6월

출자총액규제와 대규모기업집단의 투자

곽 만 순*

본 연구에서는 출자총액규제가 대규모기업집단의 투자에 대한 효과와 관련된 가설을 검증하였다. 출자총액규제 관련 빈번한 정책 변화(정책 불안정성), 출자총액규제의 존재와 기업투자, 출자총액규제가 기업의 출자비용을 실질적으로 제약할 때 투자를 저해하는지 여부, 출자총액규제를 보다 강화할 때 기업투자 저해 여부, 대기업집단에 대한 출자총액규제가 비대기업집단의 투자를 저해하는지 등 투자에 미치는 효과를 실증분석하였다. 출자총액규제 관련 여러 변수는 기업투자율에 부(-)의 효과를 가지는 것으로 판단되지만 통계적 유의성이 낮아서 이를 통계적으로 입증하기는 불가능하였다. 이러한 실증결과에도 불구하고 확일적이고 사전적 규제로 평가되는 출자총액규제제도는 폐지되어야 한다. 정부에서 주장하는 순환출자에 의한 지배문제와 소유·지배권의 괴리 문제들은 확일적인 사전적 규제보다는 지배구조의 개선과 금융시장에서의 평가, 견제 기능의 강화, M&A시장에 의한 시장규율 강화 등을 통해 해결해 나가야 할 것이다.

핵심용어: 출자총액규제, 대규모기업집단, 토빈 Q, 기업투자

* 가톨릭대학교 경제학과, 경기도 부천시 역곡 2동 산43-1 (rudykhwack@hanmail.net)

** 필자는 본 논문에 대해 유익한 논평을 해주신 두 분의 논평자와 교내연구비를 지원해 주신 가톨릭대학교에 감사드립니다.

접수일: 3/31, 게재확정일: 5/30

I. 서론

우리나라의 대규모기업집단 관련 정책 가운데 출자총액규제는 가장 대표적 논쟁의 대상이 되어 왔다. 출자총액규제가 처음 도입된 1980년대 중반부터 최근까지 기업정책, 특히 대규모기업집단의 국내 계열회사에 대한 출자를 제한하여 순환출자에 의한 무분별한 계열 확장을 억제해야 한다는 정책 당국의 논리와 업종전문화, 산업경쟁력 강화, 기업구조조정의 원활화, 기업투자의 활성화 등을 위해 폐지되어야 한다는 기업의 논리가 대립하면서 완화, 폐지, 재도입 등의 과정을 거쳐 현재에도 정책의 성과에 대한 논란이 지속되고 있다.

이 중에서 최근 출자총액규제와 관련되어 가장 논란이 되고 있는 문제는 출자총액규제로 인해 기업투자가 제약을 받고 있다는 재계의 주장, 즉 기업은 최근 자본시장을 통해 투자자금을 마련하는 것이 어려운 상황에서 내부자금을 활용할 수밖에 없고 내부자금은 계열기업의 출자를 통해서 이루어질 수밖에 없는데 출자총액규제로 인해 신규산업 진출을 위한 설비투자, 기존사업에 대한 투자자금을 조달할 수 없기 때문에 투자가 위축될 수밖에 없다는 주장이다.

반면 공정거래위원회나 출자총액규제의 필요성을 주장하는 학자들은 대규모기업집단 내 계열사간 출자가 출자회사의 지배대주주의 기업지배권을 확장하는 수단으로 이용되고 있으므로 이를 통해 대규모기업집단의 무분별한 계열 확장을 막고, 적은 지분으로 다수의 계열사를 지배하는 재벌총수의 전횡을 막기 위해 최소한의 지배구조 개선을 위한 제도적 장치로서 필요하다고 주장하고 있다.

본 연구에서는 출자총액규제와 관련된 이상의 논의를 실증적으로 검토하기 위해 기

존 연구에서 파악된 문제점을 바탕으로 별도의 모형을 설정하여 분석하고자 한다. 특히 본 연구는 출자총액규제와 실질적인 규제 가능성 여부, 기업의 투자자금 조달방법의 주 이에서 기존 연구의 문제점을 파악하고 이를 모형에 반영하고자 한다. 그 외 출자총액 규제의 특성을 규제의 존재 여부, 완화 여부, 빈번한 정책변화로 인한 정책 불안정성, 현행 규제의 실제 규제 가능성 여부에 대한 몇 가지 지표를 개발하여 이를 통해 출자총액규제의 기업투자에 미치는 효과를 분석하고자 한다.

이를 위해 다음 제II장에서는 출자총액규제의 대기업 투자에 대한 상반된 주장의 근거와 문제점을 파악하고 이를 바탕으로 본 연구가 시도하고자 하는 연구목표와 의의를 제시하고자 한다. 제III장에서는 출자총액규제의 기업투자와의 인과관계에 대한 몇 가지 가설을 정립하고 이를 검증하기 위한 투자함수에 대해 설명하고자 한다. 그 다음 제IV 장에서는 본 연구에서의 실증분석 결과를 바탕으로 출자총액규제와 투자의 관계에 대한 의미를 도출하고 기존 연구와의 관련성에 대해 언급하고자 한다. 마지막 제V장에서는 본 연구결과의 주요 내용을 요약하고 정책적 의미를 도출하고자 한다.

II. 기존연구의 검토

출자총액제한제도와 관련된 두 가지 상반된 논리 가운데 최근 크게 논란이 된 것은 동 제도가 기업의 설비투자를 저해하는지 여부에 대한 주장이다. 이런 논란에도 불구하고 출자총액제한제도의 투자에 대한 효과의 분석에 관한 연구는 불과 몇 편의 논문에 그치고 있다. 이 중 대표적 연구로 이진범(2003), 서울대 기업경쟁력 연구소(2003), 김현종·이인권(2005)의 연구를 들 수 있다.

이들 연구의 주요 내용과 기여 및 한계를 살펴보면 다음과 같다. 우선 이진범(2003)의 연구는 출자총액제한제도가 기업의 투자를 위축시키는지 분석하기 위하여 기업의 출자와 실물투자간의 상관관계를 분석하였다. 동 연구에 따르면 출자총액제한제도는 기업의 실물투자에 영향을 미치지 않는다고 주장하였다. 즉 1998~2003년간 대기업집단의 투자증가율과 피출자 증가율 및 피출자 증가액의 상관계수는 각각 6.8%, 2.1%에 불과하기 때문에 대기업 집단의 계열사 출자가 실물투자로 활용되기보다는 부채비율 축소

로 사용되었다고 주장한다. 이 연구는 피출자 증가율 또는 피출자 증가액과 투자증가율의 관계를 직접 살펴본 점에서 논란이 된 출자총액규제와 투자의 관계를 보다 직접적으로 보여 주고 있다. 특히 외환위기 이후 많은 기업들이 부채비율 200%를 달성하기 위해 전력을 기울였을 시점이고, 은행 및 사채이용이 매우 제한적이었기 때문에 출자를 통한 내부자금 조달을 통해 부채비율을 낮추었을 개연성이 매우 강했다는 점을 감안할 때 기업출자와 투자가 큰 관련성이 없다고 주장할 개연성은 있을 수 있다고 보인다. 하지만 통계적으로 두 변수의 인과관계를 단순한 상관관계로 파악한 점에서는 다소 미흡한 결과라고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 두 변수의 상관관계가 매우 낮게 나타났다는 점은 투자를 증가시키는 요인 가운데에는 적어도 출자 이외의 다른 매우 중요한 변수가 있을 수 있다는 점을 보여 주고 있다. 따라서 설사 출자총액규제로 인한 출자와 투자 사이에 유의한 통계적 인과관계가 있다고 하여도 실제 출자총액규제로 인한 투자규모는 기대보다 크지 않을 수 있음을 보여 준다고 하겠다. 이는 출자총액규제와 투자의 관계에 대한 논의가 실질적으로 큰 의미가 없다는 것을 보여 주는 것이기도 하다.

서울대 기업경쟁력연구센터(2003)의 경우는 기업의 출자목적이 대주주의 그룹장악 외에도 구조조정, 신규사업 진출, 전략적 제휴 및 위험분산과 같은 생산적 투자를 통해 기업가치를 증가시키는 측면이 있다는 점을 지적하면서 1998~1999년 기간은 외환위기 이후 특수한 상황에서 부채비율을 200%로 낮추기 위해 유상증자로 부실기업의 재무구조를 개선할 필요성이 있었으므로 두 변수와의 상관관계만을 가지고 기업출자와 투자가 무관하다는 증거가 되기에는 불충분하다고 주장하고 있다. 이 연구는 전술한 바와 같이 출자의 목적이 다양하다는 점, 외환위기 직후 부채비율을 낮추는 과정에서 출자가 부채비율을 낮추기 위한 목적으로 사용될 수 있었을 개연성을 보여 주고 있다. 다만 실증분석 결과가 제시되지 못하고 있다는 점에서 당시 출자와 투자의 관계에 대한 다양한 가능성은 추후 연구 대상으로 남아 있었다.

김현종·이인권(2005)의 연구는 이견범(2003)의 연구가 기업의 경영권 방어를 위해 출자가 활용되었다는 시각 아래서 접근되었고 분석기간이나 분석방법 측면에서 출자와 투자와의 인과관계를 분석하기에 매우 부적절하다고 주장한다. 그에 따라 출자와 투자와의 관계를 보다 추정하기 위해 두 변수만의 상관관계 분석보다는 투자에 영향을 미치는 타 변수를 통제한 후 출자규제가 투자에 미치는 효과를 분석해야 한다고 주장한다.

이를 위해 투자율을 종속변수로 가동률, 시장점유율, 영업이익률, 현금흐름, 자본집약도, 부채비율을 독립변수로 하는 투자함수를 정의하고 여기에 출자총액규제가 변화하는 단계에 따라 4기간의 피출자율을 독립변수로 추가하여 모형을 추정하고 이로부터 출자총액규제가 폐지되었던 기간의 피출자율과 투자율이 유의한 정(+)의 관계에 있음을 입증하고 있다. 김현종·이인권(2005)의 연구는 여타 기존 연구와 비교하여 산업, 금융경제학적 이론적 틀을 모형화하여 출자규제와 기업투자와의 관계를 처음으로 엄밀한 실증분석을 통해 접근한 시도라고 평가된다. 또한 보다 엄밀한 분석을 위해 기업차원에서 투자함수를 추정하고 다양한 가능성을 검토한 점에서 큰 의의가 있다고 평가된다. 하지만 다음 몇 가지 측면에서 출자규제와 투자의 관계에 대해 재론의 여지가 전혀 없는 결과를 보여 준 것으로 평가하기 어렵다고 판단된다.

첫째, 이진범(2003)의 연구와 달리 이 연구에서는 출자총액규제변수로서 출자증가율 및 피출자 증가액(플로개념)을 사용하고 있는 것이 아니라 출자비율(스톡개념)을 사용하고 있다. 투자함수에 두 변수 모두 사용하는 데 있어서 특별한 문제는 없다고 판단되나 적어도 출자와 투자와의 확실한 인과관계가 존재한다는 점을 가정할 경우 두 가지 형태의 변수를 사용한다고 해도 통계적 결과는 모두 유의하게 나와야 할 것이나 실증 결과는 그렇지 못하다. 이는 김현종·이인권(2005) 연구의 엄밀성에도 불구하고 쉽게 납득이 가지 않는 부분이다.

둘째, 김현종·이인권(2005)에서는 출자총액규제의 내용이 바뀐 기간에 따라 각 기간의 출자비율과 더미변수의 곱을 독립변수로 하여 추정한 결과 제3기인 출자총액규제가 폐지되었던 기간의 통계적 유의성을 근거로 출자총액 폐지와 투자의 정(+)의 관계를 입증하고 있으나, 실제 추정결과에서 나머지 기간, 즉 출자총액규제가 존재하였던 기간에는 유의한 통계적 인과관계를 입증하지 못하고 있다. 이는 대칭적으로 해석하면 출자총액규제가 투자에 영향을 못 미친다는 근거가 될 수 있다. 즉 같은 투자함수에서 한 변수는 출자총액규제의 폐지가 투자에 정(+)의 영향을 미칠 수가 있다는 주장의 근거가 되면서 또 다른 변수는 출자총액규제는 투자에 어떤 영향을 미치지 않는다고 해석할 수 있다는 의미이다. 특히 제4기의 출자비율더미변수의 통계적 유의성이 매우 낮은 파라미터 추정치를 보여 주고 있다. 이는 당시 대기업 집단들의 출자총액비율이 정부의 규제범위와 근접해 있었기 때문에 실제 출자총액규제로 인해 투자가 제약을 크게 받을 수 있었

을 개연성이 있음에도 불구하고(<그림 1> 참조) 출자총액규제와 투자와의 부(+)의 관계를 보여 주지 못하는 점이 아쉽다고 할 수 있다.

셋째, 출자총액규제와 투자에 관한 정(+)의 인과관계에 대한 설명에도 불구하고 출자총액규제가 기업의 투자에 실질적으로 제약하는 투자규모에 대한 의미를 명확히 제시하지 못하고 있다. 출자총액규제의 폐지로 인한 기업투자 증가액 또는 출자총액규제로 인한 실질적 투자제약액이 기업의 전체 투자에서 차지하는 비중이 미미할 경우 재계와 정부의 논쟁에서 출자총액규제로 인해 기업투자가 지연되고 있다는 주장의 타당성이 약화될 것이기 때문이다. 이 경우 기업정책에 있어서도 기업투자를 제약하는 기업 내 여러 요인이 아닌 다른 요인의 개선에 정책초점이 맞추어져야 할 것이고, 출자총액규제의 유지를 위한 규제목적의 타당성이 인정될 수도 있기 때문이다. 물론 이상의 선행연구들에 대한 공과에 대해서 보다 명쾌한 결론이 도출되기에는 추후 많은 연구가 필요하며, 보다 많은 관련 자료의 분석이 필요할 것이지만 위에서 논의된 선행연구가 출자총액규제와 투자에 관한 효과와 문제의 본질을 충분히 토론의 장으로 끌어내었다고 할 수 있다.

본 연구에서는 이상의 연구들과 다소 상이한 접근 방법을 활용하여 출자총액규제와 투자와의 관계를 분석하지만 관련 정책효과의 분석에 있어 일정한 한계를 가지고 있으며 역시 모든 논의와 문제를 해결할 수는 없을 것으로 판단된다.

III. 분석모형

1. 가설의 설정과 분석모형 및 자료의 작성

(1) 가설의 설정

본 연구에서는 출자총액규제의 기업투자에 대한 효과를 분석함에 있어서 다음 몇 가지를 검증해 보고자 한다. 이는 기존 연구에서 보듯이 출자총액규제의 형태로 출자액, 출자비율과 같은 변수만을 사용할 경우 출자총액규제와 기업투자간에 일관되고 보다 엄밀한 인과관계의 검증이 매우 어렵기 때문이다.

본 연구에서 아래의 가설은 출자총액규제 내용의 잦은 변화, 출자규제의 존재 여부, 출자총액규제의 실제 기업의 출자비율 제약 여부, 출자규제의 강화 등 여러 다양한 형태로 나타나는 정책적 규제의 여러 측면과 기업투자와의 관계를 살펴보기 위해서 설정되었다.

가설 1: 총액규제와 관련된 빈번한 정책변화(정책 불안정성)는 기업투자를 저해한다.

가설 2: 출자총액규제의 존재 자체가 기업투자를 저해한다.

가설 3: 출자총액규제가 기업의 출자비율을 제약할 때 투자를 저해한다.

가설 4: 출자총액규제의 강화는 기업의 투자를 저해한다.

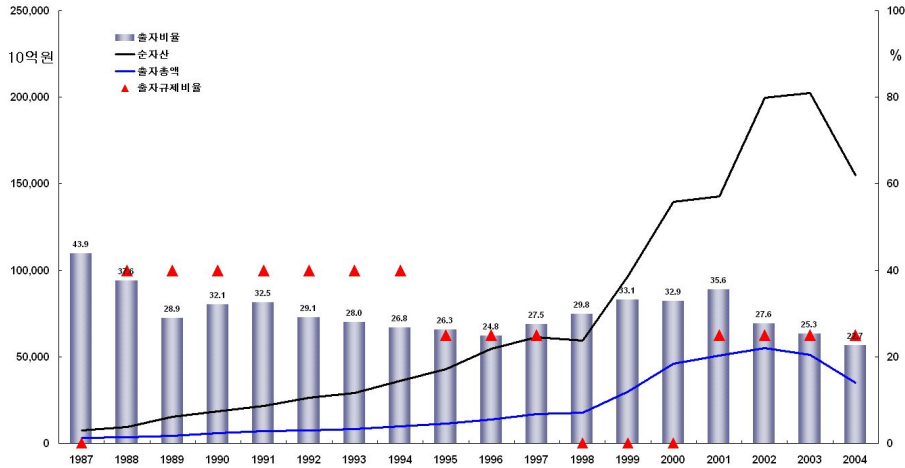
가설 5: 대기업집단에 대한 출자총액규제는 대기업집단을 제외한 타 기업의 투자를 저해한다.

1987년 출자총액제한제도가 도입된 이래 1994년 종전 출자한도 40%에서 25%로 축소되었으며, 외환위기 이후 1998년에는 완전히 폐지되었고, 2001년에는 다시 부활하는 등 크게 4가지 기간 동안 잦은 변동을 겪었기 때문에 기업집단의 출자행위에 대한 규제의 잦은 변동이 정책의 불안정성을 야기하여 기업투자를 저해하였을 가능성이 있는데 가설 1은 이를 검증하기 위한 가설이다. 가설 2는 출자총액규제의 존재 자체가 기업투자를 제약하는지 여부를 검토하기 위한 가설이다. 개괄적으로 볼 때 선행하는 연구들이 검토한 내용이라고 볼 수 있다.

가설 3은 출자총액규제가 실제로 기업의 출자비율에 제약요인으로 작용할 때 투자를 저해하는지 여부를 살펴보기 위한 가설이다. 출자총액규제가 존재한다고 하더라도 규제 비율(출자한도비율)이 낮지 않을 경우 기업집단에는 실질적 제약요인으로 작용하지 않을 수 있다. 실제 <그림 1>을 보면 1987~1994년간 출자한도가 40%일 때 대규모기업집단의 출자비율은 그보다 낮은 수준이었기 때문에 규제로서 큰 작용을 하지 않았다고 볼 수 있다. 반면 1994~1997년간 출자한도가 25%로 낮아져 규제가 보다 강화되었을 경우나 2001년 이후 출자총액규제가 재도입되었을 때에도 기업집단의 출자비율은 이와 대등하여 추가적인 출자에 대한 실질적 제약 효과가 존재할 수 있었음을 알 수 있다. 따라서 실제 출자규제가 기업의 출자를 제약할 정도가 되었을 경우 투자를 저해하였는지를 평가하기 위한 가설이다. 가설 4는 출자총액규제의 강화가 기업의 투자를 저해했는지

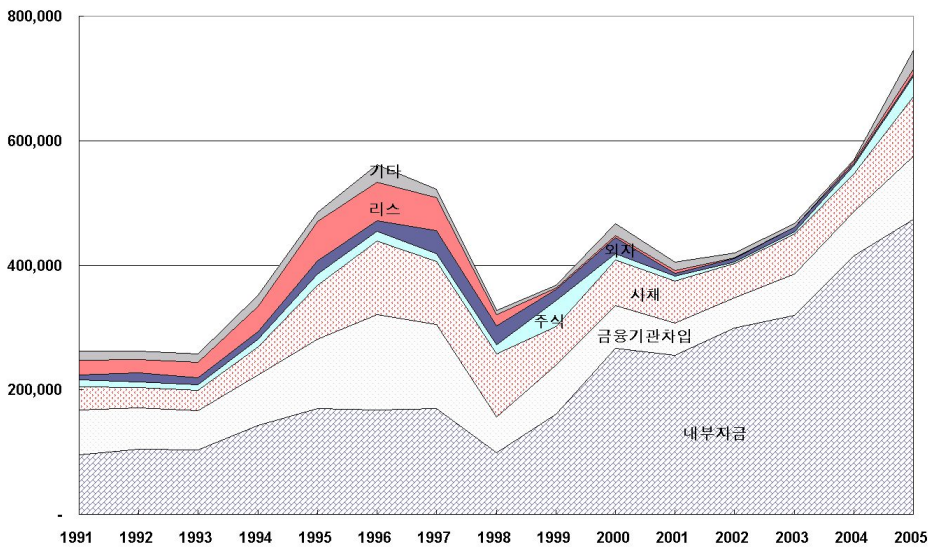
여부를 평가하기 위한 것이다. 출자한도가 40%에서 25%로 강화되거나, 폐지되었다가 다시 도입되었을 경우 기업집단의 투자를 제약하는지 여부를 평가하기 위한 가설이다.

〈그림 1〉 연도별 출자비율, 출자규제비율 추이



자료: 공정거래위원회

〈그림 2〉 기업의 연도별 자금조달별 설비투자계획 추이



자료: 산업은행, 『설비투자계획조사』, 통계편, 각 연도.

그리고 마지막 가설 5는 대규모기업집단에 대한 출자총액규제가 대규모기업집단에 소속되지 않은 다른 기업집단이나 중소기업의 투자를 저해하였는지 여부를 평가하기 위한 가설이다. 한국의 기업현실에서 대기업의 투자가 진행될 경우 경기부양에 긍정적 효과가 있고 또 기업집단 밖의 관련 중소기업의 매출증가가 기대될 것이기 때문에 출자총액규제로 대기업의 투자가 제약을 받는다면 이들 기업의 투자 역시 이루어지지 않을 것이기 때문이다. 따라서 그 가능성 여부를 검증해 보고자 하는 것이다.

(2) 추정모형의 설정

이상의 가설은 일반적으로 많이 사용되는 투자함수에 위 가설과 관련된 변수들을 정의함으로써 검증이 가능하게 된다. 본 연구에서 활용하고자 하는 투자함수는 토빈 Q 모형과 매출액 가속도 모형을 결합한 형태이다.

토빈의 Q 모형은 기업의 가치를 최대화하는 것이 목표인 경영자는 기업의 시장가치가 장부가치보다 큰 경우에는 항상 투자를 늘린다는 것이 모형이고, 매출액 가속도 모형은 투자지출 규모가 매출액의 증가율에 비례한다는 모형인데 이는 구체적으로는 Devereux and Schiantarelli(1989)의 모형에 매출액을 변수로 추가적으로 도입·변형하여 사용한 모형이라고 할 수 있다. 즉

$$\begin{aligned} \left(\frac{I}{K}\right)_{it} = & \alpha_j + \theta_1 Q_{it} + \theta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \theta_3 \left(\frac{DT}{K}\right)_{it} + \theta_3 \left(\frac{LIQ}{K}\right)_{it} + \theta_4 \left(\frac{S}{K}\right)_{it} \\ & + \theta_5 polchn + \theta_6 Limit + u_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

여기서 $\frac{I}{K}$ 는 고정자산에 대한 투자비율, Q 는 토빈의 Q, $\frac{CF}{K}$ 는 고정자산에 대한 현금흐름의 비중, $\frac{DT}{K}$ 는 고정자산에 대한 총부채의 비중, $\frac{LIQ}{K}$ 는 고정자산에 대한 유동자산의 비중, $\frac{S}{K}$ 는 고정자산에 대한 매출의 비중을 나타낸다.

그 다음은 출자총액제한제도의 효과를 살펴보기 위한 변수로서 *polchn*은 출자총액 제한 관련 정책변화를 나타내는 더미변수, *Limit*는 출자총액규제의 존재 여부, 실제 출자 제약 여부, 출자총액규제 강화 여부를 나타내는 변수이다.

여기서 출자총액규제의 효과를 살펴보기 위한 가설검정에 사용될 변수인 *Limit*에는 3가지 변수가 각각 독립적으로 투자함수의 추정에 도입되게 된다. 그 이유는 변수의 속성상 유사한 측면이 있을 수 있고, 또 이를 반영하여 변수들이 상관관계가 높기 때문에

다중공선성 문제를 피하기 위함이다(<표 1> 참조).

(3) 자료의 작성

본 연구에서는 이상에서 설정된 투자함수를 추정하기 위해 1993~2003년까지의 한국 신용평가(주)의 KISLINE 데이터베이스를 사용하여 상장기업 가운데 금융기관을 제외한 제조업을 분석대상으로 투자, 고정자산, 토빈의 Q, 매출, 현금흐름, 유동부채 등에 대한 자료를 기초로 투자함수 추정에 필요한 자료를 작성하였다.

구체적으로 살펴보면, 고정자산(K)은 고정자산 장부가격을 사용하였는데 구체적으로는 투자자산과 유형자산 및 무형자산의 합으로 정의하였다. 실증분석에서 K_t 는 기초의 고정자산이기 때문에 전년도 기말의 자료를 사용하였다. 투자(I)는 재무상태 변동표의 고정자산의 증가와 현금흐름표상의 유·무형자산의 증가액을 사용하였다. 고정자산(계)의 증가분을 활용할 수도 있으나 실증분석 결과 통계적 적합성이 매우 낮은 결과를 보여 주었기 때문에 전자를 사용하였다.

실증분석에 사용되는 여러 변수들 가운데 특히 토빈의 Q를 정교하게 구하는 작업은 많은 노력을 요구하는 것으로 본 연구에서는 토빈 Q의 대리변수를 사용하였다. 토빈의 Q값을 계산하기 위해서는 불가피하게 기업의 주식가격이 필요한바, 본 실증분석에서는 주식가격이 존재하는 상장회사를 분석 대상으로 하였다. Chung and Pruitt(1994)가 제시한 방법을 이용하여 공명재(1999)와 마찬가지로 다음과 같이 대리변수 Q값을 구하였다.¹⁾ 이를 위해 우선 기업의 시장가치는 자기자본의 시장가치와 타인자본의 시장가치의 합계로 정의하여 도출하였다. 자기자본의 시장가치는 기업의 기말주가에 보통주 발행주식 수를 곱하여 산출하였다. 보통주 발행주식 수, 주가는 KISLINE DB의 주가자료를 활용하였다. 또한 타인자본의 시장가치는 (유동부채-유동자산+고정부채)의 장부가격으로 정의하였다.

현금흐름은 세후이익과 감가상각비 및 기타무형자산상각의 합계로서 구하였다.²⁾ 장

1) 공명재(1999), 박상수·진태홍(1996) 등과 마찬가지로 본고에서 사용한 토빈 Q의 대리변수는 (기업의 시장가기업의 장부가)인 비율(M/B)을 사용하였다.

2) 무형자산상각을 포함시켜 현금흐름을 산출한 이유는 근래에 기업의 자산 중 무형자산의 비중이 점차 커지고 있고 무형자산에 대한 투자가 중요해지고 있는 상황에서 무형고정자산상각을 현금흐름에 포함시키는 것이 보다 정확한 현금흐름을 산출할 수 있다고 판단하였기 때문이다.

기부채는 사채와 장기차입금의 합으로 정의하였다. 그 외 유동자산(LIQ)은 재무자료의 유동자산의 합계를 사용하였다. 기업투자에 있어서 가속도 모형을 반영하기 위해서는 매출액 자료가 사용되었다. 또한 IMF 체제 아래서의 투자가 다소 영향을 받았음을 고려하여 1998, 1999, 2000년에 대해서 IMF dummy변수를 정의하였다.

다음은 본 논문에서 설정한 여러 가지 가설의 실증분석을 위해 필요한 변수에 대한 정의이다. 첫째, 출자총액규제가 자주 변화된 점을 반영하여 출자총액규제의 잦은 변동이 정책 불안정성으로 인해 기업의 투자에 악영향을 미쳤을 수 있음을 반영하기 위해 정책이 바뀐 연도, 가령 출자총액규제가 강화되거나, 완화되거나, 폐지될 경우 정책이 변화되었다고 보고 정책변화가 있었던 다음 연도에 대해 1의 값을 그렇지 않은 연도에 0의 값을 부여하였다(Plochn).

둘째, 출자총액규제가 존재했느냐 그렇지 않느냐에 따라 출자총액규제의 존재가 기업투자에 영향을 미쳤는지를 분석하고자 하였다. 이를 위해 출자총액규제가 있었던 연도에 1의 값을, 출자총액규제가 폐지되었던 연도에 0의 값을 부여하였다.

셋째, 출자총액규제가 기업의 실제 출자비용의 한계치에 도달하여 투자를 실질적으로 제한한 개연성이 있었던 기간이 1995~1997년과 2001~2004년이었다는 점을 반영하여 이 기간에 대해 1의 값을, 그렇지 않은 연도에 대해서는 0의 값을 부여하였다(Chadum). 이 변수는 터미변수가 아닌 출자총액규제비용과 실제출자비용의 차이를 나타내는 변수(Cha)로 정의되어 실증분석에 이용되기도 하였다. 그 다음은 역시 출자총액제한이 기업투자에 영향을 미치는 경우가 기존의 출자총액제한이 강화되었을 때 나타날 수 있음을 반영하기 위해 출자총액제한의 강화 여부를 정의하여 출자총액규제가 강화된 기간에 1의 값을, 그렇지 않은 기간에 0의 값을 부여하였다(Streng).

이상의 방법으로 작성된 각종 변수들의 단순 기술통계량과 상관계수행렬을 보면 다음의 <표 1>, <표 2>와 같다. 특히 <표 2>에서 관련변수들간의 상관계수는 이상에서 설정한 모형과 깊은 관련이 있다. 고정자본에 대한 현금흐름, 장기부채, 유동자산의 비율은 이상의 모형에서는 독립적으로 모형에 포함되어 있으나 본 연구에서는 상관관계가 너무 높아서 현금흐름 변수만을 사용하였다. 다른 변수를 포함한 추정결과도 이론적 인과관계가 유의성 있게 나오고 있었지만 본 연구에서 출자총액제한과 관련된 가설검정에 영향을 미치는 요인이 아닌바 생략하였다.

다음은 출자총액규제와 관련된 여러 가지 가설검정을 위한 변수들간의 상관관계이다. 우선 정책 불안정성(Polchn)은 출자총액강화변수(Streng) 외의 변수와 상관관계가 낮으므로 모든 모형에 포함시켰다. 나머지 출자규제의 존재 여부(Dum0000), 출자총액규제가 실제 기업의 출자비용 제약 여부(Chadum), 출자규제의 강화(Streng)변수들간에는 상관관계가 높기 때문에 모형에 별도로 포함되어 추정되었다.

〈표 1〉 기초 통계량

변수명	관측치수	평균	표준편차	최소값	최대값
ik1	1139	0.364	1.813	0.000	24.790
q1	1145	0.544	0.392	-0.354	5.922
q2	1145	0.560	0.345	-0.354	3.267
cfk1	1141	0.241	2.064	-3.660	43.228
dtk	1141	3.242	14.000	0.063	292.859
liqk	1141	1.831	7.057	0.029	156.556
sk	1141	5.429	29.885	0.023	836.575
imf	1155	0.455	0.498	0.000	1.000
polchn	1155	0.364	0.481	0.000	1.000
chadum	1155	0.545	0.498	0.000	1.000
dum0000	1155	0.273	0.446	0.000	1.000
streng	1155	0.182	0.386	0.000	1.000
cha	1155	19.300	30.545	-10.600	70.200

주: K_t - 기초의 고정자산(계)

$I(1)_t$ - 재무상태 변동표(고정자산의 증가) 및 현금흐름표(유무형자산의 증가) 연속 시리즈 합계

$Q(1)_t$ - 주가를 “기말주가”를 사용한 토빈의 Q

$CF(1)_t$ - 현금흐름 = 당기순이익 + 감가상각비 + 기타무형자산상각

S_t - 매출액

DT_t - 총부채(유동부채 + 고정부채)

LIQ_t - 유동자산

〈표 2〉 변수의 상관계수

	ikl	q1	q2	cfk1	dtk	liqk	sk	imf	polchn	chadum	dum0000	streng	cha
ikl	1.000												
q1	0.060	1.000											
q2	0.037	0.845	1.000										
cfk1	0.673	0.016	-0.011	1.000									
dtk	0.876	0.012	-0.015	0.812	1.000								
liqk	0.743	-0.051	-0.089	0.796	0.925	1.000							
sk	0.139	-0.003	-0.018	0.096	0.145	0.160	1.000						
imf	-0.143	-0.010	-0.063	-0.083	-0.144	-0.145	-0.090	1.000					
polchn	-0.103	-0.036	-0.008	-0.074	-0.086	-0.079	-0.055	0.068	1.000				
chadum	-0.113	-0.037	-0.050	-0.099	-0.124	-0.103	-0.076	0.098	0.307	1.000			
dum0000	-0.087	-0.047	0.019	-0.060	-0.078	-0.083	-0.054	0.256	-0.042	-0.679	1.000		
streng	-0.055	0.020	-0.029	-0.044	-0.048	-0.035	-0.029	0.043	0.622	0.428	-0.290	1.000	
cha	-0.042	-0.029	0.033	-0.025	-0.032	-0.041	-0.025	0.140	-0.135	-0.800	0.979	-0.391	1.000

2. 실증분석 결과

본 연구에서 설정된 가설의 검정을 위해 기업의 투자와 이에 영향을 미치는 각종 변수들간의 회귀분석 모형의 추정결과를 살펴보면 다음 <표 3>과 같다. 우선 토빈 Q의 투자율과의 관계를 보면 4개 모형 모두에서 통계적으로 유의한 정(+)의 인과관계를 보여 주고 있다. 기업 가치를 최대화하는 것이 목표인 기업 경영자 입장에서 기업의 시장가치가 장부가치보다 큰 경우, 즉 토빈 Q가 클 경우에 투자를 늘린다는 것을 의미한다. 토빈 Q 투자모형이 한국의 기업에 있어서 타당함을 보여 주는 결과라고 볼 수 있다.

기업투자와 현금흐름과의 관계에 있어서는 통계적으로 유의한 정(+)의 인과관계를 보여 주고 있다. 현금흐름은 부채, 증자에 의한 방법이 아닌 기업이 내부적으로 조달할 수

있는 자금으로 이것이 풍부할수록 투자를 늘리게 된다는 것을 의미한다.

매출액 가속도 모형은 한국기업의 투자행태를 설명하는 데 부적합한 것으로 판단된다. 투자지출 규모는 매출액의 증가에 비례한다는 것을 입증할 수 없다. 4개 모형에서 일관되게 가속도 모형은 인정할 수 없는 추정결과를 보여 주고 있다.

다음은 출자총액제한과 관련된 가설검정 결과를 보여 주는 추정결과를 살펴보자. 우선 출자총액제도가 도입, 강화, 폐지, 제도입의 과정을 거치는 잦은 정책변화가 기업의 투자환경에 불확실성을 제공함으로써 기업투자를 위축시킬 수 있을 것이란 점은 1% 유의수준하에서는 4개 모형 모두에서 통계적으로 입증할 수 없었다. 하지만 낮은 통계적 유의성에도 불구하고 일관된 부(-)의 추정계수를 보여 주고 있기 때문에 잦은 정책변화가 투자를 감소시킬 개연성이 있음을 나타내고 있다.

출자총액제한제도로 인한 출자규제가 기업의 출자한도에 근접함으로써 실제 기업의 추가적인 출자증대에 장애가 될 경우 기업투자에 저해요인으로 작용할 가능성이 있음을 보여 주는 모형 I의 추정결과를 보면 역시 통계적 유의성이 없는 부(-)의 인과관계를 나타내고 있다. 즉 출자총액규제로 인해 기업의 추가적인 출자가 장애를 받는 수준으로 규제가 이루어지더라도 투자율이 감소한다는 의미 있는 인과관계가 발견되지 않고 있다. 이는 출자총액규제가 기업투자를 저해하지 않는다는 것을 단적으로 보여 주는 것이라고 할 수 있다. 모형 II에서는 출자총액규제의 존재 자체가 기업투자를 저해하는지 여부를 평가하는 모형이다. 출자총액규제가 있을 경우 기업투자율을 낮추는 부(-)의 인과관계를 보여 주고 있기 때문에 출자총액규제가 투자를 저해할 수 있는 개연성을 보여 주고는 있지만 통계적인 유의성은 매우 낮은 수준이다. 따라서 모형 I과 동일하게 출자총액규제는 기업의 투자를 유의미하게 저해한다고 평가할 수 없다는 사실을 알 수 있다.

모형 III에서는 출자총액규제가 강화될 경우 기업투자가 저해되는지 여부를 평가하는 모형이다. 출자제한비율을 40%에서 25%로 강화하거나, 출자총액규제가 없던 상태에서 새로 도입하는 정책행위 자체는 기업투자에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 평가할 수 있다.

〈표 3〉 투자함수의 추정결과

	모형 I			모형 II			모형 III			모형 IV		
	추정계수	t-값	msl	추정계수	t-값	msl	추정계수	t-값	msl	추정계수	t-값	msl
_cons	0.309	3.4	0.001	0.295	3.4	0.001	0.273	3.3	0.001	0.294	3.4	0.001
q1	0.219	2.2	0.029	0.217	2.2	0.032	0.221	2.2	0.029	0.219	2.2	0.030
cfk1	0.574	29.9	0.000	0.575	30.0	0.000	0.576	30.1	0.000	0.575	30.0	0.000
sk	0.004	3.0	0.003	0.004	3.0	0.003	0.004	3.0	0.002	0.004	3.0	0.002
imf	-0.282	-3.6	0.000	-0.265	-3.2	0.001	-0.288	-3.6	0.000	-0.278	-3.5	0.001
polchn	-0.136	-1.6	0.111	-0.167	-2.0	0.041	-0.179	-1.7	0.087	-0.171	-2.1	0.038
chadum	-0.083	-1.0	0.320									
dum0000				-0.101	-1.1	0.268						
streng							0.0347	0.3	0.790			
cha										-0.001	-0.8	0.422
관측치수	1,139			1,139			1,139			1,139		
기업수	105			105			105			105		
R-sq within	0.477			0.477			0.476			0.477		
between	0.389			0.388			0.389			0.388		
overall	0.470			0.470			0.469			0.470		
chi2(8)	1,005			1,006			1,004			1,005		

주: 추정방법은 패널자료 추정법으로 Random Effect 추정법을 사용하였다.

마지막으로 모형 IV에서는 출자총액제한제도로 인해 기업의 추가적인 출자가 제약을 받을 경우, 즉 전술한 <그림 1>에서처럼 1994~1997년간 출자한도가 25%로 낮아져 보다 강화되었을 경우나 2001년 이후 출자총액규제가 재도입되어 기업집단의 출자비율이 규제비율과 대등하여 더 이상의 출자가 어려워졌을 경우 이 두 변수의 격차를 독립변수로 한 회귀결과를 검토해 보았을 때에도 출자총액규제는 기업의 투자를 제약하지 못하고 있음을 알 수 있다.

본 연구에서는 또한 이상의 출자총액제한과 관련된 다양한 형태의 변수를 도입하여 출자규제 대상이 아닌 기업군에 대해 회귀분석을 수행하였다. 회귀분석 결과, 출자총액

제한 관련 변수와 투자율간에는 부호와 통계적 유의성 측면에서 전혀 무의미한 결과를 얻을 수 있었다. 이는 가설 5, 즉 출자총액규제로 인해 규제대상인 기업집단의 투자행위가 저해되어 이들 기업과 관련성 있는 여타 기업의 투자행위가 제약을 받지 않고 있다는 것을 의미한다고 해석된다.

IV. 결론 및 정책적 함의

본 연구에서는 출자총액제한제도가 기업의 투자를 실제 저해하는지 여부를 평가하기 위해 출자총액제한제도의 잦은 변경으로 인한 정책 불안정성이 기업투자를 저해하는지 여부, 출자총액제한이 실질적으로 출자를 제한하는 기간 동안에 기업투자를 저해하는지 여부, 출자총액제도의 존재자체가 기업투자를 저해하는지 여부, 출자총액제도의 강화가 기업투자를 저해하는지 여부를 평가하였다. 이를 위해 투자함수를 설정하고 여기에 이상의 가설을 검정하기 위한 변수를 추가적으로 도입하였다. 다른 연구 특히 김현종·이인권(2005)이나 이견범(2003)에서처럼 출자총액규제를 수량화할 수 있는 변수를 출자증가율 및 피출자 증가액(플로캐님)을 사용하거나 출자비율(스톡캐님)을 사용함에 따른 논란을 피하기 위해 출자총액제한제도와 관련된 각종 특성을 더미변수로 정의함으로써 직접적으로 모형을 추정하는 방법을 활용하였다.

본 연구에서 추정된 투자함수의 추정결과는 일반적으로 활용되는 토빈의 Q 모형을 잘 설명해 주고 있었으며, 가속도 모형은 잘 설명해 주지 못하고 있었다. 토빈의 Q 모형에서 중요한 변수인 토빈 Q와 현금흐름 등의 관련 독립변수의 추정치의 통계적 유의성이 비교적 양호하여 적절한 투자함수로서 평가할 수 있었다.

여기에 각종 출자총액제한제도와 관련된 변수의 추정계수를 통해 본 연구에서 설정한 5개 가설을 검정한 결과에 의하면 출자총액제한제도의 잦은 변경으로 인한 정책 불안정성, 출자총액제한제도가 실제 대규모기업집단의 출자를 제한하는 기간에도 기업투자를 통계적으로 유의미하게 저해하지는 않는 것으로 평가되었다. 출자총액제한제도의 존재 자체 역시 대규모기업집단 기업투자를 저해하는 요인으로 작용하지 않았으며, 출자총액제한제도를 강화하는 것 역시 통계적으로 의미 있게 기업투자를 제약하지 않는

것으로 나타났다. 아울러 출자총액규제로 대상 기업군들의 투자가 저해되지 않음으로 인해 이와 관련된 비규제 대상기업의 투자 역시 저해되지 않을 것으로 나타났다.

출자총액규제를 나타내는 이런 다양한 변수와 기업투자와의 통계적으로 유의한 인과관계가 없더라도 많은 변수에서 일관성 있는 부(-)의 인과관계를 보이고 있다는 점은 출자총액규제가 기업투자를 저해하는 개연성이 있음에도 불구하고 통계적 인과관계를 인정할 수 있을 만한 것은 아니라는 사실을 보여 준다고 할 수 있다. 본 연구의 이런 분석결과는 전술한 바와 같이 김현종·이인권(2005)이나 이진범(2003)의 연구에서 출자관련 지표의 차이, 즉 출자증가율, 출자비율의 차이에서도 아주 상이한 결과를 제시하고 있는 점이나 김현종·이인권(2005)에서 출자총액제한이 해제된 기간에는 기업투자를 증가시키는 효과가 있었지만 출자총액제한이 존재했던 기간에는 기업투자를 줄이는 효과를 입증할 수 없는 결과도 바로 본 연구에서처럼 출자총액규제가 기업투자를 확실성 있게 저해하는 요인이 되기에는 다소 부족하다는 점을 시사하는 것으로 판단된다.

본 연구가 출자총액제한제도와 기업투자에 대한 최근의 논의 과정에 시사하는 바를 살펴볼 때, 우선은 출자총액제한제도의 기업투자 저해에 대한 인과관계가 사실상 명확하게 입증되지 못하고 있다. 설사 동 제도가 기업투자에 저해요인으로 작용할 개연성이 있다고 하더라도 실제 저해하고 있는 투자규모는 기업투자 결정 방정식에 도입된 각종 변수의 파라미터 추정치의 크기를 검토해 볼 때 절대적인 부분을 차지한다고 보기 어렵다. 따라서 기업투자의 부진을 설명하는 요인으로서 출자총액규제 외에 보다 중요한 다른 요인이 있을 수 있다는 점을 인정하지 않을 수 없다.

전술한 <그림 2>에서 보면 외환위기 이전에 기업의 투자자금은 내부자금 외에 주로 금융권 차입 및 사채가 주로 활용되고 있었다. 그러나 외환위기 이후 부채비율 200%를 맞추는 과정에서 이들로부터의 차입이 어려워지자 내부자금 또는 일부는 유상증자 자금 조달할 수밖에 없었다는 것을 보여 준다. 그에 따라 외환위기 이후 출자총액규제가 폐지된 것을 기화로 출자비율이 증가할 수밖에 없었다는 것을 역시 <그림 1>이 보여 주고 있다. 외환위기 이후 투자가 예년 수준을 회복하지 못한 부진한 상태에서 많은 출자가 이루어졌다는 것은 김현종·이인권(2005)의 실증분석 결과에도 불구하고 투자를 위한 출자라기보다는 부채비율 200% 달성, 기업경영권 방어를 위해 가장 손쉬운 대안이 출자였을 개연성을 부인하기는 어려우며, 출자총액규제가 기업투자 저해요인의 가장

주된 요인으로 평가하는 것은 어려울 것으로 평가된다. 이에 따라 기업투자를 활성화하기 위한 방안은 다른 요인에서 적극 모색될 필요가 있을 것이다.

또한 출자총액규제가 기업의 투자저해 요인으로 논란이 된 것은 부채비율 200%, 경영권 위협, 금융권으로부터의 차입 곤란 등에 처한 기업의 가장 손쉬운 자금조달 수단이 출자가 될 수밖에 없는 상황에 처했기 때문에 기업은 출자에 의존할 경우 경영권 방어, 투자자금 마련이란 일석이조의 효과를 달성할 수 있는 좋은 수단이 되었을 것으로 판단했기 때문일 것이다. 하지만 이를 가로막는 요인이 바로 출자총액규제였기 때문에 피규제자 입장에서 동 제도의 폐지를 강하게 주장하는 것은 당연한 결과로 해석된다.

이런 점을 감안한다면 출자총액규제의 취지인 계열사간 출자를 통한 기업지배권의 확장이나, 무분별한 계열의 확장, 그리고 적은 지분으로 다수의 계열사를 지배하는 소위 재벌총수의 전횡 등에 대한 비판적 접근과 문제제기에 대해서는 동 제도의 투자저해 여부보다는 동 제도가 가지고 있는 보다 근본적인 문제를 제기하는 방향으로 전개되어야 한다고 사료된다. 출자총액제한제도는 획일적이며 사전적인 규제 중 가장 대표적인 규제로 평가되고 있다. 정부가 주장하는 순환출자에 의한 지배문제와 소유·지배권의 괴리 문제들은 획일적인 사전적 규제보다는 지배구조의 개선과 금융시장에서의 평가, 견제 기능의 강화, M&A시장에 의한 시장규율 강화 등을 통해 해결해 나가야 할 것이다.

참고문헌

- 공명재, 「현금흐름변수가 상장 제조기업의 투자에 미치는 영향에 관한 연구」, 『재무연구』 제12호, 1996.
- 곽만순·김상권 외, 『한국의 기업집단』, 한국경제연구원, 1995.
- 기업경쟁력연구센터, 『출자총액제도의 바람직한 개선방향』, 서울대 경제연구소, 2003.
- 김규형, 『자본조달이 자본구조와 투자행태에 미치는 영향』, 한국금융연구원, 1993.
- 김주성, 『재무제약이 자본조달 구조와 투자행태에 미치는 영향』, 서울대대학원 박사학위논문, 1996.
- 김병기, 「투자-현금흐름 민감도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구」, 『재무연구』 제15호, 2002.
- 김현종·이인권, 「계열사출자 및 실물투자관계에 관한 실증연구」, 『국제경제연구』, 2005.
- 박영석·신현한, 「기업집단의 내부자본시장과 투자의사 결정」, 『재무연구』 제16호, 1998.
- 신동령, 「정보 불균형이 한국기업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구」, 『재무연구』, 제5호, 1992.
- 윤봉환, 「기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구」, 『재무연구』 제7호, 1994.
- 이건범, 「기업집단의 출자 및 투자행태분석」, 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 한국개발연구원, 2003.
- 이병기, 『한국기업의 투자행태』, 한국경제연구원, 2000.
- 이우관, 「그룹기업의 투자 및 고용행태와 내부자본시장」, 『규제연구』 제8권 제1호, 1999.
- 진태홍, 「내부금융시장과 기업의 투자행동: 5대제벌을 중심으로」, 『재무관리연구』 제15권 제1호, 1999.
- 최두열, 『아시아 외환위기의 발생과정과 원인』, 한국경제연구원, 1998. 12.
- Abel, A.B., Eberly, J.C., "A Unified Model of Investment under Uncertainty," *American*

- Economic Review*, Vol.84, 1994.
- Abel, A.B., Eberly, J.C., "Investment and q with Fixed Costs: An Empirical Analysis," Working paper, University of Pennsylvania, 1996.
- Chirinko, R. S. and H. Schaller, "Why Does Liquidity Matter in Investment Equations?," *Journal of Money, Credit, and Banking* Vol.27 No.2, 1995.
- Davies, P.B., "Hypothesis Testing When a Nuisance Parameter is Present Only Under the Alternative," *Biometrika* Vol.64, 1977.
- _____, "Hypothesis Testing When a Nuisance Parameter is Present Only Under the Alternative," *Biometrika* Vol.74, 1987.
- Devereux, M and F. Schiantarelli, "Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from UK Panel Data," NBER Working Paper No.3116, 1989.
- Fazzari, Steven M., Glenn R. Hubbard, and Bruce C. Peterson, "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988.
- _____, "Financing Constraints and Corporate Investment: Response to Kaplan and Zingales," NBER Working Paper No.5462, 1996
- Galeotti, M., F. Schiantarelli, and F. Jaramillo, "Investment Decisions and the Role of Debt, Liquid Assets and Cash Flow: Evidence from Italian Panel Data," *Applied Financial Economics*, Vol.4, No.2, 1994, pp.121-132.
- Gertler, M. and G. Hubbard, "Financial Factors in Business Fluctuations," NBER Working Paper No.2758, 1988.
- Hansen, B.E., "Inference When a Nuisance Parameter is not Identified Under the Null Hypothesis," *Econometrica* Vol.64, 1996.
- Hansen, B.E., "Sample Splitting and Threshold Estimation," *Econometrica* Vol.68, 2000.
- Hansen, Bruce E., "Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference," *Journal of Econometrics* Vol.93, 1999.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D.Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *The Quarterly Journal of Economics* Vol.106, 1991.

- Modigliani, F. and H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review* Vol.48, 1958.
- Kaplan, Steven N., and Luigi Zingales, "Investment-Cash Flow Sensitivities are Not Valid Measures of Financing Constraint," NBER Working Paper No.7659, 2000.
- Kaplan, Steven N., and Luigi Zingales, "Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?," *Quarterly Journal of Economics* 112, 1997, pp.169-215.
- Morch, R, Shleifer, A., and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* Vol.20, 1988.
- Samuel, "Internal Finance and Investment: Another Look, Operations Policy Department, World Bank, 1999.
- Stein, Jeremy C., "Agency, Information and Corporate Investment," NBER Working Paper, 2001.

K C I

Regulation on Equity Investment and Firm Investment in Korean Conglomerates

Mahnsoon Kwack

The effects of regulation on equity investment and several related hypothesis are examined. The hypothesis that frequent policy changes on equity investment might hinder the firm investment and other related hypotheses are examined. At the same time whether the regulation on equity investment had dampen the firm investment when that regulation is actually binding is tested. In addition, the effects of regulation on equity investment on other firms' investment are also examined. The empirical test failed to find the specific relations between the firm investment and regulation on equity investment in Korean conglomerates. In spite of these empirical results this study argues that the Korean Fair Trade Commission should abolish the regulation on equity investment since it is hard to find solid rationale to maintain the ex ante regulation. This study suggests that the problems related with the cross share holding among subsidiaries including interest conflicts between shareholders should be solved by reinforcing the market forces in financial market as well as M&A market, and by taking additional measures to strengthen the transparency of the firm as well as the corporate governance structure.

Key words: Regulation on Equity Investment, Firm Investment, Tobin's Q, Korean Conglomerate