

## 출자총액제한제도의 제한적 효과에 관한 연구

송원근\*

### 요약

정부의 대(對) 재벌 규제 정책의 하나인 출자총액제한제도는 경제력 집중 현상을 억제하고 국민경제의 활력 제고 및 균형발전을 도모할 목적으로 만들어진 것이다. 그러나 그동안 이 정책은 목표와 규제 방법 사이의 불일치라는 이유 때문에 재벌 대기업들의 지속적인 반발을 받아왔다. 다른 한편으로 동 제도는 너무 많은 예외 조항 때문에 재벌의 계열사 출자를 막지 못한다는 비판에 직면해 있다. 이 논문은 출자총액제한제도가 그동안 어떤 성과가 있었는지를 실증분석을 통해 고찰해보고 향후 동 제도의 존재 여부에 대해 시사점을 얻고자 한다. 실증분석은 총 44개 기업집단 및 출자총액제한기업집단 소속 계열사들의 재무자료로부터 구축한 데이터를 토대로 하였다. 최종지분율과 의결지분율의 증가폭을 비교한 첫 번째 모형(OLS 추정)에서는 최종지분율의 증가폭이 의결지분율의 증가폭을 상회함을 보임으로써 출자총액제한제도의 재도입이 기업집단의 출자 비율 하락에 영향을 미쳤음을 보이고자 하였다. 이러한 효과는 총수지분율이 아주 낮고, 동시에 계열사지분율도 낮은 기업집단에서 더 크게 나타났다. 두번째 출자액과 출자총액증가율을 종속변수로 한 토빗(tobit) 모형에서는 출자총액제한제도가 절대적인 출자총액을 감소시키지는 못했으나 적어도 출자총액의 증가율만큼은 낮추는 데는 일정 정도 기여하였음을 알 수 있다. 이는 출자총액 제한제도의 정책적 효과가 부분적이거나 제한적일 수 있음을 의미한다.

주제분류 : B030904

핵심 주제어 : 재벌, 출자총액제한제도, 소유권, 의결권, 내부거래

## I. 서론

정부의 대(對) 재벌 규제책의 하나인 출자총액제한제도는 “출자총액을 일정 수준 이하로 제한하고 동일한 기업집단에 속하는 회사 간에는 상호출

\* 진주산업대학교 산업경제학과 교수, e-mail: swg@jinju.ac.kr

자를 금지하는 등의 제도를 도입하여 기업으로 하여금 무리한 기업 확장보다는 내실 있는 기업성장에 주력하도록 유도함으로써 대규모기업집단의 과도한 경제력 집중 현상을 억제하고 국민경제의 활력 제고 및 균형발전을 도모"할 목적으로 제정된 것이었다(제정취지문, 1986.12). 즉 계열사간 출자를 통해 형성된 가공자본으로 무분별한 지배력 확장을 막고 소유지배 구조 왜곡 심화를 억제하며, 출자관계로 형성된 힘을 남용함으로써 생길 수 있는 독립 중소기업과의 불공정 경쟁을 차단하며, 계열사간 복잡한 출자 고리에 의한 기업집단 동반부실화와 채권금융시장 마비를 초래할 수 있는 시스템 리스크를 방지한다는 것이다(공정위, 2004a).

그러나 그동안 이 제도는 기업들의 투자에 대한 직접 규제의 하나로서 정책이 달성하려는 목표와 규제방법 사이의 불일치라는 이유 때문에 재벌 대기업들의 지속적인 반발을 받아왔다. 즉, 기업들의 입장에서는 동 제도가 기업의 투자활동을 위축시키고, 국내 기업을 적대적 인수합병의 위협에 노출시키는 불합리한 규제로 인식된다.<sup>1)</sup> 다른 한편으로 동 제도는 너무 많은 예외 조항을 둬으로써 재벌의 계열사 출자를 막지 못한다는 또 다른 비판에 직면해 있다. 달리 말해 지배주주는 현재의 출자총액 한도 내에서도 지배권 확보에 필요한 내부지분(의결지분)을 유지하면서 그룹 전체에 대해 통제권을 충분히 행사할 수 있음을 말해준다.

이러한 논란은 그동안 있었던 제도 변화를 통해서도 알 수 있다. 즉, 1987년 순자산의 40% 이내로 타 기업에 대한 출자를 규제하면서 시작된 이 제도는 1994년에는 순자산의 25%로 규제가 강화되었다. 그러나 외환 금융위기 이후인 1998년 출자제한이 기업구조조정에 제약이 되고, 차입금에 의한 무분별한 사업 확장이 어려워진 상황에서 국내 기업의 경영권 방어, 사업전략 등이 차별적으로 제약된다는 판단에 따라 폐지된다. 그러다가 재벌 기업의 부채비율 감축을 위한 계열사의 유상증자 참여, 주식취득 등으로 내부지분율이 98년 44.5%에서 99년 50.5%로 증가하여 재벌의 소유 집중이 심화되었다는 비판이 제기되면서 정부는 2000년 4월부터 순자산의 25% 이하로 다시 제한하였다.<sup>2)</sup> 그러다가 2008년 '기업친화적' 정

1) 이 밖에도 "출자 규제의 적용 제외를 소유분산, 부채비율 축소, 또는 소유지배구조 개선 등의 유인책으로 쓰는 것은 목적과 수단의 부정합이다", "다수의 예외 인정과 적용 제외 등 정책 당국의 재량적 판단이 개입될 수 있다"는 비판도 있다.

2) 2006년 공정거래위원회는 환상형 순환출자 규제를 도입하지 않고 출자총액제한 적

부의 등장과 함께 출자총액제한제도는 폐지를 눈앞에 두고 있다.

그럼에도 동 제도가 폐지되었던 시기에 재벌들의 출자가 급격히 증가했던 과거 경험<sup>3)</sup>에서도 알 수 있듯이 “대안 없는 폐지”는 그동안 진행된 재벌개혁의 효과마저도 무위로 돌릴 위험이 있다. 따라서 이 글은 그동안 진행되어 왔던 출자총액제한제도가 얼마나 성과를 거두었는지를 실증분석을 통해 고찰해보고 향후 동 제도의 존폐 여부에 대해 시사점을 얻고자 한다.

## II. 자료 및 분석 대상

### 1. 자료

출자총액제한제도와 관련된 실증 분석대상 기간은 1997년 말부터 2005년 말까지 기간이다. 물론 여러 가지 그룹들을 유형화하여 각각에 대해 분석을 하게 되는 경우, 자료의 제약, 예를 들면 공정거래위원회가 발표하는 그룹 전체의 괴리도나 의결권 승수가 공표되지 않은 기간은 부득이하게 제외되었으므로 경우에 따라서는 동일한 기간을 분석할 수 없었다.

분석대상 기업집단은 공정거래위원회가 1998년 4월 이후 발표한 30대 대규모 기업집단, 출자총액제한 및 상호출자제한 기업집단 등의 기업집단 명단을 기초로 하여 1997년 말부터 2005년 말까지의 총 44개 기업집단을 대상으로 하였다.<sup>4)</sup> 이 중에서 출자총액제한 기업집단은 전체 44개 기업집단 중에서 1997년부터 2005년 말까지 출자총액제한 기업집단에 속했던 34개 기업집단이다.<sup>5)</sup>

---

용대상 기준을 자산규모 10조원 이상 기업집단의 2조원 이상 중핵기업에 적용하고, 순자산 대비 출자비율도 40%로 상향조정하는 내용의 “대규모기업집단시책개편안”을 마련하기도 하였으나 (공정거래위원회, 2006b) 시행되지 못하였다.

- 3) 1998년부터 2001년 사이 출자총액(조원)은 17.6('98)→ 29.9('99)→ 45.9('00)→ 50.8('01)로 증가했고 출자비율은: 29.8%('98)→ 32.5%('99)→ 32.9%('00)→ 35.6%('01)로 크게 높아졌다.
- 4) 전체 기업집단은 삼성, 신세계, 한솔, CJ, 현대, 현대백화점, 현대산업개발, 현대자동차, 현대중공업, 현대건설, 현대정유, LG, GS, LS, 동양, 오리온, SK, 금호, 대림, 대상, 대한전선, 동국제강, 동부, 동양화학, 두산, 롯데, 영풍, 코오롱, 태광산업, 한진, 한화, 효성, KCC, 동원, 쌍용, 부영, 한국철강, 고합, 대우, 동아, 아남, 하나로통신, 세아, 한진중공업이다.

분석에 이용된 데이터는 총 44개 기업집단의 비금융보험 계열사 8,320개 기업의 소유지분 및 재무 자료를 출발점으로 하였다. 이 중에서 연도별 증가율을 얻기 위해 확보한 1996년 말 재무 자료를 제외하고, 연도별 지정 집단 여부 등을 고려하고, 또 소유지분 자료가 확보된 4,370개 기업 데이터를 연도별 풀링(pooling)방식으로 구축하였다.

## 2. 변수의 정의

분석에 사용된 변수들은 크게 총수 및 일가 지분율, 최종(소유)지분율, 의결지분율 등 해당 계열사의 소유와 관련된 규모 및 비율 변수들과 계열사간 매출 및 매입과 관련된 총량 및 비중 변수들, 순현금흐름, 기업경상 이익률과 같은 기업 성과 및 재무관련 변수, 그리고 마지막으로 기업의 출자(피출자), 소유, 내부거래 등의 정량적인 변수들을 일정한 기준에 의해 정성화하여 구성한 더미(dummy) 변수 등 크게 네 가지로 이루어져 있다.

### 소유관련 변수

- 지배주주 지분율: 총수 및 일가의 직접지분율
- 계열사지분율: 전체 지분 중 다른 계열사들에 의해 소유되어있는 지분율
- 의결지분율: 지배주주지분율+계열사지분율+비영리법인지분율+임원 지분율+자기주식
- 최종(소유)지분율<sup>6)</sup>: 직접지분+간접지분<sup>7)</sup>
- 출자비율: 출자총액/순자본(rate\_inv1), 출자총액/자기자본 (rate\_inv2)

- 
- 5) 삼성, 신세계, 한솔, CJ, 현대, 현대백화점, 현대산업개발, 현대자동차, 현대중공업, 현대정유, LG, GS, LS, 동양, SK, 금호, 대림, 대상, 동국제강, 동부, 동양화학, 두산, 롯데, 영풍, 코오롱, 태광산업, 한진, 한화, 효성, 쌍용, 고합, 대우, 동아, 아남이다. 분석대상 집단과 출자총액제한 기업집단에 대해서는 <참고표 1>과 <참고표 2>를 참조 바람.
  - 6) 여기서 최종(소유)지분율이라 함은 각 소속회사가 보유하고 있는 계열회사 주식을 자기의 주주에게 지분율에 따라 나눠줄 뿐만 아니라 계열회사로부터 나눠받게 될 계열회사 주식도 같은 방식으로 나눠줄 경우, 지배주주가 최종적으로 소유하게 될 주식지분이라는 의미에서이다.
  - 7) 소속회사 i 에 대하여 지배주주가 직접소유하고 있는 주식지분과 계열회사 j 를 통하여 간접소유하고 있는 주식지분, 그리고 둘 혹은 그 이상의 계열회사를 거쳐서 간접적으로 소유하고 있는 주식지분도 포함한다.

- 출자의 그룹 내 기여도: 출자액/그룹합산 출자총액

#### 내부거래 관련 변수

- 내부매출액 및 내부매출 비중: 계열사 매출액/해당 계열사 총 매출액
- 내부매입액 및 내부매입 비중: 계열사 매입액/해당 계열사의 매출원가 (또는 당기매입)
- 타 계열사와 사업상 관련 여부로서 계열사간 내부매출과 매입 합계 규모

#### 기업성과 관련 변수 및 기타 재무 변수

- 순현금흐름: 당기순이익+감가상각비
- ebitda: (영업이익+감가상각비)/자산
- 유보액 대 납입자본비율: (자본잉여금+이익잉여금+자본조정+자기주식)/납입자본금\*100
- 금융비용: 사채이자+이자비용
- 연구개발투자액: 재무제표 상의 6개 연구개발비 항목의 합계
- 설비투자액: 유형고정자산투자

#### 더미(dummy) 변수

- 기업형태별 더미: 상장(listed\_d), 등록(enrolled\_d), 외감(audited\_d), 정보통신계열사 여부(it\_d1: 한국표준산업분류상 J64+M72, it\_d2: 한국표준산업분류상 J64+M72+D32)
- 순환출자 관여기업 더미(circuit\_d): 각 집단의 연도별 출자 매트릭스 상 역대각선 위쪽에 출자관계가 존재하는 계열사
- 연도 더미(year\_d)

### 3. 분석 대상 기업집단 분류

실증분석을 위하여 총 44개 기업집단을 몇 가지 기준에 의하여 구분하였다. 먼저 2000년 말까지 30대 기업집단은 출자총액제한 기업집단을 발표하기 전까지 존재했고 이는 이후 시기의 출자총액제한 기업집단에 포함시켰다. 따라서 상호출자 제한 기업집단은 2001년부터 2005년까지 존재

하게 된다. 그리고 출자총액 제한 기업집단과 상호출자제한 기업집단 둘 모두에 속한 기업집단이 존재한다.<sup>8)</sup>

뿐만 아니라 각 집단의 연도별 출자 매트릭스 상 역대각선 위쪽에 출자 관계가 존재하는 계열사들이 존재하는 기업집단을 '순환출자 있는 그룹'으로, 2001년 4월에서 2006년 4월까지 공정거래위원회가 공표하는 출자총액제한 기업집단 공표 시 6년 연속 지정된 기업집단을 "01~'06연속지정 그룹'<sup>9)</sup>으로 유형화한다. 또 매년도 금융보험 계열사들의 출자가 있는 그룹을 '금융계열사 출자가 있는 그룹'으로 유형화할 수 있다.<sup>10)</sup>

이제까지는 공정거래위원회의 발표 등에 의해 이미 그룹화가 되어 있는 그룹들이지만 여기에 추가하여 각 기업의 지분 관련 변수들을 이용하여 또 다른 유형의 그룹을 형성할 수 있을 것이다. 먼저 각 계열사의 지배주주(총수 및 일가) 지분율과 계열사지분율을 이용하여 구간별로 세분화를 하고, 이를 다시 대분류하는 방식으로 아래와 같은 6가지 유형화할 수 있다. 소유유형 분류 기준은 지배주주 지분율의 경우 3%, 5%, 10%, 15%, 20%로 하였다. 계열사 지분율은 25%, 30%, 35%, 40%, 45%를 기준으로 하였다.

【표 1】 계열사 지분율에 따른 유형 분류 (단위: %)

		지배주주(총수 및 가족) 지분율(sd)					
		0<sd≤3	3<sd≤5	5<sd≤10	10<sd≤15	15<sd≤20	20<sd
계열사 지분율 (sa)	sa≤25	a <sub>11</sub>	a <sub>12</sub>	b <sub>13</sub>	b <sub>14</sub>	c <sub>15</sub>	c <sub>16</sub>
	25<sa≤30	a <sub>21</sub>	a <sub>22</sub>	b <sub>23</sub>	b <sub>24</sub>	c <sub>25</sub>	c <sub>26</sub>
	30<sa≤35	a <sub>31</sub>	a <sub>32</sub>	b <sub>33</sub>	b <sub>34</sub>	c <sub>35</sub>	c <sub>36</sub>
	35<sa≤40	d <sub>41</sub>	d <sub>42</sub>	e <sub>43</sub>	e <sub>44</sub>	f <sub>45</sub>	f <sub>46</sub>
	40<sa≤45	d <sub>51</sub>	d <sub>52</sub>	e <sub>53</sub>	e <sub>54</sub>	f <sub>55</sub>	f <sub>56</sub>
	45<sa	d <sub>61</sub>	d <sub>62</sub>	e <sub>63</sub>	e <sub>64</sub>	f <sub>65</sub>	f <sub>66</sub>

a<sub>mn</sub>: 총수지분율이 아주 낮고 계열사지분율도 비교적 낮은 기업집단(A)

b<sub>mn</sub>: 총수지분율이 비교적 낮고 계열사지분율도 비교적 낮은 기업집단(B)

c<sub>mn</sub>: 총수지분율이 높고 계열사지분율이 비교적 낮은 기업집단(C)

d<sub>mn</sub>: 총수지분율이 아주 낮고 계열사지분율은 비교적 높은 기업집단(D)

e<sub>mn</sub>: 총수지분율이 비교적 낮고 계열사지분율은 비교적 높은 기업집단(E)

f<sub>mn</sub>: 총수지분율이 높고 계열사지분율도 비교적 높은 기업집단(F)

8) <참고표 1> 참조

9) 현대, 현대자동차, LG, SK, 금호, 동부, 두산, 한화 등 8 개 기업집단임.

10) <참고표 2> 참조

소유 관련 변수를 이용하는 방법으로 소유지배괴리도와 의결권 승수의 크기가 어떤가에 따라 유형을 나눌 수도 있다. 이것은 공정거래위원회가 출자총액기업집단 및 상호출자제한 기업집단을 발표하면서 이용하기도 하는 구분이다.

먼저 소유지배 괴리도를 이용하여 괴리도의 크기가 0.25 이하인 기업집단과 이상인 기업집단으로 나눌 수 있는데 분석에서는 1997~2002년 말, 2004~2005년 말 사이의 자료가 이용되었다. 둘째, 의결권 승수가 3 이하와 이상인 기업집단으로 공정거래위원회의 발표 자료를 기준으로 2004년 말과 2005년 말의 자료를 기준으로 하고 있다. 마지막으로 괴리도가 0.25 이상이고 동시에 의결권승수가 3을 초과하는 기업집단으로 의결권 승수를 기준으로 할 때와 마찬가지로 2004년과 2005년 2 개년의 자료를 확보하였다.

### Ⅲ. 분석 모형

출자총액제한제도의 효과를 분석하기 위한 모형은 크게 두 가지 방법으로 이루어졌다. 하나는 출자비율에 영향을 미치는 최종지분율과 의결지분율의 상대적 증감이 어떤 방식으로 변화했는가를 알아보는 것이다(모형 1). 이 모형은 지배주주의 최종소유지분율( $\hat{w}$ ) 및 의결지분율( $x$ )과 기업집단의 출자비율( $q$ ) 사이에 존재하는 함수적 관계를 전제로 한다(김진방·송원근, 2006).

$$\frac{1 - \hat{w}}{1 - x} = 1 + q$$

이 식에서 알 수 있듯이, 기업집단의 출자비율을 낮추려면 지배주주의 소유지분율을 높이거나 의결지분율을 낮춰야 한다. 물론 출자비율 하락이 반드시 의결지분율의 하락이나 소유지분율의 상승을 수반하는 것은 아니다. 그렇지만 출자비율 하락은 계열회사 지분 감소를 의미하고, 계열회사 지분이 감소하면 지배주주의 의결지분율이 하락한다. 그리고 의결지분율

하락을 상쇄하기 위해 지배주주가 주식을 취득하면 지배주주의 소유지분율이 상승한다.

다른 하나는 출자총액제한제도가 재도입된 2001년 말을 기준으로, 전후의 두 기간별로 출자총액의 절대액과 그것의 증가율을 구하여 두 개의 변수가 증가 혹은 감소했는가를 통해서 동 제도의 효과를 분석한다(모형 2).

## 1. 출자비율의 변동 효과 분석(모형 1)

첫 번째 모형은 출자비율을 종속변수로 하고 최종지분율과 의결지분율을 각각 주 설명변수로 한 OLS추정을 통해서 두 모형의 회귀식의 계수값(beta)의 크기를 측정하고 이를 비교하여 출자 비율의 변화를 추정함으로써 출자 총액제한제도의 효과가 어떠한지를 알아보려는 것이다.

이를 위하여 첫 번째 단계는 각 회귀식의 기본 모형을 설정하고 각각의 계수값을 추정한다. 각 회귀식 모형은 아래와 같다.

### (모형 1-1)

최종(소유)지분율을 주 설명 변수로 한 OLS 추정 회귀식

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1' x_{it} + \alpha_2' z_{it} + \epsilon_{it}$$

$$H_0 : \alpha_1 = 0, H_1 : \alpha_1 > 0$$

$y_{it}$  : 종속변수로서 출자비율(자기자본 대비 출자총액의 비율, rate\_inv2\_t)

$x_{it}$  : 계수 값을 비교하기 위한 주 설명변수로서 최종지분율

$z_{it}$  : 기타 설명 변수로서 순현금흐름, 금융비용, 내부매출과 내부매입 등 내부거래 관련 변수, 연구개발투자액, 그리고 통제변수로서 자본총계액 규모, 출자액의 규모 등

### (모형 1-2)

의결지분율을 주 설명변수로 한 OLS 추정 회귀식

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1' x_{it} + \beta_2' z_{it} + \nu_{it}$$



$$H_0 : \beta_1 = 0, H_1 : \beta_1 \neq 0 (\beta_1 > 0 \text{ or } \beta_1 < 0)$$

$y_{it}$  : 종속변수로서 출자비율(자기자본 대비 출자총액의 비율, rate\_inv2\_t)

$x_{it}$  : 설명변수로서 의결지분을

$z_{it}$  : 기타 설명 변수로서 순현금흐름, 금융비용, 내부대출과 내부 매입 등 내부거래 관련 변수, 연구개발투자액, 그리고 통제변수로서 자본총계액 규모, 출자액의 규모 등

이와 같은 각각의 모형을 세운 다음 두 번째 단계는 두 회귀식의 추정 계수(beta)를 모두 고려하여 다음과 같은 가설을 설정한다. 즉,

$$H_0 : \alpha_1, \beta_1 = 0, H_1 : \alpha_1 - \beta_1 > 0$$

## 2. 출자총액증가율의 시기별 변동에 관한 토빗(tobit)모형 (모형 2)

앞의 모형 1은 개별기업을 대상으로 하고 있기 때문에 출자 비율의 변동에 관한 완전한 설명을 제공하지 못하는 한계가 있을 수 있다. 따라서 각 계열사 출자총액제한제도의 유효성 여부를 알아보기 위하여 ① 출자총액의 절대 규모 ② 출자총액증가율을 각각 종속변수로 하고, 출자총액제한제도가 재 시행된 2001년 시기를 전후로 한 기간을 더미 변수(설명변수)로 한 토빗(tobit) 모형을 설정하였다(모형 2).<sup>11)</sup>

11) 기업의 출자 행동과 관련된 금액은 "0"이하가 될 수 없기 때문에 출자액을 분자로 하는 출자비율을 포함한 회귀방정식의 오차는 truncated distribution을 가질 수밖에 없다. 따라서 OLS 추정식은 이 truncation bias문제를 해결할 수 없다. 이렇게 표본 선택의 bias 문제가 있는 상황에서 OLS 회귀분석을 사용하는 것이 적절치 않기 때문에, 또한 종속변수의 분포가 제한된 샘플(sample)을 대상으로 한 회귀분석에서는 OLS 추정을 행하는 것이 적절치 않기 때문에, 이러한 상황들에서는 Heckman 선택 모형(Heckman Selection Model)이나 토빗 분석 모형(Tobit Model)을 사용하는 것이 보통이다. 토빗 모형은 종속변수가 "0"의 관찰 값을 갖는 경우와 그렇지 않은 경우를 서로 다르게 취급하면서 최대 우도법의 추정 절차에 기초해서 관계를 추정한다.

## (모형 2)

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1' x_{it} + \alpha_2' z_{it} + \epsilon_{it}$$

$$H_0: \alpha_1 = 0, H_1: \alpha_1 < 0$$

$y_{it}$  : 종속변수로서 출자총액 증가율

$\alpha_0$  : 상수항

$x_{it}$  : 더미 설명변수로서 연도변수 year $\leq$ 2000이면 0, year $\geq$ 2001이면 1

$z_{it}$  : 기타 설명 변수로서 최종지분율, 순현금흐름, 금융비용, 내부 매출과 내부매입 등 내부거래 관련 변수, 연구개발투자액, 그리고 통제변수로서 자본총계액 규모, 출자액의 규모 등

$\epsilon_{it}$  : 오차항

## IV. 분석 결과

## 1. 출자비율의 변동 효과 분석(모형 1)

기업집단 혹은 재벌 그룹 차원이 아닌 개별 계열사 수준에서 이루어지는 출자총액제도 효과 분석은 무엇보다도 첫째, 출자비율이 동 제도의 실시로 인하여 실제로 감소했는가를 보는 방법이 있을 수 있다. 그러나 정의상 개별 기업의 출자비율은 순자산 대비 출자총액의 비중을 말하기 때문에 출자비율의 하락이 출자총액의 감소 때문에 발생한 것인지 아니면 순자산의 증가 때문에 발생한 것인지를 정확하게 알 수 없는 한계를 가진다. 이러한 한계에도 이 글에서는 출자비율에 영향을 미치는 설명변수로서 최종지분율과 의결지분율의 설명계수를 일차적으로 추정하고( $\alpha_1, \beta_1$ ) 그런 다음 이 두 계수를 비교함으로써 출자총액제한제도의 효과를 예측해 보았다.

분석 결과에 의하면 두 개의 비율이 모두 양(+ )의 계수값을 보인 것이 특징적이다. 즉 기업집단 차원에서는 의결지분율이 음(-)의 값을 가질 수

있는 가능성이 있지만 개별기업 차원에서는 이러한 경향에 어느 기업집단 유형에서도 나타나지 않았다.

그러나 비율 상승의 크기를 비교해보면 2001년부터 2006년 4월까지 출자총액제한집단으로 연속 지정된 그룹의 계열사들을 제외하고는 모든 그룹 유형들에서 최종지분율의 계수값( $\alpha_1$ )이 의결지분율의 계수값( $\beta_1$ )보다 더 크다. 따라서 두 계수값의 차이( $\alpha_1 - \beta_1$ )는 '0'보다 큰 값을 가지게 된다. 다만 '연속지정집단' 계열사들의 경우에만 의결지분율의 계수값이 최종지분율 계수값보다 더 커서 음(-)의 값을 보였다. 연속지정기업집단을 정부의 규제를 가장 지속적으로 받고 있는 기업집단이라 할 때, 전체 기간을 대상으로 한 분석에서 최종지분율보다 의결지분율의 증가가 더 큰 현상은 이런 측면에서 보면 당연한 것이라 할 수 있을 것이다.

【표 2】 최종지분율과 의결지분율의 계수값(beta)의 변화(그룹집단별)

종속변수 = 출자비율	최종지분율 계수값( $\alpha_1$ )		의결지분율 계수값( $\beta_1$ )		$\alpha_1 - \beta_1$		
	$\alpha_1$	t-value	$\beta_1$	t-value			
전체기간 대상							
전체그룹기업	2.1707	6.67	a	1.9614	6.1	a	0.2093
출총그룹기업	1.2185	10.2	a	0.9648	8.68	a	0.2538
상호출자제한그룹기업	2.5907	2.52	b	2.1090	1.98	b	0.4817
순환출자 있는 그룹기업	1.1257	8.61	a	0.9337	7.49	a	0.1920
'01~'06연속지정 그룹기업	<b>1.0127</b>	<b>7.67</b>	<b>a</b>	<b>1.0707</b>	<b>9.67</b>	<b>a</b>	<b>-0.0580</b>
금융사출자 있는 그룹기업	3.3954	6.41	a	2.7302	5.29	a	0.6652

주: a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준

개별 기업들을 통해 얻은 결과이기는 하지만 최종지분율의 증가폭이 의결지분율의 증가폭을 초과하는 현상은 우리나라 기업집단의 출자비율의 하락에 지배주주의 최종지분율을 높이는 어떤 요인이 작용하고 있음을 시사하는 것이며, 그 중 하나가 바로 출자총액제한제도 등과 같은 제도였음을 추측할 수 있게 해준다.

이는 전체 그룹 기업과 출자총액제한 그룹 등 2 개의 집단만을 대상으로 한 계수값의 기간별 변동에서 더욱 분명해진다. 여기에서도 두 기간(1997~2000, 2001~2005) 모두 두 설명변수 계수값이 동일하게 증가하기는 하지만 최종지분율의 증가가 의결지분율의 증가보다 더 높다. 그리고 두 그룹 유형 모두에서 2001년 이후의 후기에 두 계수 값의 격차가 커졌음을

알 수 있다. 즉 출자총액제한제도가 다시 시행되기 시작한 2001년 이후에 최종지분율이 의결지분율보다 더 많이 상승한 것이다.

【표 3】 최종지분율과 의결지분율의 계수값(beta)의 변화(기간별)

종속변수 = 출자비율		최종지분율 계수값( $\alpha_1$ )			의결지분율 계수값( $\beta_1$ )			$\alpha_1 - \beta_1$
그룹 유형	기간	$\alpha_1$	t-value		$\beta_1$	t-value		
전체 그룹 기업	'97~'00	1.0508	5.32	a	1.0217	5.79	a	0.0291
	'01~'05	2.3446	4.58	a	2.2657	3.99	a	0.0789
출자총액제한 그룹기업	'97~'00	1.1726	6.31	a	1.0090	6.5	a	<b>0.1637</b>
	'01~'05	1.0776	8.43	a	0.8964	6.08	a	<b>0.1811</b>

주: a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준

마지막으로 앞의 <표 1>의 소유유형 구분에 따른 기업집단별로 의결지분율에 대비한 지배주주의 최종지분율에 어떤 변화가 있었는지를 살펴보자. 분석 기간은 2001년 이후이다. <표 4>에서 알 수 있듯이 총수지분율이 낮은 기업집단 유형(A,B,D)에서 총수지분율의 증가가 의결지분율의 증가보다 더 높았음을 알 수 있다. 특히 총수지분율이 아주 낮고, 동시에 계열사 지분율도 낮은 기업집단 유형(A)에서 두 계수 값의 차이가 가장 크다. 이는 2001년 이후 출자총액제한제도가 총수지분율이 낮은 기업집단의 최종지분율을 높이는데 일정 정도 기여하였음을 의미하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

【표 4】 최종지분율과 의결지분율의 계수값(beta) 변화(소유 유형별)

종속변수 = 출자비율		최종지분율 계수값( $\alpha_1$ )			의결지분율 계수값( $\beta_1$ )			$\alpha_1 - \beta_1$
소유 유형별 그룹		$\alpha_1$	t-value		$\beta_1$	t-value		
A		1.9173	3.16	a	0.8217	2.31	b	<b>1.0956</b>
B		1.4877	1.95	c	0.5489	1.70	c	<b>0.9388</b>
C		0.4934	0.28		0.3467	0.18		0.1467
D		0.7251	4.90	a	0.2768	1.92	c	0.4483
E		0.2172	1.11		0.1483	1.25		<b>0.0689</b>
F		0.0885	0.03		-4.3183	-1.25		4.4068

주: 1) a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10% 유의 수준

2) 분석 대상 기간은 2001년 이후임.

## 2. 출자총액증가율의 시기별 변동 효과(모형 2)

출자총액제한제도의 효과를 살펴보기 위한 다른 방법은 앞에서 구분한 두 시기를 구분하고 두 시기 전후에 출자총액의 절대 규모가 증가 혹은 감소했는지를 알아보는 방법이 있다. 그러나 출자총액 규모 변화는 그 자체로서 커다란 의미는 없다. 따라서 이를 보완하기 위하여 동 출자총액 증가율이 어떻게 변화했는지를 알아보지 않으면 안된다.

우선 출자총액을 종속변수로 하고 2001년 말 이후의 시기를 더미 변수로 한 모형(tobit 모형)을 통해서 출자총액의 규모 변화를 보자. 분석 결과에 따르면 다른 설명변수들이 일정하다면, 전체 그룹 기업들에서 출자총액이 2001년 이후 시기에 증가한 것으로 나타났다. 그러나 그러한 변화는 유의미하게 나타나지는 않았다. 그럼에도 이러한 현상은 순환출자 있는 그룹과 금융계열사 출자가 있는 그룹에서도 동일하게 나타난다. 그러나 출자총액제한 집단 계열사들의 경우에는 절대 규모도 감소한 것으로 나타난다. 마찬가지로 이러한 변화는 유의하지 않음을 알 수 있다.

【표 5】 출자총액 규모의 기간별 변화

Y= 출자총액(ln)	전체 그룹		출자총액 제한그룹		순환출자 있는 그룹		금융보험사 출자그룹	
	계수값	t	계수값	t	계수값	t	계수값	t
설명변수								
년도 더미	0.3023	0.57	-0.2262	-0.33	0.2273	0.39	1.6794	2.55
금융비용(ln)	0.5709	8.44	a	0.5957	6.52	a	0.4869	6.51
ebitda(ln)	0.0743	2.39	b	0.1152	2.77	a	0.1230	3.54
순현금흐름(ln)	0.0777	3.18	a	0.0819	2.68	a	0.0487	1.78
내부거래(ln)	0.0704	2.14	b	0.1501	3.32	a	0.0295	0.77
연구개발(ln)	0.0651,	1.75	c	0.1354	2.91	a	0.0371	0.9
설비투자(ln)	0.3984	4.07	a	0.3123	2.43	b	0.4170	3.84
자본총계(ln)	0.2764	6.54	a	0.2851	5.37	a	0.2748	5.73
출자의그룹기여도	26.3644	20.67	a	31.0301	15.74	a	34.4038	17.95
상수항	-22.2497	-16.99	a	-23.7147	-14.3	a	-19.5080	-13.51
obs.	4,370		2,706		3,038		2,681	
pseudo R <sup>2</sup>	0.0727		0.082		0.0705		0.0765	

주: a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10% 유의 수준

그렇다면 출자총액의 증가율은 어떠했을까? 아래 <표 6>에서 알 수 있

는 것처럼, 출자총액증가율은 2001년 이후 시기에 모든 기업집단 유형에서 감소하고 있다. 그리고 출자총액 증가율의 감소가 가장 큰 기업집단 유형은 출자총액제한 기업집단이고 이어 순환출자가 있는 집단, 금융계열사의 출자가 있는 집단 순이다.

【표 6】 출자총액증가율의 기간별 변화

Y= 출자총액 증가율	전체 그룹			출자총액 제한그룹			순환출자 있는그룹			금융보험사 출자그룹		
	계수값	t		계수값	t		계수값	t		계수값	t	
년도 더미	-0.0295	-3.51	a	-0.0424	-3.82	a	-0.0404	-3.94	a	-0.0379	-3.43	a
금융비용(ln)	-0.0007	-0.71		0.0001	0.08		-0.0009	-0.73		-0.0005	-0.39	
ebitda(ln)	-0.0012	-2.55	b	-0.0016	-2.53	b	-0.0013	-2.17	b	-0.0011	-1.79	c
순현금흐름(ln)	0.0022	5.42	a	0.0026	4.85	a	0.0030	5.82	a	0.0026	4.88	a
유보율	0.0002	2.22	b	0.0002	1.51		0.0002	1.9	c	0.0002	1.57	
내부거래(ln)	-0.0001	-0.16		0.0000	-0.03		-0.0007	-0.97		-0.0006	-0.78	
설비투자(ln)	-0.0005	-0.43		-0.0010	-0.58		-0.0003	-0.19		-0.0009	-0.5	a
출자액(ln)	0.0057	11.06	a	0.0057	8.28	a	0.0063	9.87	a	0.0057	8.09	
상장여부 더미	-0.0255	-2.63	a	-0.0241	-1.88	c	-0.0378	-3.1	a	-0.0292	-2.19	b
상수항	0.0136	0.85		0.0159	0.77		0.0200	0.99		0.0240	1.13	
obs.	4,369			2,705			3,037			2,680		
pseudo R <sup>2</sup>	0.2762			0.1956			0.2332			0.1650		

주: a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10% 유의 수준

결국 출자총액의 절대 규모와 출자총액증가율의 변화를 통해서 출자총액 제한제도의 효과를 추론해 볼 수 있다. 즉, 우리나라 재벌 기업집단 계열사들의 출자총액은 지속적으로 증가하는 가운데, 출자총액제한제도가 다시 도입된 2001년 이후부터는 그 이전 시기에 비해 출자총액증가율은 감소한 것으로 나타났다. 즉 정부의 출자총액제한제도는 절대적인 출자총액을 감소시키지는 못했으나 적어도 출자총액의 증가율을 낮추는 것에는 일정 정도 기여를 하였다고 볼 수 있을 것이다.

## V. 결 론

출자총액제한제도가 실제로 기업들을 적대적 인수합병 위협에 노출시키

고, 또 기업의 정상적인 투자활동을 저해하는가에 대한 논란은 차치하고라도(강철규·이재형, 2006; 광만순, 2006; 임영재, 2005; 정세열, 2004), 출자총액제한제도가 규제하는 출자비용 자체의 문제도 있다. 즉 출자총액제한제도가 제한하는 것은 대기업집단 소속회사의 순자산액 대비 출자총액 비율인데, 출자총액은 소속회사가 소유하는 주식의 취득가액이다. 따라서 소속회사의 자산재평가로 재평가적립금이 증가하거나 순이익의 내부유보로 이익잉여금이 증가할 때, 그 회사의 순자산액은 증가하지만 그 회사의 주식을 소유하는 소속회사의 출자총액은 증가하지 않으므로 기업집단 전체의 출자비용은 하락한다. 1998년과 1999년에 대규모 자산재평가로 회계장부 상의 순자산액이 증가하면서 소유주식의 증가에 따른 출자비용 상승이 감춰진 것이다. 또 2002년과 그 이후에는 순이익의 내부유보로 순자산액이 증가하면서 출자비용이 하락한 듯이 보이게 했다. 그 결과 동제도를 통하여 경제력집중을 완화하거나 소유지배과리를 축소하기가 어려워졌다(김진방·송원근, 2006).

또 출자총액제한제도와 관련된 좀 더 근본적인 문제의 하나는 상속세나 증여세 이외에 소유구조에 직접 영향을 미칠 수 있는 정책수단이 과연 존재할 수 있는가하는 것이다. 뿐만 아니라 출자총액제한제도가 재벌 소속 계열회사에 대해 개별적으로 출자 비율을 규제하고 있고 따라서 개별 법인이 아닌 기업집단이 법적 권리와 책임 주체가 되는 것이 어렵다는 문제도 있다(KDI, 2003).

이상과 같은 제도 자체가 가지는 한계에도 불구하고, 이 논문은 출자총액제한제도가 그동안 부분적이지만 성과가 있었다는 것을 실증분석을 통해 보여주고자 하였다. 즉 2001년 이후 연속 지정된 그룹의 계열사들을 제외하고는 모든 그룹 유형들에서 최종지분율의 계수값( $\alpha_1$ )이 의결지분율의 계수값( $\beta_1$ )보다 더 크게 나타났다. 개별 기업들을 통해 얻은 결과이기는 하지만 최종지분율의 증가폭이 의결지분율의 증가폭을 초과하는 현상은 출자총액제한제도의 제도입 이후 우리나라 기업집단의 출자 비율 하락에도 영향을 미쳤을 것이다. 이것은 출자총액제한그룹에서 2001년 이후 시기에 두 계수 값의 격차가 다른 그룹들에서보다 더 큰 것에서도 확인된다. 또한 소유유형별로 기업집단을 구분해 분석한 결과에 의하면 총수지분율이 아주 낮고, 동시에 계열사지분율도 낮은 기업집단 유형(A)에서 두 계수 값의 차

이가 가장 크게 나타났는데 이는 2001년 이후 출자총액제한제도가 총수지분율이 낮은 기업집단의 최종지분을 높이는데 일정 정도 기여하였음을 의미한다.

출자총액과 출자총액 증가율을 각각 종속변수로 하고 2001년 말 이후의 시기를 더미 변수로 한 토빗(tobit) 모형(모형 2)의 분석 결과는 2001년 이후에 전체 그룹 집단의 출자총액의 절대적 규모가 증가하는 가운데, 출자총액제한 기업집단 계열사의 출자총액은 절대액이 감소한 것으로 나타난다. 하지만 이러한 감소는 유의하지 않았다. 이에 비하여 전체 그룹 집단에서 출자총액증가율은 오히려 감소했으며 출자총액제한 기업집단의 경우 감소폭이 가장 크게 나타났다. 이것은 정부의 출자총액제한제도가 절대적인 출자총액을 감소시키지는 못했으나 적어도 출자총액의 증가율만큼은 낮추는 데는 일정 정도 기여하였음을 의미하는 것이다.

#### ◆ 참고문헌 ◆

- 강철규·이재형 (2006), "출자총액제한제도가 투자에 미치는 영향: 실증연구," 기업구조와 전략연구회 세미나 발표 자료(11.29).
- 경제개혁연대 (2006), "경제력 집중 억제 관점에서 본 출자총액제한제도 존치의 필요성," 경제개혁리포트, 2006-5호, (11.8).
- 공정거래위원회 (2004a), "출자총액제한제도에 대한 몇 가지 오해", KFTC 경쟁이슈 04 - 04.
- \_\_\_\_\_ (2004b), "대기업 집단의 소유지분구조 공개", 보도자료 (12.28).
- \_\_\_\_\_ (2005a), "개편된 대기업집단 제도에 따른 2005년도 상호출자 제한기업집단 등 지정", 보도자료(4.8).
- \_\_\_\_\_ (2005b), "2005년 대기업집단 소유지배구조에 관한 정보공개", 보도자료(7.13).
- \_\_\_\_\_ (2006a), "2006년 대규모기업집단 소유지배구조에 관한 정보 공개", 보도자료(7.31).
- \_\_\_\_\_ (2006b), "대규모기업집단시책 개편안", 보도자료(11.15).
- 곽만순 (2006), "출자총액규제와 대규모기업집단의 투자", 『규제연구』, 제15권 제1호.



- 김선구·이상승 외 (2003), 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 서울대학교 기업경쟁력연구센터.
- 김진방·송원근 (2006), 『출자총액제한제도의 성과분석 및 평가』, 공정거래위원회 용역보고서.
- 임영재 (2006), "환상형 순환출자의 본질에 대한 이해 및 정책 방향", 『KDI 정책포럼』, 제169호.
- 임원혁 (2005), 『재벌 개혁과 경영권 방어』, 코리아연구원 정책보고서(4.25).
- 정세열 (2004), 『상호출자금지와 출자총액제한제의 실효성 검토』, 서강대학교.
- 한국개발연구원 (2003), 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 2003. 9.

〈참고 표 1〉 출자총액제한 기업집단 대 상호출자제한 기업집단

그룹코드	1998.4.1	1999.4.1	2000.4.1	2001.4.1	2002.4.1	2003.4.1	2004.4.1	2005.4.1	2006.4.1
101	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성		삼성
102			신세계	신세계			신세계		
103	한솔	한솔	한솔	한솔					
104		씨제이	씨제이	씨제이					씨제이
201	현대	현대	현대	현대	현대	현대	현대	현대	현대
202				현대백화점					
203			현대산업개발	현대산업개발					
204				현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차
205					현대중공업	현대중공업	현대중공업		
207			현대정유	현대정유	현대정유				
301	LG	LG	LG	LG	LG	LG	LG	LG	LG
302								GS	GS
303							LS		
401	동양	동양	동양	동양					
500	SK	SK	SK	SK	SK	SK	SK	SK	SK
600	금호	금호	금호	금호	금호	금호	금호아시아나	금호아시아나	금호아시아나
700	대림	대림	대림	대림					대림
800	대상	대상							
1000	동국제강	동국제강	동국제강	동국제강					
1100	동부	동부	동부	동부	동부	동부	동부	동부	동부
1200				동양화학					
1300	두산	두산	두산	두산	두산	두산	두산	두산	두산
1400	롯데	롯데	롯데	롯데					롯데
1500			영풍	영풍					
1600	코오롱	코오롱	코오롱	코오롱					
1700				태광산업					
1800	한진	한진	한진	한진	한진	한진	한진		
1900	한화	한화	한화	한화	한화	한화	한화	한화	한화
2000	효성	효성	효성	효성					
2300	쌍용	쌍용	쌍용	쌍용					
2600	고합	고합	고합	고합					
2900	동아	동아	동아						
3000	아남	아남	아남						
3200				하나로통신					
제외	대우	대우	(주)대우						
제외			대우전자	대우전자					
제외							대우건설		
제외	한라	한라							

제외	진로	진로	진로						
제외	새한	새한	새한						
제외	해태	해태							
제외	신호	신호							
제외	강원산업	강원산업							
제외	뉴코아								
제외	거평								
제외		삼양							
제외			에쓰-오일						
제외									하이트맥주
제외					케이티	케이티	케이티	케이티	
제외				포항제철					
제외					수지원공사				
제외					전력공사	전력공사			
제외					도로공사	도로공사			
제외					주택공사	주택공사	주택공사		
제외					가스공사	가스공사	가스공사		
제외					토지공사	토지공사	토지공사		
제외								철도공사	
합계	30개	30개	30개	30개	19개	17개	18개	11개	14개

〈참고 표 2〉 금융보험 계열사들의 출자가 존재하는 기업집단(1998. 4 이후)

그룹 코드	1997 (1998.4.1)	1998 (1999.4.1)	1999 (2000.4.1)	2000 (2001.4.1)	2001 (2002.4.1)	2002 (2003.4.1)	2003 (2004.4.1)	2004 (2005.4.1)	2005 (2006.4.1)
101	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성	삼성
102	신세계								
103	한솔	한솔	한솔	한솔	한솔	한솔	한솔		
104	CJ	CJ	CJ	CJ	CJ	CJ	CJ	CJ	CJ
201	현대	현대	현대	현대	현대	현대	현대	현대	현대
204				현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차	현대자동차
205					현대중공업	현대중공업	현대중공업	현대중공업	현대중공업
301	LG	LG	LG	LG	LG	LG	LG		
401	동양	동양	동양	동양	동양	동양	동양	동양	동양
500	SK	SK	SK	SK	SK	SK	SK	SK	SK
600	금호	금호	금호	금호	금호	금호	금호아시아나	금호아시아나	금호아시아나
700	대림	대림		대림					
900							대한전선		
1000	동국제강	동국제강	동국제강						
1100	동부	동부	동부	동부	동부	동부	동부	동부	동부
1400						롯데	롯데	롯데	롯데
1600	코오롱	코오롱	코오롱	코오롱	코오롱	코오롱	코오롱	코오롱	
1700	태광산업	태광산업	태광산업	태광산업	태광산업	태광산업	태광산업	태광산업	태광산업
1800	한진	한진	한진	한진	한진	한진	한진		
1900	한화	한화	한화	한화	한화	한화	한화	한화	한화
2200	동원	동원	동원	동원	동원	동원	동원		
2300	쌍용	쌍용	쌍용	쌍용					
2800	대우	대우							
2900	동아	동아							
제외									중앙일보
합계	20개	19개	16개	17개	16개	17개	18개	13개	13개

# Some Limited Effects of the Government's Regulation so Called 'Restrictions on Total Amount of Share Holding of other Companies'

Won-Geun Song\*

## Abstract

The purpose of a government's regulation on Restrictions on total amount of share holding of other companies(RTAS) was to restrict economic concentration of conglomerate groups and to attain a balanced economic development between large *Chaebol* firms and small & medium enterprises. But unfortunately, it didn't attain their policy objectives.

This paper reviews on the government's regulations on *Chaebol* groups to restrict economic concentration and introduce some debates especially on RTAS. Second, the paper constructs yearly pooling data from raw data on each affiliate of thirty-four *Chaebol* groups. The variables being employed are processed and extracted from data on share ownership, voting rights, and scales or rates of intra-group transactions. Also we will specify companies and groups by government regulations, company ownerships, and scales of intra-group transactions.

The third part of the paper makes two regression models to analyze some policy effects of RTAS. Model I is an OLS estimation model on how were the comparative changes in the rate of final shareholdings and the rate of voting rights which affects on rate of investment to other affiliates. Model II is a simple Tobit regression model which estimates variations in amount and growth rate of investment to other affiliates between the two periods (1997~2000, 2001~2005). Lastly, drawing on these results, We would like to find out policy effects of RTAS from 1997 to 2005. We also want to suggest policy implications to the reforms of *Chaebol* groups under the new business friendly government departed from February 2008.

**KRF Classification:** B030904

**Key Words:** *Chaebol*, Restrictions on total amount of share holding of other companies(RTAS), share ownership, voting rights, intra-group transactions

---

\* Jinju National University, Associate Professor