

기업집단의 내부자본거래: 계열사 출자 결정요인 및 주가에 미치는 영향

※본 논문은 계속 수정 중이므로 향후 개선을 위해 많은 의견을 부탁드립니다.

김명애* 조성욱*

2009년 5월 22일

요약

이 연구는 상장기업의 국내 비상장 및 해외에 소재한 계열사까지 포함하여 모든 계열사에 대한 출자거래를 분석함으로써 내부자본시장 의사결정에 영향을 주는 요인들과 이들 거래에 대한 시장의 반응을 조사한다. 2001년부터 2005년까지의 공시자료를 이용하여 분석한 결과 기업집단의 소유구조 및 기업의 특성이 계열사 출자거래에 영향을 주는 것으로 나타났다. 기업집단 소유구조에서 상위에 위치한 기업들일수록 출자를 실행하는 경향이 높고, 출자 실행 시 더 큰 규모의 출자를 보인다. 해외에 소재한 계열사에 대한 출자는 성장성이 높은 기업에서 나타나는 경향이 높다. 국내 계열사에 대한 출자에서는 피출자기업의 수익성이 낮을수록 출자 규모가 커지는 것으로 나타난다. 또한 출자기업에서 지배주주의 지분이 낮을수록 출자규모가 커지는 경향을 보인다. 이러한 분석 결과는 계열사 출자가 성장잠재력이 높은 기업의 해외영업 확장전략으로 사용되는 한편, 국내 계열사에 대한 출자는 성과가 좋지 않은 계열사에 대한 지원 동기에 의해 발생함을 의미한다. 주식시장은 국내계열사에 대한 출자거래 공시에 대해서 부정적으로 반응했으며, 출자를 실행할 가능성이 낮다고 인식된 기업의 출자에 대해 시장에서의 부정적 반응이 두드러지는 것으로 나타난다. 이러한 반응은 국내계열사에 대한 출자가 기업의 가치를 하락시킨다는 시장의 인식을 시사하므로 기업의 사전적인 출자 동기에 대한 분석 결과와 일관된다.

JEL Classifications : G14, G32, G38

주요 단어: 기업집단, 내부자본시장, 터널링, 정보비대칭, 소유구조

* 서울대학교 경영대학, melanie00@snu.ac.kr

* 서울대학교 경영대학, swjoh@snu.ac.kr

I. 서론

기업이 내부자본거래를 수행하는 이유는 무엇인가? 먼저 내부자본시장을 통해 정보비대칭 문제를 완화시키거나 기업의 자원을 보다 효율적으로 이용할 수 있기 때문이라는 주장이 있다. Khanna and Palepu (2000) 등에 따르면 자본시장이 덜 발달하고 거래 및 정보비용이 높은 시장에서는 기업집단 내부의 자본거래를 통해 정보비대칭을 완화함으로써 조달비용을 줄일 수 있다. 또한 성숙기에 접어든 산업으로부터 발생한 기업의 현금을 새로 성장하는 분야로 재배분하기 위해서 내부자본거래를 이용할 수 있다는 주장도 존재한다. Stein (1997)은 강력한 통제력을 가진 감독 주체가 (예를 들면 최고경영자) 존재해서 한 사업부에서 발생한 현금을 투자수익률이 높은 다른 사업부로 이전시킴으로써 다각화기업에서 주주가치 제고를 달성할 수 있다고 주장한다. 이러한 주장들의 공통점은 내부자본시장의 존재가 기업의 자원을 효율적으로 이용하는데 도움이 된다는 것이다.

반면에 내부자본거래가 대리인문제로 인해 발생한다는 주장이 있다. Stein and Scharfstein (2000) 은 최고경영자와 사업책임자간에 대리인 문제가 존재하는 다각화기업에서 최고경영자들이 기업 내부의 정치적인 이유 때문에 실적이 좋지 않은 사업부에 합당한 규모를 초과하여 기업의 자원을 지원한다고 주장한다. 한편 기업집단에서의 대리인문제는 기업의 내부의사결정자가 자신의 이익을 위해 소액주주의 이익을 희생하면서 기업의 부를 이전시키는 터널링 동기(Johnson et al.(2000^b))와 관련이 있다. 내부의사결정자의 현금흐름권과 통제권 사이의 차이가 클수록 터널링 동기가 커지는데 기업집단에서 지배주주들은 피라미드식 소유구조나 상호출자 등을 이용하여 종종 자신의 현금흐름권을 훨씬 크게 초과하는 통제권을 가지게 되므로 (Bebchuk et al.(2000), Claessens et al (2000)) 이해상충의 문제가 증가한다. 또한 전문경영자처럼 주주경영자들도 개인적인 만족을 위해 자신의 통제하에 있는 기업집단의 규모를 확장하고자(Jensen (1986)) 내부자본거래를 이용할 가능성이 있다.

본 연구는 계열사에 대한 출자를 통해 기업집단 내부에서 이루어지는 내부자본시장 거래의 동기를 분석하고 이러한 거래에 대한 시장의 반응을 조사한다. 기업집단에서의 계열사에 대한 출자거래를 대상으로 하는 것은 우리의 연구 목적상 몇 가지 점에서 유리하게 작용한다. 첫째, 기업집단을 대상으로 한 내부자본시장 분석은 다각화기업에 대한 분석보다 정보의 접근성 측면에서 유리하다. 정보비대칭 완화 동기는 일차적으로 피출자기업의 필요에 의해 발생하므로 이 동기가 내부자본거래에 미치는 영향을 직접적으로 파악하려면 거래상대방인 피출자기업에 대한 정보가 필요하다. 다각화기업의 경우 사업부간 거래이므로

개별 사업부에 대한 정보에 접근하기 어려운 데 반해, 법률상 독립적인 주체인 계열사간의 거래에서는 법령에 의한 정보 공시의무 등으로 인해 정보획득이 상대적으로 용이하다. 따라서 거래상대방인 피출자기업의 기업정보를 근거로 정보비대칭성이 주요한 요인으로 작용하였는지를 평가할 수 있다. 둘째, 상품/서비스나 부동산 거래 등에 비해 출자거래에서는 터널링이 어느 방향으로 이루어지는지를 판단하기에 용이하다. 상품/서비스 거래 등에서는 거래 대상의 차별적 특성이 반영되어야 하며 부동산 거래 역시 거래 대상이 표준화되어 있지 않기 때문에 해당 내부거래가 어느 쪽 기업에 유리한 거래인지를 판단하는 것이 곤란하다. 반면에 출자 등 자본거래에서는 현금이나 지급보증을 제공하는 측에서 제공받는 측으로 기업의 부가 이전될 가능성이 높다. 셋째, 기업집단을 대상으로 하기 때문에 지배주주의 이해가 내부자본시장 거래에 영향을 미치는지 파악하기에 유리하다. 대부분의 계열사들에 대해 100%의 지분을 소유하는 지주회사 체제와는 달리, 기업집단의 계열사들이 가지는 각기 다른 소유구조는 다양한 대리인 문제들을 유발할 수 있기 때문이다.

본 연구는 우리나라 기업의 내부자본거래 결정요인 또는 내부자본거래 공시에 대한 시장의 반응을 다룬 기존의 논문과 다음과 같은 차별화될 수 있다. 강형철, 박경서, 장하성(2006))에서는 기업의 기말 회계자료에 기초하여 출자기업과 피출자기업을 추정하는 것에 비해 우리 연구의 표본은 공시자료를 이용한 직접적인 출자거래기록을 포함한다. 진태홍/송홍선(2003)의 연구는 구주매입 방식의 출자를 대상으로 하기 때문에 거래의 성격이 피출자기업에 대한 지원보다는 출자기업의 투자포트폴리오 운용 또는 피출자기업에 대한 통제권 강화 목적이 강하다고 볼 수 있다. 우리 연구에서는 피출자기업에 대한 실질적인 지원이라는 성격을 충족시키는 신주매입 거래만을 표본에 포함함으로써 출자기업의 상황뿐 아니라 피출자기업의 요구가 내부거래에 미치는 영향을 동시에 파악한다. Baek, Kang, and Lee (2006)에서는 우리나라 상장기업 간의 주식 및 주식연계증권 사모발행 거래를 대상으로 하고 있다. 우리 연구는 피출자 기업을 상장기업뿐만 아니라 비상장계열사와 해외계열사로 확대한 표본을 사용하여 분석한다.

본 연구는 2001에서 2005년 기간 동안 발생한 계열사출자 공시자료를 이용하여 먼저 계열사간의 출자거래 의사결정에 영향을 미치는 요인을 분석했다. 내부시장을 통한 자본거래의 동기로서 정보비대칭 완화, 터널링, 그리고 기업집단에 대한 통제구도 유지 목적 등에 초점을 맞추었다. 이와 동시에 기업의 출자공시에 대한 시장의 반응을 분석했다. 계열사간 출자거래 공시는 원칙적으로 의사결정과 거의 동시에 이루어지므로¹ 기업의 사전적인 출자동기 (결정요인) 와 이에 대한 시장의 인식 (영향) 이 일관되는지를 파악할

¹의사결정 후 익일 이내에 공시해야 함.

수 있었다. 또한 출자거래의 예측가능성에 대한 시장의 반응을 분석했다. 내부거래가 시장에서 예측되는지를 언급한 연구인 Cheung, Rau, and Stouraitis (2006)에서는 홍콩 주식시장에서 상장기업 간의 내부거래는 시장에서 미리 예측되지 못하는 것으로 나타났다.

우리 연구의 분석결과는 다음과 같이 요약될 수 있다. 시장에서 기업가치가 높은 기업들은 자신들의 성장잠재력을 활용하기 위한 전략의 일환으로서 해외계열사에 적극적으로 출자하는 경향을 보였다. 따라서 계열사 출자가 기업가치 제고 목적의 활동이라고 볼 수 있다. 국내계열사에 대한 출자에서는 수익성이 낮은 계열사에 출자할 때 출자규모가 증가하는 것으로 미루어 성과가 좋지 않은 계열사 지원 목적으로 이루어지고 있음을 알 수 있다. 이 경우는 피출자기업의 필요에 의해 발생한 출사이므로 기업집단 전체의 가치 또는 지배주주의 이익 제고를 위한 활동에 가깝다. 한편, 계열사에 대한 지분을 많이 보유한 기업일수록 더 높은 출자 경향과 더 큰 규모의 계열사 출자를 보여준다. 이는 기업집단에서 실질적인 지주회사 역할을 하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 계열사의 유상증자 시에 출자를 많이 함으로써 기업집단 통제구조에서 차지하는 역할을 유지하기 위한 것으로 해석된다. 또한 지배주주의 지분이 높은 출자기업에서는 상대적으로 출자규모가 작게 나타났다. 따라서 가능한 한 소액주주의 부를 출자재원으로 이용하여는 경향을 보였다. 주식시장은 국내계열사에 대한 출자 또는 기업집단가치 제고 목적의 출자거래에 대한 부정적인 시각을 나타냈다. 2004년 - 2005년에 발생한 국내 계열사에 대한 출자거래에서는 주식시장이 내부출자거래의 발생가능성을 미처 예측하지 못한 거래에 대해 반응하는 것으로 나타났다. 해외출자에 대해서는 유의한 반응을 보이지 않는 반면, 예측하지 못한 국내출자에 대해서는 부정적인 반응을 보이기 때문에 계열사 지원 목적의 내부자본거래에 대해 시장에서는 지배주주가 자신의 이익 제고를 위해 소액주주의 부를 전용하는 것으로 인식하고 있음을 의미한다.

이 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 내부자본시장의 역할에 대한 이론적 배경과 관련 연구들을 소개하면서 본 연구의 가설을 함께 제시했다. 3장에서는 연구 자료와 방법론을 설명했다. 4장에서는 계열사 출자의 결정요인 실증분석과 출자 공시에 대한 시장에서의 반응에 대한 실증분석 결과를 보고했다. 5장에서는 분석결과를 간단히 정리했다.

II. 내부자본시장의 역할에 대한 이론적 배경과 본 연구의 가설

2-1. 이론적 배경

내부자본시장이 자원의 효율적 배분을 돕는다는 주장은 성장잠재력이 낮은 기업에서 성장잠재력이 큰 기업으로 기업의 자원이 이전되거나, 정보비대칭성 문제로 자금조달이 어려운 기업에 대한 자금이전의 형태로 나타날 수 있다. Stein (1997) 은 강력한 통제력을 가진 감독 주체가 (예를 들면 최고경영자) 존재해서 한 사업부에서 발생한 현금을 투자수익률이 높은 다른 사업부로 이전시킴으로써 다각화기업에서 주주가치 제고를 꾀할 수 있다고 주장했다. Khanna and Palepu (2000) 는 특히 자본시장이 덜 발달한 개발도상국에서는 거래 및 정보비용이 높기 때문에 기업집단 내부에서의 자본거래를 통해 정보비대칭을 완화함으로써 조달비용을 줄일 수 있다고 주장했다.

지배주주나 기업 내부자들이 자신의 이익을 증진하기 위해 내부자본거래를 이용한 결과 자원의 효율적 배분을 왜곡했다는 연구들은 대리인문제에 초점을 맞춘다. Stein and Scharfstein (2000) 은 다각화기업의 최고경영자들이 기업 내부의 정치적인 이유 때문에 실적이 좋지 않은 사업부에 대해 합당한 규모를 초과하여 기업의 자원을 지원한다고 주장했다. 주주와 최고경영자 및 최고경영자와 사업부 책임자 간의 대리인문제에 근거한 설명이라고 볼 수 있다. 대주주가 존재하는 경우에는 이들이 경영자를 감시할 경제적 동기를 가지기 때문에 전문경영자에서 비롯되는 대리인문제가 완화되는 경향이 있는 반면 (Shleifer and Vishney (1986)), 소액주주와 지배주주간 대리인문제가 더 중요하게 대두된다 (La Porta et al (1999)).

지배주주들은 피라미드식 소유구조나 상호출자 등을 이용하여 종종 자신의 현금흐름권을 훨씬 크게 초과하는 통제권을 가진다 (Bebchuk et al.(2000), Claessens et al (2000)). 그리고 이러한 현금흐름권과 통제권의 괴리는 지배주주의 터널링 동기를 강화하여 결국 다른 소액주주들의 이익을 희생하면서 기업의 부를 빼돌리는 결과에 이르게 된다 (Johnson et al.(2000⁹)). 우리나라의 내부자본거래를 다룬 연구들은 터널링 동기를 대체로 지지하는 한편, 터널링과 계열사 지원 동기가 공존한다는 연구들이 있다 (강준구, 백재승 (2002), 윤성민(2004), 강형철, 박경서, 장하성 (2006)).

우리나라 30대 대기업집단의 합병거래를 대상으로 하는 강준구, 김진모, 배기홍 (2001) 에서는 기업 내 주주간 대리인문제의 정도를 각 기업에서 소유경영자의 영향력 하에 있는

지분의 크기를 이용하여 측정했다. 합병기업에서 소유경영자 지분의 크기가 클수록 합병기업의 주가가 부정적으로 반응하는 것으로 나타나서 합병거래에서 지배주주 지분의 클수록 대리인문제가 심각해짐을 보인다. 반면에 우리나라 상장기업 간의 주식 및 주식연계증권 사모발행 거래를 대상으로 할증 및 할인 발행에 따른 각각의 시장반응을 조사한 Baek, Kang, and Lee (2006) 에서는 거래 당사기업 중 지배주주 지분이 낮은 기업에서 주주간 대리인문제 (지배주주의 터널링) 가 발생하므로 그 기업이 인수기업인지 발행기업인지에 따라 할증 또는 할인 발행의 형태로 나타난다고 본다. 이 때 할증발행에 대해 인수기업의 주가가 부정적으로 반응하므로 지배주주 지분이 낮은 기업에서 대리인문제가 심각함을 의미했다. 홍콩 주식시장에서 상장기업 간의 내부거래를 연구한 Cheung, Rau, and Stouraitis (2006) 은 기업가치를 저해한다고 분류되는 유형의 거래가 발생한 경우에는 주가가 하락함을 보이고, 또한 내부거래가 시장에서 사전에 예측되지 않는다고 주장했다.

여타 유형의 내부자본거래와는 달리 기업집단의 계열사간 출자거래에서는 앞서 언급한 자원의 효율적 배분이나 정보비대칭 완화의 목적 외에 기업집단 통제와 관련된 동기가 존재할 수 있다. 임경목, 조성빈 (2006) 에서 나타나듯이 1997년 ~ 2005년 기간 동안 소유구조 피라미드에서 상위에 위치한 기업이 기업집단의 통제에 기여하는 정도가 계속 상승해 왔다는 것은 이러한 기업이 계열사의 유상증자에서 다른 계열사에 비해 적극적으로 참여해 왔을 가능성을 간접적으로 시사한다.

2-2. 본 연구의 가설

의사결정자인 지배주주가 기업집단 내에서 출자기업을 선정하는데 영향을 미칠 요인으로 기존의 통제구도를 유지하고자 하는 동기를 생각할 수 있다. Kang, Park, and Jang (2006) 과 Kim, Sung, and Lim (2007))에 따르면 지배주주 자신은 다른 계열사의 주식을 많이 소유하고 있는 실질적인 지주회사의 주식을 주로 소유한다. 그렇다면 성장기회 모색, 정보비대칭, 또는 터널링 동기 등에 의해 유발된 내부출자거래가 기존의 통제구도에 영향을 미치지 않기 위해서는 기업집단 소유피라미드에서 상위에 있는 기업을 이용하는 것이 타당해 보인다. 따라서 계열사주식에 대한 투자비중이 높아서 기업집단 내 실질적인 지주회사 기능을 하는 기업일수록 출자기업이 될 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

Stein (1997) 이 주장한 다각화기업의 예를 기업집단의 경우로 바꾸어 보면, 성장잠재력이

낮은 기업은 계열사에 대한 출자거래 등을 통해 새로 성장하는 산업에 진출하려고 할 것이다. 반면에 성장잠재력이 높은 기업은 자원을 외부로 이전시키기 보다 내부적으로 성장 또는 투자기회에 사용함으로써 보다 높은 수익성을 달성할 수 있다. 따라서 높은 성장잠재력은 기업의 계열사 출자 실행가능성과 출자 규모에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

정보비대칭 완화가 내부자본거래의 동기라면 비상장기업의 경우 정보비대칭 문제가 심각하기 때문에 외부에서 자금을 조달하는 것보다 내부 자본시장을 이용하고자 할 유인이 높다. 따라서 만약 출자거래의 동기가 정보비대칭을 완화하기 위한 것이라면, 피출자기업이 비상장이면 출자규모가 증가할 것으로 예상된다. 또한 이 경우 출자의 동기가 피출자기업의 현금조달 필요에서 비롯되기 때문에 규모가 큰 출자거래는 피출자기업의 규모가 크고 수익성이 낮은 거래에서 자주 발견될 것으로 예상된다.

대리인문제가 내부자본거래의 주요 동기라면, 자원 배분의 효율성과 관련 있는 특성이 아닌 다른 요인들이 출자에 영향을 미칠 것이다. 지배주주가 터널링 목적으로 자신의 지분이 낮은 기업의 현금을 이전하고자 하는 동기를 가질 가능성이 있다. 따라서 이 경우에는 기업의 현금자산 수준이 높을수록 그리고 지배주주의 지분이 상대적으로 낮은 기업일수록 출자의 규모가 증가할 것이 예상된다.

지배주주는 자신들의 지분을 자주 거래하지 않기 때문에 시장의 반응은 대체로 소액주주 또는 잠재적 투자자 (미래의 소액주주) 들의 의견을 반영한다. 반면에 기업의 의사결정은 지배주주를 정점으로 하는 내부자들에 의해 이루어진다. 따라서 출자공시에 대한 시장의 반응은 공시된 거래가 소액주주들의 이해에 미치게 될 영향을 나타내며 부정적인 시장반응은 해당 거래가 주주간의 대리인 문제를 증가시킬 것을 시사한다.

내부자본시장에서의 출자 의사결정이 기업의 특성에 의해 영향을 받는다면, 효율적인 주식시장에서는 기업특성에 따라 출자거래 실행가능성과 출자거래가 기업가치에 미치게 될 영향을 주가에 반영할 것이다. 따라서 주식시장이 기업의 출자를 이미 예측한 경우에는 출자 공시에 대한 주식수익률의 변화가 없거나 작을 것이다. 반대로 출자실행 가능성이 낮은 기업이 출자를 공시하면 반응을 보일 것이다.

III. 연구자료 및 방법론

3.1 연구자료

우리는 2001년과 2005년 기간 동안 한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업들이 공시한 내용을 기초로 연구자료를 구성했다. 이를 위해서 “최대주주등에대한출자”라는 제목하에 금융감독위원회의 공시정보데이터베이스 (DART)로부터 모든 개별 거래들을 수집했다. “최대주주등”이라 함은 지배주주 개인, 가족, 친척, 지배주주의 통제를 받는 기업 및 해당 기업의 임직원을 의미한다. 수집된 거래들에서 거래 상대방은 동일한 기업집단 내의 계열사들이다. 지주회사는 자산의 대부분이 계열사 주식이라 우리 연구의 목적에 적합하지 않기 때문에 제외했다. 금융산업에 속한 기업은 여타 산업에 속한 기업들과의 특성 비교가 곤란하기 때문에 이들의 출자거래 역시 제외했다. 우리는 수집한 출자거래를 유형에 따라 신주매입, 구주매입, 그리고 전환권 행사 등으로 구성된 기타로 분류했다. 정보비대칭 완화 또는 신규 성장 모색을 위한 출자동기는 기업집단의 현금자원 배분정책으로 나타나기 때문에 출자기업과 피출자기업 양쪽의 현금상황에 모두 영향을 미친다고 판단되는 신주매입 유형을 연구의 대상으로 삼았다. <표 1-1> 과 <표 1-2> 는 이러한 조건을 모두 충족하는 거래 및 거래에 참여한 기업의 수를 보여준다. 해당 기간에 표본에서 요구하는 조건을 충족시키면서 발생한 거래는 총 884건 이었으며 이 중 해외 계열사에 대한 출자가 347건, 국내 계열사에 대한 출자가 537건이었다. 해외 계열사에 대한 출자는 2004년 -2005년 기간 중에 대부분 발생했으며 2001년 - 2003년 기간 중에는 총 11건만 발생했다. 해당 기간 동안 162개 사가 해외 계열사에 대한 출자를 실행했고 353개 사가 국내 계열사에 대한 출자를 실행했다. 같은 해에 해외 출자 및 국내 출자를 모두 실행한 기업들도 존재하므로 피출자기업의 소재지와 관계없이 출자를 실행한 총 기업은 472개 사이다.

우리는 상기 조건을 충족하는 거래들을 이용하여 세 가지 유형의 표본을 구성했다. 계열사에 대한 출자를 실행한 기업들로 구성된 첫째 유형은 출자기업 특성이 출자실행 여부 및 출자규모에 미치는 영향에 대한 분석에 사용된다. 기업특성 자료가 존재하지 않는 기업을 제외하고 모두 451개 기업을 포함한다. 이들 중 해외에 소재한 계열사에 출자한 기업은 153개이며, 국내에 소재한 계열사에 출자한 기업은 340개 이다. 한 해에 여러 건의 거래를 한 경우에 모든 거래를 합계한 수치를 출자금액으로 간주했다. 두 번째 유형은 피출자기업 특성이 출자규모에 미치는 영향에 대한 분석에 이용되며 연도별로 출자기업과 피출자기업의 고유한 쌍으로 구성되었다. 같은 쌍의 출자기업과 피출자기업이 한 해에 여러

건의 거래를 한 경우에는 한 건으로 간주되며 모든 거래를 합계한 수치를 출자금액으로 이용했다. 그 결과 기업특성 자료가 없는 건을 제외하고 315쌍의 거래가 표본에 남았다. 마지막 표본 유형은 누적초과수익률 (CAR)을 계산하기 위한 것이다. 한 출자기업이 같은 날 여러 피출자기업과 거래를 한 경우에는 금액이 가장 큰 건만을 포함했다. 또한 특정 출자기업의 CAR가 결과에 중복하여 영향을 미치는 것을 방지하기 위하여 같은 해에 일어난 거래 중에서는 규모가 가장 큰 건 하나만을 포함했다. 그 결과 기업특성 자료와 수익률자료를 모두 확보할 수 있었던 147개 거래가 해외출자 표본에 남게 되고 323개 거래가 국내출자 표본에 남았다.

기업의 회계자료와 비상장기업의 소유지분 자료는 한국신용평가정보의 데이터베이스 (KISVALUEII), 상장기업의 소유지분자료는 한국상장회사협회의 데이터베이스 (TS2000), 그리고 출자기업의 일별 주식수익률은 한국증권연구소의 데이터베이스 (KSRI) 를 각각 이용했다. 분석에 이용된 회계자료들은 출자거래가 일어난 해의 직전 회계연도를 기준으로 수집되었다. 비율로 나타낸 기업특성 변수들은 상위 1%를 초과하거나 하위 1% 미만인 경우에 각각 해당 1%에 해당하는 값과 동일한 것으로 간주했다.

3.2 출자 실행 및 규모 의사결정 요인

계열사에 대한 출자거래의 실행에 미치는 결정요인은 로짓분석을 이용해서 추정했다. 모형의 종속변수인 Equity Investment Dummy는 해당 기업이 한 해 동안 계열사에 대한 출자를 1회라도 실시한다면 '1', 아니면 '0' 을 취한다. 피출자기업의 소재지에 따라 해외출자 표본과 국내출자 표본으로 나누어 각각 분석을 실시했다. 분석에 사용된 기본 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{Equity Investment Dummy}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{Regulation Dummy}_i + \beta_2 \cdot \text{Firm Size}_i + \\ & \beta_3 \cdot \text{Leverage}_i + \beta_4 \cdot \text{Operating Cash Flow}_i + \beta_5 \cdot \text{Cash} \\ & \text{Holdings}_i + \beta_6 \cdot \text{Control over Affiliates}_i + \beta_7 \cdot \text{Direct} \\ & \text{Ownership}_i + \beta_8 \cdot \text{Market to Book}_i \end{aligned}$$

연구대상 기간 중 2004년부터는 출자총액제한제 적용이 면제되는 졸업제도 시행 등 공정거래법상 대규모기업집단 정책에 중요한 변동이 있었다고 판단되어 개별 표본이 2001년 - 2003년 기간에 해당하면 '1', 아니면 '0' 을 취하는 더미변수인 01-03 Dummy를 포함한

모형을 추가했다. 출자총액제한제도 대상 여부를 나타내는 Regulation Dummy는 만약 출자기업이 출자를 실행한 연도의 4월에 출자총액제한제도 대상으로 지정된 기업집단에 속하면 '1', 그렇지 않으면 '0'을 취하는 더미변수이다. 기업규모는 백만원 단위로 나타낸 총자산에 자연로그를 취한 값인 Firm Size, 기업의 재무적 안정성은 총자산 대비 총부채로 계산한 Leverage, 출자기업의 영업성과는 영업으로부터 발생한 현금흐름을 총자산으로 나눈 값인 Operating Cashflow 변수를 이용하여 측정했다. 영업으로부터 발생한 현금흐름은 당기순이익에 현금유출을 초래하지 않는 비용을 더하고 현금유입을 초래하지 않는 이익을 차감하여 계산했다. 여유현금을 나타내는 변수인 Cash Holdings는 현금자산/(총자산 - 현금자산)에 자연로그를 취하여 계산했다. 현금자산은 현금 및 현금등가물, 단기금융자산, 단기투자자산의 합으로 구했다. 기업집단 소유구조에서 출자기업의 위치는 계열사 주식 보유분 합계를 총자산으로 나눈 값인 Control over Affiliates로 계산했다. 지배주주 지분을 나타내는 변수인 Direct Ownership는 지배주주 및 지배주주의 가족, 지배주주의 영향력 하에 있는 비영리법인이 기업에 대해 보유하고 있는 지분의 합계이다. 기업집단에 대한 통제권 효익이 아닌 지배주주 개인에게 귀속되는 금전적 이익을 측정하고자 하는 변수이므로 계열사들 및 임직원이 보유한 지분은 포함하지 않았다. 출자기업의 성장잠재력을 나타내는 Market to Book은 보통주 및 우선주의 시장가치를 총자산으로 나눈 값이다. 모든 로짓 모형에는 출자거래의 발생연도를 나타내는 Year Dummy가 포함되어 있다.

출자거래의 규모에 기업특성이 미치는 영향은 선형회귀분석을 이용해서 조사했다. 선형회귀모형의 종속변수인 Investment Size는 출자거래 규모로서 한 해 동안 출자기업이 실행한 모든 출자금액의 합계를 기업의 총자산으로 나눈 수치를 이용하여 측정했다. 출자기업 자료만을 이용한 모형뿐 아니라 출자기업과 피출자기업 자료를 함께 이용하는 모형을 이용해서 피출자기업의 특성이 출자거래의 규모에 미치는 영향도 조사했다. 분석에 사용된 기본 모형들은 다음과 같다.

(1) 출자기업 자료만을 이용한 모형:

$$\text{Investment Size}_i = \alpha + \beta_1 \cdot \text{Regulation Dummy}_i + \beta_2 \cdot \text{Firm Size}_i + \beta_3 \cdot \text{Leverage}_i + \beta_4 \cdot \text{Operating Cash Flow}_i + \beta_5 \cdot \text{Cash Holdings}_i + \beta_6 \cdot \text{Control over Affiliates}_i + \beta_7 \cdot \text{Direct Ownership}_i + \beta_8 \cdot \text{Market to Book}_i$$

(2) 출자기업 자료와 피출자기업 자료를 함께 이용하는 모형:

$$\begin{aligned}
\text{Investment Size}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{Regulation Dummy}_{p_i} + \beta_2 \cdot \text{Firm Size}_{p_i} + \\
& \beta_3 \cdot \text{Leverage}_{p_i} + \beta_4 \cdot \text{Operating Cash Flow}_{p_i} + \beta_5 \cdot \text{Cash} \\
& \text{Holdings}_{p_i} + \beta_6 \cdot \text{Control over Affiliates}_{p_i} + \beta_7 \cdot \text{Direct} \\
& \text{Ownership}_{p_i} + \beta_8 \cdot \text{Market to Book}_{p_i} + \beta_9 \cdot \text{Listed}_{a_i} + \\
& \beta_{10} \cdot \text{Firm Size}_{a_i} + \beta_{11} \cdot \text{Leverage}_{a_i} + \beta_{12} \cdot \text{Operating Profit}_{a_i} \\
& + \beta_{13} \cdot \text{Equity Loss}_{a_i} + \beta_{14} \cdot \text{Equity Loss}_{a_i} * \text{Operating Profit}_{a_i}
\end{aligned}$$

두 번째 모형에서는 출자기업의 특성을 나타내는 설명변수 외에 피출자기업의 특성을 나타내는 설명변수가 추가되었다. 피출자기업의 규모 및 레버리지는 출자기업에서의 경우와 동일한 변수를 이용해서 측정했다. 피출자기업의 영업성과는 영업이익을 총자산으로 나눈 값인 Operating Profit으로 측정했다. 또한 정보비대칭이 주요 동기인지 아니면 심각하게 성과가 부진한 계열사에 대한 구제금융이 주요 동기인지를 파악하기 위하여 피출자기업의 영업성과를 나타내는 설명변수로서 자본잠식 여부를 나타내는 변수인 Equity Loss를 추가했다. 만약 음의 순자산 상태이면 '1', 아니면 '0'을 부여한 더미변수이다. 피출자기업에서 정보비대칭의 심각성을 나타내는 Listed Dummy는 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장되어 있으면 '1', 아니면 '0'을 부여하는 더미변수이다.

모든 선형회귀모형에는 Year Dummy와 함께 표준산업분류표 상의 두 자리 수에 해당하는 산업들로 출자기업이 속한 산업을 나타내는 Industry Dummy가 포함되어 있다.

3.3 주식시장의 반응

한국 시장을 대상으로 내부자본거래를 연구할 때의 이점은 기업집단이 충분히 많다는 것이다. “증권의발행및공시에관한법률”에 따르면 상장기업은 최대주주 및 그의 특수관계인과의 거래를 늦어도 1일 이내에 감독당국을 통해 공시하도록 되어 있다². 공시의 내용은 상대기업의 이름, 거래 규모, 사외외사의 참석 및 찬반 여부, 해당 거래 후 피출자기업에 대한 보유지분 등이다.

일부 정보가 사전에 유출될 가능성이 존재하지만, 우리 연구에서는 일단 공시 시점을 사건이 발생한 시점으로 간주했다. 거래와 관련된 날짜들로는 공시일, 이사회 결의일,

² 2006년 4월 이후에는 사업보고서에서 일괄적으로 보고하면 되고 중요한 사항일 때만 신고 의무가 있음.

그리고 출자일이 있다. 누적초과수익률 계산에 적합한 시점을 구하기 위해 이 중에서 가장 이른 날을 사건이 발표된 날로 간주했다. 1일간의 공시 유예기간이 이사회 결의일과 공시일이 일치하지 않을 가능성을 발생시킨다는 점을 고려하면 해당 정보가 주식시장에 전달되는 시점은 아마도 전자일 것이기 때문이다. 같은 이유로 일부의 거래에서 보듯이 출자를 먼저 하고 공시가 이루어진 경우에는 출자일을 사건의 발생일로 간주했다.

기준이 되는 수익률은 시장모형을 이용하여 구하고 시장수익률 대용치로서 종합주가지수를 사용했다. 구체적으로, 개별 주식의 실현된 일별 수익률에서 시장모형을 이용하여 추정된 수익률을 차감하여 각 주식 별로 구한 초과수익률과 해당 윈도우에서의 누적 초과수익률을 계산하고 이들을 각각 평균하여 해당 윈도우 기간의 일자 별로 평균 초과수익률과 누적 평균 초과수익률을 계산했다. 개별 주식의 베타를 계산하기 위해서 사건발생일 11 영업일 전부터 240 영업일 전에 해당하는 기간의 수익률 자료들을 이용했다. 해외출자 표본과 국내출자 표본을 대상으로 각각 (-5, +10) 윈도우와 (-1, +10) 윈도우에 대해 누적초과수익률을 계산했다.

또한 기업특성이 누적초과수익률에 미치는 영향을 파악하기 위해서 선형회귀분석을 실행했다. 시장이 반응을 보이는 시점이 2001 - 2003년 기간과 2004 - 2005년 기간 간에 다르게 나타나므로 모든 부분기간 표본에 대해 일관된 윈도우를 적용하여 분석하기 위해서 사건 발생일 전일에 시작하는 윈도우를 선택했다. 또한 <표 5-2> 로부터 누적초과수익률의 t-값이 가장 높은 윈도우인 (-1, +4) 가 시장의 반응에 영향을 미치는 요인들을 파악하기에 가장 적합하다고 판단했다. 분석에 사용된 기본 모형은 다음과 같다.

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 \cdot Unexpected Firm Dummy_i + \beta_2 \cdot Deal_Size_i + \beta_3 \cdot Stock Volatility_i + \beta_4 \cdot Regulation Dummy_i + \beta_5 \cdot Firm Size_i + \beta_6 \cdot Leverage_i + \beta_7 \cdot Operating Cash Flow_i + \beta_8 \cdot Cash Holdings_i + \beta_9 \cdot Control over Affiliates_i + \beta_{10} \cdot Direct Ownership_i + \beta_{11} \cdot Market to Book_i$$

이 때 출자 결정요인 분석에서 사용한 설명변수들 외에 출자거래의 특성에 기인하는 설명변수들을 추가했다. 거래의 예측성이 주가에 미치는 영향은 Unexpected Firm Dummy를 이용해서 분석했다. Unexpected Firm Dummy는 로짓 모형에서의 결과를 이용하여 각 출자기업의 출자가능성을 추정된 후, 특정 출자기업의 출자가능성 추정치가 하위 사분위 그룹에 속하면 '1', 아니면 '0' 을 취하는 더미변수이다. 출자규모는 거래금액을 출자기업의 시장가치로 나눈 Deal Size 변수로 측정했다. 한편, 출자기업의 주가변동성이

누적초과수익률에 미치는 영향을 통제하기 위하여 과거 일별 주가수익률의 표준편차로 측정된 Stock Volatility 변수를 추가했다. 로짓 분석에서와 마찬가지로 개별 표본이 2001년 - 2003년 기간에 해당하면 '1', 아니면 '0'을 취하는 더미변수인 01-03 Dummy를 포함한 모형을 추가했다. 모든 모형에 Year Dummy와 함께 표준산업분류표 상의 두 자리수에 해당하는 산업들로 출자기업이 속한 산업을 나타내는 Industry Dummy가 포함되어 있다.

IV. 분석결과

4.1 기초통계량

<표 2>에서는 각 표본 별로 기업특성을 요약하고 있다. Panel A는 피출자기업의 소재지와 관계없이 출자를 실행한 기업과 실행하지 않은 기업 간의 특성을 비교했다. 출자기업 중에는 규모가 크고, 대규모 기업집단에 속해 있으며, 따라서 출자총액제한제도의 영향을 받는 기업이 많다. 또한 성과 측면에서 출자를 실행한 기업은 실행하지 않는 기업보다 우월한 영업성과와 안정적인 현금흐름을 보인다. 보유하고 있는 현금자산 비중 지표와 업력은 두 표본 간에 유의한 차이를 보이지 않는 반면, 성장잠재력을 나타내는 장부가 대비 시가비율은 출자기업 사이에서 유의하게 더 낮은 것으로 나타났다. 따라서 현금이 풍부한 성숙기업이 성장기회를 찾기 위해 내부출자를 이용하는 것으로 보이지는 않지만, 산업적 특성이나 기타 이유로 성장성 높은 기업이 출자에 많이 참여했을 가능성이 있는 것으로 나타난다. Panel B에서는 해외출자 표본과 국내출자 표본에서의 기업특성을 비교했다. 두 표본은 대부분의 특성에 있어서 유의한 차이를 나타내지 않지만 성장성을 나타내는 시가 대비 장부가 비중이 해외출자 표본에서 유의하게 높다. 따라서 성장성 높은 기업이 국내출자보다 해외출자에 더 적극적이었을 가능성을 제시한다.

Panel C에서는 피출자기업의 재무자료가 존재하는 국내출자 표본에서 출자기업과 피출자기업 간의 특성을 비교했다. 피출자기업들은 자본시장에의 접근성이 출자기업에 비해 현저히 떨어진다고 할 수 있다. 우리 연구의 표본에서 모든 출자기업이 상장기업인 것에 비해 단지 28개 피출자기업만이 유가증권시장에 상장되어 있다. 따라서 피출자기업의 낮은 상장비율과 출자기업에 비해 레버리지가 더 높고 수익성이 더 낮다는 것을 고려할 때, 이들이 정보비대칭으로 곤란을 겪을 가능성이 높음을 나타낸다. 한편, 출자기업들은 현재의 성과 측면에서는 피출자기업보다 우월하지만, 평균적인 업력이 훨씬 높기 때문에 미래의 성장잠재력은 더 낮다. 따라서 출자를 할 때에 자신보다 성장잠재력이 높은 기업들

대상으로 했을 가능성이 있다.

4.2 내부출자 실행에 영향을 미치는 요인

<표 3> 은 출자기업의 특성을 설명변수로 사용한 로짓 분석의 결과를 보여준다. 첫 번째 열은 해외출자 표본에 대한 분석결과를 보여준다. 분석 결과 Market to Book 과 지배주주의 Direct Ownership 이 양의 부호를 가진다. 전자가 양의 부호를 가진다는 것은 성장산업에 속한 기업이 계열사출자를 기존 사업의 확장수단으로 사용되고 있음을 의미한다. 후자에 있어서 양의 부호는 투자수익률 제고를 위한 해외출자 추진 시 지배주주의 동기부여가 출자를 적극적으로 진행하는 동력을 제공한다고 해석할 수 있다. Cash Holdings 도 양의 부호를 나타내므로 기업내부자가 여유현금을 사용하고자 하는 동기가 해외계열사에 대한 출자 의사결정에 어느 정도 영향을 미친다는 것을 시사한다.

두 번째 열은 국내출자 표본에 대한 분석결과를 보여준다. Firm Size와 Control over Affiliates 는 해외출자 표본과 마찬가지로 양의 부호를 나타내지만 다른 특성들은 별다른 유의성을 보이지 않는다. 즉, 기업 자체의 영업이나 재무적 특성 보다는 기업집단의 소유 피라미드에서 상위에 위치한 기업이라는 점이 출자기업을 선택할 때 영향을 끼침을 알 수 있다. 마지막 열에서는 국내출자 표본을 대상으로 출자거래가 발생한 시점이 2003년 이전인지 이후인지를 구별한 모형의 분석 결과를 보이고 있다. 2001년 - 2003년 기간 동안에는 위의 특징과 함께 성장성이 낮은 기업이 출자기업이 되는 경향이 나타나기 때문에 이 기간에는 성장 정체에 빠진 기업이 성장동력 확보를 목적으로 국내계열사에 대한 출자를 실행한 것으로 보인다. 그러나 2004년 - 2005년 기간에는 이러한 특징이 사라지기 때문에 출자기업의 새로운 성장동력 확보 필요성 때문에 국내계열사에 대한 출자를 한다고 보기는 힘들다.

국내출자 표본과 해외출자 표본 모두에서 Control over Affiliates 의 회귀계수가 유의한 양의 부호를 가진다. 따라서 어떤 이유로든 출자를 실행해야 할 경우에는 기존의 통제 구도를 유지할 수 있게 하는 기업을 선택하는 경향이 두드러지므로 기업집단의 소유구조가 출자기업의 결정에 영향을 미친다는 가설과 일관된다.

4.3 내부출자 규모에 영향을 미치는 요인

<표 4>의 Panel A는 피출자기업 정보를 반영하지 않은 선형회귀분석 결과를 보여준다. 각 표본들은 출자를 실행한 기업들로만 구성되어 있다. 첫째 열은 해외출자 표본에 대한 분석결과로서 지배주주 지분이 낮은 기업일수록 출자규모가 높은 것으로 나타났다. 따라서 일단 해외출자를 실행한 기업 중에서는 소액주주 자본이 높은 기업의 재원이 더 많이 사용했음을 알 수 있다. 두 번째 열은 2001년 - 2005년 기간 동안 국내계열사에 출자한 표본에 대한 분석 결과를 나타낸다. 시장가치가 높지 않은 기업일수록 출자규모가 증가함을 알 수 있다. 세 번째 열은 이러한 경향이 국내 계열사에 대한 출자표본을 2001년 - 2003년 기간으로 한정했을 때 더 뚜렷이 나타남을 보여준다. 따라서 이 기간에 국내출자를 실행한 기업 사이에서는 저성장 기업들이 상대적으로 더 크게 출자했음을 알 수 있다. 지배주주의 지분 변수는 음의 부호를 가지지만 유의하지는 않은 것으로 나타났다. 네 번째 열의 2004년 - 2005년 기간 동안의 국내출자 거래 표본에 대한 분석 결과에서는 영업으로부터 발생하는 현금흐름이 유의하게 양의 영향을 미치고 지배주주의 지분 변수가 유의하게 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 2003년 이후의 기간에 일어난 국내계열사에 대한 출자에서는 지배주주가 자신의 개인적 부가 가급적 적게 노출되어 있으며 현금창출능력이 높은 기업의 자원을 상대적으로 많이 이용하려 했음을 알 수 있다. 해외출자 표본과 2004년 - 2005년 기간의 국내출자 표본에서 모두 소유구조상 상위에 위치한 기업이 더 큰 규모의 출자를 실행한 것으로 나타났다. 해외출자 거래가 대부분 2004년 - 2005년 기간에 집중되어 있다는 점을 반영할 때, 이 기간에 기업집단의 실질적인 지주회사들이 계열사 출자에 적극적이었음을 의미한다.

Panel B는 피출자기업 정보가 포함된 거래를 대상으로 한 선형회귀분석 결과를 보여준다. 모형 (1)은 현금흐름이 안정적이고 현금자산 비중이 높은 기업이 수익성이 낮은 계열사에 규모가 큰 출자거래를 하는 경향이 있음을 나타낸다. 피출자기업의 Operating Profit 과 Equity Loss 의 교차항을 모형에 포함하여 피출자기업이 단순히 일시적인 자금 부족이 아니라 심각한 상황에 있을 경우에도 내부자본시장을 통해 지원하는지를 파악했다. 우선 피출자기업의 Operating Profit 이 낮을수록 출자규모가 커지는 것으로 나타나기 때문에 재무적으로 곤란을 겪는 계열사를 지원하는 것으로 나타났다. 그러나 자본잠식 상태에 있는 피출자기업일 경우 수익성과 출자 규모의 관계가 약화되기 때문에 경영상황이 심각하게 나쁜 계열사에 대해서는 큰 규모의 출자를 하지 않는 것으로 보인다. 출자기업에서 지배주주의 Direct Ownership 는 음의 부호를 가지지만 유의하지 않다. 모형 (2)는 출자거래의 발생 시점이 2003년 이전 기간에 속하는지 이후 기간에 속하는지를 구별하는 변수를 포함했다. 피출자기업의 Operating Profit이 여전히 유의하게 음의 영향을 끼치는

한편, 2004년 - 2005년 기간에 일어난 거래의 경우, 출자기업에서 지배주주의 Direct Ownership 가 출자규모에 대해 음의 영향력을 가지며 유의하게 나타나므로 성과가 좋지 않은 계열사 지원을 위해 소액주주 지분이 높은 기업을 이용했다는 점에서 터널링가설과 일관된다. 피출자기업의 상장 여부를 나타내는 Listed 는 음의 부호를 가지지만 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 피출자기업의 정보비대칭 문제가 출자규모에 영향을 미치지 않는다고 할 수 있으므로 내부출자가 자본 조달의 효율성을 제고하기 위해 이용된다고 보기 힘들다. 마지막으로 Market to Book 은 유의하지 않게 나타나기 때문에 성장잠재력이 낮은 기업이 새로운 성장 기회 추구를 위해 출자를 했다는 가설과는 일관되지 않은 결과이다.

4.4. 내부출자에 대한 시장의 평가

<표 5-1>, <표 5-2>, <그림 1>, <그림 2> 는 해외출자 표본과 국내출자 표본에서 (-5, +10) 윈도우와 (-1, +10) 윈도우에서 각각 누적초과수익률을 보여준다. 두 윈도우에 대해 모두 해외출자 표본에서는 별다른 유의한 반응이 나타나지 않은 반면, 국내출자 표본에서는 유의하게 부정적인 반응이 나타났다. <표 5-3>, <표 5-4>, <그림 3>, <그림 4> 는 국내출자 표본을 2001년 - 2003년 기간과 2004년 - 2005년 기간으로 나누었을 때의 누적초과수익률을 보여준다. 부정적인 반응을 보이는 것은 마찬가지이지만 두 기간의 표본은 시장반응이 나타나는 시점에서 차이를 보인다. 전자에서는 사건 발생일 전날부터 수익률이 하락하는 것이 나타나는 한편, 후자에서는 사건 발생일 수일 전부터 수익률이 하락했다. 따라서 이 기간에는 출자에 관한 정보가 이사회 개최일 이전에 미리 시장에 유출되는 경우가 많았던 것으로 보인다.

<표 6> 은 국내출자 표본의 누적초과수익률을 종속변수로 하는 선형회귀분석 결과를 보여준다. <그림 1> 과 <그림 2> 에서 보듯이 해외출자 표본에서는 유의한 주가반응이 나타나지 않았으며, 부록에서 보이지는 않았으나, 누적초과수익률에 대한 선형회귀분석에서도 주가변동성을 제외한 변수들은 유의하지 않은 것으로 나타났다. 국내출자 표본에 대한 회귀분석 결과, 출자 결정요인에서 차이를 보였던 기간 별로 누적초과수익률을 설명하는 변수가 다르게 나타났다. <표 6> 에서 전체 기간을 대상으로 한 분석에서는 주가 변동성을 제외한 변수들이 유의하지 않았으나, 출자 결정요인에서 차이를 나타냈던 2001년 - 2003년 기간과 2004년 - 2005년 기간으로 분리하여 실시한 분석 중 후자에서는 계열사 지분 보유 비중이 유의하게 양의 영향을 미쳤다. 즉, 기업집단의 소유 피라미드에서 하위에 위치한 기업의 출자거래에 대해 주식시장이 부정적으로 반응함을 나타낸다. 또한 2004년 - 2005년 기간에 발생한 거래를 대상으로 하는 분석 (4) 에서는

사전에 예측하지 못한 거래일 경우 누적초과수익률에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 <그림 3> 과 <그림 4> 에서 보이는 2004년 - 2005년 기간 표본의 유의한 음의 누적초과수익률은 계열사 지분 수준이 높지 않아서 출자가능성이 낮았던 기업들의 출자에서 비롯되었음을 알 수 있다. 부록에 포함되지는 않았으나 2001년 - 2003년 기간 표본에서는 출자거래의 사전 예측가능 여부가 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이 기간에는 출자총액제한 제도 등이 더 엄격했기 때문에 기업의 특성이 출자 의사결정에 미치는 영향이 제한적이어서 기업특성에 주로 의존하는 모형의 설명력이 낮기 때문인 것으로 판단된다.

5. 요약 및 결론

기업집단에서 어떤 기업들이 내부출자의 투자자가 되는가? 이 때 출자의 규모를 결정하는 요인들은 무엇인가? 그리고 이러한 거래에 대해 시장은 어떻게 평가하는가? 만약 시장에서 부정적으로 평가한다면 지배주주는 무슨 이유로 국내계열사에 대한 출자를 실행하는가? 우선 출자의 동기가 무엇인지에 관계없이 출자를 담당하는 기업은 기업집단의 소유구조에서 상위에 위치하는 것으로 나타났다. 이들 기업은 다른 계열사에 대해 이미 상당한 영향력을 보유하고 있어서 새로운 출자가 그룹 전체에 대한 지배주주의 기존 통제구도에 영향을 줄 가능성을 최소화한다. 해외출자 거래에서는 기업의 성장사업을 지리적으로 확장하기 위한 전략의 일환으로 출자를 실행하는 것으로 나타나기 때문에 출자의 목적이 출자기업의 기업가치 제고에 있다고 해석된다. 반면에 국내출자 거래에서는 피출자기업의 수익성이 낮을수록 출자규모가 증가하는 양상으로 보이기 때문에 성과가 좋지 않은 계열사를 지원하기 위해서 출자를 실행하는 경향이 나타났다. 피출자기업의 상장 여부는 출자규모에 영향을 끼치지 않는 것으로 나타났기 때문에 내부출자에서 정보비대칭 문제가 중요한 요인이라고 말할 수 없다. 일부 기간에서 저성장기업의 성장동력 확보가 내부출자의 목적이 되는 것으로 나타났으나, 전반적으로 피출자기업의 수익성이 나쁠수록 출자규모가 증가하므로 국내출자는 출자기업 보다는 계열사 지원을 통해 그룹 전체의 가치를 제고하기 위한 목적을 가진다고 해석된다. 소액주주들은 피출자기업에 대해 지분을 가지지 않으며 지배주주와 달리 현금흐름권을 초과하는 통제권을 보유하지 않기 때문에 피출자기업을 지원하는 성격의 내부출자는 기업의 현금을 유동성이 낮은 계열사의 주식과 교환하는 것으로 간주될 수 있다. 이러한 거래는 소액주주의 권리를 침해할 가능성이 높기 때문에 국내출자는 주식시장에서 부정적으로 평가된다. 시장의 부정적 반응은 특히 이러한 거래가

예상하지 못한 기업에서 발생했을 때 두드러졌다. 한편 국내 계열사에 대한 출자를 실행한 기업중에서는 지배주주 지분이 낮을수록 출자 규모가 증가하기 때문에 지배주주의 이익을 위해 소액주주의 부를 전용하려는 터널링이 출자의사결정에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 출자 실행 의사결정이나 주식시장의 반응에는 지배주주 지분이 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 터널링 동기의 존재는 시장의 부정적인 반응이 예상되는 경우에도 지배주주로 하여금 출자를 하게 하는 유인이 존재할 수 있음을 시사한다. 소액주주의 부를 재원으로 하여 지배주주는 자신이 높은 통제권을 행사하고 있는 계열사를 지원할 수 있기 때문이다.

참고 문헌

- 강준구, 김진모, 배기홍, 2001, “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구, 재무연구 제14권, 49-88.
- 강준구, 백재승, 2002, “기업집단(재벌)의 효율성과 주주 부의 극대화: 신주발행을 중심으로”, 재무연구, 제23호, 1-47.
- 강형철, 박경철, 장하성, 2006, “기업집단의 계열사간 거래의 결정요인”, 재무연구 제19권 제1호, 77-118.
- 임경목, 조성빈, 2006, “출자총액제한제도의 폐지 및 재도입과 기업집단의 지배권 기여지수 변화”, KDI정책포럼 제171호
- 윤성민, 2004, “재벌 내부자본시장에서의 자금거래 동기 및 지원방향, 증권학회지, 제33집 2호, 45-82.
- 진태홍, 송홍선, “기업 출자의 효율성에 관한 실증연구”, 2003, 재무연구 제16권 제2호, 163-192.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Inmoo Lee, 2006, “Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean Chaebols”, *Journal of Finance* 61(5), 2415-2449.
- Bebchuk, Lucian, Reinier Kraakman, and George Triants, 1999, “Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from Cash Flow Rights”, NBER Working Paper, No.6951.
- Cheung, Yan-Leung, P. Raghavendra Rau, Aris Stouraitis, 2006, “Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong”, *Journal of Financial Economics* 82, 343-386.
- Classens, Stijin, Djankow, Simeon, Lang, Larry H. P., 2000, “The separation of ownership and control in East Asian corporations”, *Journal of Financial Economics* 58(1-2), 81-112.
- Friedman, Eric, Simon Johnson, and Todd Mitton, 2003, “Propping and tunneling”, *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-750.
- Jensen, Michael C., “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, 1986, *American Economic Review*, Vol.76, No.2, 323-329.
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman, 2000^a, “Corporate governance in the Asian financial crisis”, *Journal of Financial Economics* 58(1-2), 141-186.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer, 2000^b, “Tunneling, *American Economic Review*”, 90, 22-27.

Kang, Hyung Cheol, Kyung Suh Park, and Hasung Jang, 2006, "Determinants of family ownership: The choice between control and performance" , Asia-Pacific Journal of Financial Studies, v35, n6, 39-75.

Khanna, Tarun, and Krishna Paelpu, 2000, "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups" , Journal of Finance, 55(2), 867-891.

Kim, Woochan, Youngjae Lim, and Taeyoon Sung, "Group Control Motive as a Determinant of Ownership Structure in Business Conglomerates: Evidence from Korea's Chaebols", Pacific-Basin Finance Journal, vol. 15, pp.213-252

Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer, 1999, "Corporate ownership around the world" , Journal of Finance, 54, 471-517.

Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein, 2000, "The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment" , Journal of Finance, Vol. 55(6), 2537-2564.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, 1986, "Large Shareholders and corporate control" , Journal of Political Economy, 94, 461-488.

Stein, J. C., 1997, "Internal capital markets and the competition for corporate resources" , Journal of Finance, 52(1), 111-133.

부 록

〈표 1-1〉 계열사에 대한 출자거래

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않은 기업 중 해당 기간에 계열사가 실행하는 보통주 유상증자에 현금결제 방식으로 참여한 기업이 출자한 거래를 대상으로 함.

기간	해외계열사에 대한 출자	국내계열사에 대한 출자	계열사에 대한 출자 합계
2001	4	120	124
2002	5	88	96
2003	4	124	128
2004	134	101	235
2005	200	104	304
합계	347	537	884

〈표 1-2〉 계열사에 대한 출자를 실행한 기업

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않은 기업 중 해당 기간에 계열사가 실행하는 보통주 유상증자에 현금결제 방식으로 참여한 기업을 대상으로 함.

기간	해외계열사에 대한 출자를 실행한 기업	국내계열사에 대한 출자를 실행한 기업	소재지에 관계없이 계열사에 대한 출자를 실행한 기업
2001	3	67	68
2002	4	65	69
2003	4	81	85
2004	65	68	114
2005	86	72	136
합계	162	353	472

〈표 2〉 기초통계량

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. 출자를 실행한 기업은 피출자기업의 소재지에 관계없이 해당 기간에 출자를 실행한 기업을 나타냄. 해외 (국내) 출자 표본은 해당 기간에 해외 (국내) 에 소재한 계열사에 대한 출자를 실행한 기업으로 구성됨. “피출자기업 정보를 포함한 국내출자 표본” 은 해당 기간에 발생한 출자기업-피출자기업 간 출자거래로 구성됨. Chaebol Dummy는 2000년 말 현재 공정거래위원회에서 지정한 30대 기업집단 또는 이들로부터 나중에 계열 분리된 기업집단으로서 개인 또는 특정 가족의 통제 아래 있는 기업집단에 속하면 1, 그렇지 않을 때는 0 을 취하는 더미변수이며, Regulation Dummy는 출자를 실행한 연도의 4월에 출자총액제한제도 대상으로 지정된 기업집단에 속하는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0 을 취하는 더미변수이며, Log Assets (in million) 은 log (백만원 단위로 나타낸 총자산), Leverage 는 총부채/총자산, Cash from Operations는 당기순이익 + 비현금 비용 + 비현금 수익이며, Cash Assets 은 현금 및 현금등가물, 단기금융자산, 단기투자자산의 합이며, Equities of Affiliates 는 보유하고 있는 계열사주식이며, Direct Ownership 은 지배주주가 보유하고 있는 지분으로서 지배주주 개인, 가족, 친인척, 그리고 지배주주의 영향 하에 있는 비영리법인이 보유하고 있는 지분의 합계이며, Indirect Ownership 은 Direct Ownership + 지배주주의 영향 하에 있는 기업 및 기업의 임직원이 보유하고 있는 지분이며, Market to Book 은 보통주 및 우선주의 시장가치/총자산이며, Sales Growth 는 직전 3년간의 매출액 상승률, Age 는 설립 이래 경과한 연수임. ***, **, * 은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄.

Panel A. 출자를 실행한 기업과 실행하지 않은 기업 비교

	출자를 실행한 기업						출자를 실행하지 않은 기업						차이	
	표본 수	평균값	중간값	표준 편차	1사 분위수	4사 분위수	표본수	평균값	중간값	표준 편차	1사 분위수	4사 분위수	t-값	p-값
Chaebol Dummy	451	0.33	0.00	0.47	0.00	1.00	2875	0.16	0.00	0.36	0.00	0.00	8.91	***
Regulation Dummy	451	0.17	0.00	0.38	0.00	0.00	2875	0.07	0.00	0.26	0.00	0.00	7.25	***
Log Assets (in million)	451	13.08	12.74	1.62	11.89	14.19	2875	11.99	11.83	1.41	11.05	12.72	15.05	***
Leverage	451	0.51	0.52	0.20	0.37	0.63	2875	0.64	0.54	0.53	0.37	0.71	-5.33	
Net Income / Total Assets	451	0.03	0.03	0.09	0.01	0.07	2875	-0.02	0.03	0.27	-0.02	0.07	3.65	***
Operating Income / Total Assets	451	0.06	0.06	0.06	0.03	0.09	2875	0.04	0.05	0.10	0.01	0.08	5.20	***
Cash from Operations / Total Assets	449	0.07	0.07	0.09	0.02	0.12	2872	0.04	0.05	0.11	0.00	0.10	4.53	***
Log (Cash Assets / (Total Assets - Cash Assets))	451	-2.62	-2.46	1.29	-3.23	-1.71	2873	-2.67	-2.54	1.41	-3.44	-1.68	0.67	
Equities of Affiliates / Total Assets	451	0.10	0.07	0.12	0.01	0.16	2875	0.05	0.00	0.09	0.00	0.07	10.56	***
Direct Ownership	424	0.19	0.19	0.16	0.02	0.32	2100	0.21	0.21	0.18	0.02	0.33	-1.89	
Indirect Ownership	424	0.39	0.39	0.16	0.27	0.49	2100	0.38	0.38	0.17	0.26	0.50	1.25	
Market to Book	448	0.87	0.80	0.39	0.66	0.97	2448	0.88	0.78	0.44	0.64	0.97	-0.53	***
Sales Growth	444	0.10	0.07	0.34	-0.01	0.16	2783	0.08	0.05	0.37	-0.04	0.15	1.30	
Age	451	34.22	33.00	15.41	25.00	45.00	2875	31.98	32.00	13.43	25.00	40.00	3.22	

451 0.06 0.06 0.06 0.03 0.09 2875 0.04 0.05 0.10 0.01 0.08 5.20 ***

Panel B. 해외계열사에 대해 출자한 기업과 국내계열사에 대해 출자한 기업 비교

변수	해외출자 표본						국내출자 표본						차이	
	표본 수	평균값	중간값	표준 편차	1사 분위수	4사 분위수	표본 수	평균값	중간값	표준 편차	1사 분위수	4사 분위수	t-값	p-값
Chaebol Dummy	153	0.35	0.00	0.48	0.00	1.00	340	0.34	0.00	0.48	0.00	1.00	0.19	
Regulation Dummy	153	0.20	0.00	0.40	0.00	0.00	340	0.18	0.00	0.39	0.00	0.00	0.53	
Log Assets (in million)	153	13.23	12.82	1.86	11.86	14.64	340	13.20	12.88	1.60	12.01	14.30	0.15	
Leverage	153	0.51	0.50	0.21	0.39	0.63	340	0.51	0.52	0.19	0.36	0.63	-0.16	
Net Income / Total Assets	153	0.06	0.06	0.06	0.03	0.09	340	0.06	0.06	0.07	0.03	0.09	0.33	
Operating Income / Total Assets	153	0.04	0.04	0.08	0.01	0.07	340	0.03	0.03	0.10	0.01	0.07	1.26	
Cash from Operations / Total Assets	153	0.07	0.06	0.09	0.03	0.12	338	0.07	0.07	0.09	0.02	0.12	0.11	
Log (Cash Assets / (Total Assets - Cash Assets))	153	-2.48	-2.40	1.25	-3.15	-1.55	340	-2.69	-2.50	1.28	-3.24	-1.82	1.75	*
Equities of Affiliates / Total Assets	153	0.12	0.08	0.12	0.04	0.19	340	0.10	0.06	0.12	0.00	0.15	2.13	**
Direct Ownership	138	0.20	0.20	0.18	0.01	0.32	323	0.18	0.18	0.15	0.02	0.30	1.24	
Indirect Ownership	138	0.39	0.39	0.16	0.30	0.49	323	0.39	0.38	0.17	0.26	0.49	0.41	
Market to Book	152	0.99	0.91	0.46	0.73	1.10	338	0.83	0.77	0.35	0.63	0.93	4.02	***
Sales Growth	151	0.11	0.07	0.37	0.01	0.18	334	0.10	0.06	0.31	-0.01	0.16	0.49	
Age	153	33.10	32.00	17.29	23.00	44.00	340	35.05	34.00	15.15	26.00	45.00	-1.26	
Transaction Amount / Market Value of the Investor	152	0.05	0.02	0.10	0.01	0.06	338	0.08	0.03	0.20	0.01	0.08	-1.57	

Panel C. 피출자기업 정보를 포함한 국내출자 표본에서 출자기업과 피출자기업 비교

변수	출자기업						피출자기업						차이	
	표본수	평균값	중간값	표준 편차	1 사분위수	4 사분위수	표본수	평균값	중간값	표준 편차	1 사분위수	4 사분위수	t-값	p-값
Chaebol Dummy	315	0.37	0.00	0.48	0.00	1.00								
Regulation Dummy	315	0.19	0.00	0.39	0.00	0.00								
Log Assets (in million)	315	13.32	13.13	1.58	12.08	14.43	315	10.27	10.17	1.71	9.03	11.28	23.31	***
Leverage	315	0.52	0.55	0.18	0.38	0.63	315	0.80	0.74	0.43	0.60	0.91	-10.65	***
Net Income / Total Assets	315	0.03	0.02	0.08	0.01	0.06	312	-0.07	-0.01	0.20	-0.09	0.03	7.92	***
Operating Income / Total Assets	315	0.06	0.06	0.06	0.03	0.09	314	-0.02	0.01	0.16	-0.04	0.07	8.42	***
Cash from Operations / Total Assets	311	0.07	0.07	0.08	0.02	0.12								
Log (Cash Assets / (Total Assets - Cash Assets))	315	-2.81	-2.66	1.31	-3.43	-1.85								
Equities of Affiliates / Total Assets	315	0.11	0.07	0.12	0.00	0.16								
Direct Ownership	302	0.17	0.16	0.15	0.02	0.27								
Market to Book	314	0.82	0.77	0.33	0.65	0.92								
Sales Growth	310	0.09	0.06	0.21	-0.01	0.15	228	0.49	0.12	1.38	0.00	0.37	-4.23	***
Age	315	35.62	34.00	14.37	28.00	45.00	314	11.15	8.00	10.19	3.00	16.00	24.64	***

<표 3> 계열사 출자 실행에 대한 로짓 분석

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. “해외출자 (국내출자) 표본” 은 해당 기간에 해외 (국내) 에 소재한 계열사에 대한 출자를 실행한 기업으로 구성됨. 종속변수는 해당 기간에 계열사에 대한 출자를 실행했으면 1, 그렇지 않으면 0 을 취하는 더미변수이며, Regulation Dummy는 출자를 실행한 연도의 4월에 출자총액제한제도 대상으로 지정된 기업집단에 속하는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0 을 취하는 더미변수이며, Firm Size 은 log (백만원 단위로 나타난 총자산), Leverage 는 총부채/총자산, Operating Cash Flow 는 (당기순이익 + 비현금 비용 + 비현금 수익)/총자산이며, Cash Holdings 는 log (현금자산/(총자산 - 현금자산)) 이며, Control over Affiliates 는 계열사주식/총자산이며, Direct Ownership 은 지배주주가 보유하고 있는 지분으로서 지배주주 개인, 가족 및 친인척이 보유하고 있는 지분 + 지배주주의 영향 하에 있는 비영리법인이 보유하고 있는 지분이며, Market to Book 은 보통주 및 우선주의 시장가치/총자산이며, 01-03 Dummy는 출자거래가 2001년 - 2003년 기간 동안 발생했으면 1, 그렇지 않으면 0을 취하는 더미변수임. () 안의 값은 표준오차를 나타내며, ***, **, * 은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄.

표본기간	해외출자 표본 (2001 - 2005)	국내출자 표본 (2001 - 2005)	국내출자 표본 (2001 - 2005)
Intercept	-12.529 *** (1.204)	-9.967 *** (1.294)	-8.671 *** (1.075)
Regulation Dummy	0.009 (0.307)	-0.255 (0.228)	-0.415 (0.337)
Firm Size	0.493 *** (0.078)	0.573 *** (0.061)	0.478 *** (0.083)
Leverage	0.705 (0.4465)	-0.031 (0.382)	-0.295 (0.603)
Operating Cash Flow	0.739 (1.245)	0.736 (0.852)	1.162 (1.361)
Cash Holdings	0.211 *** (0.081)	0.032 (0.056)	-0.056 (0.079)
Control over Affiliates	3.315 *** (0.785)	2.426 *** (0.584)	2.287 *** (0.836)
Direct Ownership	1.908 *** (0.611)	-0.247 (0.450)	0.019 (0.655)
Market to Book	0.726 *** (0.228)	-0.351 (0.241)	0.357 (0.264)
01-03 Dummy			0.761 (1.395)
Regulation Dummy*01-03-Dummy			0.303 (0.422)
Firm Size*01-03 Dummy			0.062 (0.108)
Leverage*01-03 Dummy			0.353 (0.762)
Operating Cash Flow*01-03 Dummy			-0.978 (1.705)
Cash Holdings*01-03 Dummy			1.127 (1.107)
Control over Affiliates*01-03 Dummy			1.033 (1.124)
Direct Ownership*01-03 Dummy			0.170 (0.855)
Market to Book*01-03 Dummy			-1.379 *** (0.443)
Year Dummy	yes	yes	yes
Industry Dummy	no	no	no
Pseudo R-square	30.73	20.40	14.71
Number of Observations	2,504	2,504	2,504

<표 4> 계열사 출자 규모에 대한 선형회귀분석

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. “해외출자 (국내출자) 표본” 은 해당 기간에 해외 (국내) 에 소재한 계열사에 대한 출자를 실행한 기업으로 구성됨. “피출자기업 정보를 포함한 국내출자 표본” 은 해당 기간에 발생한 개별 출자기업-피출자기업 간 출자거래로 구성됨. 종속변수는 해당 기간에 실행한 계열사 출자금액의 합/총자산이며, Regulation Dummy는 출자를 실행한 연도의 4월에 출자총액제한제도 대상으로 지정된 기업집단에 속하는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0 을 취하는 더미변수이며, Firm Size 은 log (백만원 단위로 나타낸 총자산), Leverage 는 총부채/총자산, Operating Cash Flow 는 (당기순이익 + 비현금 비용 + 비현금 수익)/총자산이며, Cash Holdings 는 log (현금자산/(총자산 - 현금자산)) 이며, 현금자산은 현금 및 현금등가물, 단기금융자산, 단기투자자산의 합이며, Control over Affiliates 는 계열사주식/총자산이며, Direct Ownership 은 지배주주가 보유하고 있는 지분으로서 지배주주 개인, 가족 및 친인척이 보유하고 있는 지분 + 지배주주의 영향 하에 있는 비영리법인이 보유하고 있는 지분이며, Market to Book 은 보통주 및 우선주의 시장가치/총자산이며, 01-03 Dummy는 출자거래가 2001년 - 2003년 기간 동안 발생했으면 1, 그렇지 않으면 0을 취하는 더미변수이며, Listed Dummy는 한국증권선물거래소에 상장되어 있으면 1, 그렇지 않으면 0을 취하는 더미변수이며, Operating Profit 은 영업이익/총자산이며, Equity Loss 는 음의 순자산 상태이면 1, 그렇지 않으면 0을 취하는 더미변수임. Panel B에서는 출자기업과 피출자기업을 구분하기 위하여 각 변수의 끝에 출자기업의 특성일 경우 _p, 피출자기업의 특성일 경우 _a를 붙여서 구분함. () 안의 값은 표준오차를 나타내며, ***, **, * 은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄.

Panel A. 출자기업 정보만 포함한 표본

	해외출자 표본	국내출자 표본	국내출자 표본	국내출자 표본
표본 기간	2001 - 2005	2001 - 2005	2001 - 2003	2004 - 2005
Intercept	0.637 (1.422)	1.219 (1.841)	0.463 (2.286)	1.272 (1.944)
Regulation Dummy	-0.647 * (0.350)	-0.411 (0.291)	-0.519 (0.421)	-0.622 (0.434)
Firm Size	-0.294 *** (0.089)	-0.347 *** (0.080)	-0.232 * (0.118)	-0.557 *** (0.109)
Leverage	0.729 (0.595)	0.053 (0.628)	0.076 (0.950)	1.197 (0.921)
Operating Cash Flow	0.539 (1.546)	1.906 (1.215)	1.962 (1.857)	3.465 * (1.745)
Cash Holdings	0.132 (0.093)	0.044 (0.078)	0.075 (0.116)	0.133 (0.110)
Control over Affiliates	2.100 ** (0.879)	0.867 (0.768)	-0.355 (1.146)	2.570 ** (1.044)
Direct Ownership	-2.237 *** (0.710)	-0.994 (0.659)	-3.355 (1.146)	-1.801 ** (0.860)
Market to Book	-0.161	-0.657 * (0.345)	-1.579 *** (0.604)	0.437 (0.413)
Year Dummy	yes	yes	yes	yes
Industry Dummy	yes	yes	yes	yes
Adjusted R-square (%)	47.24	17.90	11.43	34.48
Number of Observations	143	301	204	127

Panel B. 피출자기업 정보를 포함한 국내출자 표본 (2001년 - 2005년)

	(1)	(2)
Intercept	1.862 (1.990)	2.493 (2.253)
Regulation Dummy_p	-0.251 (0.318)	-0.215 (0.573)
Firm Size_p	-0.600 *** (0.082)	-0.637 *** (0.125)
Leverage_p	-0.084 (0.697)	0.904 (1.039)
Operating Cash Flow_p	2.259 * (1.327)	3.911 * (2.078)
Cash Holdings_p	0.146 * (0.083)	0.212 (0.130)
Control over Affiliates_p	0.787 (0.785)	0.900 (1.091)
Direct Ownership_p	-1.106 (0.674)	-1.770 * (1.005)
Market to Book_p	-0.463 (0.383)	-0.450 (0.593)
01-03 Dummy		-0.663 (2.107)
Regulation Dummy_p *01-03 Dummy		0.042 (0.661)
Firm Size_p *01-03 Dummy		0.056 (0.156)
Leverage_p *01-03 Dummy		-0.596 (1.251)
Operating Cash Flow_p *01-03 Dummy		-2.737 (2.780)
Cash Holdings_p *01-03 Dummy		-0.066 (0.163)
Control over Affiliates_p *01-03 Dummy		-0.480 (1.443)
Direct Ownership_p *01-03 Dummy		1.241 (1.392)
Market to Book_p *01-03 Dummy		0.058 (0.745)
Listed_a	-0.287 (0.298)	-0.284 (0.299)
Firm Size_a	0.318 *** (0.064)	0.321 *** (0.063)
Leverage_a	0.162 (0.342)	0.207 (0.351)
Operating Profit_a	-1.495 * (0.777)	-1.533 * (0.794)
Equity Loss_a	0.243 (0.345)	0.258 (0.354)
Operating Profit * Equity Loss_a	1.615 (1.383)	1.700 (1.373)
Year Dummy	yes	yes
Industry Dummy	yes	yes
Adjusted R-square (%)	34.23	33.79
Number of Observations	301	301

〈표 5-1〉 누적초과수익률 (CAR)

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. “해외출자 (국내출자) 표본” 은 해당 기간에 해외 (국내) 에 소재한 계열사에 대한 출자를 실행한 기업으로 구성됨.

해외출자 표본 (2001년 - 2005년)						국내출자 표본 (2001년 - 2005년)				
기간(일)	표본 수	평균 AR ³	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값	표본 수	평균 AR	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값
-5	147	-0.04%	-0.04%	-0.15	-0.15	323	0.00%	0.00%	0.01	0.01
-4	147	-0.17%	-0.21%	-0.72	-0.59	323	-0.34%	-0.34%	-2.30	-1.50
-3	147	0.17%	-0.05%	0.79	-0.10	323	0.14%	-0.20%	0.79	-0.70
-2	147	0.10%	0.05%	0.47	0.11	323	0.03%	-0.15%	0.15	-0.44
-1	147	-0.24%	-0.18%	-1.34	-0.36	323	0.04%	-0.13%	0.19	-0.36
0 ⁴	147	-0.13%	-0.26%	-0.61	-0.47	323	-0.29%	-0.40%	-1.91	-1.03
1	147	0.19%	-0.13%	0.84	-0.22	323	-0.16%	-0.58%	-1.07	-1.41
2	147	-0.04%	-0.14%	-0.15	-0.23	323	-0.21%	-0.75%	-1.21	-1.80
3	147	-0.20%	-0.43%	-0.91	-0.72	323	-0.18%	-0.92%	-1.15	-1.98
4	147	0.03%	-0.41%	0.15	-0.67	323	-0.30%	-1.21%	-2.12	-2.53
5	147	0.13%	-0.36%	0.55	-0.52	323	0.05%	-1.16%	0.28	-2.33
6	147	0.22%	-0.14%	0.88	-0.17	323	0.10%	-1.11%	0.59	-2.07
7	147	0.24%	0.17%	0.89	0.19	323	-0.15%	-1.24%	-0.91	-2.18
8	147	-0.04%	0.05%	-0.18	0.05	323	0.00%	-1.22%	0.01	-2.07
9	147	0.51%	0.62%	1.98	0.61	323	-0.24%	-1.35%	-1.69	-2.31
10	147	-0.25%	0.38%	-1.29	0.38	323	0.15%	-1.20%	0.99	-2.04

³ 초과수익률 (Abnormal Returns)

⁴ 출자거래 공시일, 이사회 결의일, 출자일 중에서 가장 먼저 오는 날을 의미함

〈표 5-2〉 누적초과수익률 (CAR)

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. “해외출자 (국내출자) 표본” 은 해당 기간에 해외 (국내) 에 소재한 계열사에 대한 출자를 실행한 기업으로 구성됨.

해외출자 표본 (2001년 - 2005년)						국내출자 표본 (2001년 - 2005년)				
기간(일)	표본 수	평균 AR ⁵	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값	표본 수	평균 AR	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값
-1	147	-0.24%	-0.24%	-1.34	-1.34	323	0.04%	0.04%	0.19	0.19
0 ⁶	147	-0.13%	-0.40%	-0.61	-1.46	323	-0.29%	-0.25%	-1.91	-1.07
1	147	0.19%	-0.22%	0.84	-0.60	323	-0.16%	-0.39%	-1.07	-1.34
2	147	-0.04%	-0.23%	-0.15	-0.56	323	-0.21%	-0.57%	-1.21	-1.81
3	147	-0.20%	-0.53%	-0.91	-1.34	323	-0.18%	-0.74%	-1.15	-2.05
4	147	0.03%	-0.52%	0.15	-1.24	323	-0.30%	-1.04%	-2.12	-2.75
5	147	0.13%	-0.47%	0.55	-0.99	323	0.05%	-0.99%	0.28	-2.48
6	147	0.22%	-0.24%	0.88	-0.43	323	0.10%	-0.90%	0.59	-2.06
7	147	0.24%	0.07%	0.89	0.10	323	-0.15%	-1.04%	-0.91	-2.22
8	147	-0.04%	-0.06%	-0.18	-0.08	323	0.00%	-1.03%	0.01	-2.10
9	147	0.51%	0.51%	1.98	0.65	323	-0.24%	-1.18%	-1.69	-2.36
10	147	-0.25%	0.27%	-1.29	0.34	323	0.15%	-1.02%	0.99	-2.02

⁵ 초과수익률 (Abnormal Returns)

⁶ 출자거래 공시일, 이사회 결의일, 출자일 중에서 가장 먼저 오는 날을 의미함

<표 5-3> 누적초과수익률 (CAR)

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. “국내출자 표본” 은 해당 기간에 국내에 소재한 계열사에 대한 출자를 실행한 기업으로 구성됨.

국내출자 표본 (2001년 - 2003년)						국내출자 표본 (2004년 - 2005년)				
기간(일)	표본 수	평균 AR ⁷	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값	표본 수	평균 AR	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값
-5	195	0.06%	0.06%	0.22	0.22	128	-0.08%	-0.08%	-0.35	-0.35
-4	195	-0.18%	-0.13%	-0.90	-0.39	128	-0.59%	-0.67%	-2.75	-2.26
-3	195	0.32%	0.19%	1.30	0.49	128	-0.13%	-0.80%	-0.50	-1.95
-2	195	0.04%	0.27%	0.17	0.63	128	0.01%	-0.79%	0.02	-1.48
-1	195	0.10%	0.34%	0.41	0.68	128	-0.06%	-0.85%	-0.21	-1.57
0 ⁸	195	-0.32%	0.06%	-1.63	0.12	128	-0.25%	-1.10%	-1.02	-1.84
1	195	0.07%	0.10%	0.38	0.19	128	-0.52%	-1.61%	-2.22	-2.44
2	195	-0.29%	-0.12%	-1.21	-0.23	128	-0.08%	-1.70%	-0.36	-2.59
3	195	-0.20%	-0.30%	-1.03	-0.52	128	-0.16%	-1.85%	-0.58	-2.37
4	195	-0.49%	-0.79%	-2.61	-1.32	128	-0.01%	-1.86%	-0.04	-2.32
5	195	-0.30%	-1.08%	-1.44	-1.77	128	0.57%	-1.29%	2.05	-1.51
6	195	-0.30%	-1.08%	-1.44	-1.77	128	-0.33%	-1.61%	-1.50	-1.72
7	195	0.39%	-0.78%	1.54	-1.21	128	0.10%	-1.51%	0.37	-1.59
8	195	-0.31%	-1.05%	-1.56	-1.50	128	-0.13%	-1.65%	-0.58	-1.70
9	195	0.09%	-0.93%	0.45	-1.26	128	-0.25%	-1.90%	-1.29	-1.97
10	195	-0.23%	-0.98%	-1.18	-1.34	128	0.40%	-1.49%	1.65	-1.53

⁷ 초과수익률 (Abnormal Returns)

⁸ 출자거래 공시일, 이사회 결의일, 출자일 중에서 가장 먼저 오는 날을 의미함

〈표 5-4〉 누적초과수익률 (CAR)

한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 표준산업분류에서 비금융지주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. “국내출자 표본” 은 해당 기간에 국내에 소재한 계열사에 대한 출자를 실행한 기업으로 구성됨.

국내출자 표본 (2001년 - 2003년)						국내출자 표본 (2004년 - 2005년)				
기간(일)	표본 수	평균 AR ⁹	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값	표본 수	평균 AR	평균 CAR	평균 AR의 t-값	평균 CAR의 t-값
-1	195	0.10%	0.10%	0.41	0.41	128	-0.06%	-0.06%	-0.21	-0.21
0 ¹⁰	195	-0.32%	-0.22%	-1.63	-0.78	128	-0.25%	-0.31%	-1.02	-0.74
1	195	0.07%	-0.11%	0.38	-0.33	128	-0.52%	-0.82%	-2.22	-1.53
2	195	-0.29%	-0.34%	-1.21	-0.94	128	-0.08%	-0.91%	-0.36	-1.61
3	195	-0.20%	-0.53%	-1.03	-1.31	128	-0.16%	-1.06%	-0.58	-1.58
4	195	-0.49%	-1.02%	-2.61	-2.32	128	-0.01%	-1.07%	-0.04	-1.57
5	195	-0.30%	-1.32%	-1.44	-2.84	128	0.57%	-0.50%	2.05	-0.69
6	195	0.39%	-0.96%	1.54	-1.94	128	-0.33%	-0.82%	-1.50	-1.01
7	195	-0.31%	-1.24%	-1.56	-2.27	128	0.10%	-0.72%	0.37	-0.87
8	195	0.09%	-1.15%	0.45	-1.95	128	-0.13%	-0.86%	-0.58	-1.00
9	195	-0.23%	-1.22%	-1.18	-2.09	128	-0.25%	-1.11%	-1.29	-1.25
10	195	-0.02%	-1.24%	-0.09	-2.07	128	0.40%	-0.70%	1.65	-0.78

⁹ 초과수익률 (Abnormal Returns)

¹⁰ 출자거래 공시일, 이사회 결의일, 출자일 중에서 가장 먼저 오는 날을 의미함

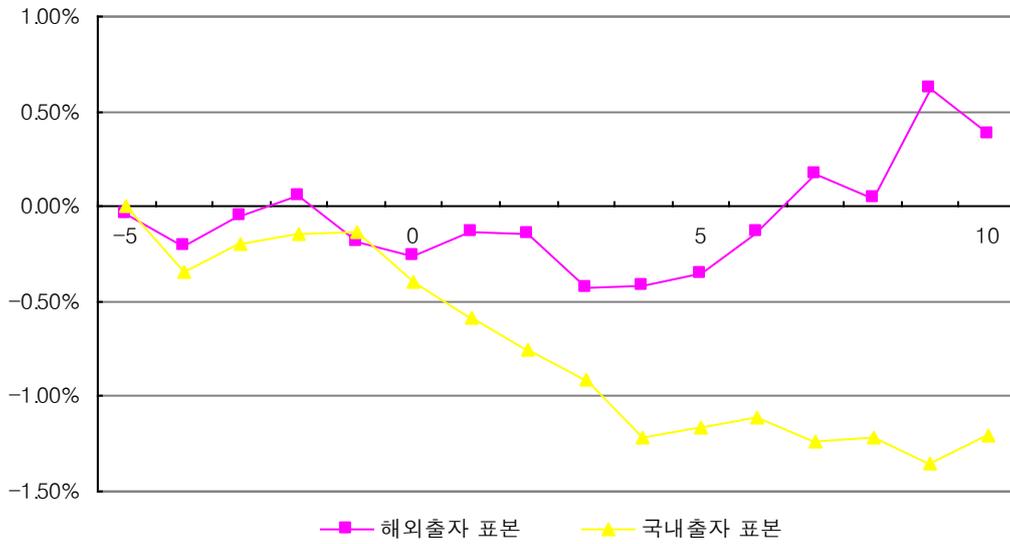
<표 6> 국내출자 표본의 누적초과수익률에 대한 선형회귀분석
[CAR (-1,+ 4)]

유가증권시장에 상장된 기업으로서 금융산업에 속하지 않고 지주회사로 분류되지 않는 기업을 대상으로 함. 종속변수는 거래일을 기준으로 (-1, +4) 기간의 누적초과수익률이며, Unexpected Firm Dummy는 로짓 모형으로 추정된 출자가능성이 1사분위값보다 낮으면 1, 그렇지 않으면 0 을 취하는 더미변수이며, Deal Size 는 출자금액/출자기업의 시장가치이며, Stock Volatility는 과거 일별 주가수익률의 표준편차이며, Regulation Dummy는 출자를 실행한 연도의 4월에 출자총액제한제도 대상으로 지정된 기업집단에 속하는 기업이면 1 , 그렇지 않으면 0 을 취하는 더미변수이며, Firm Size는 log (백만원 단위로 나타낸 총자산), Leverage 는 총부채/총자산, Operating Cash Flow 는 (당기순이익 + 비현금 비용 + 비현금 수익)/총자산이며, Cash Holdings 는 log (현금자산/(총자산 - 현금자산)) 이며, 현금자산은 현금 및 현금등가물, 단기금융자산, 단기투자자산의 합이며, Control over Affiliates는 계열사주식/총자산이며, Direct Ownership 은 지배주주가 보유하고 있는 지분으로서 지배주주 개인, 가족 및 친인척이 보유하고 있는 지분 + 지배주주의 영향 하에 있는 비영리법인이 보유하고 있는 지분이며, Market to Book 은 보통주 및 우선주의 시장가치/총자산이며, 01-03 Dummy는 출자거래가 2001년 - 2003년 기간 동안 발생했으면 1, 그렇지 않으면 0을 취하는 더미변수임. () 안의 값은 표준오차를 나타내며, ***, **, * 은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄.

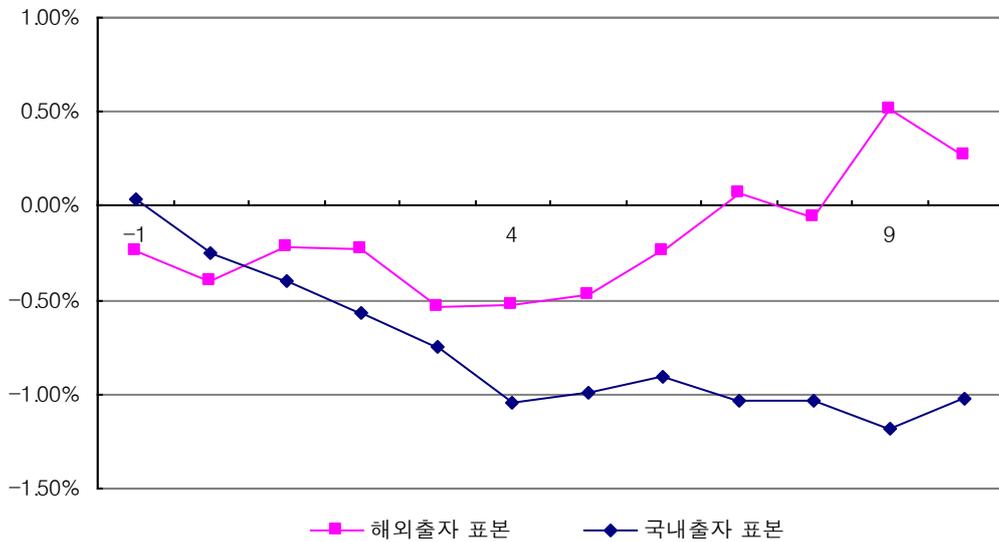
표본 기간	2001 - 2005		2004 - 2005	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	-0.085 (0.083)	0.019 (0.099)	0.016 (0.101)	0.041 (0.105)
Unexpected Firm Dummy				-0.031 * (0.017)
Deal Size	-0.013 (0.018)	-0.014 (0.018)	-0.065 (0.045)	-0.031 (0.017)
Stock Volatility	-1.079 ** (0.469)	-1.269 *** (0.442)	-1.107 (0.676)	-0.832 (0.687)
Regulation Dummy	-0.014 (0.013)	0.011 (0.022)	-0.009 (0.021)	-0.002 (0.021)
Firm Size	0.002 (0.004)	-0.005 (0.006)	(-0.000) (0.006)	-0.002 (0.006)
Leverage	0.022 (0.029)	-0.032 (0.047)	0.018 (0.050)	0.017 (0.050)
Operating Cash Flow	0.022 (0.054)	-0.070 (0.089)	-0.080 (0.096)	-0.091 (0.097)
Cash Holdings	-0.006 (0.004)	-0.009 (0.006)	-0.002 (0.006)	-0.001 (0.006)
Control over Affiliates	0.049 (0.034)	0.108 ** (0.051)	0.113 ** (0.052)	
Direct Ownership	0.019 (0.030)	-0.010 (0.046)	0.009 (0.045)	0.029 (0.047)
Market to Book	0.004 (0.016)	0.003 (0.022)	-0.011 (0.022)	-0.010 (0.022)
01-03 Dummy		-0.130 (0.091)		
Regulation Dummy*01-03-Dummy		-0.039 (0.027)		
Firm Size*01-03 Dummy		0.009 (0.007)		
Leverage*01-03 Dummy		0.068 (0.053)		
Operating Cash Flow*01-03 Dummy		0.142 (0.111)		
Cash Holdings*01-03 Dummy		0.002 (0.007)		
Control over Affiliates*01-03		-0.095		

Dummy			(0.066)	
Direct Ownership*01-03 Dummy			0.029	
			(0.058)	
Market to Book *01-03 Dummy			-0.001	
			(0.030)	
<hr/>				
Year Dummy	yes	yes	yes	yes
Industry Dummy	yes	yes	yes	yes
Adjusted R-square (%)	0.29	1.62	20.81	19.54
Number of Observations	301	301	113	113
<hr/>				

<그림 1> 2001년 - 2005년 기간 출자거래의 누적초과이익률 (-5, +10)



<그림 2> 2001년 - 2005년 기간 출자거래의 누적초과이익률 (-1, +10)



<그림 3> 국내출자 거래의 누적초과수익률 (-5, +10)



<그림 4> 국내출자 거래의 누적초과수익률 (-1, +10)

