

재벌의 지배구조와 상호지급보증

진태홍*

〈요 약〉

본 논문은 5대 재벌 계열사들을 대상으로 재벌의 상호지급보증이 재벌의 지배구조 및 자본구조와 어떤 관련이 있는가를 실증적으로 분석하였다. 지급보증을 분석하면 지배주주의 지분율이 작은 회사일수록 그리고 상장기업일수록 타계열사에 대한 지급보증이 커진다는 것이 확인되었다. 한편 피지급보증을 보면 지배주주 지분율이 별로 영향을 주지 않는 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 지배주주와 소액주주사이의 대리인문제가 계열사로부터의 피지급보증보다는 주로 계열사에 대한 지급보증에서 나타나고 있는 것을 시사하고 있다. 부채의존도가 높은 기업일수록 계열사에 대한 지급보증이 크다는 분석결과는 우리나라 금융기관과 재벌사이의 부채의 대리인문제가 심각하다는 것을 시사하고 있다.

I. 서 론

우리나라 경제가 외환위기로 IMF 관리체제로 넘어가게 된 것은 거시적으로 보면 고비용, 저효율 경제구조 때문이라고 할 수 있다. 기업활동측면에서 IMF를 초래한 요인들로 우리나라 기업의 높은 부채의존도가 지적되기도 하지만 보다 근본적인 요인은 기업경영의 부실이라고 할 수 있다. 부실경영은 여러 측면에서 이야기될 수 있지만 기업재무의 입장에서 교과서적으로 이야기하면 기업경영이 주주의 부를 극대화하는 방향으로 이루어지지 않았다는 것을 의미한다. 예를 들어 우리나라 기업들은 열심히 투자했지만 투하자본에서 발생하는 경제적 부가가치가 투자의 기회비용보다 충분히 크지 않았다(강효석, 남명수, 1996).

부실경영은 우리나라 기업 전반의 문제이기도 하지만 특히 재벌의 경우 보다 심각하다고 할 수 있다. 재벌이 우리나라 경제에 차지하는 비중이 크기 때문에 부실경영이 초래하는 피해도 그 만큼 크다고 할 수 있다. IMF 경제위기를 초래한 근본 원인의 하나로 재벌문제가 내외적으로 지적되고 있지만 재벌문제의 핵심은 지배구조의 실패로

* 홍익대학교 상경대학 부교수

** 본 논문은 1998년도 한국학술진흥재단의 연구비 지원으로 수행되었다.

주주를 위한 가치경영이 제대로 이루어지지 않은 것이다.

우리 나라 재벌 지배구조의 특징은 지배주주가 소액주주와 이해상충적인 의사결정을 하려는 유인을 갖고 있고 이러한 이해상충적인 의사결정을 포함한 잘못된 의사결정을 사전적으로 혹은 사후적으로 견제할 수 있는 메카니즘이 유효하게 작동하지 못하고 있다는 것이다. 우리 나라 재벌들에 있어서 소유가 광범위하게 분산된 미국의 대기업들에서 나타나는 지배주주와 전문경영자사이의 대리인 문제는 비교적 적은 반면 지배주주와 소액주주사이의 대리인 문제가 심각하다. 우리 나라 재벌도 소유가 지배주주에 대부분 집중되었던 시기에는 지배주주와 소액주주사이의 이해상충문제는 심각하지 않았다고 볼 수 있다. 기업의 잔여현금흐름에 대한 청구권과 지배권의 상대적 크기가 거의 같았기 때문이다. 그러나 재벌의 계열사들이 공개되고 증자를 거듭하면서 지배주주의 지분의 크기는 지속적으로 감소되었지만 재벌의 지배주주는 여전히 1인 소유였던 시기와 거의 같은 지배권을 행사하고 있다. 지배주주와 소액주주사이의 이해상충이 발생하는 주요 원인은 우리 나라 재벌 계열사들의 복잡한 소유 및 출자구조 때문이다. 소유분산에도 불구하고 지배주주가 사실상의 지주회사를 비롯한 핵심 계열사들의 대주주로 여전히 통제권을 갖고 있고 지배주주가 직접소유하고 있는 계열사 지분의 크기가 계열사별로 크게 다르다.

여러개의 계열회사를 거느리고 있는 재벌의 지배주주는 자기의 이해가 상대적으로 작은 계열사와 그 계열사의 소액주주의 이익을 희생시키면서 자기의 지분이 큰 계열사의 이익을 증대시킬 유인을 갖게 된다. 일반적으로 지배주주의 이러한 유인은 계열회사 간의 상품이나 용역 등의 내부거래 혹은 자본거래에서 나타난다. 널리 관행화 되어왔던 상호지급보증외에도 증권회사, 보험회사, 종합금융회사등 계열 금융기관들이 동일 계열의 제조업이 발행한 유가증권을 지나치게 비싼 값으로 매입하거나 채무구조가 우량한 계열회사의 자금을 대주주나 다른 계열사가 금리를 지불하지 않거나 지불하더라도 실세금리보다 싼 금리를 지불하고 차입할 수 있다.

재벌의 지배주주와 소액주주의 이해상충은 이론적으로 그리고 일화적으로 자주 논의 되어 왔지만 실증적으로 분석된 경우는 별로 없다. 지배구조, 소유구조 그리고 이해상충적인 행동에 대한 자료가 불충분했기 때문이라고 생각된다. 본 연구의 목적은 지배주주의 이해상충적인 행동이 재벌기업의 지배구조 및 자본구조와 어떤 관련이 있는가를 실증적으로 분석하는 것이다. 지배주주의 이해상충적 행동은 그 범위가 넓지만 본 연구에서는 계열사별로 자료확보가 가능했던 상호지급보증에 대해서만 재벌기업의 소유, 자본구조와 어떤 관련이 있는가를 분석한다.

개별 계열사업장에서 보면 상호지급보증은 지급보증과 피지급보증으로 나눌 수 있다. 실증분석의 초점은 재벌기업의 지배주주의 지분의 크기와 지급보증과의 관계를 구명하는 것이다. 이론적으로 분석하면 지배주주가 이해상충적인 행동을 할 개연성이 큰 기업일수록 지급보증이 커진다. 지배주주의 지분이 작을수록 지급보증이 커지고 상장기업이 비상장기업에 비해 지급보증이 커진다는 가설이 성립하고 본 연구에서는 이러한 가설을 검증한다. 또한 검증에는 부채의존도나 계열사지분율등과 같은 통제변수들이 도입되는데 이러한 통제변수들이 지급보증과 피지급보증을 어떻게 설명하고 있는지도 분석한다. 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 본 논문과 관련된 기존 논문들의 내용이 소개된다. 3절에서는 실증분석으로 검증할 가설들이 설정되고 4절에서 자료와 분석방법이 설명된다. 5절에서는 실증분석 결과가 제시되고 6절은 간단한 결론이다.

II. 관련문헌의 고찰

재벌의 지배구조는 주로 이론적으로만 분석되어왔는데 재무분야에서 주목할만한 논문은 국찬표외(1997)가 있다. 이들은 재벌의 각 계열사의 투자결정이 잘못될 수 있는 것을 재벌 지배주주의 자기효용 극대화로 설명하고 있다. 이들은 지배주주가 작은 지분으로 전 계열사를 100% 통제하는 지배구조하에서 재벌의 지배주주가 자기의 효용을 극대화하는 방향으로 투자의사결정을 한다는 가정하에서 각 계열사의 투자의 규모는 기업가치 극대화를 위한 투자규모보다 커진다는 것을 이론적으로 보였다. 이들은 또한 투자규모가 지배주주가 계열사를 통제함으로 연계되는 효용 다시 말해서 지배주주가 누리는 금전적 소비가 크면 클수록 커진다는 것도 보여주었다.

우리나라 재벌에 내부금융시장이 존재하지만 내부금융시장이 비효율적인 계열사들을 지원하는 방향으로 작동한다는 일련의 연구들(박영석과 신현한(1998), 진태홍(1999))이 있는데 본 논문은 이러한 연구들의 연장선상에 있다고 하겠다.

신현한과 박영석(1997)은 재벌기업의 투자가 독립기업에 비해 현금흐름에 덜 민감하다는 기존의 연구결과를 확인함과 동시에 재벌내부에 일종의 내부금융시장이 형성되고 있다는 것을 보여주었다. 재벌기업의 투자는 스스로의 현금흐름 수준에는 영향을 받지 않지만 동일 계열의 다른 기업들의 현금흐름에 크게 영향을 받고 있다는 것이다. 재벌에 일종의 내부금융시장이 형성되어 있다는 것을 실증적으로 확인한 것이다. 이들의 분석에서 확인된 또 하나의 사실은 재벌기업의 투자가 성장가능성에 관계없이 다른 계열사들의 현금흐름에 영향을 받고 있다는 것이다. 재벌에 내부금융시장이 존재한다는

것은 확인할 수 있었지만 내부금융시장이 경제의 효율을 증대하는 방향으로 작동하고 있지는 않다는 것이다.

진태홍(1999)은 5대 재벌의 경우 주로 비상장회사와 종속회사가 다른 계열사들로부터 투자에 있어서 자금지원을 받는 형태로 내부금융시장이 작동하고 있다는 것을 보여 주었다. 비상장기업이 포함될 경우 5대 재벌도 투자가 내부현금흐름에 민감하게 반응하는 것과 분석대상기업을 상장기업과 비상장기업으로 나누면 비상장기업의 투자는 내부현금흐름에 제약을 받고 상장기업에 비해 계열사현금흐름에 영향을 받는 정도가 큰 것으로 나타난다는 것을 발견하였다. 재벌기업이라 하더라도 비상장기업은 투자가 내부 현금흐름에 민감하게 반응하고 내부현금흐름이 부족할 때 계열사에 대한 의존하는 정도가 높다는 것이다. 또한 분석대상기업을 종속기업과 비종속기업으로 나누면 종속회사의 투자가 비종속회사에 비해 계열회사 현금흐름에 영향을 받는 정도가 큰 것을 보여주었다.

Ⅲ. 가설의 설정

재벌의 계열사간 상호지급보증은 한정된 자금이 재벌에 편중되게 하고 부실계열사의 퇴출을 저해하는 제도로 인식될 수 있다. 지급보증이 없으면 금융기관으로부터 자금을 차입할 수 없는 한계기업들이 재벌의 계열사라는 이유만으로 실제비용부담이 없는 상호지급보증을 통해 자금차입이 가능했기 때문이다. 이러한 이유로 상호지급보증은 오랜 동안 규제를 받아오다 IMF 경제위기 이후 신규보증이 완전히 금지되었고 기존의 지급보증은 2000년도 말까지 완전히 해소하게 되어있다.

재벌의 계열사간 상호지급보증은 여신편중차원뿐만 아니라 계열사와의 부당내부거래, 계열사에 대한 부당자금지원, 그리고 회사재산의 변칙증여등과 함께 지배주주의 이해상충적 행동으로도 볼 수 있다.

계열사가 부채로 자금을 조달하는 경우 지급보증을 하는 것은 계열사들의 연쇄부도를 발생시킬 수 있고 따라서 지급보증을 제공하는 회사의 부도위험을 증가시킨다. 우리나라 재벌의 경우 지급보증이 무상으로 제공된다는 것을 감안하면 지급보증은 회사의 가치를 하락시키고 소액주주의 이해를 침해하는 행동이라고 할 수 있다. 지급보증은 지배주주의 이해상충적인 행동이지만 재벌기업의 지급보증의 크기는 재벌기업의 지배구조에 영향을 받을 것으로 생각된다. 상호지급보증과 지배구조의 관계에 대해 다음과 같은 몇 가지 가설을 세울 수 있다.

첫째, 지배주주의 지분이 작은 기업일수록 계열사들에 대해 지급보증이 증가할 것이다. 지급보증이 무상으로 제공되고 제공기업의 부도위험을 증가시켜 주주에게 주식가치 하락의 부담을 지우지만 지배주주가 부담하는 부분은 적기 때문이다.

둘째, 상장기업은 비상장기업에 비해 계열사에 대한 지급보증이 클 것이다. 상장기업의 경우 비상장기업에 비해 지배주주의 지분이 작고 소유가 광범위하게 분산되어 지배주주의 입장에서 지급보증의 부담이 상대적으로 작기 때문이다.

IV. 자료와 분석방법

실증분석은 5대 재벌 계열사들을 대상으로 이루어졌다. 편의상 공정거래위원회에서 규정한 30대 기업집단이 우리 나라 재벌의 범위를 규정하는 경우가 많지만 규모를 비교하면 5대 재벌과 그 이하 재벌사이의 규모의 차가 크고 IMF 전후로 5대 이하 재벌들이 대부분 재무적 곤경에 처한 것을 감안하여 5대 재벌만을 분석 대상으로 삼았다. 재벌 계열사의 상호지급보증 자료를 1994년부터 1996까지만 확보할 수 있었기 때문에 분석기간도 1994년부터 1996년까지 3년에 한정하였다. 3년간의 5대재벌의 재무자료는 한국신용평가주식회사의 기업집단 DB로부터 구했다. 분석기간중 지급보증 자료는 있지만 피지급보증 자료가 없고 피지급보증 자료는 있지만 지급보증 자료가 없는 기업들이 있었기 때문에 지급보증과 피지급보증 각각에 대해 별도의 표본을 사용하여 분석하였다. 자료가 누락되거나 부실한 기업들을 제외하면 지급보증의 경우 1994년에는 59개, 1995년에는 57개 그리고 1996년에는 58개 기업들이 최종분석대상으로 선정되었고 피지급보증의 경우 1994년에 64개, 1995년에 66개 그리고 1996년에 69개의 기업들이 분석 대상으로 선정되었다. <표 1>과 <표 2>는 각각 지급보증과 피지급보증 분석에서 주요 변수들의 요약통계량을 보여주고 있다.

5대 재벌 계열사의 지배주주 지분율, 계열사지분율은 1997년 말을 기준으로 계산하였다. 원칙적으로 각 연도마다 지배주주 지분율과 계열사지분율을 계산하여 각 연도의 분석에 적용해야 하지만 자료확보의 어려움으로 1997년말을 기준으로 한 지배주주 지분율과 계열사지분율을 모든 연도에 공통적으로 사용하였다. 재벌의 소유구조가 그 성격상 단기간에 급격히 변동하는 것이 아닌 만큼 이렇게 해도 큰 무리는 없을 것으로 생각된다.

상호지급보증과 지배구조와의 관계에 관한 가설들을 검증하기 위해 보증율과 피보증율을 종속변수로 하고 투하자본수익율, 지배주주의 지분율, 계열사 지분율, 부채의존도,

<표 1> 보증율 회귀분석의 주요변수 요약 통계량

변 수	평 균	표준편차	최대값	최소값
<u>1994</u>				
보증율	1.49	1.89	7.5	0.01
투자자본이익율	0.082	0.04	0.26	0.01
지배주주지분율(%)	10.72	13.8	62.28	0.13
계열사지분율(%)	28.9	25.0	100	0
부채의존도	0.75	0.10	0.96	0.47
<u>1995</u>				
보증율	1.19	1.70	7.38	0.003
투자자본이익율	0.083	0.044	0.25	-0.02
지배주주지분율(%)	11.42	14.1	62.3	0.13
계열사지분율(%)	27.9	24.8	100	2.79
부채의존도	0.75	0.10	0.96	0.52
<u>1996</u>				
보증율	1.04	1.53	7.15	0.008
투자자본이익율	0.07	0.03	0.15	-0.02
지배주주지분율	10.6	13.2	62.3	0.13
계열사지분율	31.4	26.5	100	2.8
부채의존도	0.74	0.10	0.92	0.45

<표 2> 피보증율 회귀분석의 주요변수들의 요약 통계량

변 수	평 균	표준편차	최대값	최소값
<u>1994</u>				
피보증율	1.84	1.67	7.29	0.006
투자자본이익율	0.08	0.04	0.26	-0.01
지배주주지분율(%)	12.8	17.6	100	0.13
계열사지분율(%)	33.5	29.2	100	0
부채의존도	0.75	0.11	0.96	0.47
<u>1995</u>				
피보증율	1.53	1.40	5.82	0.01
투자자본이익율	0.089	0.05	0.3	-0.02
지배주주지분율(%)	12.6	17.6	100	0.13
계열사지분율(%)	33.9	29.7	100	0
부채의존도	0.75	0.10	0.97	0.52
<u>1996</u>				
피보증율	1.42	1.50	7.92	0.02
투자자본이익율	0.05	0.11	0.25	-0.75
지배주주지분율(%)	12.5	17.3	100	0.13
계열사지분율(%)	38.1	31.4	100	0
부채의존도	0.74	0.10	0.92	0.45

상장회사 가변수등을 종속변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 투하자본수익율, 계열사 지분율, 부채의존도는 회귀분석의 통제변수로 도입되었다. 투하자본수익율은 수익성을 나타내는 변수로 수익성이 좋은 기업일수록 금융기관으로 부터의 신용평가가 좋고 따라서 계열사에 대한 보증을 많이 할 것으로 기대된다. 계열사 지분율도 보증율이나 피보증율을 설명하는 주요한 통제변수가 될 수 있다. 계열사지분율이 큰 기업은 성격상 다른 계열사의 출자회사나 자회사일 가능성이 크고 이러한 기업은 상대적으로 신용도가 낮기 때문에 자금을 조달하기 위해서는 계열사로부터의 지급보증이 필요하지만 다른 계열사들을 위한 지급보증을 제공하기 어려울 것이다. 부채의존도도 보증율과 피보증율을 설명하는 통제변수로 볼 수 있다. 지급보증을 잠재적인 신용의 공여이기 때문에 다른 조건이 동일하다면 부채비율이 낮은 기업일수록 커지고 피지급보증은 부채의존도가 높을 기업일수록 클 것이다. 보증율은 계열사들에 대한 지급보증과 담보제공의 합을 자기자본으로 나눈 값이고 피보증율은 계열사들로 부터의 피지급보증과 담보수취의 합을 자기자본으로 나눈 값이다. 기업의 수익성을 나타내는 변수로 투하자본수익율이 사용되었다. 투하자본수익율은 세전이익에 금융비용을 더한 값을 총자산으로 나눈 값이다.

지배주주의 지분율은 재벌 총수 및 특수관계인이 갖고 있는 계열사에 대한 실효지분율을 의미한다. 본 연구에서는 배진한외(1999)의 실효지분율 산출방법을 이용하여 지배주주의 지분율을 계산하였다.¹⁾

V. 분석결과

<표 3>에는 지급보증에 관한 회귀분석 결과가 나타나 있다. <표 3>의 첫 번째 회귀분석 결과를 보면 지배주주의 지분율이 작을수록 보증율이 커지는 것으로 나타나고 있다. 각 연도에 걸쳐서 지배주주 지분율 변수의 계수가 0보다 작고 통계적 유의성도

1) 배진한외(2000)는 기존방법이 계열사들간의 소유연관관계를 정확히 추적하여 중복계산의 가능성을 완전히 제거해낼 수 없다는 것을 감안하여 산업연과표의 기본개념을 이용하여 실효지분율 계산방법을 만들었다. 이 방법은 계열사들 사이에 복잡하게 출자관계가 얽혀있고 또 다단계 출자도 이루어지고 있다면 어떤 계열사가 다른 어떤 계열사의 주식을 소유할 때 단순히 두 기업 사이에만 중복계산이 일어나는 것이 아니라 소유관계가 얽혀있는 모든 계열사들 사이에서 중복계산이 이루어지는 것을 반영할 수 있다. 자세한 것은 배진한외(2000)를 참조하시오. 이 방법의 또 하나의 장점은 지배주주지분율과 계열사지분율과의 상관계수가 낮아져 회귀분석에서 다중공선성문제가 완화된다는 것이다. 96년의 경우 본 논문에서 계산된 지배주주지분율과 계열사지분율과의 상관계수는 -0.26인 반면 동일인과 특수관계인의 지분으로의 합으로 계산된 지배주주지분율과 계열사지분율의 상관계수는 -0.36이다.

아주 크지는 않지만 유의한 편이다. 우리나라 재벌의 경우 지급보증에서 지배주주와 소액주주사이의 대리인 문제가 존재한다는 것이 확인된 것이다. 계열사지분율은 보증율의 차이를 잘 설명하는 통제변수로 나타나고 있다. 계열사지분율의 계수가 0보다 작고 통계적으로 유의하다. 계열사 지분율이 클수록 지급보증의 크기가 작은 것으로 분석되고 있다. 기업의 수익성은 지급보증에 거의 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다. 연도별로 수익성의 계수의 부호가 음수로 나타나고 있지만 통계적 유의성이 매우 낮다. <표 3>의 첫 번째 회귀분석에서 볼 수 있는 예상 밖의 결과는 또 하나의 통제변수인 부채의존도와 지급보증과의 관계이다. 부채비율이 높은 기업일수록 지급보증이 커지는 것으로 나타나고 있다. 94, 95, 96 모든 연도에 걸쳐서 부채의존도의 계수가 0보다 크고 통계적 유의성도 상당히 높다. 지급보증이 금융원리에 따라 이루어진다면 금융기관은 가급적 부채비율이 높은 계열사가 제공하는 지급보증을 받아들일려고 하지 않을 것이다. 이러한 결과는 재벌 계열사들의 부채의 대리인문제가 지급보증을 통해 나타나고 있다는 것을 시사하고 있고 재벌의 상호지급보증 관행이 금융원리에서 상당히 벗어나 이루어졌다는 것을 확인해주고 있다.

<표 3> 보증율의 추정결과

	1994		1995		1996	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
상수항	-0.77 (-0.44)	-2.56 (-1.22)	-0.45 (-0.24)	-1.89 (-0.89)	-0.58 (-0.36)	-2.05 (-1.13)
투자자본 수익율	-2.9 (-0.49)	-4.64 (-0.76)	-0.16 (-0.03)	-4.11 (-0.83)	-2.87 (-0.46)	-1.68 (-0.26)
지배주주 지분율(%)	-0.02 (-1.49)		-0.018 (-1.15)		-0.016 (-1.03)	
계열사 지분율(%)	-0.03*** (-3.25)		-0.022** (-2.33)		-0.017** (-2.30)	
부채의존도	4.91** (2.20)	4.85** (2.02)	3.32 (1.41)	3.54 (1.45)	3.42 (1.64)	3.71* (1.76)
상장회사 가변수		1.09* (1.91)		1.05** (2.06)		0.64 (1.40)
Adj. R-square	0.16	0.07	0.07	0.06	0.08	0.03
# of obs	59	59	57	57	58	58

주 : 1) ***, **, *는 각각 99%, 95%, 90%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) 종속변수는 자기자본대비 보증액과 담보제공액의 합인 비율임.

상장기업여부가 지급보증에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 상장기업 가변수를 독립변수로 추가하여 회귀분석을 해야 하지만 다른 독립변수들 특히 계열사 지분율과의 상관관계가 높기 때문에 별도의 회귀분석에 독립변수로 집어넣어 분석하였다.²⁾ <표 3>의 두 번째 회귀분석은 보증율을 종속변수로 하고 투자자본수익율, 부채의존도 그리고 상장기업 가변수를 종속변수로 한 회귀분석이다. 분석결과는 상장기업이 비상장기업에 비해 지급보증이 커진다는 가설을 지지하고 있다. 상장기업여부 가변수의 계수가 0보다 크고 통계적 유의성도 크다. 소유가 광범위하게 분산된 상장기업이 비상장기업에 비해 지배주주와 소액주주사이의 대리인문제가 심하다는 것을 확인해주는 결과라고 하겠다. 부채의존도가 높을수록 지급보증이 커진다는 앞의 결과는 여기서도 확인되고 있다.

<표 4> 피보증율의 추정결과

	1994		1995		1996	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
상수항	-4.82*** (-4.26)	-2.72** (-2.3)	-3.49*** (-3.05)	-2.26* (-1.72)	-1.61 (-1.21)	-0.24 (-0.16)
투자자본 수익율	5.45 (1.34)	7.87** (2.04)	-1.99 (-0.65)	1.14 (0.37)	-2.24 (-1.51)	-2.04 (-1.31)
지배주주 지분율(%)	0.006 (0.69)		-0.009 (-1.15)		-0.016 (-1.60)	
계열사 지분율(%)	0.021*** (3.82)		0.017*** (3.08)		0.012** (2.23)	
부채의존도	7.26*** (4.97)	6.41*** (4.45)	6.37*** (4.31)	5.48*** (3.43)	3.81** (2.14)	2.8 (1.49)
상장회사 가변수		-1.43*** (-4.43)		-0.66** (-2.03)		-0.67* (-1.86)
Adj. R-square	0.43	0.47	0.30	0.21	0.18	0.10
# of obs	64	64	66	66	69	69

주 : 1) ***, **, *는 각각 99%, 95%, 90%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) 종속변수는 자기자본대비 피보증액과 담보수취액의 합인 비율임.

피지급보증에 관한 분석결과는 <표 4>에 나타나 있다. 첫 번째 회귀분석은 피보증율이 독립변수이고 종속변수는 <표 3>의 첫 번째 회귀분석과 동일하다. 분석결과를

2) 96년의 경우 상장기업 가변수와 계열사 지분율과의 상관계수는 -0.5이고 상장기업 가변수와 지배주주 지분율과의 상관계수는 -0.2이다.

보면 지배주주의 지분율은 피지급보증에 영향을 거의 미치지 않는 것을 알 수 있다. 지배주주 지분율의 계수가 95, 96, 97년도 각각에서 일관성있게 나타나지 못하고 있고 통계적 유의성도 크지 않다. 이러한 결과는 지배주주와 소액주주사이의 대리인문제가 계열사로부터의 피지급보증보다는 계열사에 대한 지급보증에서 선명하게 나타나고 있는 것을 시사하고 있다. 계열사지분율이 클수록 피지급보증이 커지는 것으로 분석되고 있다. 계열사지분율의 계수가 모든 연도에서 0보다 크고 통계적으로 유의하다. 부채의존도가 클수록 피지급보증은 커지는 것으로 분석되고 있다. 부채의존도의 계수가 0보다 크고 통계적으로 유의하다. 금융기관이 부채의존도가 높은 기업이, 자금을 추가로 조달할 때 지급보증을 요구한다는 금융원리에 합치되는 결과라고 하겠다.

지급보증의 경우와 마찬가지로 상장기업여부와 피지급보증과의 관련성을 살펴보기 위해 상장기업 가변수와 투하자본 수익률 그리고 부채의존도를 독립변수로 놓고 피보증율을 종속변수로 한 회귀분석을 실시하였다. <표 4>의 두 번째 회귀분석을 보면 상장기업이 비상장기업에 비해 계열사로부터의 피지급보증이 작은 것으로 나타나고 있다. 모든 연도에 있어 상장기업 가변수의 부호가 0보다 작고 통계적 유의성도 크다. 이 결과는 재벌의 비상장기업이 지급보증의 주요 수혜대상이라는 것을 확인해주고 있다.

이상의 결과를 종합하면 재벌 기업의 지배구조와 자본구조에 따라 상호지급보증 행태가 달라지는 것을 확인할 수 있다. 지배주주의 지분율이 작을수록 그리고 상장기업일수록 계열사에 대한 지급보증이 커진다는 것은 지급보증이 지배주주와 소액주주사이의 대리인문제가 표면화되는 통로라는 것을 시사한다. 부채의존도가 높은 기업의 보증율이 크다는 분석결과는 예상하지 못한 것이지만 주의를 기울일 필요가 있다고 하겠다. 분석결과는 부채의존도가 높아 객관적으로 지급보증여력이 없는 계열사의 지급보증도 금융기관에 의해 수용되고 있음을 시사하고 있다. 우리나라 재벌 계열사의 부채의 대리인 문제가 금융기관에 의해 적절히 통제되지 못했다는 것을 말해주고 있다. 계열사지분율이 클수록 보증율이 작고 피보증율은 크다는 것은 상호지급보증이 금융시장에서 신용도가 떨어지는 신규 계열사의 자금조달수단으로 이용되고 있다는 것을 말해주고 있다. 부채의존도가 높을수록 피보증율이 크다는 결과도 상호지급보증이 재무구조가 취약한 계열사의 자금조달수단으로 이용되고 있다는 것을 시사한다.

VI. 결 론

우리나라 재벌들은 IMF 경제위기이후 구조조정 과정을 겪으면서 여러 측면에서 IMF 이전과 다른 모습을 보이고 있지만 지배구조 측면에서는 아직 까지도 예전의 원형을 그대로 간직하고 있는 것으로 보인다. 계열사들에 대해 극히 작은 소유지분만을 갖고 있는 지배주주가 여전히 계열사 전체의 주요의사결정을 좌지우지하는 행태를 보이고 있고 그 과정에서 소액주주의 이해를 침해하는 이해상충적인 행동이 계속되고 있는 것으로 보인다. 경제상황의 변화는 재벌이 지배구조 측면에서 새로운 모습으로 변화할 것을 요구하고 있지만 재벌의 지배구조는 여전히 가치창조 경영을 위해 적합하지 못한 모습을 보이고 있다. 재벌의 지배구조는 변화되어야 할 대상이고 분석되어야 할 연구주제이다.

본 논문은 이러한 문제의식을 바탕으로 재벌의 상호지급보증이 재벌의 지배구조 및 자본구조와 어떤 관련이 있는가를 실증적으로 분석하였다. 지급보증을 분석하면 지배주주의 지분율이 작은 회사일수록 그리고 상장기업일수록 타계열사에 대한 지급보증이 커진다는 것이 확인되었다. 이러한 분석 결과는 지배주주와 소액주주사이의 대리인 문제가 지급보증행위를 통해 나타나고 있다는 것을 확인해주고 있다. 부채비율이 높은 기업의 보증율이 오히려 크다는 분석 결과는 예상 밖의 결과로 우리나라 금융기관들과 재벌사이의 부채의 대리인문제가 심각하다는 것을 시사한다.

한편 피지급보증을 보면 지배주주 지분율이 별로 영향을 주지는 않지만 비상장기업의 피지급보증이 상장기업의 경우보다 크다는 것이 확인되었다. 이러한 결과는 지배주주와 소액주주사이의 대리인문제가 계열사로부터의 피지급보증보다는 주로 계열사에 대한 지급보증에서 나타나고 있는 것을 시사하고 있다. 부채의존도가 큰 기업의 피지급보증은 통계적으로 유의하게 큰 것으로 분석되었다.

본 연구의 주된 공헌은 그 동안 이론적으로 그리고 일화적으로만 이야기되었던 우리나라 재벌의 지배주주와 소액주주사이의 대리인문제를 상호지급보증 자료를 통해 실증적으로 분석하였다는 것이다. 그러나 본 논문은 자료의 제약으로 1997년말 소유구조 자료를 사용할 수밖에 없었다는 것과 지배주주의 이해상충적 행동중 상호지급보증만이 분석되었다는 한계를 갖는다. 상호지급보증외에 계열사간 내부거래, 출자, 자금지원과 지배주주의 이해상충적 행동들이 재벌의 지배구조 및 자본구조와 어떤 관련이 있는가를 밝혀내는 것이 이 분야 연구의 향후 과제라 하겠다.

참 고 문 헌

- 강효석, 남명수, “투자성과지표로서 EVA의 유용성에 관한 실증연구”, 재무관리연구, 제14권 제3호, 1997년 12월, pp.1-21.
- 국찬표 외, 한국기업의 투자결정과 자본비용, 재무연구, 1997년 5월, pp.101-129.
- 배진한, 박노영, 박진도, 장지상, 정대화, 홍덕률, 국가와 기업의 민주적 발전 -한국 재벌을 중심으로-, 교육부 인문 사회과학분야 중점영역연구 제2차 연도 보고서, 2000년 1월.
- 신현한, 박영석, “기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정”, 재무연구, 제16호, 1998년 11월, pp.1-21.
- 진태홍, “내부금융시장과 재벌의 투자행동 : 5대 재벌을 중심으로”, 재무관리연구, 제16권 제1호, 1999년 6월, pp.115-127.