

기업의 투자지출과 자금조달의 관계에 관한 연구

김지수* · 조정일**

〈요 약〉

본 연구에서는 우리나라 기업에서 내부현금흐름과 부채가 투자지출과 어떠한 관계에 있는가를 분석함으로써 외부자금조달의 제약 및 대리인 문제가 투자지출에 미치는 영향을 분석하였다. 분석의 결과, 전체 기간에 대하여 투자지출은 내부현금흐름과 강한 양(+의) 관계를 나타내어 외부자금조달의 제한이 투자지출에 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 표본을 분류하여 분석한 결과, 단독기업이 재벌기업에 비해 정보비대칭 문제가 심각하므로 더 큰 외부자금조달의 제한에 직면할 것이라는 증거는 발견되지 않았으며, 주식시장의 장세에 따른 분석결과, 주가 상승기에 투자지출과 부채비율은 두드러진 음(-)의 관계를 형성함으로써 이 시기에는 부채가 투자를 억제하는 요인인 것으로 분석되었다. 또한 IMF 이후 1998년에는 내부현금흐름이 투자지출에 큰 영향을 미치지 않았으며, 투자기회가 적은 기업에서만 부채의 계수가 유의적인 음(-)으로 나타나 IMF 이전과는 다른 양상을 보였다.

I. 서 론

이론적으로 Modigliani와 Miller(1958)의 완전자본시장의 상황에서는 기업의 자본조달 결정이 투자결정에 아무런 영향을 미치지 않는다. 하지만 현실적으로는 기업의 투자결정은 자본조달과 완전 독립적이지 못하다는 주장이 설득력을 가지고 있다. 투자와 자본조달 결정에 영향을 미치는 시장불완전성 요인 중 중요한 것으로 자본시장의 정보비대칭성(information asymmetry) 등으로 인한 외부자금조달의 제약과 경영자와 주주간의 이해상충 문제인 대리인 문제(agency problem)를 들 수 있다.

자금조달 시장의 불완전성이 높은 우리나라 상황에서 외부자금조달의 제약은 투자지

* 영남대학교 경영학부 교수

** 영남대학교 경영학부 박사과정 수료

*** 본 논문의 초기 초안은 한국산업경영학회 학술발표회에서 발표되었음. 발표에서 유익한 토론을 해 준 토론자와 익명의 두 심사자에게 감사를 드립니다.

2 財務管理研究

출에 상당한 영향을 미칠 수 있다. 특히 Myers와 Majluf(1984)는 자본시장의 정보비대칭성이 기업의 외부자금조달 제약에 주요한 요인이 될 수 있음을 지적하였다. 또한 대리인이론은 소유경영자가 주가극대화보다는 기업확장을 통하여 자신의 이득을 추구할 가능성이 있다는 점을 시사한다. 기업확장 동기에 의한 과대투자 현상이 심하고 주로 부채가 기업확장 수단으로 사용되어 온 우리나라 현실에서 부채와 투자지출은 비례적인 관계에 있을 것으로 여겨진다. 그러나 이에 반해 Jensen(1986)과 Stulz(1990) 등은 대리인이론에 입각하여 기업의 높은 부채사용은 경영자가 낮은 성과의 투자안에 투자하는 것을 억제하므로 부채사용은 오히려 어느 정도 대리인비용을 감소시킬 것이라고 보았다. 또한 일찍이 Myers(1977)는 높은 부채 사용은 양(+의) 순현재가치가 있는 사업을 기각하게 하는 과소투자 유인이 존재한다고 보았다.

본 연구에서는 우리나라 기업의 자료를 바탕으로 투자지출과 자금조달의 관계를 살펴봄으로서 이러한 이론 중 어떠한 이론이 우리나라 기업현실을 더 잘 설명할 수 있는가를 규명하고자 한다. 그간 우리나라 기업은 경영에 대한 감시통제 제도가 미흡하고 투자자와 기업간의 정보비대칭성이 높은 상황에서 외부자금조달의 제약과 대리인 문제가 심각한 것으로 지적되고 있다. 따라서 이러한 문제들이 기업의 투자결정에 어떻게 반영되는가를 규명할 필요가 있다.

기업의 투자지출과 자금조달의 관계는 그간 우리나라에서도 몇편의 연구에서 다루어져왔다.¹⁾ 이 연구 중 상당부분은 기업의 내부자금이나 유동성이 투자지출에 미치는 영향에 관한 것이다. 그러나 이에 대한 결과가 연구마다 다르게 나타나 아직 결론을 내기 어려우며, 또 부채와 투자지출의 관계에 관해서는 아직 충분한 연구가 이루어지지 못한 상황에 있다. 우리나라 기업에서 투자지출과 자금조달의 관계를 규명하기 위해서는 기업의 내부자금상황 뿐만 아니라 부채와 투자지출의 관계를 종합적으로 검토함으로써 더욱 명확한 설명이 가능해지리라 본다.

본 연구에서는 기업이 직면하는 외부자금조달의 제한이나 대리인비용 감소효과가 기업에 따라 다르다는 점을 감안하여 투자지출과 내부현금흐름 및 부채와의 관련성을 개별기업과 단독기업, 투자기회가 높은 기업과 낮은 기업에 대해 어떻게 차이가 나는지를 살펴본다. 또한 주식시장의 장세에 따라서도 기업의 투자와 자금조달 행태는 달라질 것이므로 장세의 분류에 따라 이들 내용이 어떻게 달라지는가 하는 점을 분석한다.

또한 우리나라에 있어서 IMF 외환위기는 경제전체에 커다란 충격을 가져왔다. IMF

1) 이에 관한 연구로서 신동령(1992), 윤봉환(1994), 윤봉환·오규택(1999) 및 김지수·정기웅(2000) 등의 연구를 들 수 있다.

외환위기 이후 정부는 부채비율 감소 등 기업의 자금조달의 변화를 촉구하여 왔으며, 기업도 자발적 혹은 타의적 구조조정을 통해 투자 및 자금조달 방식에 많은 변화를 추구하여왔다. 이러한 변화의 결과, 우리나라 기업의 투자와 자금조달의 관계가 IMF이후 실질적으로 변화하였는가를 살펴보기 위하여 외환위기의 전후로 분석결과를 비교한다.

본 연구의 제Ⅱ장에서는 기존의 이론과 선행연구의 검토하고 가설을 설정한다. 그리고 Ⅲ장에서는 자료와 분석방법을 설명하고, 제Ⅳ장에서는 부채 및 내부현금흐름과 투자지출의 관계를 여러 가지 측면에서 분석 및 비교한다. 그리고 마지막 V장에서는 실증분석 결과를 바탕으로 결론을 유도한다.

Ⅱ. 선행연구 검토와 가설설정

1. 외부자금조달의 제한과 투자지출

외부자금 조달의 제한에 관한 대표적 이론으로 Myers와 Majluf(1984)의 이론을 들 수 있다. 그들의 자본조달순위이론(pecking order theory)에 따르면 자본시장에 정보비대칭성(information asymmetry)이 존재할 경우 기업의 외부자금조달은 제한된다. 그 이유는 내부정보를 지닌 경영자가 새로운 주주 내지는 채권자들에 비하여 기존사업 및 새로운 투자기회의 내재가치를 더 잘 알고 있고 경영자가 구주주의 이익을 우선하는 목표를 가지고 있는 경우에는 자금조달을 위하여 내부금융을 우선적으로 사용하게 되기 때문이다. 즉, 새로운 유리한 투자기회에 신주발행과 부채 등 외부금융을 사용하는 경우, 투자에 의한 가치증가를 구주주와 외부투자자가 공유하게 되지만 이것을 내부금융에 의존하는 경우에는 기업가치의 증가가 모두 구주주에게 귀속된다. 또한 기업의 투자지출 소요액이 내부현금흐름보다 더욱 커서 이 금액을 충분히 조달할 수 없을 때 기업은 외부자금 조달을 행하게 되지만 이 때에도 신주발행보다는 부채와 같은 안전한 증권을 먼저 발행하려 할 것이다.

정보비대칭하에서의 자금조달이론은 기업의 투자지출과 내부금융의 관계가 양(+의 관계)에 있을 것이라는 점을 시사한다. 즉, 내부의 현금흐름이 높을수록 외부금융에 비하여 자금조달 비용이 절감되므로 기업의 투자지출은 높아지게 된다. 또한 기업의 투자지출과 부채비율은 일반적으로 음(-)의 관계에 있을 것으로 기대된다. 왜냐하면 정보비대칭하에서 유리한 투자기회가 많을수록 기업은 외부자금 사용을 제한할 것이기 때문이다.

기업의 외부자금조달 제한은 정보비대칭적 상황 뿐만 아니라 우리나라와 같이 자본시장의 불완전성이 높은 상황에서 더욱 두드러지게 나타날 것으로 예상된다. 우리나라 기업은 직접금융시장이 선진국과 같이 성숙하지 못한 상태에서 상대적으로 높은 자금조달 비용을 지불하고 있으며, 간접금융시장에서도 금융기관의 대출관행이 경직되어 있으므로 외부자금조달에 상당한 제약을 받고 있는 것으로 지적되고 있다. 특히 대출심사제도가 경직되어 있고, 담보대출이나 특혜금융과 같은 불합리한 대출관행이 지속되어 온 상황에서 중소기업을 비롯한 대부분의 기업은 금융기관을 통하여 소요자금을 적시에 공급받기 어려운 형편에 있는 것으로 지적되고 있다. 따라서 이러한 현실에서 기업은 투자지출의 수요를 우선적으로 내부금융에 의존하려 할 것이다.

지금까지 여러 연구에서 자금조달 제한이 투자지출에 미치는 영향은 주로 정보비대칭적 상황에서 내부금융의 이용이 기업에 따라 어떻게 다른가를 분석하는데 집중하였다. 자본시장에서의 정보비대칭성은 기업에 따라 그 직면하는 정도가 다르므로 자금조달 제한이 기업의 투자지출에 미치는 영향의 정도도 기업간에 차이가 날 것이다. 이에 대한 실증연구들을 보면 먼저 Hoshi, Kashyap과 Scharfstein(1991)은 일본의 계열집단에 속한 기업(Keiretsu)의 경우 주거래은행과 매우 밀접한 유대관계를 유지하고 많은 정보를 공유하므로 정보비대칭성이 단독기업에 비해 적을 것으로 보았다. 따라서 계열집단에 속한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자에 대한 유동성 제약을 덜 받을 것으로 기대된다. 이에 대한 검증 결과를 보면 계열집단에 속한 기업의 투자는 유동성에 민감하지 않은 반면, 단독기업의 투자는 유동성에 매우 민감하게 나타났다. 따라서 이 연구에서는 정보비대칭하에서 유동성 제약이 존재하는 것으로 분석되었다.

한편 우리나라 기업을 대상으로 한 연구로는 신동령(1992)과 윤봉한(1994)의 연구를 들 수 있다. 우리나라 자본시장에 있어서는 금융기관의 감시 및 심사기능이 선진국보다 부실하고, 직접금융시장에 있어서도 신용평가기관의 발달이 미흡하며, 기업의 소유구조와 경영방식이 폐쇄적으로 운영되고 있어 정보비대칭성이 높을 것으로 기대된다. 따라서 투자지출이 기업의 내부자금 상황에 크게 영향을 받을 것으로 기대되는데 특히 이러한 현상은 재벌기업보다는 단독기업에서 더욱 크게 나타날 것으로 기대된다. 왜냐하면 재벌기업의 경우에는 단독기업보다 더 잘 알려진 기업이기 때문에 정보비대칭성이 적을 것으로 기대되며, 또한 정보비대칭이 존재하더라도 이에 따른 외부자금조달 제한을 우회할 수 있는 수단을 단독기업보다 더 많이 보유하고 있기 때문이다. 즉, 재벌기업의 경우에는 계열기업간 지급보증과 담보제공 등의 수단으로 금융기관을 통한 차입이 단독기업보다 더욱 용이한 입장에 있으며,²⁾ 상당수의 재벌이 금융기관을 직접 소유하거나 지

분을 보유함으로써 이들 금융기관으로부터 자금을 우선적으로 공급받을 수 있는 입장에 있기 때문이다. 따라서 이러한 논리를 바탕으로 현금흐름 수준이 투자지출에 미치는 영향이 재벌기업과 단독기업 간에 차이가 있는지를 검증해 본 결과, 신동령(1992)의 연구에서는 단독기업이 재벌기업에 비하여 현금흐름 및 유동성 수준의 변화에 대해 투자지출이 더욱 민감하게 반응하는 것으로 나타났다.

그러나 윤봉한(1994)의 연구에서는 그러한 결과가 나타나지는 않았다. 이 연구에서는 우리나라 상장 제조업체를 중심으로 투자지출이 유동성 수준에 의해 영향을 받는 정도를 횡단면 회귀분석을 통해 비교한 결과, 단독기업의 경우 예상과는 달리 투자지출에 대한 현금흐름의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)으로 나타나 기존의 신동령(1992)의 결과와 일치하지 않는 결과를 얻었다. 이후 박영석·신현한(1998)은 우리나라 기업을 30대 대규모 기업집단에 속한 기업과 단독기업으로 구분하여 투자지출과 내부현금흐름의 관계를 분석해 본 결과, 기업집단의 투자는 내부현금흐름에 의해 제약을 받지 않지만 단독기업은 내부현금흐름에 영향을 받고, 또 기업집단에 속한 기업은 같은 기업집단에 속한 기업의 현금흐름에도 영향을 받으므로 기업집단내 내부자본시장이 존재한다는 점을 간접적으로 시사하는 증거를 발견하였다.

한편 진태홍(1999)은 5대 재벌의 경우, 중속회사의 투자가 비중속회사에 비하여 계열회사 현금흐름에 더욱 영향을 받는 것으로 분석하였으며, 윤봉한·오규택(1999)은 기업의 재무적 의사결정이 상호작용에 의해 내생적으로 결정된다는 가정하에 자본구조모델과 투자결정모델, 기업성과모델을 2단계 최소자승법(2SLS)에 의해 분석한 결과, 재벌기업과 독립기업의 투자지출이 모두 내부자금 변화에 민감한 것으로 나타났다. 그리고 전용수·임태순(2000)은 1986년부터 1995년 사이에 계속 상장된 128개 업체를 중심으로 재벌규모별, 장세별, 산업별로 분석한 결과, 전반적으로 단독기업이 재벌기업에 비하여 투자에 대한 현금흐름의 영향이 더 민감하다는 충분한 증거를 얻지 못하였다.³⁾

따라서 이들 결과를 살펴보면 내부현금흐름이 투자에 미치는 영향이 재벌과 단독기업 사이에 차이가 있을 것이라는 점에 대해서 일치된 결과가 나타나고 있지 않다. 이것은 분석기간 및 연구표본이나 연구방법상의 차이 등에 기인할 것이다. 그러나 정보비대칭하의 자금조달 이론이 전반적으로 타당한 것인가는 단순히 내부현금흐름과 투자지출의

2) 신동령(1992)의 분석에 의하면 우리나라 기업대출의 대부분이 부동산 담보를 중심으로 하는 담보대출인 상황에서 1986~1990년 기간 중 재벌기업의 유형고정자산 규모는 1개사 당 평균 40,135백만원인데 반하여, 단독기업의 규모는 6,003백만원에 불과하였으며, 총자산에서 유형고정자산이 차지하는 비율도 재벌기업 35.8%, 단독기업 31%로 재벌기업이 높은 것으로 나타났다.

3) 그러나 이들은 재벌의 범위를 5대 재벌로 한정하였을 때에는 이를 지지하는 결과를 얻었다.

관계를 재벌과 단독기업에 대해 비교하는 것만으로 충분한 근거를 얻을 수 없다. 이에 관한 해답을 얻기 위해서는 이들 관계를 좀 더 다양한 차원에서 비교할 필요가 있으며, 또 투자지출과 현금흐름의 관계 뿐만 아니라 기타 외부자금조달 수단과도 어떠한 관계에 있는지를 종합적으로 분석할 필요가 있다.

2. 대리인문제와 투자지출

일찍이 Myers(1977)은 기업의 과도한 부채사용은 경영자로 하여금 양(+)⁴⁾의 순현재가치(net present value : NPV)를 가진 투자안을 포기케 함으로써 과소투자문제(under-investment problem)를 유발하고 그에 따라 기업가치의 감소를 가져올 것이라고 보았다. 즉, 주주와 채권자간의 이해상충관계에서 주주의 이익을 대변하는 경영자는 채권자의 원리금 상환을 충분히 커버할 수 있는 프로젝트라 할지라도 주주의 부의 증대에 기여하지 않는 프로젝트는 기각하게 된다. 따라서 이 이론에 의하면 일반적으로 부채가 많을수록 투자지출이 제한되므로 부채와 투자지출은 음(-)의 관계를 형성할 것으로 예상된다. 특히 이와 같은 과소투자 문제는 투자기회가 높은 기업일수록 더욱 심각할 것이므로 부채와 투자지출간의 음(-)의 관계는 투자기회가 높은 기업일수록 더욱 두드러지게 나타날 것으로 예상된다.

한편 또 다른 대리인이론의 관점에서 보면 경영자는 주주를 위한 장기적 이익보다는 자신을 위한 단기적 이익에 집착하는 유인이 있다. 경영자는 기업의 가치가 증대되더라도 그 성과는 주주에게 귀속되고 경영자 자신에게 돌아오지 않기 때문이다. 따라서 경영자는 수익성과 효율성을 추구하기보다는 단기적 성과에 치중한 나머지 외형위주 내지는 성장위주를 위해 과대투자(overinvestment)를 하게 되는데 이는 자신의 능력을 인정을 받아 보상을 받게되는 계기가 되기 때문이다.⁴⁾

우리나라 기업에서도 역시 이러한 과대투자 문제가 심각한 것으로 지적되고 있다. 그러나 우리나라 기업에서 과대투자는 미국과 같이 전문경영인 체제가 확립되어 있는 국가와는 달리 주주와 전문경영자의 갈등보다는 소유경영자와 일반 소액주주간의 이해대립 문제에서 발생하고 있다. 소유경영자는 경영권을 장악함으로써 기업지배에서 발생하는 권력 뿐만 아니라 사회적인 지위와 명성을 얻게되므로 우리나라 기업은 그간 주가극대화보다는 외형성장을 통해 소유경영자의 효익을 극대화하는데 더욱 주력해온 것으로

4) 이러한 경영자 유인에 관하여 일찍이 Baumol(1959), Marris(1964)와 Williamson(1964) 등은 기업규모가 경영자의 보수와 명예와 높은 관련이 있기 때문에 경영자는 기업의 이익을 극대화하는 행위를 하기보다는 오히려 대규모 기업제국(business empire)을 건설하려는 유인을 갖는다고 보았다.

믿어지고 있다.

더욱이 이러한 현상은 단독기업보다는 오히려 재벌기업에서 더 큰 것으로 여겨진다. 우리나라 재벌은 상대적으로 적은 개인지분으로 대규모 기업집단을 통제하고 있으므로 기업집단의 확장에 따라 기업총수 개인이 부담하는 지분가치 손실은 상대적으로 적은 반면, 계열기업들이 상호출자나 상호지급보증과 같은 재무적 관계로 연결되어 있어 집단소속 기업에 대해 누리는 기업총수의 권력과 혜택은 일반기업보다 더욱 크다. 실제로 국찬표, 박영석, 이정진(1997)은 우리나라 50대 재벌기업에 대하여 재무의사결정의 목표와 자본비용에 대한 인식을 설문조사를 통해 파악한 결과, 우리나라 기업집단의 기업 목표는 주주 부의 극대화에 있는 것이 아니라, 그룹외형의 극대화에 있으며 이것은 재벌이라는 기업집단의 독특한 소유지배 구조에 원인이 있는 것으로 분석되었다.

기업이 과대투자에 종사하는 경우, 일반적으로 기업의 투자지출과 부채는 양(+)의 관계를 형성할 것으로 기대된다. 특히 우리나라에서와 같이 기업확장의 주요한 수단이 부채인 경우, 높은 투자지출은 높은 부채비율을 수반할 가능성이 높다. 또한 특히 이러한 현상은 증권시장에서 주식을 통한 자금조달이 어려운 주가 침체기에 더욱 두드러질 것으로 예상되며, 단독기업에 비해 재벌기업이 기업확장을 도모할 유인이 더 크다면 투자지출과 부채의 양(+)의 관계는 재벌기업에서 더욱 분명하게 나타날 것이 예상된다.

그러나 한편, 경영자와 주주의 이해상충에 관한 대리인 이론은 투자와 부채비율 사이에 오히려 음(-)의 관계가 형성될 수도 있음을 시사하고 있다. 즉, 과대투자 기업에서 어느 정도 부채사용은 경영자로 하여금 정기간 원리금 지급을 의무화시킴으로서 적정 투자수준을 초과하는 투자를 하지 못하게 하므로 부채사용은 오히려 대리인 비용을 절감시킨다는 것이다. Jensen(1986)과 Stulz(1990)는 이러한 대리인이론에 입각하여 기업의 높은 부채사용은 경영자가 낮은 성과의 투자안에 투자하는 것을 억제하므로 부채사용은 궁극적으로 기업가치의 증대에 기여할 것으로 보았다.⁵⁾ 따라서 부채의 사용은 기업의 과도한 확대투자를 억제하는 역할을 수행하므로 부채와 투자지출은 음(-)의 관계를 형성할 것이 기대된다. 또한 이러한 음(-)의 효과는 투자기회가 낮은 기업들에서 더욱 두드러지게 나타날 것으로 기대된다. 투자기회가 낮은 기업일수록 부채는 더욱 기업확장을 억제하는 요인이 될 것으로 믿어지기 때문이다.

5) Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 부채비율과 기업가치간에 양(+)의 관계가 존재한다는 것과는 달리 Myers(1977)는 과도한 부채의 존재가 경영자로 하여금 양(+)의 NPV를 가진 투자안을 포기하게 함으로써 과소투자(underinvestment) 및 기업가치의 감소를 가져온다고 한다.

Lang, Ofek와 Stulz(1996)는 기업의 미래 성장성과 부채비율의 관계를 분석하였다. 앞의 Myers와 Majluf(1984) 이론에 의하면 성장기회가 높은 기업은 외부자금조달을 제한하고 그에 따라 부채사용도 제한한다. 이 경우 적은 부채는 기업의 미래 성장기회를 암시하는 대리변수(proxy variable)로 간주된다. 따라서 부채의 사용이 기업의 미래 성장기회의 대리변수라면 부채와 기업의 미래 성장성은 음(-)의 관계를 갖는다. Lang, Ofek와 Stulz(1996)는 기업의 미래 성장성을 나타내는 투자지출과 부채비율간에 음(-)의 관계를 관찰하였다. 그러나 이들은 Tobin의 q비율에 의해서 투자기회가 높은 기업과 낮은 기업간에 성장성과 부채비율의 관계를 분석한 결과, 투자기회가 낮은 기업에서는 성장성과 부채비율이 유의적인 음(-)의 관계를 보였으나 투자기회가 높은 기업에서는 이러한 결과가 나타나지 않았다. 이것은 부채가 단순히 기업의 성장기회에 대한 대리변수가 아니라 Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 주장처럼 부채가 대리인 비용을 억제하는 요인이 된다는 점을 시사한다.⁶⁾ 만일 Myers와 Majluf(1984)의 주장처럼 부채가 성장기회의 대리변수라면 투자기회가 높은 기업에서 오히려 이들간의 음(-)의 관계가 더 강하게 관찰되었을 것이기 때문이다.

우리나라에서 투자와 부채비율의 관계에 대해 직접적으로 분석한 연구는 아직 드물다. 그러나 부채비율을 투자에 대한 통제비율로 사용한 결과, 윤봉한·오규택(1999)과 김지수·정기웅(2000)의 연구에서 투자지출과 부채비율이 오히려 Lang, Ofek와 Stulz(1996)의 결과와는 달리 유의적인 양(+)의 관계에 있는 것으로 분석되었다. 또한 윤봉한·오규택(1999)의 2SLS에 의한 연립방정식 모형에서도 역시 부채비율이 투자에 미치는 영향과 투자가 부채비율에 미치는 영향이 모두 유의적인 양(+)의 관계로 나타나 우리나라에서 부채의 역할은 단순히 Myers와 Majluf(1984)의 자금조달이론이나 Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 대리인이론에 의해 설명될 수 없는 특수한 현실을 반영하고 있다는 사실을 암시한다.

3. 가설설정

본 논문에서는 기업의 부채사용 및 내부현금흐름과 투자지출의 관계를 재벌기업과 단독기업, 투자기회가 높은 기업과 낮은 기업 사이에 어떻게 다른가를 살펴봄으로써 우

6) 또한 이들은 분산화된 사업에 대하여 부채비율과 성장성을 분석한 결과, 비핵심부문(non-core business segment)에서도 부채비율과 성장성의 음(-)의 관계가 관찰되었으며, 그 음(-)의 정도는 기업 전체나 핵심부문(main core segment)과 마찬가지로라는 점을 관찰하였다. 만일 부채가 성장성의 대리변수라면 성장이 높은 비핵심부문에서 음(-)의 관계가 기업 전체나 주요 핵심부문보다 높았을 것이다.

리나라 기업에서 외부자금조달의 제한과 대리인 문제가 투자지출에 어떠한 영향을 미치는가를 살펴본다.

기업이 자본시장의 정보비대칭성이나 기타 시장불완전성 요인으로 외부자금조달의 제한에 직면할 때, 투자지출과 내부현금흐름은 양(+)¹⁾의 관계를 나타낼 것으로 기대된다. Myers와 Majluf(1984)는 정보비대칭성이 외부자금조달을 제약하는 주요 요인인 것으로 지적하였다. 정보비대칭적 상황에서는 신동령(1992) 등의 주장대로 재벌기업의 경우에 단독기업보다 정보비대칭성이 적고 또 정보비대칭에 따른 외부자금조달 제한을 우회할 수 있는 수단을 단독기업보다 더 많이 보유하고 있다면 투자지출과 내부현금흐름의 관계는 단독기업에서 보다 더 민감하게 나타날 것이 예상된다. 또한 Myers와 Majluf(1984)의 이론에 의하면 투자지출과 부채비율은 음(-)²⁾의 상관관계를 보일 것으로 예상된다. 왜냐하면 정보비대칭하에서 기업은 미래 투자기회가 높을수록 외부자금 사용을 제한하기 때문이다. 따라서 이 이론에 의하면 정보비대칭성의 문제가 심각한 단독기업일수록 투자지출과 부채비율간의 음(-)³⁾의 관계가 더욱 높을 것이 예상된다. 또한 부채의 사용억제가 미래 성장기회를 암시하는 대리변수(proxy variable)라면 투자기회가 낮은 기업보다는 높은 기업에서 이러한 음(-)⁴⁾의 관계가 더욱 두드러질 것이 예상된다.

한편 Myers(1977)의 과소투자이론에 의하여도 부채와 투자지출은 음(-)⁵⁾의 관계를 형성할 것으로 예상된다. 이 이론에 의하면 성장기회가 높은 기업일수록 과소투자 문제가 더욱 심각할 것이므로 부채와 투자지출간의 음(-)⁶⁾의 관계는 투자기회가 높은 기업에서 더욱 두드러지게 나타날 것으로 예상된다.

기업이 가치극대화보다는 소유경영자를 위한 외형극대화에 치중하여 왔으며, 또 기업확장의 주요 수단이 부채인 우리나라 현실에서 기업의 투자지출과 부채비율은 양(+)⁷⁾의 관계를 형성할 것이 기대된다. 이러한 양(+)⁸⁾의 관계는 주식을 통한 자금조달이 어려운 주가침체에 더욱 두드러질 것으로 예상되며, 만일 단독기업보다는 재벌기업이 더 높은 기업확장 유인을 갖는다면 재벌기업에서 더 분명한 양(+)⁹⁾의 관계가 나타날 것이 기대된다.

그러나 Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 부채에 의한 대리인비용의 감소효과 이론에 의하면 부채와 투자지출은 음(-)¹⁰⁾의 관계로 예상된다. 부채사용이 높을수록 무리한 기업확대를 억제하는 효과가 있기 때문이다. 다만 이러한 음(-)¹¹⁾의 관계는 Myers와 Majluf(1984) 및 Myers(1977) 이론의 예상과는 반대로 투자기회가 낮은 기업에서 더욱 강하게 나타날 것이 예상된다. 왜냐하면 부채에 의한 대리인비용 감소효과는 투자기회가 낮은 기업에서 더욱 클 것이기 때문이다.

Ⅲ. 자료 및 분석방법

본 연구를 위하여 검증기간은 1991년에서 1998년으로 하였고 표본대상기업은 검증기간 동안 계속 상장되어 있는 제조업체를 대상으로 하였다. 표본의 선정기준은 우선 금융업과 건설업을 제외한 제조업체 중 재무자료를 얻을 수 있는 기업으로 한정하고 관리대상 종목은 제외하였다. 그 결과 최종적으로 선정된 기업은 413개 기업이고 표본의 수는 3,293개가 선택되었다.

본 연구에서 투자지출은 t 년도의 고정자산증가분에서 토지취득분을 뺀 차액으로 측정하였고 이를 기업규모에 대해 표준화시키기 위하여 직전연도($t-1$)의 총자산으로 나누어 구하였다. 부채비율은 유동부채와 고정부채를 총자산으로 나누었고, 내부자금상황을 나타내는 변수로서는 영업현금흐름을 사용하였다. 부채비율과 현금흐름 이외에 기업의 투자지출에 영향을 미치는 요인들을 통제하기 위하여 Tobin의 q 비율과 매출액 증가율, 전년도 투자지출들을 통제변수로 포함하였다.⁷⁾ 여기서 q 비율은 계산이 매우 복잡하고 번거로울 뿐만 아니라 자료의 제약상 정확성에 의문이 있으므로 단순히 자산의 시장가치와 장부가치의 비율(market-to-book value ratio)을 대용변수로 사용하였다.⁸⁾ 종속변수인 투자지출 이외의 독립변수는 모두 직전연도($t-1$)의 실적을 사용하였다. 이것은 전기의 실적이 당기의 투자지출 결정에 반영되는 것으로 간주한 것에 따른 것이다.

본 연구에서는 투자지출과 부채 및 내부현금흐름의 관계를 재벌기업과 단독기업, 그리고 투자기회가 높은 기업과 낮은 기업으로 분류하여 살펴본다. 이를 위하여 30대 대규모기업집단에 속하는 기업과 그렇지 않은 기업을 기준으로 재벌기업과 단독기업을 분류하였다.⁹⁾ 또한 q 비율의 대용변수인 자산의 시장가치와 장부가치의 비율을 기준으로 이 비율이 1보다 크면 투자기회가 많은 기업으로 그렇지 않으면 투자기회가 적은 기업으로 분류하였다.¹⁰⁾ 이러한 변수의 정의에 따라 다음과 같은 회귀분석 모형을 설정하

7) 전년도 투자지출을 통제변수로 포함시킨 것은 기업투자의 동태적 측면을 고려한 것이다.

8) Chung & Pruitt(1994)는 q 비율을 어렵값으로 사용하였을 때 Lindberger와 Ross(1981) 방식에 의한 q 값의 변동성을 96.6% 정도 설명한다고 보고하였으며, 우리나라에서도 김우택, 장대홍, 김경수, 박상수(1996)는 q 의 대용변수 사용에 관해 신뢰성과 유용성에 대한 커다란 오류가 없다고 지적한 바가 있다.

9) 우리 나라 상장기업은 크게 다음 세 가지로 나눌 수 있다. 이 중 재벌과 계열소속기업을 재벌기업으로 그렇지 않은 기업을 단독기업으로 분류하였다.

- 재벌(chaebul) : 공정거래위원회에서 매년 4월1일 발표하는 대규모기업집단 30위에 속하는 기업
- 계열소속기업 : 대규모기업집단 속하지는 않지만 계열사를 거느리거나, 계열에 포함되어 있는 기업
- 비재벌기업 : 이들 기업은 상장기업의 계열사를 거느리지도 않고, 다른 상장기업의 계열에 포함되어 있지 않고 독립된 하나의 기업

였다.¹¹⁾

$$INV_t = b_0 + b_1 LEV + b_2 CF + b_3 QR + b_4 SALE + b_5 INV_{t-1}$$

INV : 투자지출 : (고정자산증가분 - 토지취득분)/총자산

LEV : 부채비율 : (유동부채 + 고정부채)/총자산

CF : 현금흐름 : (당기순이익 + 감가상각비 - 현금 이외의 유동자산 증가분 + 유동부채 증가분)
/총자산

QR : q비율 : (보통주 · 우선주 시장가치 + 유동 · 고정부채 장부가치)/총자산

SALE : 매출액증가율

*INV*_{t-1} : 전년도 투자지출

<표 III-1>과 <표 III-2>는 본 연구에서 사용되는 변수들의 요약통계량과 상관분석의 결과를 제시하고 있다. <표 III-1>에서 보면 투자지출(*INV*)의 평균은 투자기회가 많은 기업($q > 1$)과 투자기회가 적은 기업($q < 1$)이 별로 차이가 없으나 재벌과 단독기업은 상대적으로 큰 차이를 보이고 있다.(재벌기업 : 0.0706 단독기업 : 0.0416) 그리고 부채비율(*LEV*)은 재벌기업이 단독기업보다 다소 높으나 현금흐름(*CF*)은 오히려 재벌기업이 단독기업보다 다소 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과에서 보면 우리나라 기업들은 전통적으로 외형성장에 치중한 나머지 이에 필요한 투자자금을 부채에 과다하게 의존한다는 것을 의미하고, 특히 재벌기업들에서 이러한 현상이 더 두드러지게 나타나고 있음을 볼 수 있다.¹²⁾

<표 III-2>의 상관분석 결과를 보면 부채비율(*LEV*)과 투자지출(*INV*)의 상관계수가 양(+)으로 나타나 우리나라 경우 투자지출과 부채비율에는 음(-)의 관계가 성립하지 않는다는 것을 보여주고 있다. 또한 부채비율(*LEV*)은 q비율(*QR*)과 현금흐름(*CF*)과 다소 높은 상관계수를 보여주고 있다.¹³⁾ 그러나 전체적으로 변수들간의 상관관계를 보면 다

10) 투자기회 내지는 성장기회가 높을수록 장부가치에 비해 시장의 평가가치가 높을 것이므로 이 비율을 기업의 투자기회로 간주하였다.

11) 본 연구에서는 횡단면과 시계열자료를 결합한 결합데이터(poolong data)를 사용하고 있기 때문에 각 기업간 자료의 이분산성(heteroscedasticity)과 시계열의 자기상관(auto correlation) 문제가 추정에 영향을 줄 수 있다. 본 연구에서는 분석의 편의를 위하여 단순 OLS 방법에 의하여 분석하였다. 다만 OLS의 추정시 심각한 편이가 야기되는지를 검토하기 위하여 본 연구에서는 전체 기간의 평균치에 대한 회귀분석과 연도별 가변수(dummy)를 추가한 분석을 시행하여 보았다. 그러나 그 결과, 본 연구의 분석에 큰 영향을 미치지 않았다.

12) 재벌기업의 q비율이 단독기업에 비해 다소 낮은데도 불구하고 투자지출과 부채비율에 높게 나타나고 있다는 점에서 이를 뒷받침하고 있다.

13) Lang, Ofek와 Stulz(1996)의 연구에서는 부채비율은 여러 가지 투자지출 변수와 음(-)의 상관관계를 보였고 부채비율과 q비율의 상관계수는 -0.19이고 부채비율과 현금흐름의 상관계수는 -0.10으로 나타났다.

중공선성(multicollinearity)의 문제가 회귀분석 결과에 크게 영향을 미치지 않는 것으로 판단되었다.

<표 III-1> 요약통계량

	전체표본 (N = 3293)		q > 1 (N = 1650)		q < 1 (N = 1643)		재벌기업 (N = 1279)		단독기업 (N = 2014)	
	평균	증양값	평균	증양값	평균	증양값	평균	증양값	평균	증양값
INV	0.0528	0.0349	0.0532	0.0398	0.0525	0.0301	0.0706	0.0504	0.0416	0.0273
LEV	0.6988	0.6910	0.7411	0.7059	0.6562	0.6758	0.7621	0.7581	0.6586	0.6371
QR	1.0488	1.0005	1.2306	1.1268	0.8662	0.8917	1.0235	0.9950	1.0648	1.0065
CF	0.0807	0.0851	0.0745	0.0869	0.0869	0.0839	0.0671	0.0754	0.0893	0.0935
SALE	0.0609	0.0989	0.0663	0.1089	0.0554	0.0845	0.0927	0.1225	0.0406	0.0826

<표 III-2> 변수들의 상관관계

	INV	LEV	QR	CF	SALE
INV					
LEV	0.0173				
QR	0.0808	0.4189			
CF	0.0368	-0.4166	-0.1873		
SALE	0.0094	-0.1484	-0.0491	0.2207	
INV _{t-1}	-0.0934	-0.0519	0.0003	0.0776	0.0555

IV. 분석결과

1. 재벌 및 단독기업과 투자기회에 따른 분석

표본을 이미 정한 분류기준에 의해 분류한 결과를 살펴보기 전에 전체 표본에 대한 분석을 시행하였다. 분석결과는 <표 IV-1>에 제시되어 있다. <표 IV-1>에서는 독립변수간의 다중공선성 문제가 회귀식의 추정에 영향을 미치는가를 살펴보기 위하여 부채비율과 현금흐름 각각에 대하여 회귀분석을 시행한 후, 또 통제변수를 하나씩 추가하여 영향을 살펴본 것이다. 이 결과를 통해 보면 부채비율이 투자지출에 미치는 영향은 거의 0에 가까운 것으로 분석된다. 회귀식 (5)에서는 0에 가까운 음(-)으로 나타났으나 나머지 회귀식에서는 비유의적인 양(+)으로 나타나고 있다. 따라서 전체표본으로 보면 앞의

이론에서 기대한 부채비율과 투자지출간의 유의적인 양(+) 또는 음(-)의 관계는 관찰되지 않았다. 이러한 결과는 우리나라 기업에 대해 유의적인 양(+)의 관계를 발견한 윤봉한·오규택(1999)과 김지수·정기웅(2000)의 실증적 결과와 일치하지 않는 결과이다. 그러나 현금흐름의 회귀계수는 모든 회귀식에서 통계적으로 유의적인 양(+)의 관계를 보이고 있어 기업의 투자지출이 기업 내부의 현금흐름에 크게 의존을 한다는 것을 보여주고 있다.

<표 IV-1> 전체기업에 대한 회귀분석 결과

$INV_t = b_0 + b_1 LEV_t + b_2 CF_t + b_3 QR_t + b_4 SALE_t + b_5 INV_{t-1}^{1)}$ (N=3293)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
b_0	0.0445 ^a (4.95)	0.0498 ^a (14.63)	-0.0045 (0.36)	-0.0046 (0.36)	0.0005 (0.04)
b_1	0.0120 (0.99)		0.0016 (0.11)	0.0018 (0.12)	-0.0004 (0.03)
b_2		0.0374 ^b (2.11)	0.0556 ^a (2.86)	0.0551 ^a (2.80)	0.0612 ^a (3.11)
b_3			0.0494 ^a (4.71)	0.0493 ^a (4.71)	0.0508 ^a (4.87)
b_4				0.0013 (0.13)	0.0035 (0.34)
b_5					-0.0933 ^a (5.67)
R^2	0.0003	0.0014	0.0093	0.0093	0.0189

주) 1) INV (투자지출) : (고정자산증가분 - 토지취득분) / 총자산
 LEV (부채비율) : (유동부채 + 고정부채) / 총자산
 QR (q비율) : (보통주·우선주 시장가치 + 유동·고정부채 장부가치) / 총자산
 CF (현금흐름) : (당기순이익 + 감가상각비 - 현금 이외의 유동자산 증가분 + 유동부채 증가분) / 총자산
 $SALE$: 매출액증가율 INV_{t-1} : 전년도 투자지출
 a, b, c는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함 () : t값의 절대치

투자지출에 대한 통제변수로서 q비율의 회귀계수는 예상과 동일하게 유의적인 양(+)의 관계를 보이고 있고, 매출액증가율의 회귀계수는 비유의적인 양(+)의 관계를 보이고 있다.¹⁴⁾ 그리고 전년도의 투자지출과는 유의적인 음(-)의 관계를 보이고 있어 유의적인

14) 김지수·정기웅(2000)의 연구결과에서는 q비율과 매출액증가율의 회귀계수 모두 유의적인 음(-)의 관계를 발견하였고 그들은 이것을 우리나라 기업의 경우 매출의 성장이 낮거나 성장기회가 적은 기업이 오히려 투자지출이 높기 때문인 것으로 보았다.

양(+)¹⁵의 관계를 발견한 윤봉한·오규택(1999)의 연구결과와 차이를 보이고 있다.

한편 <표 IV-2>는 전체 표본을 재벌과 단독기업, 그리고 투자기회에 따라 분류하여 회귀분석을 시행한 결과이다. 표의 <패널 A>의 분석에 의하면 재벌기업의 경우, 단독기업보다 오히려 내부현금흐름과 부채사용에 더 민감한 것으로 나타났다. 부채비율과 내부현금흐름의 계수가 단독기업에서는 모두 비유의적인 음(-)으로 나타났지만 재벌기업이 경우에는 내부현금흐름에 대해서 1% 유의수준에서 유의한 양(+)¹⁵수를 나타내었고 부채비율에 대해서는 5% 유의수준에서 유의한 음(-)수를 나타내었다. 따라서 재벌기업에 비해 단독기업이 일반적으로 더 심각한 정보비대칭 문제에 봉착하므로 내부자금이 더욱 의존할 것이라는 가설과는 다른 결과를 얻었다. 이러한 결과는 신동령(1992)의 연구와 상반된 결과이다.¹⁵⁾ 다만 <패널 A>의 결과는 정보비대칭성의 문제가 재벌기업에 비해 단독기업에서 더욱 심각할 것이라는 가설 자체는 기각되지만 외부자금조달 제약이 투자지출에 상당한 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 특히 특정한 상황에서는 재벌기업이 오히려 투자시 내부자금을 선호하고 있으며, 또 부채에 의한 외부자금 사용은 억제하고 있다는 점을 시사한다.

한편 <표 IV-2>의 <패널 B>는 투자기회에 따른 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 만일 Jensen(1986)과 Stulz(1990) 등이 주장하는 부채에 의한 대리인비용 감소효과가 존재한다면 투자기회가 낮은 집단에 대하여 부채비율과 투자지출은 음(-)의 관계를 나타낼 것이다. 그러나 표에서 보듯 오히려 q 가 1보다 작은 집단에서 부채비율의 계수는 유의적인 양(+)¹⁵의 관계를 나타내었다. 이것은 미국기업들을 대상으로 투자기회가 낮은 집단에서 부채비율의 유의적인 음(-)의 계수를 발견한 Lang, Ofek와 Stulz(1996)의 결과와는 완전히 상반된 것이다. 따라서 우리나라의 경우에는 부채가 경영자로 하여금 원리금 상환의무를 지게 함으로써 무리한 투자를 억제하는 기능이 존재한다는 대리인비용 절감효과 가설은 받아들여지지 않는다. 오히려 투자기회가 낮은 집단에서 부채와 투자지출간에 유의적인 양(+)¹⁵의 관계를 형성한 것은 우리나라에서는 다른 선진국과는 달리 기업이 투자기회 내지는 성장성과 관련 없이 무리한 투자지출을 행하여 왔으며 이에 대한 자금조달은 주로 부채를 통해 이루어져왔다는 점을 시사하는 것으로 보인다. 더욱이 q 가 1보다 큰 집단에서는 내부현금흐름의 계수가 비유의적인 반면, q 가 1보다 작은 집

15) 그러나 이 결과는 투자지출에 대한 현금흐름의 계수가 음(-)이라는 점에서 윤봉한(1994)의 결과와 일치하고 있다. 또한 전용수·임태순(2000)의 연구에서도 재벌기업을 5대 재벌기업으로 한정하였을 때 단독기업의 투자는 현금흐름에 대하여 민감하였지만 전반적으로는 단독기업이 재벌기업에 비하여 내부현금흐름에 보다 더 민감할 것이라 충분한 근거를 얻지 못하였다.

<표 IV-2> 개별기업 특성에 따른 회귀분석 결과

$INV_t = b_0 + b_1 LEV + b_2 CF + b_3 QR + b_4 SALE + b_5 INV_{t-1}$ ¹⁾		
패널 A : 재벌·단독기업에 따른 회귀분석 결과 ²⁾		
	재벌기업 (N = 1279)	단독기업 (N = 2014)
b_0	-0.0989 ^a (2.91)	0.0387 (3.13)
b_1	-0.0730 ^b (1.97)	-0.0198 (1.38)
b_2	0.2511 ^a (6.05)	-0.0189 (0.93)
b_3	0.2108 ^a (7.64)	0.0255 ^b (2.50)
b_4	-0.0078 (0.30)	-0.0040 (0.40)
b_5	-0.0766 ^a (3.36)	-0.2099 ^a (8.16)
R^2	0.0747	0.0358
패널 B : 투자기회에 따른 회귀분석 결과 ³⁾		
	q > 1 (N = 1650)	q < 1 (N = 1643)
b_0	-0.0394 ^b (2.26)	0.1310 ^a (3.56)
b_1	-0.0191 (1.21)	0.0735 ^b (2.20)
b_2	0.0145 (0.65)	0.2485 ^a (6.35)
b_3	0.0856 ^a (6.81)	-0.1575 ^a (3.26)
b_4	-0.0076 (0.58)	0.0212 (1.34)
b_5	0.0140 (0.66)	-0.2310 ^a (9.29)
R^2	0.0288	0.0732

- 주) 1) INV (투자지출) : (고정자산증가분 - 토지취득분) / 총자산
 LEV (부채비율) : (유동부채 + 고정부채) / 총자산
 QR (q비율) : (보통주·우선주 시장가치 + 유동·고정부채 장부가치) / 총자산
 CF (현금흐름) : (당기순이익 + 감가상각비 - 현금 이외의 유동자산 증가분 + 유동부채 증가분) / 총자산
 $SALE$: 매출액증가율 INV_{t-1} : 전년도 투자지출
- 2) 대규모기업집단 30위에 속하는 기업과 계열사를 거느리거나 계열에 포함되어 있는 기업은 재벌기업으로 분류하였고 그렇지 않은 상장기업은 단독기업을 분류하여 회귀분석 실시
- 3) q비율이 1보다 크면 투자기회가 높은 기업으로 q비율이 1보다 작으면 투자기회가 낮은 기업으로 분류하여 회귀분석을 실시
- a, b, c는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함 () : t 값의 절대치

단에서는 이것이 유의적으로 큰 양(+)수로 나타나 투자기회가 낮은 기업들이 기업확장을 위해 부채 등 외부자금 뿐만 아니라 내부자금의 사용에도 적극적이었음을 시사한다. 한편 q가 1보다 큰 집단에서는 1보다 작은 집단에서와는 달리 부채의 계수가 비유의적

이지만 음(-)으로 나타나고 있다. 따라서 부채사용의 역제가 성장기회의 대리변수라는 Myers와 Majluf(1984)의 이론과 성장기회가 높은 기업에서 부채가 과소투자를 야기시킬 것이라는 Myers(1977)의 이론은 그 증거가 미약하지만 <패널 B>의 결과로서는 부정하기 어렵다. 그러나 이 중 Myers(1977)의 이론은 특정 기업그룹에서 나타나는 내부 현금흐름과 투자지출간의 유의적인 양(+)의 관계를 설명하기 어려우므로 지지되기 어렵다.

2. 표본의 세분화와 장세별 분석

이상의 결과를 종합하면 우리나라 기업에서 부채에 의한 대리인비용 절감효과에 관한 Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 이론을 지지하는 증거는 발견하기 어려운 반면, 외부자금조달 제약은 투자지출에 상당한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만 단독기업이 재벌기업에 비해 정보비대칭 문제가 더 심각하므로 내부자금이 더욱 의존할 것이라는 가설은 받아들여지지 않았다. 다음으로는 표본을 좀 더 세분화하였을 때 어떤 특징이 나타나는가를 살펴보기 위하여 표본을 재벌·단독기업과 투자기회 뿐만 아니라 장세별로도 구분하여 회귀분석을 시행해 보았다.

표본을 장세별로 구분한 이유는 일반적으로 주가의 상승기는 경기 활황기에 해당하므로 주식시장 침체에 비하여 기업의 투자기회가 더 높은 시기로 해석할 수 있고, 또 주가의 상승에는 주식시장을 통한 자금조달이 용이하기 때문에 부채조달이나 내부자금의 의존도가 낮아지며 하락기에는 이에 대한 의존도가 높아지므로 주식시장의 장세변화가 기업의 투자자금 조달에 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다.

주식시장의 장세별 분류는 한국종합주가지수의 움직임에 따라 1992년도부터 1995년도까지와 1998년도를 주식시장의 상승기로 분류하고 1991년도, 1996년도 그리고 1997년도를 하락기로 구분하였다. 이러한 분류기준에 따라 전체 표본을 재벌·단독기업 및 투자기회에 따라 4개의 하위표본으로 분류한 후, 이것을 다시 장세에 따라 분류하였다. 다음의 <표 IV-3>은 이에 대한 회귀분석 결과를 나타낸다.

분석결과를 보면 투자지출과 부채의 음(-)의 관계와 투자지출과 내부현금흐름의 양(+)의 관계는 주가 하락기보다는 주가 상승기에 뚜렷이 나타나고 있다. 주가 상승기에는 모든 표본그룹에 대하여 부채의 계수가 유의적인 음(-)로 나타났으며, 내부현금흐름의 계수는 하위표본 II($q > 1$, 단독기업)를 제외하고는 모두 유의적인 양(+)으로 나타났다. 특히 앞의 <표 IV-2>에서 단독기업의 경우, 부채비율의 계수와 내부현금흐름의 계수가

모두 비유의적이었으나 주가 상승기와 하락기를 구분해 본 결과, 부채비율은 상승기에만 뚜렷이 음(-)의 관계를 나타내었고 현금흐름계수도 하락기에 비해 상승기에 유의적인 관계가 더욱 뚜렷이 나타나고 있다. 또한 <표 IV-2>에서 q가 1보다 큰 기업에서는 두 계수가 모두 비유의적이었으나 이것도 주가 상승기에는 모두 유의적인 수치로 반전되었다.

<표 IV-3> 주식시장 장세별 회귀분석 결과

$INV_t = b_0 + b_1 LEV + b_2 CF + b_3 QR + b_4 SALE + b_5 INV_{t-1}$ ^{1) 2)}								
	하위표본 I ³⁾ (N = 620)		하위표본 II (N = 1030)		하위표본 III (N = 659)		하위표본 IV (N = 984)	
	상승기 (N = 483)	하락기 (N = 137)	상승기 (N = 746)	하락기 (N = 284)	상승기 (N = 316)	하락기 (N = 343)	상승기 (N = 510)	하락기 (N = 474)
b_0	-0.3512 ^a (7.07)	0.0939 (0.57)	-0.0427 ^b (1.97)	-0.0140 (0.47)	0.0153 (0.16)	0.4205 ^a (3.06)	-0.0632 (1.30)	0.1081 ^b (2.08)
b_1	-0.1613 ^a (3.68)	-0.1181 (1.14)	-0.0482 ^a (2.67)	0.0033 (0.12)	-0.2171 ^b (2.43)	0.5852 ^a (3.99)	-0.1435 ^a (3.19)	0.0480 (0.90)
b_2	0.2214 ^a (4.72)	0.1230 (1.11)	-0.1013 ^a (4.17)	0.0003 (0.01)	0.1500 ^c (1.75)	0.5420 ^a (4.23)	0.1614 ^a (3.16)	0.1928 ^a (3.14)
b_3	0.4485 ^a (11.93)	0.0215 (0.23)	0.1063 ^a (5.98)	-0.0032 (0.19)	0.1991 (1.58)	-0.9285 ^a (4.73)	0.1844 ^a (3.03)	-0.1420 ^b (1.99)
b_4	0.0198 (0.61)	0.0721 (0.71)	0.0077 (0.61)	-0.0116 (0.30)	0.0070 (0.14)	0.0204 (0.26)	0.0005 (0.03)	0.0576 ^b (2.50)
b_5	0.2915 ^a (4.39)	-0.0802 ^a (2.60)	0.2418 ^a (4.84)	-0.4394 ^a (5.94)	0.0210 (0.40)	-0.2709 ^a (3.65)	0.0939 ^c (1.77)	-0.6007 ^a (14.56)
R^2	0.3255	0.0769	0.1047	0.1245	0.0357	0.1630	0.0665	0.3437

주) 1) 주식시장 상승기는 1992년~1995년과 1998년으로 선정하였고 주식시장 하락기는 1991년, 1996년, 1997년으로 선정

2) INV (투자지출) : (고정자산증가분 - 토지취득분) / 총자산

LEV (부채비율) : (유동부채 + 고정부채) / 총자산

QR (q비율) : (보통주 · 우선주 시장가치 + 유동 · 고정부채 장부가치) / 총자산

CF (현금흐름) : (당기순이익 + 감가상각비 - 현금 이외의 유동자산 증가분 + 유동부채 증가분) / 총자산

$SALE$: 매출액증가율 INV_{t-1} : 전년도 투자지출

3) 먼저 q비율이 1보다 크면 투자기회가 높은 기업으로 q비율이 1보다 작으면 투자기회가 낮은 기업으로 분류하였고 대규모기업집단 30위에 속하는 기업과 계열사를 거느리거나 계열에 포함되어 있는 기업은 재벌기업으로 분류하였고 그렇지 않은 상장기업은 단독기업을 분류하였다.

하위표본 I : q비율 > 1 · 재벌기업 하위표본 II : q비율 > 1 · 단독기업

하위표본 III : q비율 < 1 · 재벌기업 하위표본 IV : q비율 < 1 · 단독기업

a, b, c는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함 () : t값의 절댓치

따라서 우리나라 기업의 경우 주가 상승기에 내부유보가 많은 기업과 부채가 적은 기업을 중심으로 더 높은 투자가 행해지고 있다는 의미가 된다. 이와 같은 결과는 Myers와 Majluf(1984)의 이론이 어느정도 우리나라 기업의 자금조달 현실과 부합하는 증거로 받아들일 수 있다. 즉, 주가 상승기를 경기의 활황기로 해석하면 하락기보다는 상승기에 더 높은 투자기회가 존재하고 그에 따라 기업은 기존 주주의 이익을 위하여 자금조달 선호도가 가장 높은 내부자금을 우선 사용하고 부채와 같은 외부자금의 사용은 가급적 억제하게 된다는 논리와 일관성이 있다.

그러나 Myers와 Majluf(1984)의 이론이 우리나라 기업에서 완전히 지지되는 것으로는 볼 수 없다. 특히, 하위표본 $\Pi(q > 1, \text{단독기업})$ 의 경우에는 주가 상승기에 내부현금흐름의 계수가 오히려 유의적인 음(-)수로 나타나 이러한 기업에서는 오히려 내부현금흐름이 높을수록 투자지출이 더 적어지고 있으며,¹⁶⁾ Myers와 Majluf(1984)의 이론에 의하면 음(-)의 부채계수와 양(+)의 현금흐름계수가 q 가 1보다 높은(투자기회가 높은) 기업에서 더욱 강하게 나타나야 하나 <표 IV-3>의 결과로서는 그러한 현상을 관찰하기 어렵다.

따라서 주가 상승기에 특히 이러한 부채와 현금흐름의 계수가 나타나는 것은 우리나라 기업의 특수한 자금조달 행태에 기인하는 것으로 여겨진다. 말하자면, 우리나라 기업은 투자기회가 적은가 혹은 많은가에 상관없이 없이 투자의 확대에 따른 규모확대를 추구하여 왔다. 이러한 상황에서 투자의 확대는 주로 주가 상승기에 이루어지며, 자본시장의 불완전성이 높아 외부자금조달이 용이하지 않은 상황에서 기업은 우선 일차적으로 투자자금의 소요를 내부자금으로 조달하지만 외부자금의 조달은 주식시장의 장세에 큰 영향을 받을 것으로 믿어진다. 즉, 우리나라 자본시장에서는 정보비대칭성이 높으므로 주가 상승기에 주식이 과대평가되면 기업은 주로 신주발행을 통해 자금을 조달하고 부채사용은 억제하므로 이로 인해 주가 상승기에 부채비율과 투자지출은 음(-)의 관계를 형성할 수 있다. 또 주가 상승기에 기업이 주식 발행을 통해 자금을 조달하려 하더라도 부채가 높은 기업은 증자여건이 불리하므로 자금조달이 억제되어 이러한 현상이 나타날 수도 있다고 본다. 그러나 본 연구의 분석으로는 이 중 어떠한 내용이 타당한지는 구체적으로 밝히기 어려웠다.

한편 <IV-3>의 결과는 그간 우리나라 기업이 투자기회의 존재에 상관없이 기업확장을 추구해 왔다는 점을 시사하는 것으로 보인다. 내부현금흐름의 계수는 q 가 1보다 적

16) 주가 상승기 하위표본 $\Pi(q > 1, \text{단독기업})$ 에서 내부현금흐름의 계수가 유의적인 음(-)으로 나타난 것은 Myers와 Majluf의 이론에 상치되는 결과로 현재로서는 설명하기 어려운 현상에 해당한다.

은 기업에서 모두 유의적인 양(+)으로 나타나고 있으며, 특히 주가 하락기에는 q 가 1보다 큰 기업에서는 모두 비유의적인데 비하여 이것이 1보다 작은 기업에서 모두 유의적으로 나타나고 있다. 이것은 투자기회가 낮은 기업에서도 내부자금이 존재하는 경우 이것을 사용하여 투자를 확대하여 왔으며, 이러한 현상은 주가 하락기에 더욱 심했다는 것을 보여주는 증거라 생각된다. 특히 하위그룹 III($q < 1$, 재벌기업)의 경우에는 주가 하락기에 내부현금흐름의 계수뿐만 아니라 부채비율의 계수도 유의적인 양(+)수로 나타나 이 그룹의 기업은 증시침체나 투자기회에 상관없이 부채에 의해 투자지출을 확대하여 왔음을 보여주고 있다.

3. IMF외환위기 전후의 분석

IMF 외환위기 이후 우리나라 기업의 투자와 자금조달의 관계가 상당한 변화를 하였을 것으로 기대되므로 IMF 외환위기의 전후로 분석결과를 비교하였다. 이들 기간을 분류하기 위하여 IMF 이후의 표본은 1998년 표본을 사용하였으며 IMF 이전의 표본은 나머지 전 기간의 표본을 사용하였다.

다음의 <표 IV-4>는 그에 대한 결과를 보여주고 있다. 우선 표의 <패널 A>의 결과를 보면 IMF 이후에는 이전에 비하여 투자지출과 자금조달의 관계가 상당히 변화하였다는 것을 볼 수 있다. IMF 이전에는 투자지출에 대한 부채의 회귀계수가 0에 가까운 음(-)수이나 IMF 이후에는 5%의 유의수준에서 유의한 음(-)으로 나타났다. 따라서 IMF 이후에는 부채사용이 많을수록 투자지출이 적은 것으로 나타났다. 반면 내부현금흐름에 대한 계수는 IMF 이전에는 유의적인 양(+)수이나 IMF 이후에는 비유의적으로 나타났다. 따라서 IMF 이후에는 내부현금흐름보다는 오히려 부채비율이 투자를 제약한 것으로 나타났다. 1998년 중 부채비율과 투자지출이 음(-)의 관계를 보인 것은 IMF 직후의 특수한 경제 상황에 기인한 것으로 여겨진다. IMF 직후 1998년 중 격심한 경제침체와 고금리하에서 상당수 기업은 투자보다는 오히려 사업의 축소와 구조조정을 경험하였다. 이러한 상황에서 부채비율이 높은 기업들은 사업을 더욱 축소하거나 적극적인 투자를 행하기 어려웠을 것이며 이러한 이유로 부채비율과 투자지출이 음(-)의 관계를 나타낸 것으로 여겨진다. 더욱이 IMF 이후 실시되었던 부채비율 200% 제한 정책은 부채비율이 높은 기업에 대해 투자를 더욱 제약하는 요인으로 작용하였을 것으로 믿어진다.

IMF 이후 부채비율과 투자지출의 관계를 좀 더 자세히 살펴보기 위하여 하위표본에 대해 회귀분석을 시행하였다. <표 IV-4>의 <패널 B>는 그에 대한 결과이다. 표에서

<표 IV-4> IMF전후 회귀분석 결과

$INV_t = b_0 + b_1 LEV + b_2 CF + b_3 QR + b_4 SALE + b_5 INV_{t-1}$ ^{1) 2)}								
패널 A : 전체표본에 대한 회귀분석 결과								
	b_0	b_1	b_2	b_3	b_4	b_5	R^2	
IMF 전 (N = 2886)	0.0177 (1.35)	-0.0022 (0.15)	0.1122 ^a (4.68)	0.0304 ^a (2.97)	0.0082 (0.56)	-0.1214 ^a (7.10)	0.0245	
IMF 후 (N = 407)	-0.1371 ^a (3.13)	-0.1257 ^b (2.28)	0.0316 (0.66)	0.2710 ^a (5.38)	0.0192 (0.92)	0.0743 (1.00)	0.0753	
패널 B : 하위표본에 대한 회귀분석 결과								
	하위표본 I ³⁾ (N = 620)		하위표본 II (N = 1030)		하위표본 III (N = 659)		하위표본 IV (N = 984)	
	IMF 전 (N = 584)	IMF 후 (N = 36)	IMF 전 (N = 968)	IMF 후 (N = 62)	IMF 전 (N = 535)	IMF 후 (N = 124)	IMF 전 (N = 799)	IMF 후 (N = 185)
b_0	-0.3865 ^a (6.83)	-0.3152 (1.32)	0.0461 ^a (2.95)	-0.3583 ^b (2.40)	0.3483 ^a (3.55)	-0.1053 (0.55)	0.0640 ^c (1.70)	-0.1224 (1.14)
b_1	-0.0180 (0.38)	-0.1851 (0.90)	-0.0333 ^b (2.33)	-0.0137 (0.13)	0.2193 ^a (2.62)	-0.6293 ^b (2.23)	-0.0414 (1.19)	-0.1986 ^c (1.85)
b_2	0.2228 ^a (3.28)	0.1254 (1.31)	0.0068 (0.27)	-0.0523 (0.54)	0.4236 ^a (4.67)	0.1781 (1.08)	0.1889 ^a (4.22)	0.2084 ^b (2.14)
b_3	0.4154 ^a (11.76)	0.4523 ^c (1.94)	0.0121 (1.11)	0.2871 ^a (2.92)	-0.5198 ^a (-4.19)	0.7013 ^c (1.93)	-0.0118 (0.24)	0.2900 ^b (2.03)
b_4	-0.1205 ^a (3.01)	0.1260 (1.55)	0.0063 (0.32)	0.0125 (0.32)	0.0536 (1.05)	-0.0271 (0.26)	0.0460 ^b (2.46)	-0.0079 (0.28)
b_5	-0.0003 (0.01)	-0.2130 (0.46)	-0.1272 ^a (3.16)	0.5123 (1.45)	-0.2473 ^a (4.48)	0.0217 (0.21)	-0.4906 ^a (14.41)	0.0962 (0.82)
R^2	0.2533	0.2508	0.0149	0.2536	0.1117	0.0540	0.2277	0.0779

주) 1) IMF 이후의 표본은 1998년 표본으로 선정하였고 IMF 이전의 표본은 나머지 전 기간의 표본으로 선정

2) INV (투자지출) : (고정자산증가분 - 토지취득분) / 총자산

LEV (부채비율) : (유동부채 + 고정부채) / 총자산

QR (q비율) : (보통주 · 우선주 시장가치 + 유동 · 고정부채 장부가치) / 총자산

CF (현금흐름) : (당기순이익 + 감가상각비 - 현금 이외의 유동자산 증가분 + 유동부채 증가분) / 총자산

$SALE$: 매출액증가율 INV_{t-1} : 전년도 투자지출

3) 먼저 q비율이 1보다 크면 투자기회가 높은 기업으로 q비율이 1보다 작으면 투자기회가 낮은 기업으로 분류하였고 대규모기업집단 30위에 속하는 기업과 계열사를 거느리거나 계열에 포함되어 있는 기업은 재벌기업으로 분류하였고 그렇지 않은 상장기업은 단독기업을 분류하였다.

하위표본 I : q비율 > 1 · 재벌기업 하위표본 II : q비율 > 1 · 단독기업

하위표본 III : q비율 < 1 · 재벌기업 하위표본 IV : q비율 < 1 · 단독기업

a, b, c는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함 () : t값의 절대치

보듯이 내부현금흐름에 대한 계수는 IMF이전에는 하위표본 I, III, IV에서 모두 유의적인 양(+)수이나 IMF 이후에는 거의 모두 비유의적으로 나타나고 있다. 이와 같이 내부자금의 계수가 비유의적으로 나타난 것은 1998년 중에는 기업의 내부자금의 수준과 상관없이 사업의 축소나 구조조정이 행하여졌다는 점을 시사하는 것으로 보인다.

그러나 부채에 대한 계수는 IMF 이후 일관된 특징을 보이고 있다. IMF 이전과 이후 이 계수는 하위표본 III($q < 1$, 재벌기업)을 제외하고는 모두 음(-)수이다. 그러나 IMF이전에는 이 계수가 q 의 집단에 따라 특별한 일관성을 보이지 않는 반면, IMF 이후에는 q 가 1보다 큰 기업에서는 이 계수가 비유의적이거나 q 가 1보다 작은 기업에서는 이 계수가 모두 유의적인 음(-)수로 나타나고 있다. 이것은 Lang, Ofek와 Stulz(1996)와 유사한 결과이다. IMF사태 이후 1998년은 우리나라 경제상황이 특수한 해이므로 이러한 증거를 결정적으로 해석하기는 어렵다. 그러나 이 기간 중 투자기회가 적은 기업에서만 부채와 투자지출이 음(-)의 관계가 나타난 점으로 보아 극심한 고금리와 경제침체 하에서 고부채로 인한 사업축소나 투자삭감은 주로 과대투자 기업을 중심으로 이루어진 것으로 보인다.

V. 결 론

본 연구에서는 우리나라 기업의 투자지출과 자금조달의 관계를 분석함으로써 외부자금조달의 제약과 대리인 문제가 투자지출에 미치는 영향을 살펴보았다. 우리나라와 같이 자본시장의 불완전성이 높고 금융기관의 대출제도가 경직되어 있는 상황에서는 외부자금조달의 제약이 투자지출에 상당한 영향을 미칠 것으로 기대된다. 특히 Myers와 Majluf(1984)는 자본시장의 정보비대칭성이 기업의 내부자금의 선호를 야기하는 주요 요인인 것으로 보았다. 본 연구에서는 단독기업의 경우 재벌기업에 비해 자금조달시 정보비대칭의 문제에 더욱 크게 직면하므로 투자지출과 내부현금흐름의 양(+)의 관계나 부채비율과의 음(-)의 관계는 단독기업에서 더욱 두드러질 것이라는 가정 하에 표본을 단독기업과 재벌기업으로 나누어 분석하였다.

한편 대리인문제도 투자지출에 영향을 미칠 것으로 기대된다. 우리나라 기업에서는 소유경영자와 일반 소액주주간의 이해대립 속에서 기업은 일반 주주를 위한 추가극대화보다는 오히려 외형성장에 주력해온 것으로 믿어진다. 특히 우리나라에서는 주로 부채가 기업확장의 주요한 수단으로 사용되어 온 만큼, 투자지출과 부채는 양(+)의 관계를 형성할 것으로 기대된다. 또한 이러한 현상은 주식을 통한 자금조달이 어려운 추가침체기나

외형성장 추구시 기업소유주의 부담은 적고 혜택은 상대적으로 큰 재벌기업의 경우에 더욱 심각할 것으로 예상된다.

그러나 Jensen(1986)과 Stulz(1990)는 높은 부채사용은 오히려 경영자의 과대투자 행위에 대한 규율적 역할(disciplinary role)을 수행한다고 보았다. 이 이론에 의하면 부채와 투자지출은 음(-)의 관계를 형성할 것으로 기대된다. 그러나 Myers와 Majluf(1984)의 이론과는 달리 이러한 현상은 투자기회가 높은 기업보다는 오히려 낮은 기업에서 두드러지게 나타날 것으로 기대된다. 그러나 Myers(1977)가 지적한 부채의 과소투자 유인 문제에 의하면 부채와 투자지출은 음(-)의 관계는 투자기회가 높은 기업에서 더 두드러질 것으로 예상된다.

본 연구에서는 이러한 이론의 타당성을 검증하기 위하여 표본을 재벌과 단독기업으로 나누었을 뿐만 아니라 Tobin의 q비율에 대한 대응치를 중심으로 투자기회가 높은 기업과 낮은 기업으로 분류하여 분석을 시행하였다. 그러한 분석의 결과, 전체적으로 외부자금조달 제약은 투자지출에 상당한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 분석대상기간 동안 투자지출은 내부현금흐름과 강한 양(+)의 관계를 나타내었다. 그러나 이러한 내부현금흐름과 투자지출의 관계는 예상과는 달리 단독기업보다는 재벌기업에서, 그리고 투자기회가 높은 기업보다는 낮은 기업에서 더욱 두드러지게 나타났다. 따라서 단독기업이 재벌기업보다 자금시장에서 더 큰 정보비대칭의 문제에 직면하고 있다는 가설은 지지되지 않았다. 또한 투자기회가 낮은 기업에서 오히려 내부현금흐름에 민감하고 부채와 투자지출의 관계가 유의적인 양(+)의 관계로 나타난 것으로 보아 그간 우리나라 기업은 투자기회 내지는 성장성과 관련 없이 무리한 투자지출을 행하여 왔으며, 이에 대한 자금조달은 자본시장의 불완전성이 높은 상황에서 우선적으로 내부자금을 사용하였지만 그 외 부채사용을 통해서도 적극적으로 기업확장을 꾀해왔다는 사실을 암시하였다.

이상과 같은 결과는 주식시장의 장세에 따라 표본을 더욱 세분화하여 분석하였을 때에도 관찰되었다. 즉 종합주가지수의 움직임에 따라 표본을 주가 상승기와 하락기로 더욱 세분화하여 분석해본 결과, 투자지출과 부채와의 음(-)의 관계와 내부현금흐름과의 양(+)의 관계는 주가 하락기보다는 주가 상승기에 더욱 뚜렷이 나타났다. 따라서 주가 상승기를 투자기회가 높은 경기활황기로 해석한다면 이러한 결과는 높은 투자기회가 있을 때 기업은 내부자금을 선호하고 부채와 같은 외부자금의 사용을 억제한다는 Myers와 Majluf(1984)의 이론을 지지하는 결과로 받아들일 수 있다. 그러나 Myers와 Majluf(1984)의 이론이 제시하는 바와 같이 투자기회가 높은 기업에서 부채의 음(-)과 현금흐름의 양(+)의 계수가 더 강하게 관찰되지는 않았으며, 오히려 주가 하락기에 내부현금흐

름의 계수가 투자기회가 낮은 기업을 중심으로 유의적인 양(+)수로 나타났고, 더욱이 투자기회가 낮은 재벌기업에서는 부채비율의 계수도 유의적인 양(+)수로 나타나 주가 하락기에도 우리나라 기업은 투자기회의 존재에 상관없이 내부자금이나 부채를 통하여 기업확장을 추구해 왔다는 증거로 받아들여졌다.

한편 이외에도 본 연구에서는 IMF 이후에 우리나라 기업에서 투자지출과 자금조달의 관계가 어떻게 달라지는가 하는 점을 살펴보았다. 이러한 분석을 결과 IMF 직후 1998년에는 그 이전과는 달리 모든 표본그룹에서 내부현금흐름에 대한 계수가 비유의적인 반면, 부채에 대한 계수는 투자기회가 적은 기업에서만 유의적인 음(-)수로 나타났다. 따라서 IMF사태 이후 1998년은 우리나라 경제상황이 특수한 해이지만 이 기간 중 고부채로 인한 사업축소나 투자삭감은 주로 과대투자 기업을 중심으로 행해진 것으로 여겨졌다.

참 고 문 헌

- 국찬표, 박영석, 이정진, “한국 기업집단의 투자결정과 자본비용”, 재무연구, 제13호, 1997, 101-29.
- 김우택, 장대홍, 김경수, 박상수, “토빈 Q와 대체적 성과측정 변수와의 관계”, 재무관리연구, 제13권 제1호, 1996, 185-202.
- 김지수, 정기용, “규모극대화, 경영자 지분과 기업의 자본적 투자지출”, 재무관리연구, 제17권 제2호, 2000, 1-28.
- 박영석, 신현한, “기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정”, 재무연구, 제16호, 1998, 1-21.
- 신동령, “정보불균형이 한국기업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구”, 재무연구, 제5호, 1992, 77-99.
- 윤봉한, “기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구”, 재무연구, 제7호, 1994, 57-80.
- 윤봉한, 오규택, “투자결정과 자본조달 결정의 통합적 수행여부에 관한 실증분석”, 재무연구, 제12권 제2호, 1999, 95-124.
- 전용수, 임태순, “현금흐름이 투자행위에 미치는 영향에 관한 연구”, 재무관리연구, 제17권 제2호, 2000, 29-47.
- 진태홍, “내부금융시장과 재벌의 투자행동 : 5대 재벌을 중심으로”, 재무관리연구, 제16권 제1호, 1999, 115-127.
- Cantor, R., “Effects of Leverage on Corporate Investment and Hiring Decisions,” *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1990, 31-41.
- Cho, Yong-Doo., *Financial Factors and Corporate Investment*, 1996, Avebury.
- Chung, K. H. and Prutt. S. W., “A Simple Approximation of Tobin’s q,” *Financial Management*, Vol.23, No.3, 1994, 70-74.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and Scharfstein D., “Corporate Structure, Liquidity, and Investment Evidence from Japanese Industrial Groups,” *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, 33-60.
- Jensen, M. C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover,” *American Economic Review*, Vol.76, 1986, 323-329.
- Kopcke, R. W. and Howrey, M. M., “A Panel Study of Investment : Sales, Cash Flow, the Cost of Capital and Leverage,” *New England Economic Review*, 1994, 9-30.

- Lang, L., E. Ofek, and Stulz R. M., "Leverage, Investment, and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, Vol.40, 1996, 3-29.
- McConnell, J. and Servaes, H., "Equity Ownership and Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, Vol.39, 1995, 131-157.
- Myers, S. C., "Determinant of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 1977, 147-175.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13. 1984, 187-221.
- Opler, T. C. and Titman, S., "Financial Distress and Corporate Performance," *Journal of Finance*, Vol.49, 1994, 1015-1040.
- Sharpe, S. A., "Financial Market Imperfection, Firm Leverage and the Cyclicity of Employment," *American Economic Review*, 1994, 1060-1074.
- Stulz, R., "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol.26, 1990, 3-27.