투자-현금흐름 민감도 분석: 기업지배구조와 관계금융의 영향을 중심으로*

박광우(KAIST 테크노경영대학원)
박래수(경상대학교 경영학과)
윤석헌(한림대학교 재무금융학과)

<요약>

본 연구는 기업지배구조 및 관계금융의 관점에서 투자와 현금흐름간 민감도차이를 분석한다. 이를 위해 본 연구에서는 국내 상장기업들을, 재벌소속기업들을 내부자본시장 접근성이 용이한 기업군으로, 거래은행과의 관계밀접도가 높은 기업들은 부채시장 접근성이 용이한 기업군으로, 그리고 투자자 보호 등 기업지배구조가 건전한 기업들은 외부주식시장 접근이 용이한 기업군으로 각각 분류하였다. 이러한 분류 하에 내외부 자금시장 접근성이 용이한 기업들을 상대적으로 유동성 또는 재무적 제약이 덜 심한 기업군으로 간주하여, 동 제약의 차이에 따라 투자-유동성 민감도의 차이가 존재하는지를 실증분석하였다. 분석결과 유량(flow)개념의 현금흐름과 성장가능성은 기업의 투자지출에 유의적인 영향을 미치지 못하고 있지만, 저량(stock)개념의 현금흐름은 기업의 투자지출에 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 드러났다. 그리고 이러한 투자와 현금흐름 간의 관계는 비재벌소속 기업에서, 은행관계가 밀접하지 않은 기업에서, 그리고 기업지배구조가 부실한 기업에서 각각 유의적인 것으로 드러났다. 이는 재무시장의 불완전성이 심한 국내기업들의 경우 투자결정시 성장기회 등의 여타 요인보다 현금흐름에 매우 민감하게 영향 받고 있음을 의미하며, 국내시장에서 상대적으로 재무적 제약이 심한 기업일수록 투자활동이 현금흐름에 의해 민감하게 영향 받는다는 점을 확인하는 결과이다.

---

* 본 논문은 2005년도 춘계 5개 학회 공동학술대회 발표용으로 작성되었다. 아직 미완성이므로 저자들의 허락 없이 인용을 삼가하기 바라며 논평은 환영한다.

Ⅰ. 서론

기업의 투자활동이 기업의 내부현금흐름 변동에 대해 얼마나 민감하게 반응하는가의 문제는 지속적으로 학계의 관심대상이 되어 왔다.[1] 자본시장이 완전하다면 기업의 투자결정과 자본조달결정은 서로 무관하지만(Modigliani and Miller, 1958), 현실적으로는 자본시장이 불완전하여 기업의 투자결정과 재원조달이 서로 연관성을 갖고 상호작용을 함으로써 반드시 무관하지 않게 된다(Myers, 1977; Myers and Majluf, 1984). 이런 맥락에서 많은 연구들이 기업투자와 내부자금 간의 관계를 분석하였는데, 이들 연구들은 기업의 투자가 내부자금(유동성 혹은 현금흐름)에 민감한 영향을 받게 되는 근거에 대해 다음과 같은 설명을 제시한다. 기업투자정보에 관해 기업내부자와 외부자 간 정보 비대칭성이 존재하면, 주식조달시 역선택 문제로 인해 자신의 원래가치에 비해 비싸게 조달할 수밖에 없으며(Myers and Majluf, 1984), 은행차입시에도 신용할당의 가능성이 존재한다(Stiglitz and Weiss, 1981). 또한 경영자의 대리문제로 인해 주주보다는 경영자의 이익을 위해 경영할 가능성으로 인해 외부투자자들이 추가적인 프리미엄을 요구하게 된다(Jensen and Meckling, 1976). 따라서 대리문제나 정보의 비대칭성이 존재하는 경우에는 외부자금을 조달하려면 내부자금의 기회비용과는 별도로 추가적인 비용을 지불해야 하며, 이러한 문제가 심각한 기업은 외부조달이 어렵거나 조달비용이 크기 때문에 내부자금에 의존하려는 성향을 보인다는 것이다(자금조달의 순위이론, pecking order theory).

관련 실증연구들도 자본시장의 불완전성을 전제로 기업투자와 유동성이 서로 밀접한 관계를 지니고 있음을 보여준다. 대표적으로 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)에 의하면, 자본시장이 불완전한 경우 기업투자와 유동성 간에 정(+)의 상관관계가 드러나며, 내부자금과 외부자금 간 조달비용의 차이가 큰 기업일수록 내부자금에 부정적인 충격을 받게 되면 과소투자문제가 더욱 심각해진다고 주장하였다. 따라서 배당이 작거나 유동성 제약이 심한 기업일수록 투자-현금흐름 민감도가 더 높게 나타날 것이라는 가설을 세우고, 실증분석을 통해 이를 뒷받침하였다. 이후의 여러 실증연구들도 대체로 이들의 분석결과를 지지하고 있다(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991 등).

그러나 Kaplan and Zingales(1997)와 Cleary(1999)는 유동성 제약이 작은 기업이 오히려 투자-현금현름 민감도가 높다는 증거를 보임으로써 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)과 반대되는 논거를 제시하였다. 기업성과가 좋아 유동성이 풍부한 기업들은 외부자금을 낮은 비용으로 조달할 수 있음에도 불구하고, 투자재원을 주로 내부자금으로 조달한다는 것이다. 따라서 결과적으로 이들 기업에게서 오히려 투자와 현금흐름 민감도가 높게 나타난다. 또한 재무적 곤경에 처한 기업은 유동성 부족에 직면하게 되어 아주 핵심적인 투자활동만 하게 되는데, 이럴 경우 추가적인 유동성 감소에도 불구하고 더 이상의 투자감소가

1) 거시재무론에서 기업재무론으로 연결되는 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 연구는 이러한 연구의 출발점으로 인식되고 있다.

불가능해짐으로써 투자-현금흐름간 민감도가 낮은 것으로 드러나게 된다는 것이다. 그리고 유동성 제약이 심한 기업일수록 이러한 '최소투자국면'에 더 빨리 도달하게 되므로, 해당 민감도가 낮아진다는 것이다. 이에 대해 Chirinko and Kalckreuth(2002)는 이러한 분석결과가 음(-)의 현금흐름을 가진 기업들을 분석에 포함해서 나타난 결과임을 보임으로써 경영상태가 안 좋은 기업들의 투자활동이 현금흐름에 민감하지 않음을 뒷받침하고 있다.

한편 Almeida, Campello and Weisbach(2004)는 유동성 제약이 있는 기업들은 정(+)의 민감도를 가져야 하지만, 제약이 없는 기업이라면 유의적인 관계를 가질 필요가 없다고 주장하였다. 또한, Moyen(2004)은 최근 연구에서, 투자-현금흐름 민감도에 관한 이러한 상반된 실증결과가 기업들의 재무적 제약의 기준에 따라 달라질 수 있음을 보였다. 예컨대, 외부차입을 재무적 제약의 기준으로 할 경우에는 외부차입이 되지 않는 기업에서는 Kaplan and Zingales(1997)의 주장처럼 유동성 제약이 작은 기업일수록 투자-현금현름 민감도가 높은 반면, 재무적 제약을 배당성향으로 정의할 경우에는 Fazzari, Hubbard and Petersen (1988)의 결과와 일치하는 결과를 얻게 되었다. 이러한 연구결과들을 종합할 때 기업투자와 현금흐름 간 민감도 문제는 여전히 실증문제로 남아 있다고 할 수 있다.

본 연구는 국내 상장기업들을 대상으로 기업투자와 유동성 간 상관관계 및 기업들 간 민감도차이를 분석한다. 특히 국내 금융시장은 그동안 자금의 초과수요에 익숙해온 터라, 기업들은 투자시 유동성 제약을 심각히 고려했을 것으로 이해되며, 관련된 기존 연구들도 이를 뒷받침하고 있다(김규형, 1993; 공명재, 1996; 박영석과 신현한, 1998; 박래수와 윤석헌, 2000; 강준구와 임찬우, 2001; 김병기, 2002 등). 따라서 투자시 유동성 제약에 상대적으로 민감한 국내기업들을 대상으로 투자-현금흐름 민감도를 분석하는 것은 관련논의를 진전시키는데 기여할 것으로 평가된다. 즉, 정보 비대칭성 등의 이유로 외부자본조달이 여의치 않아 재무적 제약을 많이 받는 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해 투자-현금흐름 민감도가 높은 지의 여부를 확인함으로써, 재무적 제약이 심한 기업일수록 해당 민감도가 클 것이라는 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 주장과, 이들과는 반대방향인 Kaplan and Zingales(1997)의 결과를 비교검증할 수 있는 기회가 될 것이다.

기존의 여러 실증연구들에서 재무적 제약이 기업의 투자결정에 미치는 영향을 분석하는 경우, 특정 유동성 요인을 기준으로 삼아 내부자금과 외부자금간 조달비용의 차이가 클 것으로 기대되는 기업군과 그렇지 않을 것으로 기대되는 기업군으로 분류한 후 이들 기업집단간 투자-현금흐름 민감도를 비교한다. 이러한 유동성 제약요인으로는 주로 배당지급율(Fazzari, Hubbard and Petersen, 1988), 채권등급(Whited, 1992), 기업집단 소속여부(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991), 거시경제적 차입여건(Gertler and Hubbard, 1988; Kashyap, Lamont and Stein, 1994) 등이 사용되었다. 이에 본 연구에서는 표본기업들의 재무적 제약을 나타내는 지표로서 기업의 내부 또는 외부자금시장에의 접근성 정도를 사용하였으며, 구체적으로 내부자금시장 접근성은 재벌소속여부로, 외부주식시장 접근성은 기업지배구조의 건정성으로, 그리고 부채시장 접근성은 거래은행과의 관계밀접도로 측정하였다.

우선 재벌계열에 소속된 기업집단은 내부자본시장을 이용할 수 있음으로써 불완전한 외부자본시장을 우회할 수 있고 상대적으로 우월한 유동성을 확보할 수 있다(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991; 박영석과 신현한, 1998). 따라서 재벌소속 기업들은 비재벌기업에 비해 투자결정시 유동성 제약을 덜 받게 될 것이다. 한편 일정한 기업이 자본시장을 통해 투자자금을 조달하는 경우에는, 해당기업에 관한 정보 비대칭성 문제나 대리인 문제가 심할 경우 재원조달비용이 크게 증가하거나 조달 자체가 어려워질 수도 있다. 그런데 이런 경우 정보 문제를 해결해줄 기업 내/외적 메카니즘이 존재한다면 외부자금조달이 그만큼 용이해져 재무적 제약의 영향으로부터 비교적 자유로울 수 있다. 우선 해당기업과 밀접한 관계를 유지하고 있는 은행이라면 사전적으로 스크리닝을 통해 해당기업관련 정보 부족으로 인한 역선택 문제를 해결해줄 수 있고, 사후적으로도 심도 있는 감시활동을 통해 도덕적 해이 문제를 해결할 수 있다(Diamond, 1984; Fama, 1985; 윤석헌과 박래수, 1999). 따라서 거래은행과 밀접한 관계를 가진 기업이라면, 부채 등을 통한 외부자금 차입이 상대적으로 원활하게 되어 재무적 제약의 문제가 적을 것으로 기대된다. 또한 같은 맥락에서 투자자 보호가 잘된 기업은 경영자(혹은 대주주)에 의한 사적 이익 추구를 효과적으로 견제할 수 있어서(La Porta et al, 2002; Shleifer and Wolfenzon, 2002; Lan and Wang, 2003), 그만큼 외부로부터의 자금조달이 용이해지고 따라서 재무적 제약의 문제가 완화될 것으로 기대된다.[2)]

본 연구에서는 우선 재벌소속기업들을 내부자본시장 접근성이 용이한 기업군으로 분류한다. 그리고 거래은행과의 관계밀접도가 높은 기업들을 외부부채시장 접근성이 용이한 기업군으로 분류하고, 투자자 보호 등 기업지배구조가 건전한 기업들을 외부주식시장 접근이 용이한 기업군으로 분류한다. 그리고 내외부자본시장 접근성이 용이한 기업들은 상대적으로 유동성 제약이 덜 심한 기업군으로 삼아, 국내기업들의 재무적 제약의 차이에 따른 투자-유동성 민감도 차이를 분석한다. 표본전체기업들을 대상으로 분석한 결과, 유량(flow)개념의 현금흐름과 성장가능성은 기업의 투자지출에 유의적인 영향을 미치지 못하지만, 저량(stock)개념의 현금흐름은 기업의 투자지출에 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 드러났다. 이는 전반적으로 유동성 제약이 많은 국내기업들의 경우 투자가 성장기회 등의 여타 요인보다 현금흐름에 매우 민감하게 영향 받고 있음을 말해주는 것이다. 그리고 이러한 현상은 예상된 바와 같이 재벌소속기업보다는 비재벌기업에서, 거래은행과의 관계밀접도가 높

2) Lan and Wang(2003)은 지배주주가 자신의 사적이익을 추구하는 방법으로 두 가지를 제시하였다. 첫째는 기업의 현금흐름을 유용하는 것이고, 둘째는 미래의 사적소비를 늘리기 위해 현재 투자를 과다하게 하는 것이다. 이때 지배주주의 미래 순 사적이익은 해당기업의 미래기업규모가 클수록 커지므로, 경영자는 최적투자규모보다 더 많이 투자하려할 유인을 지닌다. 이럴 경우 기업가치가 감소하는데, 이는 경영자에 의한 직접적인 현금유용 뿐만 아니라, 경영자에 의해 비효율적인 과다투자가 지속된 결과이기도 하다. 이들은 이론 모형을 통해 현금흐름이 경영자의 사적이익과 정(+)의 상관관계를 가질 경우에 투자가 현금흐름에 민감하게 반응하는데 비해, 투자자 보호가 잘되어 있을수록 경영자의 투자 왜곡이 적고 따라서 투자가 현금흐름에 덜 민감하게 반응할 것이라고 주장하였다.

은 기업보다는 낮은 기업에서, 그리고 기업지배구조가 건전한 기업보다는 부실한 기업에서 유의한 것으로 드러났다. 이는 전반적으로 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 연구결과와 일치하는 것으로, 재무적 제약이 심한 기업일수록 기업의 투자활동이 현금흐름에 민감하게 영향 받고 있음을 시사하는 것이다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ절에서는 표본기업 및 관련 자료들의 특성과 연구방법론을 제시한다. 제Ⅲ절에서는 표본기업들의 투자-현금흐름 민감도관련 실증분석 결과를 제시한다. 제Ⅳ절에서는 결론을 맺는다.

Ⅱ. 자료 및 연구방법

1. 표본기업 및 자료

본 연구의 표본은 관련 자료의 접근성 제약으로 인해, 2002년 말 기준 상장기업들로 구성되었다. 먼저 본 연구에서 사용된 기업지배구조 자료는 국내상장사들을 대상으로 공공기관이라 할 수 있는 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)가 수행한 독특하고도 포괄적인 설문자료이며, 본 연구는 2003년 7월에 조사된 자료를 사용하였다. KCGS는 1999년 이후 매년 국내상장기업들을 대상으로 기업들의 소액주주를 보호 관행과 여타 지배구조 문제에 관해 설문조사를 실시해오고 있다. 설문조사는 모두 5개 세부사항에 관한 질문을 포함하고 있으며, 총점은 300점이다. 세부항목은, (a) 주주의 권리보호(25개항, 90점), (b) 이사회구성과 운영(30개항, 100점), (c) 기업공시(18개항, 50점), (d) 감사기구(9개항, 30점) 및 (e) 경영과실 배분(4개항, 30점) 등을 포함한다. 이를 토대로 작성된 기업지배구조지수는 공공기관이 객관적으로 실시한 설문작업인 만큼 잠재적인 내용왜곡의 문제로부터 자유롭다고 할 것이다. 또한 모든 상장기업들을 대상으로 한 자료인 만큼 표본편의(selection bias)로부터도 자유롭다. 본 연구에서는 기본적으로 KCGS 설문자료에 포함된 426개 상장사들 중 분석에 필요한 기업특성관련자료를 구할 수 있는 357개 비금융기업들을 최종적으로 선택하였다.

한편 기업과 은행 간 관계밀접도는 2002회계년도 말 기준으로 최대차입은행으로부터 과거 5년 간의 평균은행차입비율로서 측정되었다. 은행과의 관계밀접도 자료는 표본기업들의 상장회사 사업보고서에서 장단기 차입금 자료를 참조하였는 바, 해당 자료가 있는 기업들은 203개여서 해당 변수를 이용한 분석은 전체표본기업에 비해 적은 표본을 사용하였다.

표본기업들의 기업지배구조 관련자료는 KCGS에서, 회계관련자료는 한국신용평가주식회사 KIS-FAS로부터, 재벌 관련자료는 공정거래위원회에서, 그리고 주가 관련자료는 한국증권연구원에서 각각 구하였다. 관련자료들은 2003년 7월을 기준으로 가장 최근 회계연

도인 2002년도 말 자료를 사용하였다. 표본기업들의 기업특성과, 분석에 사용된 주요 변수들의 기초통계량을 <표 1>에 제시하였다.

2. 실증분석방법

본 연구에서는 국내기업들의 투자-현금흐름 상관관계와 두 변수 간 민감도 차이를 분석하기 위해서 기존연구들이 사용했던 투자방정식 모형을 사용하였다. 다만 기존 연구들이 주로 패널자료를 전제로 한 투자-현금흐름 분석모형을 사용한데 반해, 이를 아래와 같은 횡단면 회귀모형으로 전환하여 사용하였다.

$$\left(\frac{I}{K}\right)_i = \beta_0 + \beta_1\left(\frac{CF_1}{K}\right)_i + \beta_2\left(\frac{CF_2}{K}\right)_i + \beta_3\left(\frac{MV}{BV}\right)_i + \varepsilon_i \qquad (1)$$

여기서 i는 표본기업을, I는 이 기업의 투자지출을, K는 연초 기준의 고정자산액을, CF_1은 i기업의 EBITDA를, CF_2는 i기업의 기초현금등가물과 단기증권 보유액을, MV와 BV는 각각 I기업 주식의 시가총액 및 장부가액을 나타낸다.[3] 여기서 CF_1은 유량(flow) 기준의 현금흐름을 측정하기 위한 유동성변수이고, CF_2는 저량(stock) 기준의 현금흐름을 측정하기 위한 변수이며, MV/BV변수는 해당기업의 성장기회를 나타낸다.[4] 투자액과 현금흐름은 기초자본액으로 표준화하여 사용하였다.

구체적인 분석방법은 우선, 전체표본기업들을 대상으로 유동성관련 변수들의 회귀계수(β_1, β_2)를 분석하여 유의적인 정(+)의 값을 갖는지를 확인하는 것이다. 추가로 전체표본기업을 대상으로 한 분석결과의 강건성 검증을 위해 음(-)의 현금흐름(CF_1)을 갖는 기업들을 제외하고 양(+)의 현금흐름 값을 갖는 기업들만을 대상으로 동일한 분석을 행한다. 이는 음(-)의 현금흐름을 갖는 몇몇 기업들의 특이치가 전체표본기업들의 투자-현금흐름 민감도에 영향을 미치기 때문이라는 Chirinko and Kalckreuth(2002)의 분석결과를 반영하기 위한 것이다.

다음으로 내외부 자본시장의 접근성이 표본기업들의 유동성 제약을 결정한다는 전제 하에, 각 자본시장의 접근성 정도에 따라 표본기업들을 분류하고 대조그룹 간 민감도 차이가 존재하는 지를 분석한다. 앞에서 이미 언급된 바와 같이, Fazzari, Hubbard and

3) 표본기업의 투자지출은 현금흐름표상 고정자산의 증가액을 사용하였다. 현금흐름변수의 구분은 Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1991)의 방법론을 따랐다. 본문의 변수측정방법과는 달리, 총고정자산 이외에 유형고정자산 및 총자산을, 기초기준 외에 기말기준의 고정자산 값을, 그리고 성장기회를 나타내는 변수로서 토빈 q변수 등을 각각 사용해 보았으나, 본 연구의 분석결과와 큰 차이가 없는 것으로 드러났다.

4) 두 현금흐름변수 간 상관관계는 0.311(p값=0.001)로 유의적이지만, 다중공선성을 우려할만한 정도는 아니라는 판단에서 두 변수를 하나의 회귀식에 포함시켰다.

Petersen(1988)은 정보의 비대칭성 등으로 자본시장이 불완전한 경우 재무적 제약이 심한 기업일수록 투자재원 조달시 내부자금에 더 의존하게 되어 투자-현금흐름 민감도가 클 것이라고 주장한다. 이에 반해 Kaplan and Zingales(1997)는 유동성 제약이 작은 기업일수록 투자-현금현름 민감도가 높다는 분석결과를 제시하였다. 서로 상반된 두 가지 주장들의 성립여부를 확인하기 위해, 본 연구에서는 내부자금 혹은 외부자금에의 접근성이 용이한 기업들을 재무적 제약이 적은 기업으로 분류하여 투자-현금흐름간 민감도의 차이가 있는지를 분석하려는 것이다. 이를 위해 내부자금 접근성은 2002년 기준 30대 재벌그룹 귀속 여부로 판단하였다. 그리고 이미 앞에서 설명하였지만, 외부자금 중 부채시장 접근성은 거래은행과의 금융관계 밀접도로 측정하고, 외부자금 중 주식시장 접근성은 기업지배구조 지수값으로 측정하였다.

Ⅲ. 실증분석 결과

먼저 내외부 자금시장 접근성에 따라 분류된 하위기업들의 기업특성치들을 <표 2-1>부터 <표 2-3>까지에 제시하였다. 총자산 및 매출액 등으로 측정된 기업규모는 재벌소속기업들과 지배구조건전기업들, 그리고 금융기관과의 관계소원기업들이 대조기업군에 비해 큰 것으로 나타났다. 이는 내외부 자금시장 접근성이 기업규모와는 별개일 가능성을 시사한다. 미래투자기회와 유동성을 함께 고려하여 결정하게 되는 배당성향 혹은 유보율은 지배구조지수에서만 유의한 차이를 보일 뿐 나머지 경우에서는 유의하지 않은 것으로 드러났다. 이는 지배구조지수에 배당금지급과 관련된 항목이 다수 포함되어 있었기 때문인 것으로 여겨진다. 그리고 MV/BV로 측정된 성장기회 역시 세 가지 자금시장 접근성에서 차이를 일관되게 보이지 않고 있다. 기업의 투자지출과 현금흐름 역시 하위기업군 간에 일관된 차이를 보이지 않고 있다. 따라서 여기서 한 가지 가능성으로 주목할 점은, 배당정책이 미래투자기회 혹은 유동성 상황과 무관하게 이루어진다는 것인데, 이는 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 경우와 대조적으로 국내기업들의 경우에는 배당성향(혹은 유보율)에 따른 유동성 제약의 구분이 효과적이지 못할 가능성을 시사한다. 또한 본 연구의 실증결과가 기존연구에서 유동성 제약의 기준으로 제시하고 있는 기업규모나 배당성향별 구분과는 무관함을 의미한다.

표본기업들의 투자지출과 현금흐름 간의 상관관계를 확인하기 위해서 회귀식 (1)을 이용하여 표본전체기업들을 분석한 결과를 <표 3>에 제시하였다. 분석결과, 유량(flow) 개념의 현금흐름이나 성장가능성은 기업의 투자지출에 유의적인 영향을 미치지 못하지만, 저량(stock) 개념의 현금흐름은 기업의 투자지출에 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 드러났다. 이 결과의 연장선상에서 양(+)의 현금흐름을 갖는 기업들만을 대상으로 한 분석

에서도 동일한 결과가 드러났고, 투자-현금흐름 민감도의 크기도 비슷하게 나타났다. 이는 국내기업들의 경우 투자가 성장기회 등 여타의 요인보다 현금흐름 요인에 매우 민감하게 영향 받고 있음을 의미한다. 그리고 이러한 분석결과는 자금의 초과수요에 직면해 왔던 국내 금융시장에서 기업들이 투자 시에 유동성제약을 심각히 고려한다는 일반적인 연구결과들과 일치하는 것이다(김규형, 1993; 공명재, 1996; 박영석과 신현한, 1998; 박래수와 윤석헌, 2000; 강준구와 임찬우, 2001; 김병기, 2002).

다음으로 개별기업의 재무적 제약 정도에 따른 투자-현금흐름 간 민감도 차이를 분석하기 위해, 표본기업들을 내외부 자금시장 접근성에 따라 구분하고 이들 기업군 간의 민감도를 비교·분석하였다. 먼저 내부자금시장의 접근에 따른 유동성 제약의 차이를 구분하기 위해 표본기업들을 30대 재벌기업군에 속한 기업들과 비재벌기업군에 속한 기업들로 구분하여, 두 그룹간 민감도를 비교하였다. 분석결과를 <표 4>에 제시하였다. <표 4>에서 30대 재벌기업군에 속한 기업들의 경우 투자-현금흐름간 유의적인 관계를 확인할 수 없지만, 비재벌기업군에 속한 기업들의 경우에는 유의적인 양(+)의 관계를 확인할 수 있다. 이는 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 연구결과와 일치하는 것으로, 재무적 제약이 심한 기업일수록 기업의 투자활동이 현금흐름에 매우 민감하게 영향 받음을 시사한다. 특히, 비재벌기업군에 속한 독립기업들은 내부자금시장에 접근할 기회가 상대적으로 적어 유동성 제약이 심하고, 따라서 투자실행시 유동성 상황에 의해 유의적인 영향을 받는 것으로 나타났다.

<표 5>는 외부자금시장 접근성에 따라 표본기업을 구분하여 각각의 투자-현금흐름 민감도를 비교·분석한 결과를 보여준다. 분석결과 기업지배구조가 건전하여 외부주식시장에의 접근이 용이한 기업들과 거래은행과의 관계가 밀접하여 부채(차입)조달 비중이 높은 기업들에서는 유동성이 투자의 주요한 결정요인이 아닌 반면, 기업지배구조가 좋지 못하거나 또는, 거래은행과의 관계가 소원한 경우에는 해당기업의 유동성 상황이 투자지출에 매우 유의적인 영향을 미치는 것으로 드러났다. 이는 외부자금시장 접근이 용이하여 상대적으로 유동성 제약이 적은 기업들의 경우 투자결정시 유동성 상황이 별다른 영향을 주지 못하지만, 외부자금시장에 접근이 용이하지 못한 기업들의 경우 유동성 상황이 투자지출에 지대한 영향을 미치게 됨을 의미한다.

추가적으로 기업지배구조관련 항목 중 주주권리보호에 관한 하위지수 값에 따라 표본기업들을 두 그룹으로 분류하여 이들 그룹 간 민감도 차이를 분석하였다. 앞서 소개한 바와 같이 KCGS의 설문자료에는 기업지배구조에 관한 다양한 세부사항들이 포함되어 있는데, 이들 중 불완전한 외부자금시장에서 투자자들이 가장 관심을 갖는 항목은 주주권리보호지수이다. 여기서 이들과 관련된 하위 지수값이 높을수록 투자자들이 요구하는 추가조달비용이 적을 것이므로, 동 지수의 중앙값을 기준으로 표본기업들을 주주권리보호 우수기업과 열등기업으로 분류하였다. <표 6>에 나타난 분석결과는 <표 5>의 결과와 대체로 일치gs다. 즉, 투자자 보호가 미흡하여 주식을 통한 재원조달시 관련비용이 높을 것으로 예상되

는 기업들은 투자결정시 현금흐름 등의 유동성 상황으로부터 유의적인 영향을 받는 것으로 드러났다. 이는 앞에서 제시된 <표 5>의 결과를 뒷받침하는 것이다.

<표 7>은 두 가지 외부자금시장 접근성을 동시에 고려한 분석결과를 제시하고 있다. 이에 따르면 두 가지 외부시장 중 어느 하나라도 접근이 용이하여 유동성 제약이 심각하지 않으면 해당기업의 유동성 제약이 투자결정시 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그러나 두 시장 모두 접근이 용이하지 않아서 재무적 제약이 심각한 기업군에서는 투자-현금흐름 민감도가 매우 유의적이면서 높게 나타나고 있음을 확인할 수 있다.

<표 8>은 기업의 내부와 외부자금시장에의 접근성을 모두 고려한 분석결과이다. [Panel A]는 내부자금시장의 접근이 용이한 30대재벌소속기업들을 대상으로 하되, 추가로 외부자금시장 접근성을 기준으로 분류하여 투자-현금흐름 민감도를 분석한 결과이다. 분석결과 내부자금시장 접근이 용이한 기업들은 외부자금시장 접근성과는 상관없이 유동성 제약을 받지 않는 것으로 드러났다. 비록 금융기관과의 관계가 밀접한 기업군에서는 설명변수들이 유의하게 나타났지만 이는 표본기업수(5개)가 작아 특정 자료값에 의한 분석결과 왜곡으로 보는 것이 적절한 것으로 판단된다.[5] 이에 반해 내부자금시장 접근이 여의치 않은 비재벌기업들의 경우, 기업지배구조가 나쁘거나 은행관계가 소원하여 외부자금시장 접근마저 여의치 않은 경우 매우 유의적인 민감도를 나타내고 있다.

이제, <표 3>부터 <표 8>까지의 분석결과를 종합하면, 국내 상장기업들의 경우 내부 또는 외부자금시장으로의 접근이 용이하여 재무적 제약이 적은 기업들은 투자결정에서 유동성 제약이 주요 요인이 못되지만, 투자재원조달에 제약이 있는 기업들은 투자결정에서 유동성 상황이 매우 중요한 역할을 한다는 것을 알 수 있다. 그리고 기업이 내부 또는 외부자금시장 중 어느 하나에라도 용이하게 접근할 경우 유동성 제약의 영향은 크게 줄어드는 것으로 보인다. 이러한 결과는 내부자금시장 접근성에 따른 분석결과와 함께 재무적 제약이 심한 기업일수록 기업의 투자-현금흐름 민감도가 유의하고 높다는 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 주장과 일치한다.

Ⅳ. 결론

본 연구에서는 국내 상장기업들을 대상으로 기업투자와 현금흐름 간 상관관계를 살펴보고 이러한 관계가 유동성 제약에 따라 어떤 차이를 보이는 가를 실증분석하였다. 먼

5) <표 8>에서는 각 시장 접근성을 구분함에 있어 전체 표본기업들을 대상으로 구한 중앙값(median)을 기준으로 하였으므로, 특정 하위기업군의 표본수가 서로 다르게 나타나고 있다. 하위기업군(재벌소속기업)의 중앙값을 기준으로 분류한 분석에서는, 금융관계가 밀접한 재벌소속기업군의 경우 투자-현금흐름 민감도가 유의하지 않았다.

저 기초연구로 표본기업들의 전체적인 투자-현금흐름 민감도를 확인하였다. 그리고 정보 비대칭성 등의 이유로 외부자금조달이 여의치 않아 재무적 제약을 많이 받는 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해 투자-현금흐름 민감도가 높은 지를 확인함으로써, 재무적 제약이 심한 기업일수록 해당 민감도가 클 것이라는 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 주장과, 유동성 제약이 적은 기업일수록 투자-현금흐름 민감도가 높을 것이라는 Kaplan and Zingales(1997)의 상반된 주장의 타당성을 국내자료를 이용하여 실증분석하였다.

이를 위해 본 연구는 재벌소속기업들을 내부자금시장 접근이 용이한 기업군으로, 거래은행과의 관계밀접도가 높은 기업들을 부채시장 접근이 용이한 기업군으로, 그리고 투자자 보호 등 기업지배구조가 건전한 기업들을 외부주식시장 접근이 용이한 기업군으로 각각 분류하였다. 그리고 내부 및 외부자금시장 접근이 용이한 기업들을 상대적으로 유동성 제약이 덜 심한 기업군으로 삼아, 국내기업들의 재무적 제약 차이에 따른 투자-현금흐름 민감도 차이를 분석하였다.

표본전체기업들을 대상으로 한 분석결과, 유량 개념의 현금흐름과 성장가능성은 기업의 투자지출에 유의적인 영향을 미치지 못하지만, 저량 개념의 현금흐름은 기업의 투자지출에 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 전반적으로 유동성 제약이 많은 국내기업들의 경우 투자가 성장기회 등 여타 요인보다 현금흐름에 민감하게 영향 받고 있음을 의미한다.

그리고 국내상장기업들의 재무적 제약에 따른 기업분류를 이용하여 민감도 차이를 분석한 결과, 재벌소속기업들보다는 비재벌소속기업들에서, 거래은행과의 관계밀접도가 높은 기업들보다는 낮은 기업에서, 그리고 기업지배구조가 건전한 기업들보다는 불량한 기업들에서 유의하게 드러났다. 이는 재무적 제약이 적은 기업들에게 투자결정시 유동성 제약이 주요 결정요인이 되지 않지만, 투자재원조달에 제약이 있는 기업들에게서는 유동성 상황이 투자결정시 매우 중요한 역할을 하고 있음을 의미한다.

이러한 분석결과는 다음과 같은 시사점을 내포한다. 첫째, 재무시장의 불완전성이 심한 국내기업들의 경우, 투자결정시 성장가능성 등 여타 요인보다 유동성 상황이 매우 중요한 영향을 끼친다. 둘째, 내외부 자금시장에 접근이 제한되어 재무적 제약이 큰 기업에게서만 해당 투자-현금흐름 민감도가 매우 유의하며, 이는 재무적 제약이 심한 기업일수록 해당 민감도가 클 것이라는 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)의 주장과 일치하는 결과이다. 셋째, 재벌소속여부, 기업지배구조 및 은행과의 관계밀접도 등의 요인으로 구분한 내부 및 외부자금시장에 접근성의 분류가 국내기업들의 유동성 제약의 구분에 매우 유효하다는 점이다. 그리고 내부 또는 외부자금시장 중 어느 하나에라도 접근이 용이하면 해당기업의 유동성 제약은 효과적으로 해결될 수 있음도 시사된다.

참고문헌

강준구와 임찬우, "은행중심 자금조달 시스템의 문제점," 『재무연구』제14권 1호, 2001, pp. 161-188.

공명재, “현금흐름변수가 상장제조기업의 투자에 미치는 영향에 관한 연구,” 『재무연구』 12호, 1996, pp. 1-28.

김규형, 『자금조달이 자본구조와 투자행태에 미치는 영향』, 한국금융연구원 연구보고서 No. 2, 1993.

김병기, “투자-현금흐름 민감도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구,” 『재무연구』 15권 1호, 2002, pp. 79-108.

박래수와 윤석헌, "은행퇴출과 관계효과 상실에 관한 실증연구," 『금융학회지』 제5권 3호, 2000, pp. 1-27.

박영석과 신현한, “기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정,” 『재무연구』 16호, 1998, pp. 1-21.

윤석헌과 박래수, "기업의 부채선택과 자본시장의 균형: 은행의 모니터링활동을 중심으로," 『재무연구』 제12권 2호, 1999, pp. 125-163.

Almeida, H., M. Campello and M. Weisbach, "The Cash Flow Sensitivity of Cash," *Journal of Finance* 59, 2004, pp. 1777 - 1804.

Chirinko, R. and U. von Kalckreuth, "Further Evidence on The Relationship between Firm Investment and Financial Status," Discussion Paper 28/02, Economic Research Centre of the Deutsch Bundesbank, 2002.

Cleary, S., "The Relationship between Firm Investment and Financial Status," *Journal of Finance* 54, 1999, pp. 673-692.

Diamond, D., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies* 51, 1984, pp. 393-414.

Fama, E., "What's Different about Banks?" *Journal of Monetary Economics* 15, 1985, pp. 29-39.

Fazzari, S., G. Hubbard, and B. Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment," Brookings Papers on Economic Activity, 1988, pp. 141-195.

Gertler, M. and R. Hubbard, "Financial Factors in Business Fluctuations," in *Financial Market Volatility*, FRB of Kansas City, 1988

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Panel Data," *Quarterly Journal of Economics* 106, 1991, pp. 33-60.

Kaplan, S. and L. Zingales, "Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?" *Quarterly Journal of Economics* 112, 1997, pp. 169-215.

Kashyap, A., O. Lamont, and J. Stein, "Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories," *Quarterly Journal of Economics* 109, 1994, pp. 565-592.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance* 57, 2002, pp. 1147-1170.

Lan, Y. and N. Wang, "Investor Protection and Investment," Working Paper, 2003

Modigliani, F. and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, 1958, pp. 267-297.

Moyen, N., "Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained versus Unconstrained Firms," *Journal of Finance* 59, 2004, pp. 2061-2092.

Myers, M., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, 1977, pp. 147-175.

Myers, M. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp. 187-221.

Shleifer, A. and D. Wolfenzon, "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics* 66, 2002, pp. 3-27.

Whited, T., "Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data," *Journal of Finance* 47, 1992, pp. 1425-1470.

<표 1> **기업특성 요약 통계치**

기업특성	평균값	중앙값	최소값	최대값
총자산(억원)	9,688	1,702	149	539,416
매출액(억원)	9,726	1,556	75	405,116
성장기회(MV/BV)	0.688	0.410	0.028	14.145
금융관계밀접도	0.375	0.339	0.002	1.000
기업지배구조지수	111.32	109	61	217
주주권리보호지수	42.34	43	20	69
투자지출(I/K)	0.317	0.036	0	9.29
현금흐름1(CF1/K)	0.188	0.157	-0.713	1.346
현금흐름2(CF2/K)	0.249	0.118	0.001	2.267

MV/BV는 (주식의 시가총액)/(자기자본의 장부가액)으로, 금융관계밀접도는 최대차입은god으로부터 과거 5년 간 평균은행차입비율로 각각 측정되었으며, 기업지배구조 및 주주권리보호지수는 KCGS의 설문자료값을 나타낸다. I는 기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도말 자료를 기준으로 측정되었다.

<표 2-1> 재무적 제약 구분에 따른 기업특성치 차이검증(1)

기업특성 및 유동성 구분	30대재벌소속기업	비재벌소속기업	차이검증
관측치	62	295	
총자산(억원)	32,165 [12,068]	4,964 [1,390]	(5.07)** [0.001]**
매출액(억원)	38,148 [10,850]	3,753 [1,298]	(6.96)** [0.001]**
배당금/현금흐름	0.093 [0.075]	0.107 [0.079]	(0.43) [0.647]
유보율	0.775 [0.833]	0.803 [0.839]	(0.67) [0.291]
MV/BV	0.857 [0.576]	0.653 [0.397]	(1.36) [0.001]**
투자지출(I/K)	0.054 [0.005]	0.373 [0.060]	(2.29)* [0.001]**
현금흐름1(CF1/K)	0.173 [0.147]	0.191 [0.160]	(0.53) [0.876]
현금흐름2(CF2/K)	0.126 [0.094]	0.276 [0.131]	(3.09)** [0.005]**

표의 내용은 해당기업군의 특성치 평균을, 그 아래의 [ ]는 중앙값을 나타낸다. 그리고 차이검증 열의 ( ) 안의 값은 두 그룹간 평균값 차이에 대한 t검정 통계량을, [ ]는 Wilcoxon의 rank sum test의 p값을 각각 나타낸다. 기업특성변수중 배당금/현금흐름은 (해당기업의 배당금)/(해당기업의 EBITDA)로, 유보율은 1 - (배당금)/(당기순이익)으로, MV/BV는 (주식의 시가총액)/(자기자본의 장부가액)으로 각각 측정되었다. 그리고 I는 기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었으며, *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 2-2> 재무적 제약 구분에 따른 기업특성치 차이검증(2)

기업특성 및 유동성 구분	지배구조 건전기업	지배구조 비건전기업	차이검증
관측치	184	173	
총자산(억원)	16,651 [25,883]	2,282 [1,367]	(3.58)** [0.001]**
매출액(억원)	16,955 [2,533]	2,038 [1,184]	(3.93)** [0.001]**
배당금/현금흐름	0.126 [0.089]	0.082 [0.059]	(1.76) [0.001]**
유보율	0.779 [0.813]	0.819 [0.892]	(1.26) [0.001]**
MV/BV	0.697 [0.500]	0.679 [0.385]	(0.15) [0.001]**
투자지출(I/K)	0.222 [0.024]	0.419 [0.080]	(1.83) [0.001]**
현금흐름1(CF1/K)	0.231 [0.178]	0.142 [0.137]	(3.37)** [0.001]**
현금흐름2(CF2/K)	0.268 [0.127]	0.230 [0.113]	(1.03) [0.930]

표의 내용은 해당기업군의 특성치 평균을, 그 아래의 [ ]는 중앙값을 나타낸다. 그리고 차이검증 열의 ( ) 안의 값은 두 그룹간 평균값 차이에 대한 t검정 통계량을, [ ]는 Wilcoxon의 rank sum test의 p값을 각각 나타낸다. 기업특성변수중 배당금/현금흐름은 (해당기업의 배당금)/(해당기업의 EBITDA)로, 유보율은 1 - (배당금)/(당기순이익)으로, MV/BV는 (주식의 시가총액)/(자기자본의 장부가액)으로 각각 측정되었다. 그리고 I는 기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었으며, *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 2-3> 재무적 제약 구분에 따른 기업특성치 차이검증(3)

기업특성 및 유동성 구분	금융관계 밀접기업	금융관계 소원기업	차이검증
관측치	102	101	
총자산(억원)	1,684 [1,263]	19,074 [2,280]	(2.53)* [0.001]**
매출액(억원)	1,794 [1,324]	16,334 [1,963]	(2.75)** [0.001]**
배당금/현금흐름	0.087 [0.078]	0.075 [0.084]	(0.43) [0.893]
유보율	0.819 [0.845]	0.835 [0.843]	(0.53) [0.936]
MV/BV	0.588 [0.433]	0.692 [0.479]	(1.14) [0.229]
투자지출(I/K)	0.313 [0.062]	0.391 [0.022]	(0.47) [0.010]*
현금흐름1(CF1/K)	0.179 [0.171]	0.209 [0.159]	(0.78) [0.773]
현금흐름2(CF2/K)	0.267 [0.149]	0.259 [0.153]	(0.15) [0.951]

표의 내용은 해당기업군의 특성치 평균을, 그 아래의 [ ]는 중앙값을 나타낸다. 그리고 차이검증 열의 ( ) 안의 값은 두 그룹간 평균값 차이에 대한 t검정 통계량을, [ ]는 Wilcoxon의 rank sum test의 p값을 각각 나타낸다. 기업특성변수중 배당금/현금흐름은 (해당기업의 배당금)/(해당기업의 EBITDA)로, 유보율은 1 - (배당금)/(당기순이익)으로, MV/BV는 (주식의 시가총액)/(자기자본의 장부가액)으로 각각 측정되었다. 그리고 I는 기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었으며, *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 3> 표본기업 전체의 투자-현금흐름 민감도 분석

구분	전체기업	양(+)의 현금흐름기업
CF1/K	0.012 (0.05)	0.192 (0.59)
CF2/K	0.548 (3.46)**	0.513 (3.03)**
MV/BV	0.049 (0.98)	-0.072 (-0.99)
adj R^2	0.033	0.032
표본수	357	335

회귀식의 종속변수는 (I/K)이다. I는 표본기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을, 그리고 MV와 BV는 주식의 시가총액 및 장부가액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었다. 표의 내용은 OLS 회귀계수값을, ( ) 안은 t값을, 그리고 *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 4> 내부자금시장 접근여부에 따른 투자-현금흐름 민감도 분석

구분	30대재벌 소속기업	비재벌 소속기업
CF1/K	-0.274 (-1.16)	0.055 (0.22)
CF2/K	0.016 (0.07)	0.505 (2.84)**
MV/BV	0.004 (0.13)	0.067 (1.16)
adj R^2	-0.027	0.028
표본수	62	295

회귀식의 종속변수는 (I/K)이다. I는 표본기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을, 그리고 MV와 BV는 주식의 시가총액 및 장부가액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었다. 표의 내용은 OLS 회귀계수값을, ( ) 안은 t값을, 그리고 *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 5> 외부자본 접근성 차이에 따른 투자-현금흐름 민감도 분석(1)

구분	지배구조 건전성		금융관계 밀접성	
	지배구조 건전기업	지배구조 비건전기업	금융관계 밀접기업	금융관계 소원기업
CF1/K	0.327 (1.17)	0.212 (0.59)	0.389 (1.37)	0.312 (0.44)
CF2/K	0.269 (1.88)	1.070 (3.25)**	0.392 (1.76)	1.311 (2.78)**
MV/BV	-0.125 (-1.52)	0.096 (1.37)	0.175 (1.11)	-0.166 (-0.85)
adj R^2	0.038	0.058	0.043	0.068
표본수	184	173	102	101

회귀식의 종속변수는 (I/K)이다. I는 표본기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을, 그리고 MV와 BV는 주식의 시가총액 및 장부가액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었다. 표의 내용은 OLS 회귀계수값을, ( ) 안은 t값을, 그리고 *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 6> 외부자본 접근성 차이분석에 대한 강건성 분석

구분	주주권리보호	
	주주권리보호우수기업	주주권리보호열등기업
CF1/K	0.150 (0.48)	-0.054 (-1.42)
CF2/K	0.419 (1.85)	0.776 (3.72)**
MV/BV	0.106 (1.38)	-0.048 (-0.85)
adj R^2	0.019	0.062
표본수	187	170

회귀식의 종속변수는 (I/K)이다. I는 표본기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을, 그리고 MV와 BV는 주식의 시가총액 및 장부가액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었다. 표의 내용은 OLS 회귀계수값을, ( ) 안은 t값을, 그리고 *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 7> 외부자본 접근성 차이에 따른 투자-현금흐름 민감도 분석(2)

구분	관계금융 밀접기업		관계금융 소원기업	
	기업지배구조 건전기업	기업지배구조 비건전기업	기업지배구조 건전기업	기업지배구조 비건전기업
CF1/K	1.129 (1.24)	0.312 (1.88)	0.189 (1.07)	1.258 (1.01)
CF2/K	0.214 (0.49)	-0.061 (-0.34)	-0.074 (-0.69)	3.016 (3.37)**
MV/BV	-0.269 (-0.65)	0.228 (2.43)*	-0.019 (-0.49)	-0.214 (-0.47)
adj R2	0.034	0.052	-0.032	0.188
표본수	48	54	51	50

회귀식의 종속변수는 (I/K)이다. I는 표본기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을, 그리고 MV와 BV는 주식의 시가총액 및 장부가액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었다. 표의 내용은 OLS 회귀계수값을, ( ) 안은 t값을, 그리고 *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 8> 기업 내·외부자본 접근성 차이에 따른 투자-현금흐름 민감도 분석

Panel A : 30대재벌소속기업 (33개)

	기업지배구조 건전기업	기업지배구조 비건전기업	금융관계 밀접기업	금융관계 비밀접기업
CF1/K	0.056 (0.55)	-2.862 (-3.19)*	-0.095 (-8.61)**	-0.525 (-1.29)
CF2/K	-0.013 (-0.16)	1.691 (1.05)	0.042 (6.77)**	0.073 (0.21)
MV/BV	-0.006 (-0.50)	0.487 (1.76)	0.031** (29.22)	-0.007 (-0.12)
adj R2	-0.129	0.486	0.998	-0.051
표본수	21	12	5	28

Panel B : 비재벌소속기업 (170개)

	기업지배구조 건전기업	기업지배구조 비건전기업	금융관계 밀접기업	금융관계 비밀접기업
CF1/K	0.674 (1.24)	0.474 (0.89)	0.396 (1.36)	0.447 (0.50)
CF2/K	0.178 (0.65)	1.993 (3.58)**	0.376 (1.64)	1.314 (2.26)*
MV/BV	-0.139 (-0.57)	0.087 (0.32)	0.181 (1.11)	-0.238 (-0.67)
adj R2	0.019	0.111	0.040	0.054
표본수	78	92	97	73

회귀식의 종속변수는 (I/K)이다. I는 표본기업의 투자지출을, K는 기초고정자산액을, CF1은 EBITDA를, CF2는 기초현금등가물과 단기증권 보유액을, 그리고 MV와 BV는 주식의 시가총액 및 장부가액을 각각 나타낸다. 각 변수값은 표본기업들의 2002년회계년도 말 자료를 기준으로 측정되었다. 표의 내용은 OLS 회귀계수값을, ( ) 안은 t값을, 그리고 *와 **는 각각 5%와 1% 유의수준을 나타낸다.