

현금흐름이 투자행위에 미치는 영향에 관한 연구

전용수* · 임태순**

〈요 약〉

본 연구는 재벌집단의 기업과 비재벌기업으로 분류하여 이들 집단사이에 나타나는 투자행위의 차이점을 유동성제약의 틀 속에서 실증 분석한 것이다. 연구의 기간은 1986년부터 1995년도까지 10년으로 하고 연구의 대상은 연구 기간동안 연속적으로 증권거래소에 상장된 기업으로 한정하여 총 128개의 업체를 표본으로 이용하였다. 표본을 재벌규모별, 장세별, 산업별 분류에 의한 횡단면 분석결과 우리 나라 비재벌기업의 경우, 전반적으로 재벌집단의 기업에 비하여 현금흐름이 투자에 대해 보다 더 민감할 것이란 충분한 근거를 얻지 못하였다. 그러나 재벌의 범주를 5대재벌기업으로 한정하였을 때는 재벌기업에 비해 비재벌기업들의 투자는 현금흐름에 대하여 민감하다는 결론을 얻어 재벌기업에 비하여 비재벌기업은 정보문제나 유인문제에 직면할 수 있음을 시사하였다. 규모에 따른 재벌기업의 분석에서는 상대적으로 규모가 작은 재벌의 기업이 규모가 큰 재벌의 기업보다 유동성이 제약되고 있음을 나타냈으며, 장세별 분석에서는 단지 주가의 상승기에 한하여 재벌집단 기업간의 비교에서 현금흐름은 30대재벌, 10대재벌, 5대재벌의 순서로 민감함을 보여 규모가 작은 집단의 재벌기업이 규모가 큰 집단의 재벌기업에 비하여 유동성이 제약됨을 나타내었다. 산업별 분류에 의한 분석에서는 통계학적으로 의미 있는 결과를 얻지 못하였다.

I. 서 론

현금흐름이 투자행위에 미치는 영향에 관한 연구는 현금흐름이 투자에 미치는 영향을 대리인 문제와 연관하여 분석하기 위한 연구이다. 완전자본시장을 가정한 Miller and Modigliani(1958)의 세계에서는 기업차원에서 투자정책과 자금조달정책이 서로 독

* 인허대학교 경영학부 교수

** 인허대학교 경영학부 강사

*** 본 논문은 한국재무관리학회 2000년 추계학술발표회에서 발표되었으며, 본 논문에 대하여 유익한 조언을 해주신 토론자 이태희 교수, 익명의 두 심사위원, 그리고 학회에 참석하시어 토론해주신 분들께 감사료를 드립니다. 논문에 남아있는 오류는 저자들의 책임입니다.

립적이기에 경영자들은 순현가가 정(+)인 투자안(案)을 합리적으로 선택할 수 있으나 현실 세계에서는 정보의 비대칭으로 인하여 투자결정문제와 자금조달의 문제가 서로 자유롭지 못한 상태가 된다. 즉, 비대칭적인 정보(asymmetric information)하에서 Jensen and Meckling(1976)은 외부자금의 유입은 경영자 소유지분의 축소를 가져오고 경영자들은 자신들의 적은 소유지분으로 인하여 스스로 영업위험을 증가시키려는 유인문제(incentive problem)를 유발할 가능성을 지적하였다. 또한 Myers and Majluf(1984)는 유인문제보다는 경영자가 기업의 내부 전망에 대하여 투자자보다 정보확보에 우월적인 위치에 있기 때문에 발생하는 정보의 문제(information problem)를 오래 전에 지적하였다. 이러한 문제들은 결국 대리인 비용의 증대를 가져와 기업의 경영자들은 투자에 필요한 자금조달의 원천으로 외부자금조달보다는 내부자금조달을 선호하는 강한 동기부여를 받게 될 것이다. 따라서 정보의 비대칭 정도가 심한 기업일수록 기업의 내부자금선호도는 증대하게 되어 결국 유동성의 문제가 기업의 투자에 대한 가장 중요한 결정요인 중의 하나로 부각될 것이다.

따라서 본 연구의 목적은 비대칭적인 정보가 존재하는 현실적인 세계에서 기업의 유동성, 즉 현금흐름이 투자행위에 미치는 영향을 재벌집단의 기업과 비재벌집단의 기업으로 분류하여 분석하는데 있다. 우리 나라 대부분의 재벌집단 기업이 향유할 수 있는 여러 가지의 특권, 즉 제1금융권의 지분과 제2금융권의 소유에 의한 계열사에 대한 자금의 수혈을 받을 수 있을 뿐만 아니라 상호지급보증 등의 관행적인 혜택을 받을 수 있는 재벌집단의 기업과 이러한 혜택으로부터 제외된 비재벌기업을 분류하여 대리인 문제와 연관지어 이들 두 집단간에 유동성 즉, 현금흐름과 투자의 관계를 분석하고 비교한다.

본 연구는 기존의 선행연구에서 간과하고 있는 문제점을 아래와 같은 관점에서 보완하여 연구의 차별성을 가진다. 첫째, 기존의 선행연구들이 재벌기업의 범주를 주로 30대재벌로 한정²⁾하였지만 본 연구에서는 재벌계열기업을 규모별로 5대재벌기업, 10대재벌기업, 그리고 30대재벌기업으로 세분화³⁾하여 분석하였다. 둘째, 연구기간을 장세별

2) 진태홍(1999)의 연구는 재벌의 범주를 5대재벌로 한정하였다.

3) 좀더 세분화된 정교한 분석을 위해서는 재벌의 분류가 5대, 10대, 30대재벌보다는 5대재벌, 6~10대재벌, 11~30대 재벌로 분류함이 직접적인 비교의 의미가 있을 것이다. 그러나 후자의 분류에 의한 회귀분석의 결과가 전자의 분류에 의한 결과와 별다른 차이점을 보이지 않았다. 또한 연구기간 동안의 자료 중에서 6~10대재벌기업과 10~30대재벌기업의 업체수가 각각 9개에 불과(참조: <표 3-1>)하기 때문에 적은 업체수의 표본에 의한 통계적인 불안정을 극복하기 위하여 저자들은 혼재된 느낌이 있는 전자의 분류방식을 이용하여 간접적으로 이들 집단을 서로 비교하였다.

변화에 따라 주가상승기와 주가하락기로 나누어서 분석하였다. 이는 장세별 변화를 통하여 재벌·비재벌기업간의 현금흐름에 따른 투자행위의 차이점과 재벌집단간의 규모별 차이에 따른 투자행위의 변화를 분석하기 위한 시도이다. 셋째, 기존의 연구들에서 간과되었던 산업별 분석을 시도하였다. 이는 재벌·비재벌기업, 재벌의 규모별, 또는 장세별 분류에 의한 분석이 표본기업의 업종에 관계없이 행하여 진데 반하여, 재무구조가 유사한 동일산업내의 분석을 통하여 이들 집단간의 투자행위의 차별성을 비교해 보기 위한 것이다. 넷째, 투자함수의 설정에 있어서 기존의 선행연구들이 영업이익을 중시하는 변수들에 주로 의존하였는데 반하여 본 연구에서는 투자의 행위가 법인세공제후 순이익에 의해 많은 영향을 받는다는 가정 하에 모형을 설계한 점이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. I에서는 본 연구의 목적을 설명하였고, II에서는 기존연구의 검토로서 선행연구의 내용에 대하여 살펴보았다. III에서는 자료와 분석방법을 기술하였다. IV에서는 실증분석결과를 제시하고, V에서는 분석결과의 요약과 결론을 제시하였다.

II. 기존연구의 검토

비대칭적인 정보(asymmetric information)하에서의 정보문제나 유인문제를 기업차원에서 투자와 유동성의 문제를 연관시켜 진행된 기존의 연구는 아래와 같다.

Devereux and Schiantarelli(1990)는 영국의 제조기업을 대상으로 하여 기업의 현금흐름과 재무적인 요인이 투자에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석의 결과는 투자에 미치는 현금흐름의 영향이 소기업보다는 대기업에서 크게 나타났고 규모가 같은 경우는 상장기간이 짧은 기업일수록 투자에 대한 현금흐름이 민감하게 나타나는 경향을 보였다. 이는 규모가 큰 기업의 경우는 규모가 상대적으로 작은 기업에 비하여 소유구조가 잘 분산되어 있어서 정보의 불균형이 심하고 따라서 대리인 비용이 증가하는 경향이 있기 때문으로 결론지었다.

Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)은 상장된 일본의 제조업체들을 연구대상으로 하여 6년간의 자료를 이용하여 기업의 투자지출과 유동성의 관계를 연구하였다. 이들은 일본의 계열집단에 속한 기업(Keiretsu)의 경우 주거래은행(main bank)과 매우 밀접한 유대관계를 유지하고 많은 정보를 공유함으로써 정보의 불균형에서 오는 대리인 문제(agency problem)를 완화시킬 수 있다는 점에 착안하여 투자행위에 대한 유동성제약을 검증하였다. 연구결과는 계열기업에 속하는 집단의 기업인 경우에는 주거래

은행과 밀접한 관계를 유지함으로써 정보의 비대칭문제를 극복할 수 있으므로 독립기업과 비교하여 투자가 유동성에 민감하지 않은 반면에 독립기업군의 투자는 유동성에 매우 민감하다는 결론을 얻었다.

신동령(1992)은 우리 나라기업을 대상으로 하여 투자와 관련된 유동성의 문제를 연구하기 시작하였다는 점에서 그 의의가 크다. 그는 우리 나라의 상장기업을 Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)의 방법을 이용하여 재벌기업과 단독기업으로 나누어서 이 두 집단간의 현금흐름에 대한 투자의 민감도를 연구하였다. 연구결과는 단독기업일수록 정보불균형현상이 심하여 외부자금의 조달에 제약이 크기 때문에 이들 기업의 현금흐름수준은 투자지출에 매우 민감하다는 것이었다.

윤봉한(1994)도 우리 나라의 상장제조업체를 대상으로 투자지출이 유동성 수준에 의하여 영향받는 정도를 횡단면회귀분석을 통하여 비교하였다. 분석결과는 독립기업의 경우 예측과 달리 투자지출에 대한 현금흐름이 통계적으로 유의성이 있는 부(-)의 값을 얻음으로써 투자지출이 현금흐름의 크기에 의해 제약을 받는다는 사실을 입증하지 못하였고 기존의 신동령(1992)의 결과와 일치하지 않는 결론을 도출하였다.

박영석과 신현한(1998)은 투자와 현금흐름의 관계를 비교해 본 결과 재벌기업들의 투자가 독립기업들의 투자에 비해 현금흐름에 덜 민감하다는 사실을 실증분석을 통하여 검증함으로써 앞의 윤봉한(1994)의 결과와 다른 결론을 도출하고 있다. 또한, 이들은 유동성과 투자의 문제를 확장하여 재벌기업집단의 경우 투자는 스스로의 현금흐름 수준보다는 오히려 재벌기업집단의 같은 계열내의 다른 기업들의 현금흐름에 크게 영향을 받고 있다는 사실을 확인함으로써 재벌기업집단에 내부자본시장이 존재한다는 사실을 간접적으로 증명하였다.

진태홍(1999)은 연구대상을 5대 재벌로 한정하였고 표본을 상장기업뿐만 아니라 비상장기업까지를 포함하여 투자행위를 분석하였다. 분석결과 종속회사의 투자가 비종속회사에 비하여 계열회사 현금흐름에 보다 더 많은 영향을 받은 것으로 결론지었고 재벌기업의 투자활동은 기업 내부현금흐름이 부족할수록 계열사의 의존정도가 점점 증대한다는 사실을 확인하였다

Ⅲ. 실증분석

본 연구의 분석에 포함된 자료는 분석의 최초연도인 1986년부터 1995년 말까지 총10년간 연속적으로 상장되어있던 기업으로 한정하여 재벌의 사업영역이 차지하는 비중이

높은 제조업체와 도소매업 및 운수창고업을 표본의 대상으로 하였다. 자료는 연구기간 동안 통일된 일관성과 연속성이란 표본추출의 원칙에 따라 128개의 기업이 표본기업⁴⁾으로 선정되었다.

재벌과 비재벌의 분류와 재벌규모별 분류는 공정거래위원회가 지정한 기준과 매출액 순위의 2가지 기준을 적용하였다. 적용된 기준을 이용하여 재벌을 형성하는 계열사를 재벌집단의 기업으로 하였고 비재벌기업의 회사는 독립기업과 30대재벌에 들지 않는 소규모 기업집단의 계열기업을 비재벌기업의 범주에 포함시켰다.

장세별 분류는 한국종합주가지수의 움직임에 따라 1986년도부터 1989년까지와 2차 상승기에 해당하는 1993년도부터 1995년도까지를 통합하여 상승기(bull market period)로 분류하였고 1990년도부터 1992년도까지를 하락기(bear market period)로 구분하였다.

산업별 분류는 통계청이 분류한 한국표준산업분류기준을 원칙으로 하였고 그중에서도 중분류방식을 채택하였다. 산업별 분류에 의한 분석대상의 후보업종으로는 재벌과 비재벌에 속한 기업수가 양 집단간에 적정한 균형을 이루고 기업수도 정규분포(normal distribution)의 가정을 위협하지 않을 정도로 표본의 크기가 작지 않은 기업을 선정할 결과 음식료업과 조립금속업이 선택되었다. 조립금속업의 경우, 재벌집단기업이 우연히도 5대재벌기업으로만 구성되어 있고, 음식료업의 경우는 5대재벌을 제외한 30대재벌 집단의 기업으로만 구성되어 있어서 재벌기업과 비재벌기업의 직접적인 비교뿐만 아니라 두 업종에 있어서 5대재벌과 30대재벌의 투자행위를 간접적으로 비교해 볼 수 있게 되었다.

반응변수인 투자(INV)는 해당연도 대상 기업의 총 투자자산에 대한 규모효과(size effect)를 배제하기 위하여 표준화(normalize)한 투자를 의미한다. 즉, 해당 연도의 전년도 대비 총 고정 자산투자의 증감과 투자자산의 증·감액의 합계를 해당연도 전년도(t-1)의 자산총계를 이용하여 표준화 시켰다. 설명변수로서 현금흐름(CF)변수는 해당 연도의 법인세가 무시된 영업이익과 감가상각비의 합으로 계산하였으며 반응변수인 투자(INV)의 경우와 같은 방법으로 표준화 시켰다. 토빈의 q비율(QRATIO)은 이미 김우택 외 3인(1996)이 대응변수들의 신뢰성과 유용성에 대해 커다란 오류가 없다고 지적한 바⁵⁾ 본 연구에서는 q비율의 대응변수로서 주가의 시장가치(market value : M)와 장

4) 이러한 표본추출의 원칙 하에 금융업, 건설업, 법정관리업체, 인수 및 합병기업, 한계기업 및 신생기업 등은 표본기업에서 제외되었다. 또한 동일업종 3개미만의 소수상장사인 경우에도 제외되었다.

5) K. H. Chung and S. W. Pruitt(1994), pp.70-74. q비율산정의 제문제점(복잡성 및 정확성 등)에 대한 대안으로 거론된 대응변수 사용의 타당성에 대해 Chung and Pruitt(1994)는 q의 대응값이 q의 변동성을 96.6%이상 설명한다고 검증하여 대응변수의 유용성을 지적했다.

부가치(book value : B)를 대용(M/B비율)하였다. 매출액(SALES)변수⁶⁾는 매출액이 투자에 반영되는 시차를 고려하여 시차함수(lag function)을 사용하였다. 즉, 전년도(t-1)의 매출액과 전년도(t-1)의 재고자산의 증·감액을 합산하여 산정 하였으며 다른 변수에서와 같은 방식으로 표준화 시켰다. 자기자본 이익률(ROE)은 해당연도의 순이익을 기초와 기말 평균납입자본금으로 나누어 백분율로 표시한 값을 이용하였다.

본 연구는 현금흐름이 투자에 미치는 영향을 분석하는 것으로 투자를 설명하기 위하여 제시된 설명변수들 중에서 토빈의 q비율, 매출액, 자기자본 이익률을 통제변수(control variable)로 처리하여 문제를 단순화하였고 초점을 재벌기업과 비재벌기업과의 차이에 집중시켰다. 즉, 대리인 문제와 결부된 현금흐름과 투자에 관한 실증분석은 두 집단간의 차이를 분석하는데 있다. 이미 선행연구의 검토에서 살펴본 바와 같이 선행연구에서 서로 상반된 결론이 도출됨에 따라 보다 정교하고 세분화된 분석의 필요성이 제기되었으며, 또한 상호출자와 상호지급보증에 크게 의존해온 재벌의 대리인 문제는 비재벌기업의 경우와 다른 양상을 보일 것으로 예상되었다. 또한, 재벌총수의 의사결정에 따라 관련금융기관을 통한 직·간접의 금융지원이 가능한 재벌기업의 투자행위는 비재벌기업의 투자행위와 많은 차이점을 보일 것으로 생각된다. 같은 맥락에서 만일 재벌기업과 비재벌기업간에 투자행위의 차이점이 존재한다면 재벌집단의 기업 내에서도 규모별의 차이에 따라 대리인 문제에 따른 투자행위의 차이점이 존재하게 될 것이다. 따라서 본 연구에서는 재벌집단의 기업과 비재벌기업의 부표본(subsample)을 이용하여 다음의 귀무가설을 검정하도록 한다.

<가설 1> : 비재벌기업의 경우 재벌기업과 비교하여 현금흐름이 투자에 미치는 영향이 더 크다.

<가설 1>은 본 연구의 핵심가설이다. Hoshi, Kashyap, Scharfstein(1991)이 일본의 계열(Keretsu)을 대상으로 한 연구에서와 같이 계열(Keretsu)에 속한 기업의 경우는 집단내의 원활한 정보와 이에 바탕을 둔 자금의 교류로 인하여 대리인 문제를 경감시킬 수 있다는 결론을 도출한 바 있다. 같은 맥락에서 우리 나라 재벌의 특성상 내·외부환경 지배력이 강력하고 과거 정부의 성장전략이 재벌의 이해와 일치되었기 때문에 정부는 재벌의 후원자이며 배경세력이 되어왔다. 따라서 재벌집단내의 기업은 비재벌기업과 비교하여 상대적으로 대리인 문제의 발생가능성이 낮고 상대적으로 유동성 제약의

6) 투자함수에서의 생산량 변수는 Jorgenson(1971)이 "산출은 투자결정의 중요한 변수"라고 절대적인 중요성을 강조하여 신고전학파모형의 중요성을 재확인하였다.

조건으로부터 자유로울 수 있었으리라 사료된다. 그러므로 투자에 대한 유동성의 민감도가 재벌집단 기업의 경우는 비재벌기업에 비하여 덜 민감하리라는 결과를 예상할 수 있다. 만일 두 집단기업의 유동성 비교에서 재벌집단 기업의 투자에 대한 유동성의 민감도가 상대적으로 낮다면 이는 우리 나라에서, 재벌집단 기업의 경우는 비재벌기업에 비하여 정보의 비대칭문제가 완화되고, 재벌의 속성에 의해 유동성제약의 문제에 있어서도 어느 정도 자유로울 수 있다는 해석을 할 수 있을 것이다. 이 가설에 대한 분석을 구체화시켜 다시 어떤 시장상황에서, 그리고 어떤 산업에서 강·약이 있는지를 알아보기 위하여 장세별, 산업별로 분류하여 분석, 비교한다.

<가설 2> : 규모별 분류에 의한 재벌집단 기업끼리의 비교에서 상대적으로 규모가 작은 재벌기업은 규모가 큰 재벌기업에 비하여 현금흐름이 투자에 민감하다.

<가설 2>는 대리인 문제와 관련된 핵심가설을 재벌집단내의 문제로 한정하여 분석하기 위한 가설이다. 경제적인 집중도가 상대적으로 우월한 5대재벌집단 기업과 규모면에서 상대적으로 적은 규모의 집단 기업사이에서도 정보의 불균형으로 인한 대리인 문제를 예상할 수가 있고 이는 투자의 현금흐름에 대한 차이로 나타날 것이다. 우리 나라 선행연구의 결과가 서로 일관된 결론을 도출하지 못하고 있는데 이는 기존의 연구가 전체기간에 대한 분석으로 한정되어 장세별, 산업별 영향을 고려하지 않았다는 점에서 본 연구에서는 장세별, 산업별로 심화시켜 분석한다.

본 연구를 위하여 사용된 모형은 Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)이 이용한 투자의 기본모형⁷⁾에다 자기자본이익률이 투자에 밀접한 영향을 줄 수 있다는 가정⁸⁾에 근거하여 자기자본이익률을 설명변수에 추가한 모형을 이용하였다.

$$\text{모형} : INV = \alpha + \beta_1 CF + \beta_2 QRATIO + \beta_3 SALES_{(t-1)} + \beta_4 ROE + \varepsilon$$

여기에서, INV	: 투자
CF	: 현금흐름
QRATIO	: 토빈의 q 비율
SALES	: 매출액

7) 투자의 결정요소를 과거에 중심을 두는 신고전학과 투자모형과 토빈의 q 이론에 의거한 투자모형, 그리고 매출액 가속도 모형을 종합한 축약형 투자방정식을 의미한다.

8) 기본모형에서 현금흐름 변수가 법인세가 무시된 영업이익에 기초한 반면, 제(諸)법인세를 고려한 당기순이익에 근거한 자기자본이익률이 순현금흐름(net cash flow)의 의미를 내포하기에 변수로 설정하였다.

ROE : 자기자본이익률
 α : 절편
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: 회귀계수
 ϵ : error term (교란항 혹은 잔차항)
 $(t-1)$: lag function(시차함수)

<표 3-1>은 설명변수와 반응변수의 요약통계량을 예시하고 있다. 예시된 <표 3-1>에서 보는 바와 같이 연구기간동안 투자의 평균값은 비재벌에 비하여 재벌기업들의 경우 상대적으로 높게 나타났다. 재벌기업끼리 비교하여 보면 5대재벌기업의 평균값이 가장 크게 나타났으며(0.05402), 평균값의 크기는 재벌의 범주가 5대에서 10대, 그리고

<표 3-1> 요약통계량

비재벌기업						
	표본규모	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
INV	920	0.02683	0.02124	0.13470	-1.40946	2.25910
CF	920	0.10188	0.09104	0.07273	-0.08735	0.84887
QRATIO	920	5.27100	3.96000	6.50800	0.30000	102.000
SALES	920	1.01760	0.96620	0.52160	0.35000	11.4428
ROE	920	0.07020	0.07680	0.21301	-1.78000	1.50900
5대재벌기업						
	표본규모	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
INV	180	0.05402	0.03110	0.10286	-0.18680	0.72973
CF	180	0.08478	0.07990	0.05346	-0.03490	0.47789
QRATIO	180	4.78100	4.23000	2.97500	1.40000	27.3000
SALES	180	3.61200	1.18500	7.02500	0.18000	42.1120
ROE	180	0.08159	0.07005	0.09071	-0.56120	0.59460
10대재벌기업						
	표본규모	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
INV	270	0.04853	0.02992	0.09611	-0.18680	0.72973
CF	270	0.08276	0.07644	0.04855	-0.03490	0.47789
QRATIO	270	4.86900	4.05900	3.59100	0.79400	28.6000
SALES	270	2.93500	1.18100	5.92100	-0.20400	42.1120
ROE	270	0.15910	0.06920	1.60820	-6.00000	22.6700
30대재벌기업						
	표본규모	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
INV	360	0.04647	0.02800	0.09581	-0.18680	0.72973
CF	360	0.08154	0.07684	0.04528	-0.03629	0.04778
QRATIO	360	4.64100	4.00000	3.24300	0.79400	28.6000
SALES	360	2.50900	1.07700	5.21000	-0.20400	42.1120
ROE	360	0.13240	0.06290	1.39400	-6.00000	22.6700

주) INV : 투자, CF : 현금흐름, QRATIO : 토빈의 q비율,
 SALES : 매출액, ROE : 자기자본 이익률

30대 재별로 확대됨에 따라 오히려 감소함을 보이고 있다. 이는 현금흐름이 재벌의 규모가 확대됨에 따라 낮아짐을 의미하며 이러한 현상은 비재벌기업의 경우에 최저치를 나타내고 있다. 한편, 현금흐름의 경우에는 투자의 결과와는 다르게 재벌집단의 기업과 비재벌기업 사이에 다른 양상을 보이고 있다. 비재벌기업의 현금흐름의 평균은 0.10188로 재벌기업의 5대재벌기업(0.08478)이 10대재벌기업(0.08276)과 30대재벌기업의 평균(0.08154)보다 근소하지만 상대적으로 높은 수준을 보이고 있다. 그러나 비재벌기업의 현금흐름 평균의 표준편차(0.07273)는 각각 세분화된 재벌기업의 표준편차(0.05346, 0.04855, 0.04528)보다 상대적으로 커다란 값을 보여 비재벌기업의 경우 현금흐름의 값이 기업끼리 많은 차이가 있음을 보이고 있다. 통제변수인 토빈의 q비율(QRATIO)도 현금흐름(CF)과 같은 흐름을 보이고 있으나 매출액(SALES)과 자기자본이익률(ROE)는 토빈의 q비율과 다른 양상을 보여주고 있다.

IV. 실증분석결과

일반최소자승법(generalized least squares method)에 의거 추정된 회귀식 결과는 아래의 <표 4-1>, <표 4-2a>, <표 4-2b>, <표 4-3>, <표 4-4>에 정리되어 있다. 이 표들은 각각 전체기간의 회귀분석, 주가 상승기의 회귀분석, 주가 하락기의 회귀분석 및 산업별 구분에 의한 회귀분석 그리고 분석결과의 요약을 각각 예시한다.

1. 전체기간분석

우선, 예시된 <표 4-1>의 전체기간에 대한 재벌규모별 회귀분석결과는 <가설 1>에 서와 같이 5대재벌기업과 비재벌기업간에는 기업의 유동성수준이 기업의 투자에 미치는 영향이 서로 다르게 나타나 있다. 연구대상의 전체기간동안 비재벌기업의 경우 투자에 대한 유동성수준(CF=0.19800)은 5대재벌기업의 투자에 대한 유동성수준(CF=0.10200)에 비해 많은 차이를 보이고 있으며 통계적으로도 비재벌의 경우 1%수준에서 유의함을 보여주고 있다. 따라서 <가설 1>이 기각되는데 단지, 재벌기업의 범주를 5대재벌기업으로 한정하면, 비재벌기업의 경우 5대재벌기업에 비하여 투자에 대한 현금흐름이 민감함을 보이고 있어 5대재벌에 한하여 <가설 1>이 성립함을 보이고 있다. 이는 5대 재벌기업의 경우 재벌기업내의 금융기관을 통하여 또는 같은 재벌계열기업내의 다른 기업을 통한 상호보조 등과 같은 재벌계열기업내의 내부금융시장의 존재

<표 4-1> 재벌규모별 전체기간의 회귀분석결과

	비재벌기업	재벌기업		
		5대재벌기업	10대재벌기업	30대재벌기업
절편	-0.11420 (-0.99)	0.01350 (0.81)	0.00859 (0.67)	-0.00170 (-0.15)
CF	0.19800* ³ (2.92)	0.10200 (0.49)	0.37280* ³ (2.63)	0.44700* ³ (3.61)
QRATIO	0.00058 (0.86)	0.00429 (1.27)	0.00162 (0.88)	0.00220 (1.33)
SALES	0.01440* ¹ (1.68)	-0.00054 (-0.47)	0.00030 (0.32)	0.00044 (0.46)
ROE	0.00299 (0.13)	0.16310 (1.53)	0.00150 (0.43)	0.00160 (0.47)
Adj-R ²	1.4%	5.6%	3.5%	5.3%

주) ()는 t 값

*¹ 는 10%수준에서 통계적으로 유의함

*³ 는 1%수준에서 통계적으로 유의함

가능성을 예시하는 결과라고 생각된다. 뿐만 아니라, 현실세계의 정보 비대칭 문제와 관련하여 Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1991)이 보여준 바와 같이 계열기업(Keiretsu)은 이들과 밀접한 관계를 맺는 주거래은행간에 정보의 비대칭현상을 극복 할 수 있듯이 한국의 5대재벌기업에서도 같은 계열집단의 기업끼리는 정보의 비대칭현상을 완화할 수 있다고 해석할 수 있다.

2. 재벌 규모별 분석

재벌의 범주를 5대재벌의 기업으로 한정하지 않고 10대와 30대재벌로 확대하여 재벌기업과 비재벌기업간의 차이를 살펴보면, 회귀식의 결과(<표 4-1>)에서 투자에 대한 현금흐름의 민감한 순위는 30대재벌, 10대재벌, 5대재벌로 나타났으며 10대재벌과 30대재벌기업의 값은 1%수준에서 통계적으로도 유의한 값이다. 그러나 이들의 값은 통계적으로 유의한 값을 가지는 비재벌 기업의 현금흐름값(0.19800)보다도 오히려 크게 나타났다.

비재벌을 제외한 재벌규모별로 재벌집단간의 비교에서는 재벌의 규모가 작아짐에 따라 현금흐름이 투자에 대하여 더욱더 민감함을 보여주고 있으며 10대재벌과 30대재벌의 경우 통계적으로도 유의한 값을 가진다. 따라서 재벌집단 규모별 분석에서는 <가설

2>가 받아 들여(accept H_2)진다. 그러나 이들 재벌집단의 기업을 비재벌기업들과 비교하여 보면 재벌집단에 속한 기업들의 투자가 현금흐름에 대하여 더 민감하게 나타났다. 따라서 재벌의 범주를 규모에 따라 확대하여 분석한 결과 재벌의 규모가 작은 기업들은 재벌의 규모가 큰 기업들에 비하여 투자에 대하여 유동성의 제약조건에 놓이게 된다. 이런 관점에서는 박영석과 신현한(1998)의 연구결과와 일치한다. 다만, 본 연구에서는 투자에 대한 현금흐름과 투자행위가 서로 정(+)의 함수관계를 유지한다는 점에서 투자와 현금흐름이 부(-)의 관계를 나타내는 선행적인 박영석과 신현한(1998)의 연구결과와 차이점을 보이고 있다. 한편, 현금흐름의 추정치는 5대재벌을 제외하고 모두 1%수준(99% 신뢰수준)에서 통계적으로 유의하다.

3. 장세별 분석

재벌기업과 비재벌기업에 있어서 유동성수준이 투자에 미치는 영향이 다르다면 기존의 선행적인 연구에서와 같이 전체기간을 하나의 기간으로 묶어서 시행하는 횡단면 분석은 물론이고 투자에 많은 영향을 주리라 예상되는 주식시장의 장세별 변화에서도 동일한 결과를 보일 것이라 예상된다. 따라서 이들 집단을 장세별로 분류하여 투자행위의 차이를 살펴보고자 한다.

1) 추가상승기(bull market period)

<표 4-2a>에 예시된 바와 같이 주가가 상승하는 기간동안 재벌집단의 기업을 규모별로 비교하여 보면 30대재벌기업, 10대재벌기업, 5대재벌기업의 순서대로 투자에 대한 유동성이 민감함을 보이고 있고 10대재벌기업의 추정치(0.37640)와 30대재벌기업의 추정치(0.42740)는 1%수준에서 통계적으로 유의함을 보이고 있다. 그러나 예상과는 달리, 비록 추정치는 비재벌의 경우 통계적으로 유의하지는 않았지만 비재벌의 현금흐름이 오히려 5대와 10대 및 30대재벌의 모든 재벌집단의 기업보다도 둔감하게 나타나 <가설 1>이 기각되었다. 한편, 재벌집단의 기업끼리 규모별로 비교해 보면 투자행위에 있어서 현금흐름의 민감도가 30대 재벌에서 가장 민감하게 나타났으며, 10대재벌, 그리고 5대재벌집단의 기업의 순서로 민감도가 둔화되었다. 따라서 <가설 2>를 기각할 수 없는데 이는 아마도 재벌의 특성에서 그 해답을 찾을 수 있을 것 같다. 과거 재벌의 순위가 이익우선 보다는 외형위주로 평가되었고 시장참여의 관점에서는 외형위주의 성장추구에 의한 규모의 경제, 다각화, 그리고 시장의 선점효과를 기대할 수 있었다.

<표 4-2a> 재벌규모별 주가상승기의 회귀분석결과

	비재벌기업	재벌기업		
		5대재벌기업	10대재벌기업	30대재벌기업
절편	-0.00810	0.02798	0.01774	0.00284
CF	(-0.57)	(1.35)	(1.13)	(0.21)
QRATIO	0.13670	0.07900	0.37640* ³	0.42740* ³
	(1.63)	(0.29)	(2.23)	(2.99)
SALES	0.00062	0.00405	0.00146	0.00240
	(0.83)	(0.97)	(0.68)	(1.30)
ROE	0.01580	-0.00130	-0.00038	-0.00005
	(1.58)	(-0.89)	(-0.30)	(-0.05)
	0.00460	0.16100	0.00114	0.00143
	(0.17)	(0.96)	(0.30)	(0.39)
Adj-R ²	0.6%	4.3%	3.5%	5.7%

주) ()는 t 값

*³는 1%수준에서 통계적으로 유의함

따라서 재벌들은 기업의 전략적인 차원에서 외형위주의 성장을 추구하였고 이러한 성장전략은 투자의 확대에 의한 절대적인 투자자금의 부족현상에 직면할 수밖에 없었는데 이들 중에서도 규모가 큰 재벌들은 집단내 기업끼리의 상호지급보증 등의 형태와 집단소유의 금융기관을 통하여 자금부족의 문제를 어느 정도 완화할 수 있었을 것이라고 생각된다. 따라서 규모가 작은 재벌일수록 투자가 현금흐름에 더욱 민감할 수 있었을 것이다. 이러한 해석의 증거로 연구기간동안 규모가 작은 집단의 부채비율이 규모가 큰 집단의 부채비율보다 상당히 높은 수준의 부채비율을 유지⁹⁾하고 있었다는 점이다. 이런 높은 부채비율로 인하여 재벌기업들의 경우 유동성에 민감할 수밖에 없는 상황이고 이런 현상은 5대 재벌보다는 10대재벌, 그리고 10대보다는 30대재벌에서 심화되었다는 해석이다. 결론적으로 주가상승기의 회귀분석결과는 <가설 1>을 뒷받침(support)하지 못하고 있다. 한편, 모형의 설득력은 각각 5.7%, 3.5%, 4.3%를 나타내어 대체적으로 설득력이 낮음을 보이고 있다.

9) 일례로 연구대상기간인 1994년도의 경우 한라, 진로, 삼미등의 재벌은 각각 3922.59%, 1591.76%, 3199.58%의 부채비율을 유지하였고, 이는 동년도 5대재벌기업집단의 400% 미만의 부채비율과 현저한 대비를 이루고 있다.

2) 주가 하락기(bear market period)

<표 4-2b> 재벌규모별 주가하락기의 회귀분석결과

	비재벌기업	재벌기업		
		5대재벌기업	10대재벌기업	30대재벌기업
절편	-0.02044 (-0.93)	-0.00610 (-0.17)	0.02213 (0.78)	0.00860 (0.29)
CF	0.40000* ³ (3.56)	0.37650 (1.28)	0.35730 (1.29)	0.45400 (1.65)
QRATIO	-0.00010 (-0.04)	-0.00190 (-0.28)	-0.00810 (-1.37)	-0.00520 (-0.85)
SALES	0.01037 (0.56)	0.00219 (1.45)	0.00180 (1.15)	0.00136 (0.80)
ROE	0.00291 (0.07)	0.04940 (0.49)	0.12110 (1.18)	0.15720 (1.50)
Adj-R ²	4.7%	0.1%	2.9%	3.0%

주) ()는 t 값

*³는 1%수준에서 통계적으로 유의함

위의 <표 4-2b>에서 제시하는 바와 같이 주가 하락기의 회귀분석 결과는 상승장세의 현상과 다르게 나타난다. 우선 결론부터 도출하면 <가설 1>과 <가설 2>가 모두 기각된다. 이 시기의 전반적인 특징은 상승장세와 달리 비재벌기업과 재벌집단의 기업모두가 동일하게 투자에 대해 절대적으로 높은 민감한 반응을 보인다는 사실이며 민감한 정도의 차이가 집단의 기업간에 별로 없는 것을 보이고 있다. 이는 재벌과 비재벌의 모든 기업에서 투자에 대한 성향은 주식시장의 하락으로 인하여 자금조달의 제약에 따라 보수적인 자금의 운영에서 비롯되었다고 추측된다. 즉, 기업의 의사결정권자들은 하락장세가 주는 의미를 미래의 불경기에 대한 신호를 받아들여 투자로 인한 위험을 회피(risk averse)하고자 한층 보수적인 의사결정을 견지하게 되는데 이러한 결과를 반영한 때문이라고 생각되어 진다. 하락기의 회귀분석 결과는 재벌과 비재벌이라는 두 집단의 기업뿐만 아니라 규모별로 세분화된 재벌의 집단간에서도 유동성의 수준이 투자에 대하여 매우 안정적으로 움직임을 보이고 있다. <표 4-2a>의 재벌규모별 상승기의 회귀분석결과와 비교하여 나타나는 차이점은 10대재벌기업과 30대재벌기업에서는 상승·하락기 동안 유동성수준의 변화가 매우 비탄력적인데 반하여 5대재벌기업에서는 유동성수준의 변화가 매우 탄력적으로 움직이고 있음을 관찰할 수 있다. 이는 상승기 동안 유망한 투자 안에 대해 막강한 자금을 동원하여 활동적인 투자행위를 하는 5대재벌기

업의 경우라도 하락기 동안에는 10대와 30대재벌과 같은 유형으로 유동성의 수준이 투자에 대해 매우 민감함을 보여준다는 점이다.

결론적으로 장세별 변화에 따른 분석에서 주가의 상승기 동안에는 10대재벌과 30대재벌의 경우는 유동성의 수준에 투자에 관하여 일관성 있는 수준을 유지하나 하락기 동안에는 재벌과 비재벌을 막론하고 심한 유동성의 제약을 가지며 유동성의 민감한 정도는 재벌과 비재벌 모두 비슷하게 나타나 <가설 1>과 <가설 2> 모두를 기각한다.

4. 산업별 분석

산업별 분류에 의한 회귀분석결과는 <표 4-3>에 예시되어 있다. 산업별 분류는 이미 언급된 바와 같이 설정한 분류기준에 의하여 음식료업과 조립금속업에 대해서 재벌기업과 비재벌기업으로 나누어 분석하였다. 산업별 분석에서는 먼저 음식료업의 경우, 현금흐름은 재벌과 비재벌기업이 각각 1%와 5%에서 통계적으로 유의한 값을 보이며 재벌기업이 투자에 대해서 더 민감함을 보인다. 이는 제한된 표본을 이용한 결과이지만 범위를 확대하여 5대재벌기업과 비재벌기업과의 비교로 간주하여도 대표성 문제에 큰 지장이 없다고 여겨지며 결론적으로 <가설 1>을 기각한다. 한편, 조립금속의 경우도 음식료업의 경우와 마찬가지로 별 특이성을 보이지 않지만 재벌기업의 현금흐름의

<표 4-3> 산업별 회귀분석결과

	음식료업		조립금속	
	재벌기업	비재벌기업	재벌기업	비재벌기업
절편	-0.00640 (-0.33)	0.00370 (0.13)	-0.00640 (-0.33)	-0.00020 (-0.00)
CF	0.51100* ³ (2.90)	0.43400* ² (1.73)	0.51100 (2.90)	0.12700 (0.59)
QRATIO	-0.00066 (-0.39)	-0.00206 (-0.68)	0.51100 (-0.39)	0.00160 (0.54)
SALES	-0.00110 (-0.07)	-0.00790 (-0.38)	-0.00066 (-0.07)	0.01000 (0.42)
ROE	0.00099 (0.27)	0.01350 (0.42)	-0.00099 (0.27)	0.06900 (0.50)
Adj-R ²	3.7%	0.9%	3.7%	0.1%

주) ()는 t 값

*² 는 5%수준에서 통계적으로 유의함

*³ 는 1%수준에서 통계적으로 유의함

추정치(0.51100)와 비재벌기업의 현금흐름의 추정치는(0.12700)는 통계적으로 유의하지는 않지만 민감도에 있어서 상당한 차이를 보이고 있다. 이는 산업분류기준에 의한 표본의 분류에서 조립금속업종에 초기의 많은 투자비용이 소용되는 삼성전자, LG전자, 현대자동차등의 기업이 조립금속업종에 포함된 데 이유가 있다고 추측되며 역시 <가설 1>을 기각하게 된다.

결론적으로 분석의 결과를 종합하여 보면 아래에 제시된 <표 4-4> 분석결과의 요약과 같다. 우선 상장기업의 투자에 있어서 재벌기업과 비재벌기업간의 유동성의 제약에서 오는 차이는 상반되는 결과를 보이고 있다. 우선 재벌기업과 비재벌기업을 비교하는 <가설 1>은 재벌의 범주를 5대재벌로 한정하였을 때 한하여 제한적인 상태에서만 성립되기 때문에 <가설 1>은 기각된다. 그러나 재벌의 규모별 분류에서는 <가설 2>가 받아들여(accept) 진다. 그러나 가설의 범위를 <가설 1>과 같이 재벌과 비재벌의 범위로 확대하면 이것 역시 기각되게 된다. 상세별 분류에서도 원칙적으로 <가설 1>은 기각되며 주가의 하락기나 산업별 분류에서도 <가설 1>은 기각된다.

<표 4-4> 분석결과의 요약

	분 류			
	비재벌기업	재 벌 기 업		
		5대재벌기업	10대재벌기업	30대재벌기업
전체의 기간	<H1>			
재벌규모별분류			<H2>* ¹	
주가의 상승기			<H2>* ²	
주가의 하락기				
산업별 분류				

주) 1) <H1>, <H2>는 각각 <가설 1>, <가설 2>이 받아들여짐(accept)을 의미한다.

2) *¹는 재벌기업끼리의 비교에서만 제한적으로 유효하다.

3) *²는 재벌기업끼리의 비교에서만 제한적으로 유효하다.

따라서<H1>은 기각됨.

V. 요약 및 결론

본 연구는 시장의 불완전성으로 인하여 정보와 유인의 문제가 존재할 때 대리인들은 자금조달에 있어서 내부자금을 선호하는 경향을 가질 것이라는 이론적인 전제하에 이러한 경향이 재벌과 비재벌이라는 두개의 집단간에 어떠한 차이가 있는가를 결산공시 자료를 이용하여 분석하였다. 우선 재벌의 범주를 특정집단에 한정하지 않고 5대, 10대, 30대 재벌로 세분화하여 재벌과 비재벌의 관계는 물론이고 재벌의 규모별 차이에 따른

비교도 시도하였다. 또한 경기의 변동에 따른 상황을 분석하기 위하여 장세별 분석을 시도함으로써 기존연구에서 간과되었던 좀더 세부적인 분석을 시도하였다. 마지막으로 산업별 특성유무를 확인하기 위하여 산업별 분류에 의한 분석을 추가하였다. 다음은 분석에 대한 요약 및 결론이다.

첫째, 전체기간에 대한 회귀분석에서 재벌의 범주를 5대재벌로 한정하였을 때, 비재벌기업들은 투자결정에 있어서 재벌의 기업보다 민감하다. 이런 결론은 대리이론의 관점에서 비재벌기업의 경우 정보의 불균형이 재벌기업에 비하여 더욱 심화되어 비재벌기업 일수록 투자에 대한 현금흐름이 민감하다는 이론과 일치하였고 선행연구인 신동령(1992)과 진태홍(1999)의 결과와 일치하였다. 이는 우리 나라의 현실에서 비재벌기업들의 경우에는 재벌집단의 기업과 비교하여 심화된 정보의 불균형으로 인하여 투자자금의 재원을 외부자금으로 조달하는 것이 용이하지 않기 때문에 투자가 현금흐름수준에 의해 큰 영향을 받게 됨을 시사한다. 이와는 반대로 재벌계열기업의 경우 상호지급보증과 상호출자로 인하여 비대칭적인 정보를 완화시킬 수 있을 뿐만 아니라 특히 5대재벌의 경우는 이들이 소유한 여러 형태의 금융기관을 통하여 직·간접적인 자금의 지원이 가능했으리라 생각된다. 그러나 재벌의 범주를 넓혔을 때 우리의 예상과 달리 재벌기업의 현금흐름이 오히려 비재벌기업의 현금흐름보다 민감하게 반응하는 것은 재벌의 역사성과 관련이 깊다고 생각된다. 과거정부가 주도한 경제개발우선주의 정책은 재벌이라는 대규모기업집단의 형성과 성장을 도왔고 이러한 배경 하에서 재벌들은 최근까지 외적성장에만 주력해 왔기 때문에 우리 나라 대부분의 재벌들이 전략적인 차원에서 몸집을 부풀리기 위해서는 기업규모의 확대전략을 추구하지 않을 수 없었고 이에 따른 절대적인 투자재원의 부족은 만성적인 부채의 증가라는 결과를 가져온 것이라고 볼 수 있다. 즉 이러한 자금의 부족현상은 규모가 적은 재벌의 경우에 더욱 심화되는 현상을 보이고 있는데 반하여 비재벌기업의 경우는 성장전략의 관점에서 재벌기업과는 동기부여가 다르고 금융환경이 또한 자구적인 입장에 처해 있던 것으로 해석된다.

둘째, 재벌규모별 분석에서는 재벌집단기업 중에서 규모가 작은 집단의 재벌이 규모가 큰 집단의 재벌기업과 비교하여 유동성 수준이 투자에 미치는 영향이 크다는 사실이 도출되었다. 이는 재벌집단의 기업이라도 재벌집단을 규모별로 차별화 시켰을 때 이들의 기업간에도 투자에 대한 유동성의 민감도에 차이가 있음을 보여주는 것이다. 이는 상대적으로 작은 규모의 재벌기업이 큰 규모의 재벌기업보다 높은 부채비율을 유지한 결과라고 여겨진다.

셋째, 주식시장의 장세별 분석에서는 재벌기업과 비교해 볼 때 비재벌기업의 경우 유동성제약이라는 현상이 심하다는 결론을 얻지 못하였는데 이 점은 윤봉한(1994)의 결과와 일치하는 것이다. 또한 주가의 상승기에 한하여 재벌집단끼리 비교하였을 경우 현금흐름은 30대재벌, 10대재벌, 5대재벌의 순서로 민감함을 보였다. 이는 재벌집단끼리의 비교에서만 제한적으로 규모가 작은 집단의 재벌이 규모가 큰 집단의 재벌기업에 비하여 유동성 수준이 투자지출에 더 큰 영향을 주는 것으로 주가상승기에는 규모가 클수록 자금조달능력이 확대되는 것으로 이해된다.

넷째, 산업별 분류에서는 의미를 부여할 수 있는 표본추출을 위하여 음식료업과 조립금속업의 표본이 하위표본으로 이용되었는데 음식료업의 경우 재벌기업과 비재벌기업간에 별다른 차이점을 발견할 수 없었다. 그러나 조립금속업의 경우에는 통계적으로 유의하지는 않았지만 재벌기업의 현금흐름이 비재벌기업의 현금흐름보다 민감함을 보여 의미 있는 통일된 결론을 얻지 못하였다.

결론적으로 재벌규모별, 장세별, 산업별로 나누어 분석한 결과 비재벌기업의 경우 재벌기업과 비교하여 기업내의 현금흐름이 투자에 미치는 투자민감도가 더 높다는 결론을 도출하지 못하였다. 한편 본 연구와 관련된 향후과제는 다음과 같다. 방법론적인 문제로서 본 연구에서는 토빈의 q비율을 계산함에 있어서 복잡한 방식보다는 단순한 대응변수(M/B비율)를 사용하였다. 좀더 정교한 토빈의 q비율을 직접 계산하는 방법은 향후과제로 남는다. 또한, 본 연구에서는 과거 10년(1986~1995)간의 자료를 이용하였으나 더 오랜 기간의 과거자료를 활용하게 되면 더욱 분명한 해석이 가능할 것이라는 가능성이 남아 있다. 더욱이 1997년도 연말에 경험한 우리 나라의 외환위기는 기업재무의 차원에서 매우 급격한 환경변화이었음에 비추어 그 이후의 자료를 배제하였으나 외환위기 이전의 자료와 이후의 자료를 분리하여 그 결과를 서로 비교하는 연구는 본 연구의 향후과제로 남는다.

참 고 문 헌

- 김우택, 장대홍, 김경수, 박상수, “토빈 Q와 대체적 성과측정 변수와의 관계”, 재무관리 연구, 13권 제1호, 1996, 185-202.
- 박영석, 신현한, “기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정”, 재무연구, 제1호, (1998. 11), 1-21.
- 신동령, “한국 제조기업의 재무구조 결정요인에 관한 연구”, 경영학연구, 제30호, 한국 경영학회, (1992. 11), 131-151.
- 신민식, “우리 나라 상장기업의 자본구조 결정요인에 대한 연구”, 재무관리연구, 제6권 제2호 (1989. 12), 33-70.
- 윤봉한, “우리 나라 제조업의 자본구조결정요인에 대한 실증적 연구”, 신평저널, (1989. 봄호), 38-53.
- 윤봉한, “기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구”, 재무연구, 제7호, (1994. 2), 57-80.
- 이우관, “일본의 주거대출은행제도와 기업의 효율성”, 한국경제연구원, (1995. 3).
- 임태순, “한국재벌상장기업의 유동성과 투자행위에 관한 연구”, 인하대학교 대학원 경영학박사학위논문, (2000. 8).
- 전용수, 임태순, “5대 재벌군의 투자행위와 유동성 : 상장기업을 중심으로”, 경상논집 제 13집 제2호, 인하대학교 산업경제연구소, (1999. 12), 69-84.
- 진태홍, “일본기업집단의 금융구조”, 한국경제연구원, 1993.
- 진태홍, “일본기업집단의 상호주식보유와 경제적 의미”, 재무관리연구, 제10권 제1호, (1993. 6), 161-180.
- 진태홍, “불황과 기업의 투자활동”, 증권·금융연구, 제4권 제2호, (1998. 12), 129-141.
- 진태홍, “내부금융시장과 기업의 투자행동 : 5대 재벌을 중심으로”, 재무관리연구, 제16권 제1호, 1999.6, 115-127.
- Aoki, Masahiko, *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University press, Cambridge, 1988.
- Chirinko, Robert, “Tobin’s Q and Financial Policy,” *Journal of Monetary Economics*, XIX, 1987, 69-87.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt, “A simple approximation of Tobin’s q,” *Financial Management*, 23, 1994, 70-74.

- Devereux, M. and F. Schiantarelli, "Investment, Financial Factors and Cash Flow : Evidence from U. K. Panel Data," in *Asymmetric Information Corporate Finance and Investment*, in R. G. Hubbard editor, Chicago : University of Chicago Press, 1990, 279-306.
- Fama, Eugene F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 1980, 134-145.
- Genay, Hesna, "Japan's corporate groups," Economic Perspectives : A review from the Federal Reserve Bank of Chicago, (January/February, 1991), 20-30.
- Hodder, James E. and Tschoegl, Adrian E., "Some Aspects of Japanese Corporate Finance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, (June 1985), 173-191.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese industrial groups," *The Quarterly Journal of Economics*, (February 1991). 33-60.
- Jorgenson, Dale, "Econometric Studies of Investment Behavior : A Review," *Journal of Economic Literature*, IX, 1971, 1111-1147.
- Lamont, Owen, "Cash flow and Investment : Evidence from internal capital markets," *Journal of finance*, 52, 1997, 83-109.
- Leland, Hayne E. and David H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 32, (May 1977), 737-748.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, (June, 1958), 261-297.
- Nakatani, Iwao. "The Economic Role of Financial corporate Groups," In the *Economic Analysis of the Japanese Firm*, 227-264. edited by Aoki, Masahiko, Amsterdam : North-Holland. 1984.
- Shin, Hyun-Han and Ren Stulz, "Are internal capital markets efficient?," *Quarterly Journal of Financial Economics*, 40, 1996, 3-29.
- Tobin J., "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, 1969, 15-29.