

유동성 제약이 투자지출에 미치는 영향: 가족기업과 비가족기업의 실증 비교

김충환*

¹공주대학교 산업과학대학

The impact of liquidity constraints on investment expenditures: Evidences from family and non-family firms

Choong-hwan Kim^{1*}

¹College of Industrial Science, Kongju National University

요약 본 연구는 유동성 제약이 가족기업과 비가족기업의 투자 지출에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 실증분석하였다. 가족기업은 위험회피성향이 크고 기업의 성과와 명성을 중시하여 대리인 비용이 적을 것으로 예상되어 현금흐름이나 유동성 제약이 투자에 미치는 영향이 작을 것으로 기대 되었다. 유동성 제약이 기업 투자지출에 가족기업과 비가족기업이라는 지배구조 형태 별로 어떻게 달리 영향을 미치는가를 분석하기 위하여, 644 개의 한국거래소 상장기업에 대하여 2000년부터 2010년 까지 기업 재무 데이터를 사용하여 시계열 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 분석결과, 가족기업에서 현금흐름변수는 투자지출에 영향을 미치지 못한 반면, 비가족기업에서는 현금흐름 변수가 매우 민감하게 양의 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 현금흐름이 감소하여 유동성 제약에 직면하면 대리인 문제가 큰 비가족기업의 경우 투자는 크게 감소하나, 대리인 문제가 크지 않은 가족기업에서는 투자지출이 유동성 제약에 영향을 받지 않는다는 것을 시사한다. 이러한 연구로부터의 의의는 현금흐름에 대한 투자의 민감도가 기업의 유동성 제약 여부를 나타내는 유용한 지표가 될 수 있다는 점이다.

Abstract This paper investigates the impact of liquidity constraints on investment expenditures of family and non-family firms. We analyze the ownership structure of family firms to determine whether family control alleviates or exacerbates investment-cash flow sensitivity in domestic firms. To examine the impact of liquidity constraints on investment expenditures of family and non-family firms, we used a financial data of 644 Korea Exchange traded companies over the 2000 - 2010 period. We estimated a time-series and cross-sectional regression model, using samples of family firms and non-family firms. The results show that cash flow is not associated with investment expenditure in family firms, whereas cash flow has a positive impact on investment in non-family firms. Our results show that lower or no investment-cash flow sensitivities in family-controlled firms are mainly attributable to lower agency costs through strong monitoring activities of family members. Higher investment-cash flow sensitivities are observed in non-family firms with more agency problems. This suggests that investment-cash flow sensitivities would be useful measures of liquidity constraints.

Key Words : Cash flow sensitivity, Liquidity constraints, Investment policy, Family firms, Agency costs

1. 서론

우리나라를 비롯한 동아시아 국가들은 외환위기를 겪

으면서 기업 지배구조의 문제가 경제위기의 주요 원인으로 작용하였다는 평가가 크게 부각되어 왔다. 그리고 동아시아 국가의 지배구조 문제 중심에는 많은 기업들이

*Corresponding Author : Choong-hwan Kim (Kongju National University)

Tel: +82-41-330-1011 email: chkim@kongju.ac.kr

Received November 16, 2012

Revised (1st November 28, 2012, 2nd January 3, 2013)

Accepted February 6, 2013

특정 가족 소속의 구성원들에 의해 독점적으로 지배되고 있으면서, 경영자가 주주의 이익에 반하는 행동을 한다는 전통적인 대리인 문제의 범위가 지배대주주인 경영자가 소액주주나 외부투자자들의 이익을 침해한다는 경영자 침해가설로 이동한다.

그러나 한편으로는 이러한 가족기업에서는 경영자의 기업의 지배대주주인 특정 가족의 일원이므로, 경영자와 대주주는 기업의 장기적 존속과 성장을 목표로 한다는 점에서 이해가 일치되어, 전통적인 대리인 비용이 훨씬 적을 수 있다는 이해일치 가설이 주장되기도 한다.

이에 따라 우리나라 기업의 약 33%에 해당하는 가족 기업들에 대해 이해일치 가설의 긍정적인 측면과 경영자 침해 가설의 부정적 측면에 대한 학문적 검증의 필요성이 크게 요구된다고 할 수 있다.

본 연구는 국내의 기존 연구들과 차별되게, 독특한 지배구조 형태를 지닌 가족기업에서의 투자지출과 유동성 제약 문제를 다루면서, 가족기업의 긍정적 측면과 부정적 측면에 대해 실증적인 검증을 시도한다.

경제 침체기에는 어느 때 보다도 기업들에게 투자확대와 고용증대를 적극 추진해줄 것을 기대하고 있으나 불완전한 자본시장과 유동성 제약 등으로 인하여 실행이 지연되고 있는 경우가 많다. 기업의 투자지출을 결정하는 유동성 요인들에 대해 기존연구들은 부채비율, 토빈 Q, 매출액 등을 열거하고 있으나 Cleary et al. [5], 최근 들어서는 기업의 소유구조가 투자의 주요 결정 요인으로 확인되었으며 Fahlenbrach [7], 소유구조에 따라 현금흐름 변동에 대한 투자의 민감도 차이가 발생한다는 것이 입증되었다 Pindado et al. [14]. 현실적으로 자본시장은 불완전하기 때문에 기업의 현금흐름 또는 유동성 제약이 투자지출에 영향을 미친다고 알려져 있다.

대리인비용 문제나 정보비대칭 문제로 야기되는 자본시장의 불완전성으로 인해, 투자지출은 기업의 투자기회 및 성장성 뿐만 아니라 내부창출 자금 또는 외부자금 등을 조달 할 수 있는 기업의 능력에 좌우된다고 한다. 대리인 비용이나 정보비대칭 비용이 큰 기업은 내부창출자금이 부족한 경우 외부자본시장에서 조달비용이 높아 유동성 제약이 클 것이므로 투자지출을 크게 줄이고 역으로 내부창출 자금이 큰 경우 지배대주주의 사적이익추구 유인이 크므로 투자지출을 크게 늘릴 것으로 추론한다. Fazzari et al. [8] 가 최초로 투자지출과 현금흐름 사이에 매우 유의적인 양의 상관관계를 발견한 이래, 소유집중도 또는 대주주지분율과 같은 소유구조변수들도 투자지출에 영향을 주는 것으로 보고되고 있다.

Hadlock [9] 는 투자지출의 현금흐름 민감도는 경영자와 투자자의 이해가 일치되어 대리인 비용이 감소되는

경우에는 내부소유구조에 의해 축소 내지 완화될 수 있다고 한다. Wei and Zhang [17]도 동아시아 국가 소속 기업들을 대상으로 소유집중도가 투자와 현금흐름사이의 관계, 즉 민감도에 영향을 준다고 주장한다.

국내 연구로, 임병균, 손판도, 감동석 [1]은 재무제약 기업이 재무비제약 기업보다 현금보유를 많이 하고 있으나, 현금보유량이 많아도 직접적으로 투자증가로 이어지지 않았다고 보고한다. 태정현 [2]는 현금보유기준에 의해 분류된 재무제약기업에서 투자-현금흐름 민감도는 낮게 나타났다고 보고한다.

본고에서는 기존 연구들과는 차별성 있게, 표본을 가족기업과 비가족기업으로 분류하고, 가족기업의 독특한 특성상 가족지배 대주주의 존재에도 불구하고 대리인 비용이 완화되므로 가족기업의 현금흐름에 대한 투자지출의 민감도가 비가족기업에 비해 완화될 수 있다는 가설 하에 실증 분석을 진행한다. 가족기업은 일반 대규모 주식보유자인 기관투자자들과 달리, 세대를 이어가는 장기 투자와 가족 및 기업의 명성을 동일시하는 인식, 분산도가 매우 낮은 대규모 기업 포트폴리오 투자로 인한 위험 회피 성향 등으로 대리인 비용이 매우 적을 것으로 예상되므로 투자지출의 현금흐름 민감도는 비가족기업에 비해 작을 것으로 기대된다.

본 연구의 차별성은, 기업의 유동성 제약과 투자의 현금흐름 민감도 사이의 관계에 대한 실증적 분석을 통해, 기업 투자의 결정요인으로 부채비율, 토빈 Q, 매출액 등과 같은 기존 분석결과에 더하여 유동성 제약을 또 하나의 중요한 요인으로 제시한다는 점에 있다.

특히 우리나라 상당수의 기업이 가족 중심으로 소유와 지배가 이루어지는 가족기업이고, 이들은 비가족기업과 다른 대리인 문제에 처할 수 있다고 가정하면, 유동성 제약이 기업투자에 미치는 영향은 가족기업과 비가족기업에 차등되어 나타날 수 있다. 본 연구가 이러한 문제에 대해 실증 분석을 시도한 것은 국내외 기존 연구들에 대해서 가장 중요한 차별성을 지닌다. 그리고 기업 투자 과정에서 가족의 역할이나, 기업투자와 유동성 제약 사이의 관계 분석에서 가족 소유지분의 역할에 대한 실증분석은 본 연구가 최초의 시도라는 점에서도 그 의의는 매우 크다고 할 수 있다.

기업에 지배가족이 존재하는가 여부에 따라 투자의 현금흐름 민감도가 완화될 수 있다는 것은 가족소유구조를 기업의 투자결정요인의 하나로 확인한다는 점에서 의미가 매우 크다.

원래 재무적 제약은 기업이 투자수행에 필요한 자금 조달이 제약된다는 의미로서 기업 내부에 갖고 있는 자금, 즉, 현금흐름이 가장 중요하고, 다음으로 부족하면 외

부에서 은행 차입 또는 채권 발행 등으로 조달하는데, 이 경우 높은 차입비용을 지불한다. 투자 대비 내부 현금흐름이 부족하면 재무적 제약에 처해 외부차입에 의존하게 되고, 투자 대비 내부 현금흐름이 많으면 상대적으로 재무적 제약이 덜 하다고 할 수 있다. 기존 문헌에서의 재무적 제약이란 표현은 광의로 해석될 수 있으므로, 본 연구에서는 현금흐름 제약에 근접한 유동성 제약에 국한하여 분석을 진행한다.

2. 선행 연구

유동성 제약이 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구는 Fazzari, Hubbard and Petersen [8]의 연구로부터 시작되었다. 이들은 1969-84년 기간 중 미국의 422 개 기업을 대상으로 투자결정에서 유동성 제약의 역할을 연구하였다. 유동성 제약의 기준은 배당 지급능력이 있는가를 기초로 하여 분류하였다. 기업은 정보비대칭이 심각할 수록 기업 내부자금 축적에 곤란을 겪음에 따라, 투자의 현금흐름 민감도는 배당 지급수준이 낮은 기업 표본에서 더 크게 나타남을 발견하였다.

이에 반해 Kaplan and Zingales [11]는 Fazzari et al. [8]의 연구 방법론을 더욱 발전시켰으며, 투자의 현금흐름 민감도 분석을 다양한 기준의 재무제약 기업 표본에 대하여 실시하였다. Cleary [4]는 1987-94년 기간 동안의 1,317 개 미국 기업 표본에 대해 투자의 현금흐름 민감도 분석을 실시하여, Kaplan and Zingales [11]과 동일한 결과를 보고하였다.

한편, Hoshi et al. [10]는 일본의 145 개 기업 표본에 대해 투자의 현금흐름 민감도 분석을 실시한 결과, 주거래은행 소속 기업이나 은행관계가 밀접한 은행들의 경우 투자의 현금흐름 민감도가 낮다는 것을 발견하였다. Schaller [15]도 캐나다의 212 개 기업들에 대해 연구한 결과, 재무제약이 크지 않은 기업은 유동성 변화에 민감하지 않다는 것을 확인하였다.

최근의 연구들은 투자의 현금흐름 민감도 연구에서 기업 지배구조의 역할과 중요성에 주목하기 시작하였다. Hadlock [9]은 경영자가 기업의 주식을 소유하는 정도에 따라 표본을 분류하여, 경영자와 주주의 이해일치 여부에 따라 투자의 현금흐름 민감도를 분석하였다. 그들은 경영자의 주식 소유지분율과 투자의 현금흐름 민감도 사이에는 역의 U 자형 관계가 존재한다는 것을 발견하여, 경영자가 주주의 가치를 추구할수록 투자의 현금흐름 민감도는 작아진다고 주장하였다. Wei and Zhang [17]은 Hadlock [9]의 연구를 보완하여, 최대주주들의 현금흐름

권리와 지배권리의 차이를 기업의 정보비대칭과 최대주주의 소액주주 권리 침해의 척도로 사용하였다. 이들은 기업의 현금흐름에 대한 투자의 민감도는 최대주주의 현금흐름 권리가 증가할 수록 감소하는 반면, 현금흐름 권리와 지배권리 사이의 격차가 커질수록 투자의 현금흐름 민감도는 증가하는 것을 발견하였다.

3. 실증자료와 연구모형

본 연구의 연구대상 기간은 외환위기가 수습되어 기업들이 정상적인 의사결정을 하기 시작하는 2000년부터 2010년 까지로 한다. 분석 자료는 한국거래소에 상장되어 있는 기업 주식 644 개에 대해 11년 동안의 시계열 데이터를 수집한다.

먼저, 가족기업의 표본을 추출하기 위해서는 가족기업의 정의는 정확하게 하는 것이 중요하다. Miller, Le Breton-Miller, Lester, Cannella Jr. [13]는 가족기업의 정의가 매우 다양하게 사용될 수 있음을 지적하고 있다. 그러나 가족기업을 정의하는 기준은 세 가지로 요약될 수 있다. 먼저, 가족 또는 그 구성원이 기업에 대해 절대적인 지배권을 가져야 한다는 것이다. 다음으로, 가족기업은 가족구성원이 기업의 이사회나 경영진으로 참여하여야 한다. 마지막으로, 가족기업은 기업을 가족 후손들에게 대를 이어 물려줄 것으로 기대된다. 또한 가족구성원이 갖는 절대적인 기업 지배권에 대해, Villalonga and Amit [16]는 5%를 제시하였고, La Porta et al. [12]와 Faccio and Lang [6]는 20%가 적절하다고 하였다. Ang, Cole, and Lin [3]는 가족구성원 지분율이 50%까지는 되어야 절대적 지배권을 갖는다고 하였다. 본 연구는 우리 현실을 감안하여, 가족기업은 가족구성원이 기업주식의 20% 이상을 보유하고, 기업의 대표이사 직을 담당하고 있는 경우로 한정한다.

재무변수들에 대한 정의는 아래와 같다. Inv1 는 투자정책에 대한 대응변수로 순투자/자산총계 비율이다. Inv2 도 투자정책 대응변수로 총투자/자산총계 비율이다. CFA 는 (영업이익(손실)+감가상각비)/자산총계비율이다. LarS 는 최대주주 지분 보유율이다. ROA 는 총자산이익률이다. DivA 는 현금배당액/자산총계 비율이다. SalesG 는 매출액 증가율을 나타낸다. Size 는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, $Size = \ln(Assets)$ 로 계산된다. SalesA 는 매출액/자산총계 비율이다. DebtL 는 장기차입금/자산총계 비율이다. MKBK는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다.

본 연구는 이상에서 정의된 변수에 대해 시계열 횡단

면 자료를 대상으로 다음과 같은 모형의 시계열 횡단면 회귀분석을 실시한다.

$$\begin{aligned}
 \text{Inv1}_{j,t} &= \alpha_{j,t} + \beta_1 \text{CFA}_{j,t} + \beta_2 \text{LarS}_{j,t} + \beta_3 \text{ROA}_{j,t} + \beta_4 \text{DivA}_{j,t} \\
 &\quad + \beta_5 \text{SalesG}_{j,t} + \beta_6 \text{Size}_{j,t} + \beta_7 \text{SalesA}_{j,t} + \beta_8 \text{DebtL}_{j,t} \\
 &\quad + \beta_9 \text{MKBK}_{j,t} + e_{j,t} \\
 \text{Inv2}_{j,t} &= \alpha_{j,t} + \beta_1 \text{CFA}_{j,t} + \beta_2 \text{LarS}_{j,t} + \beta_3 \text{ROA}_{j,t} + \beta_4 \text{DivA}_{j,t} \\
 &\quad + \beta_5 \text{SalesG}_{j,t} + \beta_6 \text{Size}_{j,t} + \beta_7 \text{SalesA}_{j,t} + \beta_8 \text{DebtL}_{j,t} \\
 &\quad + \beta_9 \text{MKBK}_{j,t} + e_{j,t}
 \end{aligned}$$

단, $j=1, 2, \dots, 644$. $t=2000, 2001, \dots, 2010$.

본 연구의 현금흐름변수 CFA 및 최대주주 지분을 변수 LarS 의 투자정책 변수 Inv1 와 Inv2에 대한 귀무가설은 아래와 같다.

- H₀: 가족(또는 비가족) 기업의 유동성 제약은 투자정책에 영향을 미치지 못한다.
- H₀: 가족(또는 비가족) 기업의 최대주주 지분율은 투자정책에 영향을 미치지 못한다.

4. 분석 결과

다음 분석에서 사용할 변수들에 대한 요약통계량은 Table 1에 나타나 있다. 비교가 용이하게 가족기업 표본과 비가족기업 표본으로 구분하여 보여주고 있다.

자료가 구비된 기업주식은 총 625개 이다. 이들 중 가족기업 주식은 203개로 32.5%를 차지하고 있으며, 비가족기업 주식은 422개로 67.5%를 점유하고 있다.

투자정책 대응변수 Inv1 (순투자/자산총계)의 가족기업 평균은 3.4%, 비가족기업평균은 2.1%이다. Inv2 (총투자/자산총계)의 가족기업 평균은 3.8%이고 비가족기업의 평균은 2.6%이다. 기업의 현금흐름변수는 (영업이익(손실)+감가상각비)/자산총계 비율로 산출되는 CFA이며, CFA의 평균이 가족기업은 7.0%인 반면, 비가족기업은 5.3%이다.

Table 2는 본 연구 분석에서 사용되는 변수들에 대한 피어슨 상관계수를 나타내고 있다. 각 상관계수 아래의 괄호 안의 통계치는 상관관계의 유의성을 P-value로 나타내고 있다.

투자변수 Inv1과 Inv2에 대해 설명변수들의 상관계수가 대체로 통계적 유의성을 갖고 있음을 보여주고 있다. 기존 연구들에서 밝혀진 투자함수의 설명변수들이 유의적인 설명력을 지니고 있음을 나타낸다.

[Table 1] Summary statistics

Var	Family Firm			Non-Family Firm		
	No	Avg	Std Dev	No	Avg	Std Dev
Inv1	203	0.034	0.065	418	0.021	0.13
Inv2	203	0.038	0.067	416	0.026	0.14
CFA	203	0.070	0.51	419	0.053	0.064
LarS	200	0.384	0.166	405	0.353	0.170
ROA	203	0.051	0.049	421	0.032	0.105
DivA	197	0.010	0.0063	366	0.013	0.014
SalesG	203	0.166	0.350	421	0.426	3.095
Size	203	25.860	1.059	421	26.433	1.537
SalesA	203	0.952	0.406	421	1.040	0.741
DebtL	194	0.100	0.117	405	0.146	0.210
MKBK	201	11.225	21.639	407	13.061	39.623

주) 본 표는 2000년부터 2010년 까지 11년동안 한국거래소에 상장되어 있는 기업 주식 644개에 대한 표본변수의 요약통계량을 보여주고 있다. 가족기업과 비가족기업의 변수에 대한 정의는 아래와 같다. Inv1는 투자정책에 대한 대응변수로 순투자/자산총계 비율이다. Inv2도 투자정책 대응변수로 총투자/자산총계 비율이다. CFA는 (영업이익(손실)+감가상각비)/자산총계 비율이다. LarS는 최대주주 지분 보유율이다. ROA는 총자산수익률이다. DivA는 현금배당액/자산총계 비율이다. SalesG 는 매출액 증가율을 나타낸다. Size 는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, $\text{Size}=\ln(\text{Assets})$ 로 계산된다. SalesA 는 매출액/자산총계 비율이다. DebtL 는 장기차입금/자산총계 비율이다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다.

[Table 2] Correlation analysis

Var	Inv1	Inv2	CFA	LarS	ROA	DivA	SalesG	Size	DebtL	MKBK
Inv1										
Inv2	0.853 (0.00)									
CFA	0.284 (0.00)	0.241 (0.00)								
LarS	0.125 (0.00)	0.097 (0.01)	0.175 (0.00)							
ROA	0.169 (0.00)	0.415 (0.00)	0.521 (0.00)	0.130 (0.00)						
DivA	0.077 (0.06)	0.094 (0.02)	0.433 (0.00)	0.157 (0.00)	0.385 (0.00)					
SalesG	0.044 (0.25)	0.064 (0.10)	0.020 (0.59)	0.021 (0.60)	0.048 (0.21)	0.012 (0.76)				
Size	0.018 (0.63)	-0.049 (0.21)	0.179 (0.00)	-0.072 (0.06)	0.064 (0.10)	-0.082 (0.04)	0.045 (0.25)			
DebtL	-0.091 (0.02)	0.190 (0.00)	-0.229 (0.00)	-0.089 (0.02)	0.398 (0.00)	0.003 (0.93)	0.080 (0.04)	0.031 (0.43)		
MKBK	0.122 (0.00)	0.078 (0.05)	0.343 (0.00)	0.114 (0.00)	0.196 (0.00)	0.144 (0.00)	0.007 (0.84)	0.194 (0.00)	-0.058 (0.15)	

본 연구는 현금흐름 또는 유동성제약이 투자에 미치는 영향을 분석하고, 이러한 영향이 가족기업과 비가족기업

에게 어떻게 다르게 나타나는지를 확인한다. 이를 위해 Fazzari et al. [8]의 투자모형을 원용하여 가족기업표본과 비가족기업표본에 적용한다.

Table 3는 투자정책변수 Inv1 (순투자/자산총계)를 종속변수로 하여 유동성 제약이 가족기업 및 비가족기업의 투자정책에 어떠한 영향을 미치는가를 분석한 결과이다.

독립변수들 상호간 상관관계 및 분산팽창계수(VIF)에 비추어, 본 분석에서 다중공선성(multicollinearity) 문제는 크지 않았다.

[Table 3] The effects of financial constraints on investment policy in family and non-family firms -dependent variable: Inv1 (net investment/total assets)-

Var	Family Firm		Non-Family Firm	
	Coeff. Estimate	t value	Coeff. Estimate	t value
CFA	3.225	0.83 (0.407)	7.158	3.36 (0.0009)**
LarS	0.232	0.41 (0.679)	0.384	1.03 (0.303)
ROA	3.416	0.70 (0.488)	2.389	1.29 (0.198)
DivA	-6.142	-0.37 (0.713)	-12.758	-1.98 (0.048)*
SalesG	0.499	2.19 (0.030)*	0.005	0.41 (0.685)
Size	-0.193	-1.96 (0.052)	-0.133	-3.28 (0.001)**
SalesA	0.287	1.21 (0.227)	0.030	0.29 (0.772)
DebtL	0.099	0.06 (0.950)	2.244	4.45 (<.0001)**
MKBK	-0.003	-0.63 (0.532)	-0.001	-0.85 (0.397)
Adj. R ²	0.140		0.171	
F value	3.37 (<.0001)		5.93 (<.0001)	

주) 본 표는 가족·비가족 기업의 유동성 제약이 투자정책에 미치는 영향에 대한 회귀분석을 종속변수 Inv1(순투자/자산총계)에 대해 실시한 결과이다. 괄호 안은 P-value 를 나타내며, * 는 5%의 유의수준을, ** 는 1%의 유의수준을 표시한다. 표본은 한국거래소 상장주식 644개에 대해 2000년부터 2010년까지 11년 동안의 자료를 사용한다. CFA는 (영업이익(손실)+감가상각비)/자산총계 비율이다. LarS는 최대주주 지분보유율이다. ROA는 총자산 수익률이다. DivA는 현금배당액/자산총계 비율을 나타낸다. SalesG는 매출액증가율이다. Size는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, Size=ln(Assets)로 산출된다. SalesA는 매출액/자산총계 비율이다. DebtL는 장기차입금/자산총계 비율을 나타낸다. MKBK는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율을 나타낸다.

Table 3에서 현금흐름변수 CFA의 계수추정치는 가족기업에서 t값이 통계적 유의성이 없는 반면, 비가족기업

의 경우 t값은 3.36으로 매우 높은 통계적 유의성을 보이고 있다. 비가족기업의 CFA의 계수추정치 7.158은 가족기업 CFA의 계수추정치 3.225보다 2배 이상 높은 값으로 비가족기업의 경우 현금흐름 또는 유동성 요인이 투자에 매우 큰 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 현금흐름이 감소하여 기업이 유동성 제약에 직면할 경우 비가족기업의 경우 투자는 매우 크게 감소할 수 있음을 보여주는 것으로, 비가족기업에서 투자에 대한 현금흐름의 민감도는 매우 크다고 하겠다.

통제변수들에서, 매출액증가율이 큰 경우 투자는 증가하며, 기업규모가 커서 성숙단계에 이른 경우 투자는 감소추세를 보이는 것으로 나타났다. 비가족기업에서 부채비율 DebtL의 계수추정치는 매우 유의적인 양의 값을 나타내고 있다. 투자에 대한 현금흐름 민감도가 커서 유동성 제약이 투자에 중요요인이 되는 비가족기업의 경우, 부채증가는 투자증가로 직접적으로 이어진다는 것을 나타낸다.

Table 4은 Fazzari et al. [8]의 투자모형에서 투자정책의 대용변수 Inv2 (총투자/자산총계)를 종속변수로 하여 가족기업 표본과 비가족기업 표본에 회귀분석을 실시한 결과이다.

현금흐름 변수 CFA의 계수추정치 t값이 가족기업에서는 유의성이 없으나, 비가족기업에서는 매우 유의적인 양의 값을 나타내고 있다. 비가족기업은 CFA의 계수추정치의 값이 8.859로서 가족기업의 4.904보다 2배에 이를 정도로 크다. 이는 비가족기업의 경우 투자정책은 현금흐름에 결정적으로 영향을 받는다는 것을 의미하며, 비가족기업에서 현금흐름이 감소하는 경우 투자는 매우 큰 폭으로 축소될 수 있다는 것을 시사한다. 비가족기업에서 유동성 제약이 투자에 크게 영향을 미칠 수 있다는 것은 투자정책 대용변수를 달리한 Table 3의 결과와 동일하다.

Table 4에서 현금흐름 변수를 투자모형에 포함하여 회귀분석을 실시하는 경우, 투자에 영향을 미칠 수 있는 여타 재무관련 특성변수들을 통제하는 것이 정확한 계수추정치를 확보하는데 중요하다. 통제변수들에 대한 추정결과를 보면, 매출액증가율이 가족기업에서 매우 유의적인 양의 값을 나타내어 매출액증가율이 높을수록 투자가 증대됨을 알 수 있다. 기업규모변수는 가족기업과 비가족기업 모두에서 매우 유의적인 음의 계수추정치를 보이고 있어, 기업규모가 클수록 총자산 대비 기업투자 비율은 감소함을 보여주고 있다. 부채비율 DebtL의 계수추정치가 비가족기업에서 매우 유의적인 양의 값을 보이는 것은 Table 3의 분석결과와 같다. 비가족기업에서는 유동성 제약이 투자에 미치는 영향이 커서, 유동성 제약이 심한 경우 장기부채에 의해 투자가 수행된다는 것을 시사한다.

[Table 4] The effects of financial constraints on investment policy in family and non-family firms -dependent variable: Inv2 (total investment/total assets)-

Var	Family Firm		Non-Family Firm	
	Coeff. Estimate	t value	Coeff. Estimate	t value
CFA	4.904	1.57 (0.118)	8.859	4.70 ($<.0001$)**
LarS	0.133	0.30 (0.768)	0.032	0.10 (0.920)
ROA	0.354	0.09 (0.928)	0.279	0.17 (0.864)
DivA	-5.567	-0.42 (0.678)	-12.109	-2.13 (0.034)*
SalesG	0.482	2.64 (0.009)**	0.007	0.59 (0.556)
Size	-0.187	-2.36 (0.019)*	-0.147	-4.10 ($<.0001$)**
SalesA	0.357	1.88 (0.062)	0.005	0.06 (0.949)
DebtL	0.013	0.01 (0.991)	1.662	3.73 (0.0002)**
MKBK	-0.001	-0.45 (0.649)	0.00034	0.26 (0.797)
Adj. R ²	0.207		0.214	
F value	4.80 ($<.0001$)		7.51 ($<.0001$)	

주) 본 표는 가족·비가족 기업의 유동성 제약이 투자정책에 미치는 영향에 대한 회귀분석을 종속변수 Inv2(총투자/자산총계)에 대해 실시한 결과이다. 괄호 안은 P-value를 나타내며, *는 5%의 유의수준을, **는 1%의 유의수준을 표시한다. 표본은 한국거래소 상장주식 644개에 대해 2000년부터 2010년까지 11년 동안의 자료를 사용한다. CFA는 (영업이익(손실)+감가상각비)/자산총계 비율이다. LarS는 최대주주 지분보유율이다. ROA는 총자산수익률이다. DivA는 현금배당액/자산총계 비율이다. SalesG는 매출액 증가율을 나타낸다. Size는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, $Size = \ln(Assets)$ 로 산출된다. SalesA는 매출액/자산총계 비율이다. DebtL는 장기차입금/자산총계 비율을 나타낸다. MKBK는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율을 나타낸다.

5. 결론

본 연구는 가족기업이 특성상 대리인비용이 적어 투자에서의 현금흐름 민감도가 비가족기업에 비해 작을지에 대해 실증 분석하였다. 가족기업은 대규모 기업 포트폴리오 투자로 분산도가 매우 낮은 장기투자를 차기 세대에 이어가므로 위험회피성향이 크다. 또한 가족기업은 가족과 기업의 명성을 중요시하므로 대리인비용이 매우 적을 것으로 예상되므로 현금흐름과 같은 유동성제약이 투자에 미치는 영향이 비가족기업에 비해 작을 것으로 기대

되었다.

본 논문은 이와 같이 유동성제약이 가족기업과 비가족기업의 투자정책에 어떠한 영향을 미치는가를 순투자/총자산 비율과 총투자/총자산 비율의 두 가지 투자정책 대용변수를 사용하여 분석하였다. 분석결과, 총자산 대비 순투자 비율을 사용하거나, 총투자 비율을 사용한 경우 모두에서, 투자지출에 대한 현금흐름 변수의 계수추정치는, 가족기업 표본에서는 통계적 유의성이 발견되지 않았으나, 비가족기업 표본에서는 매우 유의적인 양의 계수추정치가 발견되었고, 계수추정값도 가족기업에 비해 2배 정도 높은 값을 보였다. 이는 현금흐름이 감소하여 유동성제약에 직면하면 대리인문제가 큰 비가족기업의 경우 투자는 크게 감소하며, 대리인문제가 크지 않은 가족기업에서는 투자지출이 유동성 제약에 그리 영향을 받지 않는다는 것을 의미한다. 또한 매출액증가율이 크면 투자는 증가하며, 기업규모가 커서 성숙단계에 이르면 투자는 감소추세를 보이는 것으로 나타났다. 비가족기업은 투자의 유동성 제약 영향이 커서 투자가 장기부채에 크게 영향을 받는 것으로 나타났다.

이와 같이 본 실증 분석으로부터, 유동성 제약은 기업의 투자지출에 영향을 주는 중요한 결정요인 중 하나이며, 이는 가족기업 보다는 비가족기업에게 더 크게 영향을 미치는 것이 확인되었다.

이러한 결과로부터의 시사점은, 투자의 현금흐름 민감도가 기업의 유동성 제약에 대한 유용한 지표로 활용될 수 있다는 것이다. 투자의 현금흐름 민감도가 큰 기업일수록 유동성 제약이 크다는 것을 시사한다고 할 수 있다. 또한 일반적으로 비가족기업들이 가족기업에 비해 유동성 제약이나, 상대적으로 높은 외부 차입비용에 직면할 가능성이 더욱 크게 나타났으므로, 정책적인 시사점은 불완전한 자본시장에서 기업들의 투자 유도를 위해서는 가족기업들 보다는 비가족기업들의 금융제약 완화에 더욱 중점을 두는 정책이 필요하다고 하겠다.

References

- [1] Byung-Gyun Lim, Pan-Do Sohn, Dong-Suk Gam, "How does cash holdings worthness affect investment and firm value under financial constraints?" Korean Journal of Financial Engineering, Vol.10, No.2, pp.75-98, 2011.
- [2] Jung-Hyun Tae, "Corporate cash holdings and investment-cash flow sensitivities", Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society, Vol.12, No.4, pp.1654-1662, 2011.

- [3] J. S. Ang, R. A. Cole, J. W. Lin, "Agency costs and ownership structure", *Journal of Finance*, Vol.55, pp.81-106, 2000.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- [4] S. Cleary, "The relationship between firm investment and financial status", *Journal of Finance*, Vol.54, pp.673-692, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00121>
- [5] S. Cleary, P. Povel, M. Raith, "The U-shaped investment curve: theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, pp.1-40, 2007.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S0022109000002179>
- [6] Mara Faccio, Larry H. P. Lang, "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol.65, pp.365-395, 2002.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- [7] R. Fahlenbrach, "Founder-CEOs, investment decisions and stock market performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44, pp.439-466, 2009.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S0022109009090139>
- [8] S. M. Fazzari, R. G. Hubbard, B. C. Petersen, "Financial constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activities*, Vol.1, pp.141-206, 1988.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2534426>
- [9] C. J. Hadlock, "Ownership, liquidity and investment", *The RAND Journal of Economics*, Vol.29, pp.487-508, 1998.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2556101>
- [10] T. Hoshi, A. K. Kashyap, D. Scharfstein, "Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.106, pp.33-60, 1991.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2937905>
- [11] S. N. Kaplan, L. Zingales, "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, pp.169-215, 1997.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1162/003355397555163>
- [12] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, Vol.54, pp.471-518, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- [13] Danny Miller, Isabelle Le Breton-Miller, Richard H. Lester, Albert A. Cannella Jr., "Are family firms really superior performers?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 81, pp.411-439, 2007.
DOI: [10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004](http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004)
- [14] J. Pindado, C. de la Torre, "The effect of ownership structure on underinvestment and overinvestment: empirical evidence from Spain", *Accounting and Finance*, Vol.49, pp.363-383, 2009.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629X.2008.00286.x>
- [15] H. Schaller, "Asymmetric information, liquidity constraints and Canadian investment", *The Canadian Journal of Economics*, Vol.26, pp. 552-574, 1993.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/135887>
- [16] B. Villalonga, R. Amit, "How do family ownership, management, and control affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, Vol.80, pp.385-417, 2006.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- [17] K. C. Wei, Y. Zhang, "Ownership structure, cash flow, and capital investment: evidence from East Asian economies before the financial crisis", *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp.118-132, 2008.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.02.002>

김충환(Choong-hwan Kim)

[정회원]



- 1983년 2월 : 성균관대학교 경제학과 (경제학 학사)
- 1995년 12월 : 미국 The Univ. of Texas at Austin, Ph.D. (경제학 박사)
- 1996년 3월 ~ 현재 : 국립공주대학교 산업과학대학 부교수

<관심분야>
중앙은행제도, 금융론