

창업초기기업의 외부자금조달에 대한 기업소유구조 간 비교연구

강원(세종대학교 경영대학 부교수)*

국 문 요 약

본 논문은 성공한 창업초기기업들을 대상으로 기업집단 소속기업에 비해 독립기업이 과연 외부로부터 자금을 조달하는 데 더 큰 어려움을 겪고 있는지를 분석하였다. 외부자금조달의 용이성은 투자-현금흐름 배수로 측정하였고, 이 배수가 과거실적에 의해 영향 받는 부분과 미래 영업에 대한 기대에 의해 영향 받는 부분을 모두 통제된 뒤, 기업집단 소속 여부가 투자-현금흐름 배수에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석 결과, 현금흐름이 양수일 때는 오히려 독립기업이 유의적으로 더 높은 투자-현금흐름 배수를 기록하였음이 밝혀졌다. 그러나 현금흐름이 음수일 때는 유의성이 낮으나 그 반대의 현상이 목격되었다. 이러한 결과는 성공한 독립기업의 경우 창업초기에 기업집단 소속기업에 비해 자금조달에 더 큰 어려움을 겪는다는 일방적인 주장을 할 수 없음을 시사한다. 만약 기업집단 소속기업이 창업초기에 외부자금조달에 큰 문제가 없다면, 위의 결과는 독립기업도 마찬가지로 창업초기에 외부자금조달을 중요한 애로사항으로 느끼지 않고 있음을 뜻한다. 따라서 향후 성공가능성에 상관없이 모든 창업·벤처기업에게 혜택을 주는 보편적인 정책이 아니고 성공할 기업을 가려내서 이들에게만 혜택을 주는 선별적인 정책을 정부가 추구한다면, 창업초기기업에 대한 지원정책 중 자금지원 정책은 그 우선순위가 낮아져야 할 것이다.

핵심주제어: 창업초기기업, 투자-현금흐름 배수, 외부자금조달

1. 서론

창업초기 단계에서 기업들이 겪게 되는 어려움에 대해서는 많은 주장들이 있다. 견본품의 개발과 이를 시장에서 팔릴 수 있는 상품으로 개선하는 시점 간에 기업들이 경험하게 되는 캐즘이나, 담보나 매출기록이 없어서 겪게 되는 자금조달의 어려움 등이다. 정부는 창업초기기업들이 이를 극복하도록 돕고 창업의 성공률을 높일 수 있는 정책을 찾으려 한다. 이러한 정책을 입안할 때는 두 가지 방법을 고려할 수 있다.

하나는 창업초기단계에서 나타나는 모든 어려움들을 조사하여 이를 해결해 줄 수 있는 정책을 세우는 것이다. 따라서 우량기업이든 불량기업이든 상관하지 않고 모든 창업기업을 대상으로 설문을 진행하고, 연구목표도 모든 창업기업을 성공시키기 위해 기업외부에서 무엇을 투입해야 하는가에 초점이 맞춰진다. 자금이 필요하다면 정부가 이들에게 자금을 조달할 수 있는 방법을 찾고, 용자보다는 투자가 필요하다면 정부자금을 투자형태로 지원할 수 있는 방법을 찾고, 경영자문이 필요하다면 창업자문 비용을 정부가 지원해 준다 (Kim & Park, 2002).

한편, 두 번째 방법은 우량기업만을 대상으로 연구를 진행하여 이들을 성공으로 이끈 특징과 제도 또는 경영 노하우를

찾아내어 이를 창업초기기업이 따라하도록 유도하는 정책을 세우는 것이다. 한 예로 성공한 창업초기기업들은 홀로 서지 않고 서로 모여 생태계를 이루어 성장하였다는 사실을 찾아낸 뒤, 벤처 생태계를 충분히 연구하고 이를 바탕으로 정부가 벤처 클러스터를 만들어주거나 (Seo, Sung, & Yoon, 2012) 기술이전과 사업화 촉진을 위해 필요한 요인을 밝혀내고 이를 지원해주는 것 (Ku, 2014) 등이다.

첫째 방법이 정부가 직접 고기를 잡아주는 것에 가깝다면 둘째 방법은 고기를 낚는 방법을 가르쳐주는 것에 가깝다고 할 수 있다. 또한 첫째 방법이 창업을 하려는 모든 사람에게 혜택을 주는 인본주의적인 접근을 통해 '보편적 정책'을 만들어 낸다면, 둘째 방법은 경영능력이 있는 자에게 선별적으로 혜택을 주는 시장주의적인 접근을 통해 '선별적 정책'을 만들어 낸다고 할 수 있다.

본 연구에서는 첫 번째 방법보다는 두 번째 방법에 기초하여 창업에 성공한 기업만을 대상으로 분석을 진행하였다. 창업에 성공했는지 여부는 창업 이후 외감기업으로 성장했는지 여부에 따라 판단하였다. 창업 이후 외감기업으로 성장한 기업은 일단 앞서 언급한 창업초기에 겪게 되는 어려움을 극복한 기업이라고 분류해도 크게 무리가 없을 것이다. 만약 외감기업으로 분류가 되고 나서 이후에 부도나 청산이 되었다면,

* 세종대학교 경영대학 경영학부 부교수. kangwon@sejong.ac.kr

투고일: 2015-11-23

수정일: 2015-12-11

게재확정일: 2015-12-16

이후에 겪은 곤경은 기존 기업들도 경험하는 경영의 부침으로 보는 것이 옳을 것이다. 또한 이들 성공한 기업들이 창업초기에 보였던 여러 경영상의 특징 중에서도 본 연구에서는 자금조달 능력, 특히 외부자금조달의 용이성에 연구의 초점을 맞추었다. 창업초기에 겪게 되는 애로사항을 조사하면 항상 빠지지 않고 지적되는 것이 자금조달의 어려움이다¹⁾. 가령, 통계청에 의하면 벤처기업이 창업시 겪는 어려움 중에 자금조달이 세 번째 애로사항으로 조사되었다. 그러나 이러한 통계는 종업원 5인 이상의 중소기업을 모집단으로 하였기 때문에 이를 바탕으로 정책을 세운다면 모든 창업초기 기업에게 자금조달을 용이하게 만드는 ‘보편적 정책’이 나올 것이다.

하지만, 과연 창업에 성공한 기업들이 평균적으로 창업초기에 외부자금조달의 어려움을 겪었는지는 통계청의 통계에서 알 수 없다. 그리고 만약 성공한 기업들은 창업초기에 외부로부터의 자금조달이 실제로 어렵지 않았다면, ‘선별적 정책’을 세우고자 하는 정책입안자의 입장에서 외부자금조달을 위한 제도적인 장치는 크게 중요하지 않게 여겨질 것이다. 실제로 여태까지 벤처창업에 관련된 정책이 얼마나 선별적 정책의 색깔을 띠었는지는 알 수 없으나, 특히 벤처 자금을 대한 정책들은 보편적 통계를 바탕으로 한 보편적 정책의 특성이 더 강했음을 부인하기는 어려울 것이다. 본 연구는 창업초기기업의 외부자금조달에 대해 선별적 정책을 세울 수 있는 분석을 제공한다는 점에서 학문적으로나 정책적으로 기여하려고 한다.

이를 위해 본 연구에서는 외감기업으로 등록되어 있거나 과거에 등록되었던 기업의 설립 후 4년간의 자료를 사용하고, 외부자금조달의 용이성을 측정하는 대용변수로 각 기업의 투자-현금흐름 배수를 사용하였다. 한 해에 영업을 통해 벌어들인 현금보다 더 많은 액수의 투자를 했다면 그 차액은 외부에서 조달한 자금이 된다. 따라서 투자-현금흐름 배수가 높으면 그만큼 투자기회가 많았고 자금조달의 어려움이 적었다고 볼 수 있다.

특히, 본 연구에서는 기업집단에 속한 기업보다는 독립기업에 초점을 맞추었다. 기업집단에 속한 기업은 기존의 모기업이 자본을 투자하여 설립한 자회사이기 때문에 창업시 이미 외부에서 자금이 일부 조달된 셈이고, 이후에도 모기업의 보증이나 네트워크를 사용하여 자금조달을 독립기업보다는 쉽게 할 수 있을 것이다. 따라서 정부도 창업자금을 지원하려 할 때는 기업집단에 속한 기업보다는 독립기업을 대상으로 삼으려 할 것이다. 이를 위하여 표본을 기업집단에 속한 기업과 독립기업 등 두 개의 하위표본으로 나누고, 이들 사이의 차이분석을 실행하였다. 만약 독립기업의 투자-현금흐름 배수가 더 높으면, 성공한 독립기업들은 창업초기에 투자기회가 많으면서 자금조달에 그렇게 큰 어려움을 느끼지 않았다는 주장을 할 수 있게 된다.

II. 문헌연구 및 이론적 배경

본 연구는 크게 자본조달이론과 투자-현금흐름 민감도 등 크게 두 가지의 재무이론에 기초하고 있다. 첫째 자본조달이론은 자본구조이론과 밀접한 관계를 가지고 있다. Modigliani & Miller(1958, 1963)에 의해 자본구조와 기업가치는 상관없이 부채비율이 높을수록 기업가치가 올라간다는 이론이 제시된 이후 대리인 이론을 포함한 절충이론 (Jensen, 1986; Easterbrook, 1984; Jensen & Meckling, 1976; Harris & Raviv, 1990)과 자금조달순위이론(Myers & Majluf, 1984) 등이 등장하였다.

절충이론은 주로 기업마다 환경에 따라 최적의 자본구조가 존재한다는 가설에 기초하여 발달하였다. 가령 Kim & Sorensen(1986)은 기업이 성장 가능성이 낮고 수익성이 높으며 규제 수준이 높으면 부채 수준이 증가한다고 주장하였다. 또한 Harris & Raviv(1990)와 Bradley, et. al.(1984) 등도 청산가치가 높고 담보가치가 높은 기업은 부채비율이 높다고 하였다.

한편, 자금조달순위이론은 Myers & Majluf(1984)에 의해 이론적으로 주장되었는데, 정보의 비대칭성에 의해 자본조달비용이 차이가 나기 때문에 세금이나 대리인비용이 없더라도 먼저 내부유보금을 사용하고 그 다음 부채를 사용하고 마지막으로 조달비용이 가장 높은 자본을 사용한다는 가설이다. 이후 Narayanan(1988), Cadsby, et. al.(1990) 등 여러 실증연구에서 자본조달순서이론을 지지하는 결과를 보고하였다. 국내에서도 국내 자료를 사용하여 자금조달순위이론을 지지하는 실증결과를 보고한 연구들이 다수 있다.

또한 자본구조이론에 소유구조를 접목시킨 연구들도 등장하였다 (Bathala, et. al. 1994; Brailsford, et. al. 2002). 이들은 대부분 소유구조와 부채비율 간에 비선형관계가 있음을 주장하였다.

본 논문의 두 번째 이론적인 배경인 투자-현금흐름 민감도는 Fazzari et al.(1988)에 의해 처음 제기되었다. 그는 투자-현금흐름 민감도가 유의하다면 이는 자본시장 내에 정보비대칭이 발생하여 기업의 외부자금조달 비용이 내부자금조달 비용보다 높아졌기 때문이라는 주장을 하였다. 그러나 Kaplan & Zingales(1997)이 Fazzari et al.(1988)의 해석을 비판하면서, 다른 주장들이 나왔다. Cummins et al.(2006)와 Pawlina & Renneboog(2005) 등은 투자-현금흐름 민감도는 Tobin's Q가 반영하지 못하는 잔여 투자기회를 뜻한다고 하였으며, Moyen(2004)이나 Andrén & Jankensgård(2015) 등은 대리인 비용과 정보비대칭을 절충하는 가설을 주장하였다.

한편, Holod & Peek(2007), Becchetti et al.(2010), Voordeckers & Steijvers(2006) 등은 중소기업에서 나타나는 투자-현금흐름 민감도는 재무제약을 반영한다는 주장을 하였다. 특히, 비상장 중소기업은 주식의 매매가 쉽지 않고 채권의 신

1) 통계청 KOSIS, 2015.04.17. 갱신, “벤처기업 창업시 애로사항” (http://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?orgId=142&tblId=DT_A11459&vw_cd=MT_ZTITLE&list_id=142_14203_d_10&conn_path=F0&path=)

용평가가 어려워 외부인으로부터 자금을 조달하는 것이 용이하지 않다. 따라서 내부에 유보된 현금을 우선 사용하는 경향이 유의적으로 발견된 것이라고 볼 수 있다.

본 연구는 자본조달과 관련해서는 Modigliani & Miller의 이론을 따르고 있다. 투자-현금흐름 배수로 기업의 외부자금조달 용이성을 측정하기 때문에 조달되는 자본은 내부자본과 외부자본으로 나뉘는 뿐이고, 외부에서 조달되는 자본이 부채인지 증자를 통한 자기자본인지는 중요하지 않다. 만약 세금문제가 심각하지 않다면 Modigliani & Miller의 1958년 주장에 따라 외부자본이 조달될 것이고, 세금문제가 유효하다면 그들의 1963년 주장에 따라 되도록 부채로 조달될 것이다.

또한 투자-현금흐름 민감도와 관련해서는 기존의 이론을 추종하기 보다는 새로운 지표인 투자-현금흐름 배수를 제시하고 있다. 투자-현금흐름 배수는 기존의 투자-현금흐름 민감도와 비교하여 두 가지 장점이 있다. 하나는 개별 기업에 대한 정보를 얻을 수 있다는 것이다. 반면 민감도는 개별기업에 대해 측정할 수 없고 하나의 표본에 대해 하나의 민감도를 구할 수 있다. 두 번째 장점은, 투자-현금흐름 민감도는 그 해석에 있어서 상이한 주장들이 많이 있지만, 투자-현금흐름 배수는 단순히 개별기업의 외부자금조달 용이성 혹은 외부자금 의존도로 볼 수 있다는 점이다. 따라서 만약 독립기업이 외부자금 의존도가 더 높으면, 이는 독립기업이라고 해서 외부로부터 자금조달에 더 문제가 있다고 보기 어렵다고 해석할 수 있게 된다.

기술적인 차이를 보자면 투자-현금흐름 민감도는 수준과는 상관없이 변화율만을 측정한다고 볼 수 있다. 따라서 투자금액 대비 현금흐름이 많은 적든 간에 두 변수가 같이 움직이면 민감도는 높아진다. 반면 투자-현금흐름 배수는 민감도와는 상관없이 투자금액에 대비하여 현금흐름이 얼마나 크고 작은가를 측정한다. 따라서 두 변수가 같이 움직이지 않더라도 배수가 높으면 외부자금에 대한 용이성이나 의존도가 높다고 볼 수 있다. 본 연구의 실증모델에서는 투자-현금흐름 배수를 종속변수로 사용하기 때문에 기본적으로 외부자금조달의 수준에 대한 연구라고 할 수 있다.

III. 자료 및 변수

한국신용평가의 자료를 이용하여 설립일이 2007년에서 2011년까지의 기간에 속하는 기업을 먼저 추출하고 이들 기업의 설립년도부터 이후 3년, 즉, 설립 4년차까지의 연간자료를 연구대상으로 삼았다. 이 중 1대주주에 대한 정보가 존재하지 않는 자료는 삭제하고 실증모델에서 사용되는 모든 변수의 상하 1%를 제거하여 총 1448개의 기업-연도 관찰치를 구하였다.

본 연구에서 사용한 종속변수는 현금흐름 대비 투자금액 배수이다. 현금흐름은 당기순이익에 당기 감가상각을 더하여 구하였고, 투자금액은 리스 및 유/무형자산 매입을 통해 당기에 유출된 현금으로 측정하였다. 해당연도에 발생한 투자가 차기

의 매출을 준비한 것이라면 투자와 이 투자로 인해 발생하는 현금흐름 사이에는 시차가 발생함으로 기업은 당해의 현금흐름이나 외부로부터 자금을 조달하여 투자를 진행해야 한다. 따라서 당해의 현금흐름으로 이를 충당하지 못한다면 외부자금조달이 필요하게 되며, 당해의 현금흐름 대비 당해의 투자 배수가 높으면 그만큼 기업은 외부로부터 상대적으로 더 많은 자금을 조달한 것이 된다.

한편 이 종속변수를 외부자금조달의 용이성에 대한 대응변수로 사용하기 위해서는 두 가지 사항을 통제해야 한다. 첫째는 각 기업이 가지고 있는 성장가능성이다. 한 기업의 현금흐름 대비 투자액 배수가 낮다고 해서 그 기업이 무조건 외부에서 자금을 조달하는데 어려움을 겪는다고 보기는 어렵다. 성장가능성이 낮거나 NPV가 양수인 투자안을 적게 가지고 있는 기업은 투자할 필요가 적기 때문에 배수는 자연스럽게 작아지게 된다. 따라서 성장가능성을 통제할 필요가 있으며, 이를 통제한 다음에도 배수가 낮다면 비로소 외부자금조달에 어려움이 있다고 할 수 있을 것이다.

두 번째로 통제해야 할 사항은 투자-현금흐름 배수 안에 내재되어 있는 과거성이다. 기타 조건이 동일할 때 당해 연도에 순이익이 높아지면 현금흐름도 당연히 많아지기 때문에 배수는 낮아지게 된다. 당해 순이익의 대부분이 과거의 투자로 인해 발생한 실적이라면, 투자-현금흐름 배수는 미래의 성장성과 외부자금조달의 용이성에 의해서만 결정되는 것이 아니고 과거의 실적에 의해서도 변하게 된다. 따라서 이렇게 과거실적 때문에 배수가 변하게 되는 부분을 통제할 필요가 있다. 이에 대한 통제는 총자산 대비 순이익 비율로 하였다. 과거의 투자로 인해 발생한 당해연도의 순이익이 높아지면 이 비율은 높아지기 때문에 결국 투자-현금흐름 배수와 음의 상관관계를 갖게 되고, 이 비율이 모델에 추가되면 과거 실적으로 인해 투자-현금흐름 배수가 변화되는 부분을 통제할 수 있다. 이 비율은 외형상 ROA와 같지만, 실제로 본 연구의 실증분석 모델에서는 단순히 투자-현금흐름 배수의 과거성을 통제하는 역할을 하게 된다.

성장성(grow)은 총매출액으로 측정하였고, 현금흐름은 당기의 순이익과 감가상각을 합하여 구하였다. 현금흐름 대비 투자 배수(FA)는 두 가지 경우에 따라 다르게 정의하였다. 먼저 현금흐름이 양수인 경우는 배수에 로그를 취하여 측정하였다. 이는 배수가 매우 높은 값을 가질 수 있기 때문이다. 현금흐름이 음수인 경우에는 분자와 분모에 모두 현금흐름의 최소치를 더하여서 배수를 구한 다음 로그 값을 취하였다. 이를 통해 현금흐름이 음수인 경우에도 현금흐름이 양수인 경우와 동일하게 배수의 크기가 정해지도록 하였다. Tobin's Q의 대용치로 전기 자산 대비 당기 총매출 비율(TQ)을 사용하였다. 이는 만약 당해에 투자기회가 많아졌다면 전기의 자산에 비교하여 더 많은 매출이 발생한다고 보았기 때문이다. 앞서 설명하였듯이 투자-현금흐름의 과거성을 제어하기 위해 당해의 총자산 대비 당해의 순이익 비율(ROA)를 사용하였다. 그 밖에 통제변수로 부채비율(Lev)의 로그값과 총자산(Ass)의 로그

값을 사용하였다. 마지막으로 독립기업과 기업집단 소속기업을 가르는 더미변수(Owner)를 사용하였는데, 1대 주주가 법인인 경우는 0의 값을 갖고 1대 주주가 개인인 경우에는 1의 값을 갖게 하였다. 본 연구에서 사용한 변수에 대한 정의는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{capext} &= \text{투자액} = \text{리스 및 유/무형자산 매입액} \\ \text{growt} &= \text{총매출} / \text{총매출}_{t-1} - 1 \\ \text{cashflow} &= \text{당기순이익} + \text{유형 및 무형감가상각} \\ \log(\text{FAt}) &= \log\left(\frac{\text{투자}_t}{\text{cashflow}_t}\right), \quad \text{if cashflow} > 0 \\ &\text{or } \log\left(\frac{\text{투자}_t - \min(\text{cashflow}_t)}{\text{cashflow}_t - \min(\text{cashflow}_t)}\right), \\ &\quad \text{if cashflow} < 0. \\ \text{TQt} &= \text{총매출} / \text{총자산}_{t-1} \\ \text{ROAt} &= \text{순이익} / \text{총자산} \\ \log(\text{levt}) &= \log(\text{총자산} / \text{총부채}) \\ \log(\text{asst}) &= \log(\text{총자산} / 1,000,000) \\ \text{ownert} &= 0, \text{ if 1대 주주가 법인} \\ &\text{or } 1, \text{ if 1대 주주가 개인} \end{aligned}$$

IV. 실증연구

4.1. 독립기업과 기업집단 소속기업 간의 단순비교분석

먼저 <표 1>의 패널 A는 이들 관찰치의 특성을 보여주고 있다. 실증분석에서 사용되는 변수로 변환되기 전의 값이기 때문에 본 연구에서 사용된 창업초기기업의 특성을 잘 반영하고 있다. 평균 총자산과 매출은 각각 539억원과 531억원이어서 창업초기기업 치고는 비교적 규모가 크지만, 중앙값은 각각 190억원과 156억원으로 크게 낮아진다. 최소값은 각각 11억원과 0원을 기록하고 있어 이후에 외감기업으로 성장한 기업 중에서도 창업 4년차까지 매출액이 매우 적었던 기업들이 상당히 있었음을 알 수 있다. 반대로 최대값은 각각 1조원과 2조원이 넘는데, 이는 창업기업 중에는 대기업이 설립한 자회사나 대기업으로부터 기업분할을 통해 설립된 기업들도 소수 있기 때문이다. 평균값과 중앙값 간의 큰 차이와 최대값의 지나치게 큰 규모는 이들 변수에 로그를 취할 필요가 있음을 말해주고 있다. 이와 같은 현상은 투자규모와 현금흐름에서도 찾아볼 수 있다. 평균은 각각 46억원과 37억원이고 중앙값은 각각 7억원과 9억원에 지나지 않으나 최대값은 각각 4천5백억원과 3천1백억원을 상회하고 있어, 소수의 대기업이 포함되어 있음을 알 수 있다.

<Table 1> Characteristics of the data

Panel A. Total sample

(unit: billion won, rate)

variable	n	mean	std	max	median	min
capex	1,448	4.6	20.4	452.6	0.7	0.0
assets	1,448	53.9	125.0	1,336.3	19.0	1.1
cashflow	1,448	3.7	13.8	317.1	0.9	-4.7
grow(rate)	1,448	4.7	23.3	441.6	0.7	0.0
sales	1,448	53.1	149.5	2,102.2	15.6	0.0

Panel B. Comparison between stand-alone firms and affiliates to business groups

(unit: billion won, rate)

variable	mean			median		
	institution	individual	t-value	institution	individual	Z-value
capex	6.4	2.9	3.22 ***	0.9	0.6	2.34 **
assets	86.4	25.1	9.59 ***	27.5	15.8	10.03 ***
cashflow	6.1	1.6	6.17 ***	1.1	0.9	1.82 *
grow(rate)	4.4	4.9	-0.39	0.7	0.7	-0.71
sales	85.8	24.1	8.01 ***	22.1	12.0	5.92 ***
n	680	767		680	767	

***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively

한편 성장률은 평균이 460%에 달하고 중앙값도 70%의 높은 수준에 달하고 있으며 최대값은 4만5천%를 상회한다. 이렇게 높은 성장률은 모두 규모가 작은 기업들에서 발견되었으며, 이는 창업초기에 흔히 발견되는 현상이라고 할 수 있다. 또한 위와 같은 이유로 인해 성장률을 실증모델에 포함시키기 위해서는 로그값을 취할 필요가 있음을 알 수 있다.

패널 B에서는 전체 표본을 독립기업과 기업집단 소속기업

등 두 개의 하위표본으로 나누고 각각의 특성을 비교해 보았다. 성장률을 제외하고는 모든 변수의 평균값이 기업집단 소속기업(Institution)이 독립기업(Individual)에 비해 약 3배 정도 높으며 그 차이도 매우 유의적이다. 중앙값을 보면 두 하위표본 간의 차이가 평균값처럼 크지는 않으나 기업집단 소속기업이 독립기업보다 유의적으로 크다는 사실은 변함없다. 그러나 성장률에서는 두 하위표본 간에 유의적인 차이가 없

는 것으로 나타났다.

4.2. 독립기업과 기업집단 소속기업 간의 일변량분석

본 절에서는 실증분석에서 사용되는 변수들을 사용하여 두 하위표본 간의 차이를 살펴보았다. 앞서 보았듯이 현금흐름 대비 투자 배수(FA)는 현금흐름이 양수인 경우와 음수인 경우 다르게 정의되었다. 따라서 현금흐름의 부호에 따라 표본

을 다시 둘로 나누고 각각에 대해 기업집단 소속기업과 독립기업 간의 평균값 차이분석과 중앙값 차이분석을 실행하였다.

<Table 2>는 현금흐름이 양수인 경우의 분석결과를 보여준다. FA는 기업집단 소속기업과 독립기업 간에 평균이든 중앙값이든 모두 차이가 없는 것으로 나타났다. 로그를 취한 log(FA)도 마찬가지였다. 이는 성공한 독립기업이 기업집단 소속기업에 비해 창업초기에 외부자금조달에 문제가 더 있었다는 주장을 어렵게 만드는 결과이다.

<Table 2> Univariate comparison between stand-alone and affiliated firms (positive cash flows)

	variable	n	mean	t-value	std	max	median	Z-value	min
institution	FA	515	6.2		44.6	762.5	0.4		0.0
	log(FA)	515	-0.965		2.151	6.637	-0.864		-7.383
	TQ	515	1.550		1.683	14.618	1.147		0.018
	grow	515	-0.570		1.782	5.916	-0.646		-5.381
	ROA	515	0.065		0.087	0.439	0.049		-0.357
	log(lev)	515	0.614		0.649	4.430	0.431		-0.489
	log(ass)	515	10.625		1.232	14.105	10.360		7.465
individual	FA	607	2.3		6.5	71.5	0.5		0.0
	log(FA)	607	-0.880	-0.67	2.107	4.270	-0.629	-1.50	-7.446
	TQ	607	1.650	-0.93	1.916	13.291	1.050	0.78	0.011
	grow	607	-0.436	-1.29	1.676	4.568	-0.533	-0.78	-5.118
	ROA	607	0.076	-2.27 *	0.084	0.472	0.060	-2.93 **	-0.398
	log(lev)	607	0.363	7.16 **	0.524	3.941	0.197	8.32 **	-0.438
	log(ass)	607	9.809	13.89 **	0.699	13.524	9.679	9.76 **	7.000

***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively

TQ나 grow로 측정되는 기업의 향후 성장가능성은 두 하위표본 간에 차이가 없는 것으로 나타났다. 한편 ROA는 평균값이든 중앙값이든 모두 독립기업이 더 높은 수치를 기록하여 창업초기에 독립기업이 수익성 제고에 더 많은 노력을 기하는 것으로 나타났다. 반면 부채비율은 기업집단 소속기업이 더 높았다.

<Table 3>는 현금흐름이 음수인 경우의 분석결과를 보여준다. 각 하위표본의 총 관찰수와 비교했을 때 현금흐름이 음수인 관찰치는 기업집단 소속기업의 경우는 24.3%, 독립기업의 경우는 20.9%를 차지함을 알 수 있다. FA, TQ 그리고 Grow는 여전히 두 하위표본 간에 차이가 없으나, ROA와 log(Lev)가 중앙값에서 두 하위표본 간의 차이가 유의성을 잃었다.

<Table 2>와 비교했을 때 가장 특이한 점은 log(FA)가 하위표본 간 유의적인 차이를 보인다는 사실이다. 현금흐름이 음수인 경우는 기업집단 소속기업이 독립기업에 비해 외부자금조달 비중이 컸다. 이러한 사실은 영업상 어려움이 있을 때는 확실히 기업집단 소속기업보다 독립기업이 외부자금조달에 어려움을 겪고 있음을 나타낸다.

이는 <Table 2>의 현금흐름이 양수인 경우와 다른 결과이며, 독립기업이 외부자금조달에 더 큰 고충이 있다는 주장을 할 수 있게 해준다.

그러나 <Table 2>와 <Table 3>에서 보인 결과는 단순비교분석에 지나지 않는다. 앞서 제시한 여러 변수들, 즉 각 기업의 성장가능성이나 FA에 내재된 과거성 등을 통제한 상태에서 어떤 결과가 나올지는 이후에 분석하기로 한다.

일변량 분석의 한 일환으로 각 변수들 간의 상관계수를 측정하여 <Table 4>에 보고하였다. 먼저 양의 현금흐름 표본만을 가지고 분석한 Panel A를 보면, 독립기업인지 기업집단 소속기업인지를 나타내는 더비변수 owner와 log(FA) 간의 상관계수는 0.016으로 유의성도 매우 낮다. log(FA)와 상관관계가 높은 변수는 grow, ROA, log(lev) 등인 것으로 나타났다.

한편 log(FA) 이외의 변수들 간에는 owner와 log(ass) 간에 상관관계가 40% 정도를 기록했고, 이 밖에는 모두 낮은 상관관계를 보이고 있다. 음의 현금흐름 표본으로 구성된 Panel B를 보면, owner와 log(FA)간의 상관관계가 13.3%에 달하고 5% 수준에서 유의미하다.

<Table 3> Univariate comparison between stand-alone and affiliated firms (negative cash flows)

		n	mean	t-value	std	max	median	Z-value	min
instituti -tion	FA	165	-66.8		564.4	0.0	-0.8		-7109.2
	log(FA)	165	0.772		0.714	3.609	0.601		0.010
	TQ	165	0.868		1.568	16.604	0.402		0.011
	grow	165	0.136		1.933	5.451	0.151		-5.488
	ROA	165	-0.074		0.115	0.164	-0.041		-0.457
	log(lev)	165	0.442		0.712	4.470	0.191		-0.353
indivi -dual	FA	160	-5.5		16.5	0.0	-0.8		-146.7
	log(FA)	160	0.572	<i>2.58 **</i>	0.684	3.841	0.338	<i>-2.83 ***</i>	0.015
	TQ	160	0.991	<i>-0.59</i>	2.147	16.269	0.342	<i>-0.83</i>	0.004
	grow	160	0.322	<i>-0.84</i>	2.065	6.091	0.159	<i>0.05</i>	-4.581
	ROA	160	-0.047	<i>-2.46 **</i>	0.076	0.183	-0.028	<i>0.94</i>	-0.255
	log(lev)	160	0.099	<i>5.16 ***</i>	0.453	2.958	-0.005	<i>-6.37</i>	-0.445
	log(ass)	160	9.701	<i>3.8 ***</i>	0.710	12.424	9.626	<i>-3.27 ***</i>	7.498

***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively

<Table 4> Correlations

Panel A. positive cash flow

	owner	log(FA)	TQ	grow	ROA	log(lev)
log(FA)	0.016 <i>0.63</i>					
TQ	0.022 <i>0.51</i>	0.002 <i>0.95</i>				
grow	0.026 <i>0.44</i>	0.130 <i><.0001***</i>	0.072 <i>0.02**</i>			
ROA	0.059 <i>0.08*</i>	-0.221 <i><.0001***</i>	0.279 <i><.0001***</i>	-0.002 <i>0.95</i>		
log(lev)	-0.189 <i><.0001***</i>	-0.072 <i>0.02**</i>	-0.091 <i>0.00***</i>	-0.130 <i><.0001***</i>	0.119 <i><.0001***</i>	
log(ass)	-0.408 <i><.0001***</i>	0.022 <i>0.469</i>	-0.079 <i>0.008***</i>	-0.082 <i>0.006***</i>	0.050 <i>0.095</i>	0.207 <i><.0001***</i>

Italic figures represent the probabilities for the estimated correlations are equal to zero; ***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively

Panel B. negative cash flow

	owner	log(FA)	TQ	grow	ROA	log(lev)
log(FA)	-0.133 <i>0.03**</i>					
TQ	-0.076 <i>0.22</i>	-0.065 <i>0.24</i>				
grow	0.066 <i>0.29</i>	0.138 <i>0.01**</i>	0.003 <i>0.95</i>			
ROA	0.146 <i>0.02**</i>	-0.161 <i>0.00***</i>	-0.011 <i>0.84</i>	-0.005 <i>0.92</i>		
log(lev)	-0.262 <i><.0001***</i>	0.058 <i>0.30</i>	-0.067 <i>0.23</i>	-0.067 <i>0.23</i>	-0.129 <i>0.02**</i>	
log(ass)	-0.183 <i>0.003***</i>	0.467 <i><.0001***</i>	-0.149 <i>0.007***</i>	0.015 <i>0.781</i>	0.301 <i><.0001***</i>	0.134 <i>0.016**</i>

Italic figures represent the probabilities for the estimated correlations are equal to zero; ***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively

즉, 영업을 어려울 때는 기업집단 소속기업(owner 값이 0)이 독립기업에 비해 외부자금조달이 더 용이함을 시사한다. 또한 기업의 규모가 log(FA)와 유의미한 상관관계를 갖고 있다. owner와 log(FA)간의 상관관계는 <Table 2>와 <Table 3>에서 보고된 내용을 지지하고 있다고 볼 수 있다.

4.3 투자-현금흐름 배수에 유의미한 영향을 주는 변수

이제 외부자금조달에 있어서 독립기업과 기업집단 소속기업 간에 차이가 있는지 다변량 분석을 하기 위하여, 먼저 외부자금조달에 영향을 주는 변수를 실증적으로 규명하고, 이들 변

수들을 통제한 다음에도 두 하위표본 간에 차이가 발견되는 지 살펴보기로 한다. 외부자금조달의 용이성에 영향을 주는 변수는, 앞서 살펴본 바와 같이, TQ나 grow로 측정되는 미래

성장성과 ROA로 측정되는 FA에 내재된 과거성이다. 그리고 여기에 흔히 기업의 특성을 통제할 때 사용되는 부채비율, 기업의 규모, 그리고 산업분류도 포함시키기로 한다.

<Table 5> The variables affecting log(FA) (Positive cash flows)

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
C	-2.148 <i>-2.68 ***</i>	-2.489 <i>-3.01 ***</i>	-2.468 <i>-3.00 ***</i>	-2.273 <i>-2.84 ***</i>	-2.127 <i>-2.66 ***</i>
ROA	-6.039 <i>-8.06 ***</i>			-6.569 <i>-8.43 ***</i>	-6.074 <i>-8.13 ***</i>
TQ		0.002 <i>0.05</i>		0.097 <i>2.42 **</i>	
grow			0.103 <i>2.49 **</i>		0.109 <i>2.70 ***</i>
log(lev)	-0.145 <i>-1.31</i>	-0.228 <i>-1.99 **</i>	-0.190 <i>-1.66 *</i>	-0.107 <i>-0.95</i>	-0.103 <i>-0.92</i>
log(ass)	0.115 <i>1.84 *</i>	0.111 <i>1.72 *</i>	0.117 <i>1.82 *</i>	0.128 <i>2.04 **</i>	0.121 <i>1.95 *</i>
industry	yes	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes	yes
Obs. Used	1122	1122	1122	1122	1122
adj. RSq	0.15	0.10	0.10	0.16	0.16

***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively
Italic figures are t-values

<Table 5>는 양의 현금흐름에 대해 log(FA)를 종속변수로 하여 실행한 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 먼저 Model1에 ROA를 포함시켜 본 결과, 계수가 음의 값을 가지면서 매우 유의적인 것으로 나타났다. ROA가 음의 계수값을 보이는 이유는, log(FA)에 대한 ROA의 역할이 미래 수익성의 지표로서 보다는 과거 수익성의 지표로서 작용하고 있음을 뜻한다. 즉, 앞서 언급한 바와 같이, 과거 현금흐름의 크기에 따라

log(FA)가 변하는 부분을 ROA가 통제하는 역할이다. Model2와 Model3에서는 ROA를 제외하고 표본기업의 성장성을 나타내는 TQ와 grow를 각각 개별적으로 포함시켜 본 결과 TQ는 비유의적이거나 grow는 유의적인 것으로 나타났다. 또한 ROA가 모델에서 제외됨에 따라 모델의 설명력은 15%에서 10%로 낮아졌다. 한편 기본적인 통제변수는 log(lev)와 log(ass)는 모든 모델에서 유의적이었다.

<Table 6> The variables affecting log(FA) (Negative cash flows)

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
C	-4.928 <i>-8.45 ***</i>	-3.731 <i>-6.43 ***</i>	-3.654 <i>-6.42 ***</i>	-4.924 <i>-8.39 ***</i>	-4.798 <i>-8.36 ***</i>
ROA	-2.526 <i>-5.81 ***</i>			-2.522 <i>-5.74 ***</i>	-2.455 <i>-5.74 ***</i>
TQ		-0.017 <i>-0.82</i>		-0.001 <i>-0.07</i>	
grow			0.065 <i>3.40 ***</i>		0.060 <i>3.29 ***</i>
log(lev)	-0.089 <i>-1.46</i>	-0.049 <i>-0.75</i>	-0.033 <i>-0.53</i>	-0.090 <i>-1.46</i>	-0.080 <i>-1.34</i>
log(ass)	0.512 <i>10.78 ***</i>	0.419 <i>8.81 ***</i>	0.420 <i>9.01 ***</i>	0.512 <i>10.70 ***</i>	0.508 <i>10.88 ***</i>
industry	yes	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes	yes
Obs. Used	326	326	326	326	326
adj. RSq	0.35	0.27	0.30	0.35	0.37

***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively
Italic figures are t-values

위의 결과에 의거하여 ROA를 포함하는 것이 log(FA)를 설명하는데 필요하다고 판단하고, Model4와 Model5에서는 ROA를 포함시키고 TQ와 grow도 각각 넣어 실증분석을 해 보았다. ROA를 포함시켜 log(FA)의 과거성을 통제했을 때는 grow는

물론 TQ도 유의미한 양의 계수를 기록하였다. 이는 grow와 함께 본 연구에서 사용한 TQ의 대응치도 미래의 영업성과를 예측하게 해주는 변수로 작용하고 있음을 알게 해준다. 즉, 미래 영업이 성장할 것으로 기대되면 당해의 영업에서 조달된

현금보다도 더 많은 투자가 필요해지고, 이에 필요한 자금을 외부에서 조달하는 데 창업초기기업들도 성공적이었다는 뜻이다. Model4와 Model5가 갖는 모델의 설명력은 모두 16%로 거의 차이가 없다. 이는 TQ나 grow가 미래영업을 예측하는 능력이 비슷함을 뜻한다. 한 가지 재미있는 사실은 자산규모가 클수록 log(FA)도 높아진다는 점이다. <표 2>에서 보듯이, 기업집단 소속기업의 log(ass)가 독립기업보다 유의적으로 크다는 점을 고려할 때, 이후 기업소유구조의 유형이 log(FA)에 주는 영향을 분석하기 위해서는 log(ass)를 통해 기업규모를 통제해야 함을 알 수 있다.

이제 현금흐름이 음수인 표본에 대해 <표 5>와 동일한 내용의 실증분석을 실행하고 그 결과를 <표 6>에 보고하였다. 전반적으로 관찰치가 양의 현금흐름을 가지고 있을 때와 동일한 결과를 나타내었다. 가장 큰 차이는 ROA를 모델에 포함시켰을 때 grow는 유의미한 계수를 가지나 TO는 유의미한 계수를 나타내지 않았다는 점이다. 대신 기업규모의 유의성과 영향력이 커져서 모델 전체의 설명력은 35%와 37%이상으로

크게 향상되었다.

<표 5>와 <표 6>의 결과를 볼 때, log(FA)를 설명하기 위해서는 ROA와 기업규모를 꼭 통제해야 하고 TQ의 대응변수나 매출성장률을 가지고 측정된 외부자금조달 수요를 사용해야 함을 알 수 있다. 특히 현재의 현금흐름이 음의 값을 가질 때는 TQ보다는 매출성장률이 더 유효하다는 사실도 알게 되었다. 따라서 다음 절에서 기업소유구조가 (독립기업 혹은 기업집단 소속기업의 여부) log(FA)에 미치는 영향을 측정하는 과정에서 <표 5>나 <표 6>의 model4와 model5를 사용하기로 한다.

4.4 독립기업과 기업집단 소속기업 간의 다변량분석

독립기업과 기업집단 소속기업 간에 외부자금조달에 있어서 차이가 있는지 알아보기 위해 <표 5>와 <표 6>의 model4와 model5에 기업소유구조 더미변수를 넣어 분석을 해 보았다. <표 7>은 그 결과를 보여주고 있다.

<Table 7> The effect on log(FA) of firm types

	Panel A. Positive Cash Flows		Panel B. Negative Cash Flows	
	Model1	Model2	Model3	Model4
C	-2.906	-2.742	-4.987	-4.794
	<i>-3.38 ***</i>	<i>-3.19 ***</i>	<i>-8.13 ***</i>	<i>-7.97 ***</i>
owner	0.279	0.271	0.029	-0.002
	<i>1.99 **</i>	<i>1.93 **</i>	<i>0.37</i>	<i>-0.03 ***</i>
ROA	-6.798	-6.295	-2.549	-2.456
	<i>-8.64 ***</i>	<i>-8.34 ***</i>	<i>-5.70 ***</i>	<i>-5.64 ***</i>
TQ	0.097		-0.001	
	<i>2.42 **</i>		<i>-0.07</i>	
grow		0.107		0.060
		<i>2.66 ***</i>		<i>3.26 ***</i>
log(lev)	-0.074	-0.073	-0.084	-0.081
	<i>-0.66</i>	<i>-0.64</i>	<i>-1.30</i>	<i>-1.30</i>
log(ass)	0.176	0.168	0.516	0.508
	<i>2.63 ***</i>	<i>2.52 **</i>	<i>10.43 ***</i>	<i>10.50 ***</i>
industry	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes
Obs. Used	1122	1122	325	325
adj- R ²	0.16	0.16	0.34	0.37

***, **, and * mean being significant at 1% level; 5% level, and 10% level, respectively
Italic figures are t-values

Panel A는 양의 현금흐름을 사용했을 때의 분석결과이다. 먼저 미래 영업을 TQ로 측정하였을 때 (Model1) 기업소유구조 더미 변수인 owner가 유의한 양의 계수인 0.279를 기록하였다. 이러한 결과는 grow를 사용했을 때 (Model2) 동일하게 얻을 수 있었다. owner의 계수는 유의미한 0.271를 기록하여 Model1과 대동소이함을 알 수 있다. 비록 <표 2>에서와 같이 log(FA)를 두 하위표본 간에 단순비교 했을 때는 차이가 유의하지 않았으나, 여러 중요한 변수들을 통제하고 난 다음에는 차이가 유의적임을 알 수 있다.

1대주주가 개인일 때 더미변수의 값이 1을 가지기 때문에

이 결과는 독립기업이 기업집단 소속기업보다 외부에서 자금을 더욱 용이하게 조달하였음을 뜻한다. 이는 일반적인 기대와는 다른 결과이다. 창업초기기업에 대한 정부의 정책이 누구에게나 혜택을 주려는 보편적인 접근이 아니고 베스트 프랙티스로 유도하려는 선별적인 접근에 기반 하여 입안된다면, 위의 결과는 창업초기기업의 자금지원에 대한 정부의 정책이 그렇게 높은 중요도를 갖지 못하게 됨을 시사한다.

한편 log(FA)의 과거성을 측정하는 ROA는 이전과 마찬가지로 유의미한 음수를 기록하였고, 자산규모를 측정하는 log(ass)의 계수도 유의미한 양수였다. 따라서 <표 5>에서 발

견되었던 자산규모의 통제 중요성이 다시 한 번 입증되었으며, 자산규모를 통제하고도 owner가 log(FA)에 유의미한 영향을 주고 있다는 Model1의 결과는 그만큼 강건하다고 할 수 있겠다. 그러나 모델의 설명력은 16%에 머물러 <표 5>의 Model4나 Model5의 설명력과 동일하였다. 이는 비록 owner가 유의미하기는 하나 모델의 한계 설명력을 높이는 데는 기여하지 못하였음을 뜻한다).

음의 현금흐름을 기록한 관찰치를 사용했을 때 분석결과는 Panel B에 보고되어 있다. owner 이외의 변수들은 대체적으로 <표 6>와 비슷한 결과를 보였다. TQ는 유의도가 떨어져 10% 수준에서도 무의미해진 반면 grow는 계속 높은 유의도를 기록하였다. 그리고 log(ass)의 계수와 유의도가 매우 높아졌고 모델의 설명력도 매우 향상되었다.

그러나 본 연구의 초점인 owner의 계수는 TQ가 있을 때 유의성을 잃었고 grow가 있을 때는 오히려 유의미한 음의 계수를 기록하였다. 이 결과는 Panel A와는 달리 독립기업이 기업집단 소속기업보다 외부자금조달을 용이하게 하였다고 주장할 수 없거나 오히려 더 많은 어려움을 겪고 있다는 주장을 하게 한다. 이는 Kang(2013)의 연구를 지지하는 결과라고 할 수 있다. 결국, 현금흐름이 음인 경우는, 즉 경영이 어려울 때는, 독립기업이 미래를 위한 투자에 더 소극적이 되거나 외부자금조달에 불리한 위치에 있다고 볼 수 있다. 이러한 분석내용은 현금흐름이 음일 때는 주요 변수를 통제한 후에도 <표 3>에 보고된 단순비교분석 결과를 지지하는 결과라고 할 수 있다.

V. 결론

본 연구에서는 2007년에서 2011년 기간에 설립된 기업 중에서 향후 외감기업으로 등록된 기업들을 대상으로 창업초기의 외부자본조달에 대해 분석하였다. 외감기업으로 등록되는 것이 창업기업에게 단기적인 성공 목표라면, 본 논문은 성공한 기업들만 연구대상으로 삼았다고 볼 수 있다. 이런 점에서 위의 연구설계는 누구에게나 혜택을 주려는 보편적인 정책보다는 창업기업에 베스트 프랙티스로 유도하여 우수한 기업에게 혜택을 주려는 선별적인 정책에 더 적합한 시사점을 도출할 수 있게 한다.

일반적으로, 그리고 적지 않은 통계조사에서는, 창업초기기업들이 겪는 어려움 중에서도 자금조달이 상당히 심각한 문제라고 주장한다. 그러나 성공한 기업들을 대상으로 분석하였을 때도 과연 창업초기에 외부로부터 자금을 조달하는 것이 그렇게 심각한 문제라고 할 수 있는가? 이것이 본 논문의 연구배경이다. 이러한 배경에서 본 논문은 위의 표본을 독립기업과 기업집단 소속기업으로 나누고 두 하위표본 간에 외부자금조달에 차이가 있는지를 분석하였다. 만약 기업집단 소속기업이 외부자금조달에 어려움이 없고, 독립기업이 기업집단

소속기업보다 외부로부터 자금을 더욱 용이하게 조달하고 있다면, 성공한 기업은 창업초기에 외부자금조달에 심각한 어려움을 겪었다고 주장하기 어렵게 될 것이다.

외부자금조달을 측정하기 위해 본 연구에서는 투자-현금흐름 배수를 사용하였다. 기존의 연구에서 흔히 사용하던 투자-현금흐름 민감도는 그 이론적인 해석에 있어서 일관성을 찾기 어려운데 비해 투자-현금흐름 배수는 그 의미가 단순하여 결과를 해석하는 데 이견의 많지 않을 것이라는 장점이 있다. 또한 투자-현금흐름 민감도는 표본 당 한 개가 측정되는데 비해 투자-현금흐름 배수는 각 기업마다 측정이 가능하여 보다 폭넓은 실증분석을 진행할 수 있다는 장점도 있다.

연구결과, 경영이 어렵지 않을 때는 (현금흐름이 양수일 때) 독립기업이 기업집단 소속기업보다 투자-현금흐름 배수가 유의하게 높은 반면, 경영이 어려울 때는 (현금흐름이 음수일 때) 약하나마 그 반대의 현상이 발견되었다. 이러한 결과는 성공한 기업의 경우 창업초기에 독립기업이 기업집단 소속기업에 비해 외부로부터 자금을 조달하는데 더 큰 어려움을 겪고 있다고 일방적으로 주장할 수 없음을 뜻하며, Kang(2013)의 연구를 지지하는 결과이다. 따라서 만약 정부의 지원정책이 보편적인 정책이 아니고 선별적인 정책이라면, 위의 결과는 정부의 창업초기기업에 대한 지원정책 중에서 자금지원은 그렇게 높은 중요도를 갖지 못하게 됨을 시사한다.

그러나 본 논문의 이와 같은 주장은 크게 두 가지 비판을 가져올 수 있다. 첫째는 정부의 창업벤처에 대한 자금지원이 있었기 때문에 창업초기에 독립기업의 외부자금조달에 대한 어려움이 적어지게 되었다는 비판이다. 이러한 비판이 옳다면 본 논문의 주장은 현재의 지원을 강화할 필요는 없다는 주장으로 수정되어야 할 것이다. 둘째는 창업초기의 독립기업이 창업초기의 기업집단 소속기업 간의 비교 결과가 어떻게 창업초기기업 전반에 대한 시사점을 줄 수 있느냐는 비판이다. 이 비판은 본 연구의 한계점이라고 할 수 있다. 왜냐하면 본 연구에서는 기업집단 소속기업이 외부자금조달에 큰 어려움이 없을 것이라고 가정하고 있기 때문이다.

마지막으로 실증분석에서 본 논문이 새롭게 발견한 사실은 투자-현금흐름 배수는 당기의 실적에 영향을 받는 과거성이 있기 때문에 ROA로 통제를 해주어야 한다는 점이다. 즉, 당해의 실적이 과거 투자의 산물이라면, 당해의 ROA로 통제해주어야 당해의 투자-현금흐름 배수가 미래의 영업예측에 영향을 받은 당해의 초과투자과 이를 위한 외부자금조달을 대변하게 된다는 사실이다.

한편 본 연구의 한계로 소유구조 이외에 투자에 영향을 주는 변수들을 충분히 통제하지 못하였을 가능성을 들 수 있다. 연구대상 기업이 대부분 비상장사이기 때문에 자본의 시장가치를 구할 수가 없고, 따라서 Tobin Q의 대용치로 가장 많이 사용되는 자산의 장부가 대비 시장가 비율을 모델에 넣지 못하였다. 과연 본문에서 사용한 매출성장성이 투자에 사실상

2) <표 5>의 Model4와 Model5의 R-square는 각각 20.12%, 20.23%이었고, <표 7>의 Model1과 Model2의 R-square는 각각 20.45% 20.51%였다.

영향을 가장 많이 주는 Tobin Q를 충분히 대변하지 못한다면 본 연구의 결론은 상당히 제한적으로 주장되어야 할 것이다. 향후 창업초기기업의 투자나 자금조달에 대해 재무적인 관점에서 연구를 계속하기 위해서는 Tobin Q를 대용할 수 있는 변수를 찾는 것이 시급한 과제라고 할 수 있겠다.

REFERENCE

- Andrén, N. & Jankensgård, H.(2015). Wall of Cash: The Investment-Cash Flow Sensitivity When Capital Becomes Abundant, *Journal of Banking & Finance*, 50, 204-213.
- Bathala, C., Moon, K. & Rao, R.(1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial Management*, 23(3), (Venture Capital Special Issue, Autumn), 38-50.
- Becchetti, L., Castelli, A. & Hasan, I.(2010). Investment-Cash Flow Sensitivities, Credit Rationing and Financing Constraints in Small and Medium-Sized Firms, *Small Business Economics*, 35(4), 467-497.
- Brailsford, T., Oliver, B. & Pua, S.(2002). On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting & Finance*, 42(1), 1-26.
- Cummins, J., Hasset, K. & Oliner, S.(2006). Investment Behavior, Observable Expectations and Internal Funds, *American Economic Review*, 96(3), 796-810.
- Fazzari, S., Hubbard, R., Petersen, B., Blinder, A. & Poterba, J.(1988). Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, 141-206.
- Harris, M. & Raviv, A.(1990), Capital Structure and the Informational Role of Debt, *Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Holod, D. & Peek, J.(2007). Asymmetric Information and Liquidity Constraints: A New Test, *Journal of Banking & Finance*, 31(8), 2425-2451.
- Jensen, M.(1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 76(2), 323-329
- Jensen, M. & Meckling, W.(1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, W.(2014). Study on Financing and Liquidity in Early-Stage SMBs, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 9(5), 1-11.
- Kaplan, S. & Zingales, L.(1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?, *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- Kim, W. S. & Sorensen, E.(1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.
- Kim, J. H. & Park, M. C.(2002). A New Integrated Finance Supporting Network for Venture Firms, *Advancing Small Enterprise Innovation Research*, 5(1), 131-154.
- Ku, B. C.(2014). Derivation and Empirical Analysis of Critical Factors that Facilitate Technology Transfer and Commercialization of Research Outcome, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 9(5), 69-81.
- Myers, S. & Majluf, N.(1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Modigliani, F. & Miller, M.(1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- _____ (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Moyen, N.(2004). Investment-cash Flow Sensitivities: Constrained Versus Unconstrained Firms, *Journal of Finance*, 59(5), 2061-2092.
- Narayanan, M.(1988). Debt Versus Equity Under Asymmetric Information, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 39-51.
- Pawlina, G. & Renneboog, L.(2005). Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK, *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- Seo, R. B., Sung, J. S. & Yoon, H. D.(2012). The Effects of Collaborative R&D Network and Entrepreneurship on Technological Innovation Activity and Performance of Venture Business in Industrial Clusters, *Advancing Small Enterprise Innovation Research*, 15(3), 43-68.
- Voordeckers, W. & Steijvers, T.(2006). Business Collateral and Personal Commitments in SME Lending, *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 3067-3086.

The the Effect on External Financing of Ownership Type in Case of Early-Stage Firms

Kang, Won*

Abstract

This study examines whether successful stand-alone firms have more difficulties than the successful firms affiliated to business groups in external financing. The easiness of external financing is measured by investment-cashflow multiple. Controlling the effects on the multiple of the past business performances and the expectation of future business performances, we investigate how the ownership type affects the multiple. The empirical results show that, when cashflows are positive, the stand-alone firms exhibit higher investment-cashflow multiples. When cashflows are negative, however, the opposite is true, even though the statistical significance of the result is rather low. These results do not support the general idea that stand-alone firms must have more disadvantage than subsidiary firms in raising funds from outside. If member firms of business groups have no big trouble financing externally, then the above results imply that stand-alone firms do not either identify external financing as a major difficulty in running business. Thus, if the government seeks to formulate the selective policies supporting only the promising start-ups, instead of the general policies benefiting random start-ups, then the start-up financing policy should have a lower priority.

Keywords: Early-Stage SME, investment-cashflow multiple, external financing

* Assistant Professor, School of Business, Sejong University, kangwon@sejong.ac.kr