

한국 재벌기업집단의 내부자본시장과 자본조달순위이론*

정민규** · 문승진*** · 김병곤****

〈요 약〉

본 연구에서는 재벌기업집단 내에 존재하는 내부자본시장이 기업집단 소속 기업의 자본조달 의사결정에 미치는 영향을 분석하였다. 분석기간은 2004년부터 2021년까지 이다. 표본은 재벌기업집단에 속하고 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 2,351개(기업-연도)를 사용하였다. 재벌기업집단 내에서 내부금융의 가용성을 나타내는 현금흐름은 기업집단 소속 상장사 외에 비상장 외감법인 총 15,235개(기업-연도)를 포함하여 분석하였다. 분석방법으로는 패널자료회귀분석법을 사용하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 재벌기업집단 내에서 창출되는 현금흐름과 레버리지의 영향관계를 확인한 결과, 재벌기업집단에 속한 기업에서 자사가 창출한 현금흐름과 타계열사현금흐름이 증가하면 부채에 의한 자금조달이 감소한다는 것을 확인하였다. 이러한 결과에서 한국 재벌기업은 외부금융 보다 내부금융을 선호하고 재벌기업집단 내에 존재하는 내부자본시장이 기업의 자본조달 의사결정에 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

둘째, 자금부족과 부채발행의 영향관계를 확인한 결과에서는 한국 재벌기업은 부족자금이 발생하면 외부금융인 순부채를 발행하여 조달하는 것으로 나타났다. 그렇지만 자체 현금흐름이 발생하는 경우에는 순부채 조달이 감소한다는 것을 알 수 있었다. 또한 재벌기업집단 내에 타계열사에 의해 형성된 내부자본시장이 존재하는 경우에는 내부자본시장이 기업의 자금부족을 조절하여 순부채 조달을 감소시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과에서 한국의 재벌기업집단 소속 재벌기업들은 자본조달 의사결정에서 전반적으로 자본조달순위이론을 따르고 있는 것으로 이해할 수 있었다.

주제어 : 재벌기업집단, 내부자본시장, 자본조달순위이론, 자본구조, 패널자료회귀분석

논문접수일 : 2024. 01. 30. 1차 수정일 : 2024. 02. 02. 게재확정일 : 2024. 02. 03

* 이 논문은 2022년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2022S1A5B5A1605 4852). 이 논문은 한국자료분석학회 2023년도 동계학술발표대회에서 발표된 것을 수정·보완한 것임.

** 제1저자, 창원대학교 경영대학 경영학과 강사, E-mail: 0747@daum.net

*** 공동저자, 창원대학교 대학원 경영학과 박사과정, E-mail: msj9456@changwon.ac.kr

**** 교신저자, 창원대학교 경영대학 경영학과 교수, 055-213-3348, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr

I. 서론

여러 기업이 하나의 집단을 형성하고 있는 기업집단(business group)이나 사업이 다각화된 기업에서는 기업집단 내 계열사 간에 혹은 사업부문 간에 자원이전을 통해 자금을 조달하거나 이전시킬 수 있는 내부자본시장(internal capital market)이 형성될 수 있다. 즉 기업집단이나 개별기업 내에 기업이 활용할 수 있는 금융시장이 형성됨으로써 기업의 재무의사결정이나 투자 의사결정 등에 영향을 미칠 수 있다.

기업은 내부자본시장을 활용하여 재무제약(financial constraint)을 완화시키고, 투자 자금을 조달함으로써 과소투자문제(underinvestment problem)를 완화시키는 등 투자효율성을 증진시킬 수 있다. 그렇지만 한편으로는 내부자본시장에서 조달한 자금을 활용하여 과잉투자문제(overinvestment problem)를 유발시킬 수도 있고, 성과가 낮은 기업이나 사업을 지원하는 상호보조문제(cross-subsidization problem), 지대추구(rent seeking) 등을 통한 자중손실(deadweight costs) 등을 발생시킬 수도 있다.

따라서 최근 내부자본시장과 관련된 연구들이 많은 관심을 받고 있다. 내부자본시장의 존재 여부를 확인하는 연구(Shin and Park, 1999; Gangopadhyay et al., 2003; Ushijima, 2005; Lee et al., 2009; 박영석 · 신현한, 1998; 김창수, 2010), 내부자본시장의 순기능과 역기능에 관한 연구(Stein, 1997; Bae et al., 2002; Bertrand et al., 2002; Baek et al., 2006; Sevcik, 2015; Ray and Chaudhuri, 2018; Choi et al., 2019; Tan et al., 2023; 김창수, 2018; 문승진 등, 2022), 내부자본시장의 효율성에 관한 연구(Lensink et al., 2003; Khanna and Yafeh, 2007; Lewellen and Lewellen, 2016; Lin and Yeh, 2020; Beladi et al., 2021; 이우관, 2002; 김창수, 2010; 문승진 · 김병곤, 2023) 등 다양한 측면에서 연구들이 이루어지고 있다.

이러한 다양한 연구에도 불구하고 내부자본시장과 자본조달 의사결정과 연계하여 분석한 연구는 부족한 실정이다. 내부자본시장은 기업의 재무제약을 완화시키는 역할을 할 뿐만 아니라 기업 외부의 금융시장으로부터 부채로 자금을 조달할 필요성을 완화시키는 역할도 할 수 있다. 내부자본시장이 형성되어 있는 경우 기업은 필요자금을 외부 금융시장에 부채나 주식을 발행하여 자금을 조달할 것인가 혹은 내부자본시장을 활용하여 내부금융으로 자금을 조달할 것인가를 선택하는 의사결정을 할 수 있다. 이러한 의사결정은 기업의 자본구조에도 영향을 미칠 수 있다.

따라서 본 연구에서는 자본구조정책의 일환으로 연구되고 있는 자본조달순위이론(pecking order theory)적 관점에서 첫째, 한국 재벌기업집단¹⁾ 내에 창출되는 현금흐름이 내부금융으로

1) 공정거래위원회에서는 정기적으로 대규모 기업집단을 지정하여 발표하고 있다. 2002년부터는 출자총액제한 기업집단과 상호출자제한기업집단으로 구분하여 지정하였다. 2009년부터는 출자총액제한제도를 폐지하고, 상호출자제한기업집단만 지정하여 발표하였다. 2016년에는 상호출자제한기업집단 지정 기준을 5조원에

활용되고 있는지, 둘째, 내부금융으로 활용된다면 내부자금의 우선조달로 부채조달정책이 조절될 수 있는지를 분석하고자 한다.

본 연구에 사용된 표본기업은 2004년부터 2021년 기간 중에 한국공정거래위원회로부터 대규모 기업집단으로 지정된 기업집단에 속한 상장사 총 2,351개(기업-연도) 기업이다. 재벌기업집단 내 내부금융의 가용성을 나타내는 현금흐름을 측정할 때는 기업집단 소속 상장사뿐만 아니라 비상장 외감법인의 현금흐름도 포함하여 분석한다. 분석방법으로는 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하여, 패널자료회귀분석법(panel data regression analysis)으로 분석한다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

자본조달순위이론은 기업이 필요한 추가자금을 조달할 때 어떠한 자금을 먼저 조달하는가를 설명하는 이론이다. Myers and Majluf(1984)는 기업의 자본조달 의사결정은 자본조달비용에 의해 결정된다고 하였다. 기업이 추가로 필요한 자금을 조달할 때 자본조달비용이 저렴한 순서대로 자본조달이 이루어진다는 것이다.

일반적으로 외부 금융시장으로부터의 자금조달은 거래비용이 발생하고, 경영자와 투자자 간에 정보비대칭(information asymmetry)문제가 존재하기 때문에 내부금융보다는 자본조달비용이 높은 특징이 있다. 따라서 기업은 추가자금 조달을 위해서는 외부금융(external financing)보다는 내부금융(internal financing)을 선호하게 된다.

내부금융이 부족하여 외부금융을 이용해야 하는 경우에도 주식을 발행(equity issues)하여 자금을 조달하기 보다는 부채를 통해 자금을 조달(debt issues)하는 것을 선호하게 된다. 경영자와 투자자 간에 기업에 대한 정보가 비대칭적(asymmetric information)인 상황에서 기업이 주식을 발행하여 자금을 조달하게 되면 주가가 과대평가되어 있다는 신호로 작용할 가능성이 높기 때문에 기업은 주식발행을 통한 자금조달을 꺼리게 된다. 따라서 기업이 내부금융을 초과하여 자금이 필요한 경우에는 주식보다는 부채를, 보통주보다는 우선주를 선호하게 된다. 이러한 이론적 관계에 따라 Myers and Majluf(1984)는 기업이 추가자금을 조달할 때 내부유보이익(retained earning), 부채, 우선주, 보통주 등의 순서로 자본조달수단을 활용한다고 하였다.

서 10조원으로 상향하였고, 공기업집단을 제외하였다. 2017년 4월부터는 공정거래법 개정에 따라 자산총액 5조원 이상은 공시대상기업집단으로 지정하고, 그 중 자산총액이 10조원 이상인 기업집단은 상호출자제한 기업집단으로 지정하고 있다. 본 연구에서 재벌기업집단은 공정거래위원회에서 매년 발표하고 있는 출자총액제한기업집단, 상호출자제한기업집단, 공시대상기업집단 중에서 총수가 존재하는 기업집단으로 정의한다.

Williamson(1975)은 기업집단의 경우 내부자본시장이 자본조달에 활용될 수 있다고 하였다. 기업집단에서는 기업집단 내에서 창출되는 내부자본을 활용하여 자본 풀(pool of funds)을 형성하고, 자본의 균형된 배분과 자본 재할당이 가능하다는 것이다. 이러한 내부자본시장은 자본조달에 따른 거래비용을 감소시킴으로써 기업의 자본조달비용을 낮추는 효과를 가져 올 수 있다(Gertner et al., 1994; Stein, 1997; Dewaelheyns and Hulle, 2010).

따라서 자본조달순위이론 관점에서 보면, 내부자본시장은 기업이 내부금융을 조달하는 새로운 원천이 될 수 있다. 내부자본시장을 형성하고 있는 기업집단 내 타계열사의 현금흐름이 내부금융으로 활용될 수 있기 때문이다. 이와 같은 관계가 성립한다면 자본조달순위이론에서 제시하는 자본조달의 우선순위는 기업자체의 내부유보자금, 기업집단 내 타계열사 현금흐름, 부채, 우선주, 보통주 등의 순서로 조정될 수 있다.

이러한 관점에서 보면, 기업은 기업집단 내에 내부자본시장이 형성되어 있다면 외부금융 시장보다는 자본비용이 상대적으로 저렴한 내부자본시장을 먼저 활용하고자 할 수 있다. 즉 기업이 추가자금이 필요하다면 가장 먼저 내부금융인 자사가 창출한 현금흐름을 선택하고, 다음으로 또 다른 내부금융에 해당하는 기업집단 내 타계열사들의 현금흐름을 선택하는 의사결정을 할 수 있다는 것이다.

이러한 자본조달 의사결정이 이루어진다면 기업의 외부금융조달은 감소될 수 있다. 기업이 부족한 자금을 부채나 주식을 발행하여 조달할 필요성이 줄어들기 때문이다. 특히 외부금융 조달 수단 중에서 우선순위가 높은 부채에 의한 자금조달이 우선적으로 감소될 가능성이 높다.

본 연구에서는 이러한 이론적 관계가 한국의 재벌기업집단에도 성립하는가를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하여 분석한다.

가설: 한국 재벌기업집단에서는 내부자본시장으로 인해 기업의 부채에 의한 자본조달이 감소한다.

Ⅲ. 실증분석의 설계

1. 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서 표본기업은 2004년 부터 2021년까지 재벌기업집단에 속하고 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 총 2,351개(기업-연도) 기업이다. 금융업종 기업이나 12월 결산법인 아닌 기업, 분석기간 동안 연도별 결산자료를 제공하지 않아 회계자료를

입수할 수 없는 기업은 표본에서 제외한다. 타계열사 현금흐름변수를 측정할 때는 각 재벌기업집단에 속한 상장기업과 외부감사 대상 법인 총 15,235개(기업-연도) 기업도 포함하여 계산한다.

분석에 필요한 자료는 한국상장회사협의회 TS2000과 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE, 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 제공하는 각 기업의 사업보고서, 공정거래위원회의 기업집단정보포털(<https://www.egroup.go.kr>) 등에서 수집하였다.

본 연구에서 사용되는 자료는 시계열·횡단면 자료(time series and cross-section data)이기 때문에 시계열상관과 이분산의 문제가 동시에 나타날 수 있다. 따라서 시계열·횡단면 자료를 통합한 불균형 패널자료(unbalance panel data)를 형성하여 패널자료회귀 분석방법을 사용하여 분석한다. 자료분석을 위한 통계패키지로는 STATA 18.0을 사용한다.

2. 분석대상변수

2.1 순부채 발행비율변수

순부채발행비율변수(ΔD)는 Shyam-Sunder and Myers(1999)의 연구와 같이 장기부채의 변화량에 총자산을 나누어 계산한다. 여기서 장기부채의 변화량은 장기부채 증가액에서 장기부채의 감소액을 차감한 값으로 구한다. 장기부채는 장기차입금에 장기사채 발행금을 더한 값이다.

2.2 레버리지변수

이론적으로 엄격한 의미에서 자본구조는 장기 자본구조를 의미하므로 본 연구에서도 자본구조의 선행연구와 같이 총부채를 총자산으로 나누어 계산한다(=총부채/총자산).

2.3 자사현금흐름변수

자사현금흐름은 특정기업이 자체적으로 창출하는 현금흐름을 말한다. 기업의 다른 조건들이 동일하다고 가정한다면 자사현금흐름이 많이 창출될수록 자금부족이 감소되어 외부금융 특히 부채에 의한 자금조달 필요성이 낮아질 수 있다. 자사현금흐름변수($OwnCF$)는 영업이익과 감가상각비의 합을 총자산으로 나누어 계산한다(=(영업이익+감가상각비)/총자산).

2.4 타계열사현금흐름변수

기업집단 내 내부자본시장의 형성에 따라 부채를 활용한 자금조달 의사결정이 영향을 받는가를 확인하기 위하여 내부자본시장의 가용성을 나타내는 타계열사현금흐름변수

(*OtherCF*)를 사용한다. 기업집단 내 타계열사의 현금흐름이 많이 발생하면 내부자본시장의 가용성이 높다고 평가할 수 있다. 이 경우 기업은 내부금융에 해당하는 타계열사 현금흐름을 우선적으로 활용하고자 하는 유인이 나타나고, 외부금융인 부채에 의한 자금조달 필요성은 감소할 수 있다.

타계열사현금흐름변수(*OtherCF*)는 당해 기업이 속한 기업집단에서 자사를 제외한 타계열사의 현금흐름을 총합하여 측정한다. 즉 동일 기업집단에 속하는 기업 중에서 자사를 제외한 타계열사의 현금흐름을 모두 더한 값을 타계열사 총자산의 합으로 나누어서 측정한다(=(타계열사 영업이익의 합+타계열사 감가상각비의 합)/타계열사 총자산의 합).

2.5 자금부족변수

기업에서 자금이 부족한 경우 추가 자금조달이 필요하게 된다. 이 경우 기업은 자금조달의 원천으로 내부금융과 외부금융을 활용할 수 있다. 일반적으로 기업에서 자금부족현상이 발생하면 레버리지가 증가하는 정(+)의 영향관계가 나타나게 된다.

자금부족변수(*Def*)는 Shyam-Sunder and Myers(1999)와 Frank and Goal(2003) 등의 연구에서와 같이 [배당지급액(*DIV*)+순투자액(*I*)+순운전자본의 증가(ΔW)+유동성 장기부채(*R*)-세후영업현금흐름(*C*)]으로 측정한다.

$$Def_{it} = DIV_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it} = \Delta D_{it} + \Delta E_{it} \quad (1)$$

이러한 (1)식에서 자금부족(*Def*)은 순부채발행액(ΔD)과 순자기자본발행액(ΔE)의 합과 같다. (1)식은 자금부족과 순부채발행의 직관적인 영향 관계를 통해 자본조달순위이론을 검증하고자 하는 모형이다.

2.6 자금부족과 타계열사현금흐름의 상호작용변수

본 연구에서는 한국 재벌기업집단 내에 내부자본시장이 형성되어 있는 경우 기업이 부족자금을 조달할 때 내부자본시장으로 인해 부채조달 의사결정이 영향을 받는가를 분석하고자 한다. 이를 위해 자금부족과 타계열사현금흐름의 상호작용변수($Def \times OtherCF$)를 사용하여 내부자본시장의 조절효과를 분석한다.

2.7 통제변수

본 연구에서는 자본구조에 영향을 미치는 주요 요인을 통제한 상황에서 내부자본시장이 자본조달 의사결정에 미치는 영향을 분석한다. Rajan and Zingales(1995) 등의 연구에서 자본구조에 영향을 미치는 주요 요인으로 제시된 유형자산(*Tang*), 성장기회(*TobinQ*),

기업규모(*Size*)변수와 추가적으로 내부지분율(*Owner*)과 글로벌 금융위기기간(*Crisis*)을 통제하는 변수를 사용한다.

<표 1> 분석대상변수 및 측정방법

구분	변수명	측정방법
종속 변수	레버리지비율(<i>Lev</i>)	총부채/총자산
	순부채발행비율(ΔD)	(장기부채발행-장기부채 감소)/총자산
설명 변수	자사현금흐름(<i>OwnCF</i>)	(영업이익+감가상각비)/총자산
	타계열사현금흐름(<i>OtherCF</i>)	동일 기업집단 내에서 (타계열사 영업이익의 합+타계열사 감가상각비의 합)/타계열사 총자산의 합
	자금부족(<i>Def</i>)	(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가+유동성 장기부채-세후영업현금흐름)/총자산
	자금부족과 타계열사현금흐름의 상호작용($Def \times OtherCF$)	자금부족×타계열사현금흐름
통제 변수	유형자산(<i>Tang</i>)	유형자산/총자산
	성장기회(<i>TobinQ</i>)	(발행주식수×기말주가)+부채/총자산
	기업규모(<i>Size</i>)	ln매출액
통제 변수	내부지분율(<i>Owner</i>)	지배주주 본인 및 특수관계인 지분율
	글로벌 금융위기기간더미(<i>Crisis</i>)	글로벌 금융위기기간(2008년, 2009년)인 경우 더미값 1부여

3. 실증분석 방법 및 모형

본 연구에서는 한국 재벌기업집단을 대상으로 기업집단 내에 형성된 내부자본시장이 기업의 자본조달 의사결정에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 특히 기업집단 내에서 내부자본 시장을 형성하는 타계열사의 현금흐름이 존재하는 경우에 이러한 영향관계가 어떻게 달라지는가를 분석하고자 한다.

이를 위해 본 연구에서는 다음과 같은 모형을 설정하고 분석한다. [모형 1]은 기업집단 내에서 창출되는 현금흐름이 기업의 부채조달에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수로 레버리지비율변수(*Lev*)를 사용하고, 설명변수로 자사현금흐름(*OwnCF*)과 타계열사현금흐름(*OtherCF*) 변수를 사용한다. 통제변수로는 유형자산(*Tang*), 성장기회(*TobinQ*), 기업규모(*Size*), 내부지분율(*Owner*), 글로벌 금융위기기간더미(*Crisis*) 변수를 포함한다. 오차항은 기업특성효과(η_i)와 시간특성효과(λ_t), 나머지 오차(ϵ_{it})로 구분하여 분석모형에 포함한다.

$$\begin{aligned}
 \text{[모형 1]} \quad Lev_{it} = & \alpha + \beta_1 OwnCF_{it} + \beta_2 OtherCF_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 TobinQ_{it} \\
 & + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Owner_{it} + \beta_7 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

[모형 1]에서 자사현금흐름변수(*OwnCF*)의 회귀계수 β_1 과 타계열사현금흐름변수(*OtherCF*)의 회귀계수 β_2 가 유의한 정(+) 또는 부(-)의 값을 갖는다면, 기업의 자금조달 의사결정은 내부금융에 의해 영향을 받는다고 해석할 수 있다. 기업이 조달할 수 있는 내부금융이 증가하면 외부금융으로써 기업의 주요 자금조달수단이 되고 있는 레버리지가 증감할 수 있다는 것을 의미한다.

특히 [모형 1]에서 타계열사현금흐름변수(*OtherCF*)의 회귀계수 β_2 가 유의한 부(-)의 값을 나타낸다면 기업집단 내에 형성되는 내부자본시장은 기업집단에 속한 기업의 레버리지를 감소시키는 작용을 한다는 것을 의미한다. 즉 기업집단 내에 내부자본시장의 존재는 기업의 자본조달 의사결정에 영향을 미치고, 기업은 외부금융인 부채 보다 우선하여 내부금융인 타계열사현금흐름을 사용한다고 해석할 수 있다.

[모형 2]는 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제안하고, Chirinko and Singha(2000)가 확장한 자본조달순위이론 검정모형을 응용한 것으로 종속변수는 순부채발행비율변수(ΔD)이고, 설명변수는 자금부족변수(*Def*)와 자사현금흐름증감변수($\Delta OwnCF$), 타계열사현금흐름증감변수($\Delta OtherCF$), 자금부족과 타계열사현금흐름증감의 상호작용변수($Def \times \Delta OtherCF$)이다. 자본구조의 정태적 절충이론을 통제하기 위해 전년도 레버리지비율(Lev_{t-1})을 통제변수로 포함한다.

$$\begin{aligned}
 \text{[모형 2]} \quad \Delta D_{it} = & \alpha + \beta_1 Def_{it} + \beta_2 \Delta OwnCF_{it} + \beta_3 \Delta OtherCF_{it} + \beta_4 Def_{it} \times \Delta OtherCF_{it} \quad (3) \\
 & + \beta_5 \Delta Tang_{it} + \beta_6 \Delta TobinQ_{it} + \beta_7 \Delta Size_{it} + \beta_8 Owner_{it} + \beta_9 Crisis_{it} \\
 & + \beta_{10} Lev_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

단, Δ : 각 변수에 직전년도 값을 차감한 변화량을 나타냄.

[모형 2]는 기업이 부족한 자금을 얼마나 순부채를 통해 조달하는가를 설명하는 모형이라고 할 수 있다. 여기에 내부자본시장 관련 변수($\Delta OwnCF$, $\Delta OtherCF$, $Def \times \Delta OtherCF$)가 추가됨으로써 기업집단 내 내부자본시장의 존재가 자금부족과 순부채조달의 관계에 미치는 영향을 확인할 수 있다.

[모형 2]에서 자금부족변수(*Def*)의 회귀계수 β_1 이 유의한 정(+)의 값을 나타낸다면, 기업에서 자금부족이 발생하면 부채로 추가 자금을 조달한다는 것을 의미한다. 자사현금흐름증감변수($\Delta OwnCF$)의 회귀계수 β_2 가 유의한 부(-)의 값을 나타낸다면 자사에서 창출되는 현금흐름은 부채발행을 통한 자본조달을 감소시키고, 기업은 부족한 자금을 조달하는데 있어서 부채발행보다 내부자금인 자사현금흐름을 선호하는 것으로 해석할 수 있다.

또한 타계열사현금흐름증감변수($\Delta OtherCF$)의 회귀계수 β_3 가 유의한 부(-)의 값을 갖는다면, 기업집단 내 타계열사현금흐름이 증가하면 재벌기업의 순부채조달이 감소되는 것으로 해석할 수 있다. 이는 타계열사현금흐름이 부채조달을 감소시킨다는 의미로 재벌기업은 자금이 부족할 때 부채보다 내부금융인 타계열사현금흐름을 우선적으로 활용하는 것으로 이해할 수 있다.

자금부족과 타계열사현금흐름증감 상호작용변수($Def \times \Delta OtherCF$)의 회귀계수 β_4 가 유의한 값을 나타낸다면, 내부자본시장은 부족자금과 부채조달의 관계에 조절효과를 갖는다고 해석할 수 있다. 이때 β_4 가 유의한 부(-)의 값을 갖는다면 내부자본시장은 기업이 부족자금을 부채로 조달하는 것을 감소시키는 역할을 한다는 것을 의미한다. 즉 기업집단 내에 타계열사의 현금흐름에 의해 내부자본시장이 형성되어 있는 경우에 재벌기업이 부족자금을 외부금융인 부채로 자금을 조달하려 할 때 내부자본시장은 이를 완화시키는 역할을 한다고 해석할 수 있다.

IV. 실증분석 결과

1. 표본기업 기술통계량

<표 2>는 전체표본의 각 변수별 기술통계량을 나타낸 것이다. 종속변수인 레버리지(Lev)의 평균은 0.4591이고 최대값은 0.9889이며 최소값은 0.0088이다. 순부채발행비율(ΔD)의 평균은 0.0044이고 최대값은 0.2525이며 최소값은 -0.3209이다. 자사현금흐름($OwnCF$)의 평균은 0.0737이고 최대값은 0.4535이며 최소값은 -0.1968이다. 자사현금흐름변화량($\Delta OwnCF$)의 평균은 -0.0017이고 최대값은 0.7023이며 최소값은 -0.4823이다. 타계열사현금흐름($OtherCF$)의 평균은 0.0781이고 최대값은 0.3532이며 최소값은 -0.1717이다. 타계열사현금흐름변화량($\Delta OtherCF$)의 평균은 -0.0010이고 최대값은 0.2802이며 최소값은 -0.1091이다. 타계열사현금흐름($OtherCF$)의 평균은 0.0781이고 최대값은 0.3532이며 최소값은 -0.1717이다. 자금부족(Def)의 평균은 0.0473이고 최대값은 0.8379이며 최소값은 -0.8623이다. 자금부족과 타계열사 현금흐름증감의 상호작용($Def \times \Delta OtherCF$)의 평균은 -0.00001이고 최대값은 0.0618이며 최소값은 -0.0564이다.

<표 3>은 전체표본에 대한 각 변수별 Pearson상관계수를 나타낸다. 각 모형에 사용되는 변수의 상관계수는 최대 -0.3743이고 표본수도 충분하여 통계적으로 문제가 없는 것으로 판단된다. 본 연구에 사용되는 분석모형의 다중공선성문제를 확인하기 위해 분산팽창계수(variance inflation factor, VIF)를 측정하였다. 측정 결과 각 독립변수의 VIF값은 1.04~1.10으로써 통계적으로 허용되는 범위 내에 존재하였다.

<표 2> 전체 표본의 변수별 기술통계량

표본은 2004년부터 2021년까지 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 18개년 총 2,351개임. Lev (레버리지비율)=부채/총자산, ΔD (순부채발행비율)=(장기부채발행-장기부채 감소)/총자산, $OwnCF$ (자사 현금흐름)=(영업이익+감가상각비)/총자산, $OtherCF$ (타계열사 현금흐름)=동일 기업집단 내에서 (타계열사 영업이익의 합+타계열사 감가상각비의 합)/타계열사 총자산의 합, Def (자금부족)=(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가+유동성 장기부채-세후영업현금흐름)/총자산, $Def \times \Delta OtherCF$ (자금부족과 타계열사 현금흐름증감의 상호작용)=자금부족×타계열사 현금흐름증감, $Tang$ (유형자산비율)=유형자산/총자산, $TobinQ$ (성장기회)=(발행주식수×기말주가)+부채/총자산, $Size$ (기업규모)=ln(매출액), $Owner$ (내부지분율)=지배주주 본인 및 특수관계인 지분율, $Lev_{\tau-1}$ (전년도 레버리지비율), Δ =각 변수의 변화량.

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Lev	2,351	0.4591	0.1952	0.0088	0.9889
ΔD	2,351	0.0044	0.0601	-0.3209	0.2525
$OwnCF$	2,351	0.0737	0.0585	-0.1968	0.4535
$\Delta OwnCF$	2,351	-0.0017	0.0436	-0.4823	0.7023
$OtherCF$	2,351	0.0781	0.0431	-0.1717	0.3532
$\Delta OtherCF$	2,351	-0.0010	0.0268	-0.1091	0.2802
Def	2,351	0.0473	0.1041	-0.8623	0.8379
$Def \times \Delta OtherCF$	2,351	-0.0001	0.0036	-0.0564	0.0618
$Tang$	2,351	0.3004	0.1966	0.0000	0.9655
$\Delta Tang$	2,351	0.0118	0.0679	-0.7978	0.7185
$TobinQ$	2,351	1.1916	0.8488	0.1293	12.8285
$\Delta TobinQ$	2,351	0.0038	0.5824	-16.7461	6.4939
$Size$	2,351	27.9965	1.6913	21.5271	32.9281
$\Delta Size$	2,351	0.0072	0.3196	-4.7548	2.2439
$Owner$	2,351	0.4312	0.1585	0.0000	0.9000
$Lev_{\tau-1}$	2,351	0.4616	0.1960	0.0018	1.0959

<표 3> Pearson 상관관계 분석

이 표는 각 변수의 Pearson 상관관계를 나타냄. 표본은 2004년부터 2021년까지 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 18개년 총 2,351개임. Lev (레버리지비율)=부채/총자산, ΔD (순부채발행비율)=(장기부채발행-장기부채 감소)/총자산, $OwnCF$ (자사 현금흐름)=(영업이익+감가상각비)/총자산, $OtherCF$ (타계열사 현금흐름)=동일 기업집단 내에서 (타계열사 영업이익의 합+타계열사 감가상각비의 합)/타계열사 총자산의 합, Def (자금부족)=(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가+유동성 장기부채-세후영업현금흐름)/총자산, $Def \times \Delta OtherCF$ (자금부족과 타계열사 현금흐름증감의 상호작용)=자금부족×타계열사 현금흐름증감, $Tang$ (유형자산비율)=유형자산/총자산, $TobinQ$ (성장기회)=(발행주식수×기말주가)+부채/총자산, $Size$ (기업규모)=ln(매출액), $Owner$ (내부지분율)=지배주주 본인 및 특수관계인 지분율, $Lev_{\tau-1}$ (전년도 레버리지비율), Δ =각 변수의 변화량. ***와 **, *는 각각 유의수준 1%와 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄.

	Lev	ΔD	$OwnCF$	$\Delta OwnCF$	$OtherCF$	$\Delta OtherCF$	Def	$Def \times \Delta OtherCF$
Lev	1							
ΔD	0.0480**	1						
$OwnCF$	-0.1618***	-0.0041	1					
$\Delta OwnCF$	-0.0088	-0.1255***	0.3383***	1				
$OtherCF$	-0.1054***	0.0098	0.2047***	0.0522**	1			
$\Delta OtherCF$	-0.01033	-0.0407**	0.0617***	0.1230***	0.3497***	1		

	<i>Lev</i>	ΔD	<i>OwnCF</i>	$\Delta OwnCF$	<i>OtherCF</i>	$\Delta OtherCF$	<i>Def</i>	$\frac{Def \times \Delta OtherCF}{\Delta OtherCF}$
<i>Def</i>	0.3120***	0.3333***	-0.1056***	-0.0240	-0.1084***	-0.0021	1	
$\frac{Def \times \Delta OtherCF}{\Delta OtherCF}$	-0.0320	-0.0370*	0.0021	0.0081	0.1963***	0.4448***	0.0582***	1
<i>Tang</i>	0.2639***	0.0210	0.2199***	-0.0251	0.0052	-0.0348*	0.0970***	0.0143
$\Delta Tang$	0.0632***	0.2327***	0.1254***	-0.0223	0.0249	-0.0896***	0.0134	-0.0752***
<i>TobinQ</i>	-0.0781***	0.0329	0.2425***	0.1185***	0.1825***	0.0349*	-0.0651***	0.0254
$\Delta TobinQ$	0.0113	-0.0158	0.0112	-0.1120***	0.0399	0.0238	0.0655***	0.0832***
<i>Size</i>	0.3189***	0.0240	0.2301***	0.0301	0.0845***	0.0081	0.0442	0.0037
$\Delta Size$	-0.0220	0.0202	0.1799***	0.2616***	0.0530	0.0584***	0.0041	-0.0241
<i>Owner</i>	-0.0970***	0.0010	-0.1376***	-0.0094	-0.1476***	-0.0201	-0.0098	0.0335
$Lev_{\tau-1}$	0.9514***	-0.0460	-0.1103***	0.0440	-0.0821***	0.0069	0.2716***	-0.0115

	<i>Tang</i>	$\Delta Tang$	<i>TobinQ</i>	$\Delta TobinQ$	<i>Size</i>	$\Delta Size$	<i>Owner</i>	$Lev_{\tau-1}$
<i>Tang</i>	1							
$\Delta Tang$	0.2343***	1						
<i>TobinQ</i>	-0.0361*	0.0653***	1					
$\Delta TobinQ$	0.0217	-0.0325	0.1011***	1				
<i>Size</i>	0.1875***	0.0685***	0.0431**	-0.0023	1			
$\Delta Size$	0.0118	0.1470***	0.1191***	-0.0422**	0.1386***	1		
<i>Owner</i>	-0.0236	0.0325	-0.0690***	-0.0180	-0.3743***	0.0111	1	
$Lev_{\tau-1}$	0.2566***	-0.0204	-0.0747***	0.0116	0.3205***	-0.0433**	-0.1060***	1

2. 실증분석결과

2.1 재벌기업집단의 내부자본시장이 레버리지에 미치는 영향관계 분석결과

재벌기업집단 소속 기업들이 자본조달 의사결정에서 내부자본시장을 활용한다면 내부금융이 증가함에 따라 외부금융인 부채조달이 감소될 수 있다. 따라서 <표 4>는 이러한 재벌기업집단 내에서 창출되는 현금흐름이 기업집단에 속한 기업의 레버리지에 어떠한 영향을 미치는가를 확인하기 위해 [모형 1]을 이용하여 패널자료회귀분석한 결과이다.

<표 4>에서 모형 (1)~(3)의 결과를 보면, 자사현금흐름변수(*OwnCF*)와 타계열사현금흐름변수(*OtherCF*)는 레버리지(*Lev*)에 대해 모두 유의한 부(-)의 영향관계를 나타내고 있다. 모형 (1)과 모형 (3)의 자사현금흐름변수(*OwnCF*)를 보면 회귀계수가 각각 -0.5008 ($t=-9.28$)과 -0.4700($t=-8.59$)로 1% 유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 재벌기업집단에 속한 기업에서 자사가 창출하는 현금흐름이 증가하면 부채에 의한 자금조달이 감소한다는 것을 알 수 있다.

모형 (2)와 모형 (3)에서 타계열사현금흐름변수(*OtherCF*)를 보면, 회귀계수가 각각 -0.3433($t=-4.67$)과 -0.2304($t=-3.14$)로 1% 유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계를 나타내고 있다. 기업집단 내에 형성되는 타계열사현금흐름이 증가하면 부채에 의한 자금조달이 감소된다는 것을 알 수 있다.

이러한 결과는 재벌기업집단 내에 내부자본시장이 형성되면 재벌기업은 부채에 의한 자본조달을 감소시킨다는 것으로 본 연구의 가설을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 즉 재벌기업집단 내에 내부자본시장이 형성되는 경우 재벌기업집단 소속 기업들은 자본조달 의사결정에서 외부금융인 부채보다 내부금융인 자체현금흐름이나 타계열사현금흐름을 선호한다는 것으로 자본조달순위이론을 지지하는 것으로 이해할 수 있다.

<표 4> 재벌기업집단의 내부자본시장과 레버리지의 관계 분석결과

이 표는 [모형 1]을 이용하여 재벌기업집단 내에서 창출되는 현금흐름이 기업집단 소속 기업의 레버리지에 미치는 영향을 분석한 결과임. Lev_{it} (레버리지비율)=부채/총자산, $OwnCF_{it}$ (자사현금흐름)=(영업이익+감가상각비)/총자산, $OtherCF_{it}$ (타계열사현금흐름)=동일 기업집단 내에서 (타계열사 영업이익의 합+타계열사 감가상각비의 합)/타계열사 총자산의 합, $Tang_{it}$ (유형자산비율)=유형자산/총자산, $TobinQ_{it}$ (성장기회)=(발행주식수×기말주가)+부채/총자산, $Size_{it}$ (기업규모)=ln(매출액), $Owner_{it}$ (내부지분율)=지배주주 본인 및 특수관계인 지분율, $Crisis_{it}$ (글로벌 금융위기기간더미)=글로벌 금융위기 기간(2008년, 2009년)인 경우 더미값 1부여. ()안의 값은 t값임. ***와 **, *는 각각 유의수준 1%와 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄. g 통계량은 라그랑지 승수검정의 통계량임. m 통계량은 하우스만 검정의 통계량임. VIF 는 회귀식의 다중공선성을 검증한 결과임.

$$[모형 1] \quad Lev_{it} = \alpha + \beta_1 OwnCF_{it} + \beta_2 OtherCF_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 TobinQ_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Owner_{it} + \beta_7 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

	(1)	(2)	(3)
<i>OwnCF</i>	-0.5008*** (-9.28)	-	-0.4700*** (-8.59)
<i>OtherCF</i>	-	-0.3433*** (-4.67)	-0.2304*** (-3.14)
<i>Tang</i>	0.3037*** (14.82)	0.2949*** (14.19)	0.3044*** (14.89)
<i>TobinQ</i>	0.0089* (1.74)	0.0007 (0.15)	0.0095* (1.87)
<i>Size</i>	0.0322*** (11.54)	0.0290*** (10.29)	0.0318*** (11.40)
<i>Owner</i>	-0.0498* (-1.86)	-0.0610** (-2.22)	-0.0595** (-2.21)
<i>Crisis</i>	0.0170** (2.17)	0.0165** (2.06)	0.0191** (2.44)
<i>Constant</i>	-0.4897*** (-5.98)	-0.3922 (-4.70)***	-0.4589*** (-5.57)
관측치	2,351	2,351	2,351
<i>g</i> -statistic	2773.35***	3071.42***	2743.28***
<i>m</i> -statistic	34.94***	46.28***	36.96***
Specification 모형	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect
R^2	0.2052	0.1799	0.2091
<i>F</i> -value	85.87***	72.95***	75.34***
<i>VIF</i>	1.13	1.09	1.13

2.2 재벌기업집단의 내부자본시장이 순부채조달에 미치는 영향관계 분석결과

<표 5>는 [모형 2]를 사용하여 내부자본시장이 자본조달 의사결정에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 기업집단 내에 형성된 내부자본시장이 기업의 자본조달 의사결정에 영향을 미친다면 상대적으로 부채발행에 의한 자금조달은 감소할 것으로 예상할 수 있다.

<표 5>에서 모형(1)~(4)를 보면, 자금부족변수(Def)의 회귀계수는 각각 0.2459($t=18.89$), 0.2472($t=18.98$), 0.2474($t=18.83$), 0.2476($t=19.00$)으로 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계를 보이고 있다. 재벌기업집단에 속한 기업들은 자금부족이 발생하면 필요자금을 순부채발행을 통해 조달한다는 것을 의미한다.

다음으로 자사현금흐름증감변수($\Delta OwnCF$)의 회귀계수를 보면, 모형(1), (2), (4)에서 각각 -0.1728($t=-5.79$), -0.1699($t=-5.72$), -0.1725($t=-5.79$)로 1% 유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계를 나타내고 있다. 재벌기업집단에 소속된 기업들의 경우 자사에서 현금흐름이 증가되는 경우 순부채발행을 감소시킨다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 재벌기업에서 부족자금이 발생하는 경우 부채를 발행하여 자금을 조달하기 보다는 자사현금흐름을 우선적으로 사용하는 것으로 이해할 수 있다. 자본조달순위이론의 측면에서 보면 외부자금 조달에 비해 상대적으로 자본비용이 저렴한 내부금융을 우선적으로 사용한다는 것을 의미하고, 이는 자본조달순위이론을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

타계열사현금흐름증감변수($\Delta OtherCF$)의 회귀계수는 모형(1), (3), (4)에서 각각 0.0063($t=0.14$), 0.0324($t=0.65$), 0.0555($t=1.11$)로 통계적으로 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 타계열사의 현금으로 형성된 내부자본시장이 직접적으로 기업의 자본조달 의사결정에 영향을 미치는지는 확인할 수 없는 결과이다. 기업집단 내에 타계열사현금흐름에 의해 내부자본시장이 형성되어 있다 하더라도 재벌기업집단의 경우 공정거래법 등에 의해 계열사간에 직접적인 자금이전 행위가 제약을 받고 있기 때문에 내부자본시장과 자금조달 의사결정간에 뚜렷한 영향관계가 나타나지 않은 것으로 보인다.²⁾

하지만 자금부족과 타계열사현금흐름증감의 상호작용변수($Def \times \Delta OtherCF$)를 보면 모형 (2)~모형 (4)에서 회귀계수가 각각 -0.6259($t=-1.83$), -0.8319($t=-2.14$), -0.8229($t=-2.14$)로 유의한 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 타계열사현금흐름으로 형성된 내부자본시장은 부족자금과 부채조달의 관계에 조절효과를 갖는 것으로 해석할 수 있다. 즉 재벌기업

2) 자산총액 5조원 이상인 공시대상기업집단 소속기업은 공정거래법에 의해 일반현황, 임원·이사회현황, 주식소유현황, 특수관계인과의 거래현황, 순환출자현황, 지주회사현황, 금융·보험사 의결권 행사현황 등을 공시하여야 한다. 이와 함께 자산총액 10조원 이상인 상호출자제한기업집단 소속기업은 공정거래법에 의해 기업집단 소속 계열회사간의 주식취득과 소유, 신규순환출자를 금지하고, 상호출자제한기업집단지정 이전부터 보유한 계열사의 순환출자에 대해서도 의결권을 제한하고 있다. 또한 상호출자제한기업집단의 소속회사(금융·보험사 제외)가 국내금융기관으로부터 여신과 관련하여 국내 계열회사에 대하여 채무를 보증하는 행위를 금지하고 있다.

집단 내에서 내부자본시장은 기업이 부족자금을 부채로 조달하는 것을 감소시키는 역할을 한다는 것을 알 수 있다. 이는 재벌기업이 부족자금을 외부금융인 부채로 자금 조달하려 할 때 내부자본시장이 이를 감소시키는 역할을 한다는 의미로 재벌기업집단의 내부자본시장은 재벌기업의 자본조달 의사결정에 간접적으로 영향을 미친다고 이해할 수 있다.

<표 5> 재벌기업집단의 내부자본시장과 순부채조달의 관계 분석결과

이 표는 [모형 2]를 이용하여 재벌기업집단의 내부자본시장이 자금부족과 순부채조달의 관계에 미치는 영향을 분석한 결과임. ΔD =순부채발행비율, $\Delta OwnCF$ =자사현금흐름의 변화량, $\Delta OtherCF$ =타계열사현금흐름의 변화량, Def =자금부족, $Def \times \Delta OtherCF$ =자금부족과 타계열사 현금흐름증감의 상호작용, $\Delta Tang$ =유형자산비율의 변화량, $\Delta TobinQ$ =성장기회의 변화량, $\Delta Size$ =기업규모의 변화량, $Owner$ =내부지분율, $Crisis$ =글로벌 금융위기기간더미, Lev_{t-1} =전년도 레버리지비율. ***와 **, *는 각각 유의수준 1%와 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄. ()안의 값은 t값임. g 통계량은 라그랑지 승수검정의 통계량임. m 통계량은 하우스만 검정의 통계량임. VIF는 회귀식의 다중공선성을 검증한 결과임.

$$\begin{aligned}
 [모형 2] \quad \Delta D_{it} = & \alpha + \beta_1 Def_{it} + \beta_2 \Delta OwnCF_{it} + \beta_3 \Delta OtherCF_{it} + \beta_4 Def_{it} \times \Delta OtherCF_{it} \\
 & + \beta_5 \Delta Tang_{it} + \beta_6 \Delta TobinQ_{it} + \beta_7 \Delta Size_{it} + \beta_8 Owner_{it} + \beta_9 Crisis_{it} \\
 & + \beta_{10} Lev_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{3}$$

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Def</i>	0.2459*** (18.89)	0.2472*** (18.98)	0.2474*** (18.83)	0.2476*** (19.00)
$\Delta OwnCF$	-0.1728*** (-5.79)	-0.1699*** (-5.72)	-	-0.1725*** (-5.79)
$\Delta OtherCF$	0.0063 (0.14)	-	0.0324 (0.65)	0.0555 (1.11)
$Def \times \Delta OtherCF$	-	-0.6259* (-1.83)	-0.8319** (-2.14)	-0.8229** (-2.14)
$\Delta Tang$	0.1941*** (10.44)	0.1905*** (10.24)	0.1932*** (10.30)	0.1914*** (10.28)
$\Delta TobinQ$	0.0005 (0.21)	0.0006 (0.24)	-0.0009 (-0.35)	0.0006 (0.23)
$\Delta Size$	-0.0030 (-0.77)	-0.0031 (-0.79)	-0.0089** (-2.28)	-0.0034 (-0.85)
<i>Owner</i>	-0.0086 (-0.61)	-0.0077 (-0.55)	-0.0077 (-0.54)	-0.0074 (-0.53)
<i>Crisis</i>	-0.0048 (-1.09)	-0.0048 (-1.08)	-0.0042 (-0.96)	-0.0047 (-1.08)
Lev_{t-1}	-0.0697*** (-6.04)	-0.0696*** (-6.03)	-0.0766*** (-6.62)	-0.0697*** (-6.05)
<i>Constant</i>	0.0264*** (3.08)	0.0260*** (3.03)	0.0294*** (3.42)	0.0259*** (3.02)
관측치	2,351	2,351	2,351	2,351
<i>g</i> -statistic	6.26***	5.96***	5.59***	5.84***
<i>m</i> -statistic	31.92***	30.68***	26.78***	31.60***
Specification 모형	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect
R^2	0.2116	0.2129	0.2002	0.2134
<i>F</i> -value	59.43***	59.90***	55.41***	54.04***
VIF	1.06	1.06	1.10	1.11

이상의 분석 결과를 종합해 보면, 재벌기업집단 소속기업은 Shyam-Sunder and Myers (1999)가 제시한 것과 같이 외부자금조달의 경우에는 주식발행보다는 부채발행을 선호한다는 것을 알 수 있다. 부채발행과 기업내부에서 창출되는 현금흐름의 관계에서는 외부금융 보다는 자체 현금흐름인 내부금융을 선호한다는 것을 알 수 있다. 기업집단 내에 타계열사 현금흐름으로 형성된 내부자본시장이 존재하는 경우에는 타계열사 현금흐름이 부채에 의한 부족자금 조달에 조절효과를 가짐으로써 기업의 자본조달 의사결정에 간접적으로 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과에서 한국의 재벌기업집단 소속 재벌기업들은 자본조달 의사결정에서 전반적으로 자본조달순위이론을 따르고 있는 것으로 이해할 수 있다.

V. 결 론

본 연구에서는 재벌기업집단 내에 존재하는 내부자본시장이 기업집단 소속 기업의 자본조달 의사결정에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 기업집단 내에서 창출되는 현금흐름이 내부금융으로 활용되고 있는지를 분석하고, 내부금융으로 활용된다면 내부자금의 우선조달로 인해 부채에 의한 자금조달이 조절되는지를 분석하였다.

분석기간은 2004년부터 2021년까지이다. 표본으로는 재벌기업집단에 속하고 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 2,351개(기업-연도)를 사용하였다. 재벌기업집단 내에서 내부금융의 가용성을 나타내는 현금흐름은 기업집단 소속 상장사 외에 비상장 외감법인 총 15,235개(기업-연도) 기업을 포함하여 분석하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 재벌기업집단 내에서 창출되는 현금흐름과 레버리지의 영향관계를 확인한 결과, 재벌기업집단에 속한 기업에서 자사가 창출한 현금흐름과 타계열사 현금흐름이 증가하면 부채에 의한 자금조달이 감소한다는 것을 확인하였다. 이러한 결과에서 한국 재벌기업은 외부금융 보다 내부금융을 선호하고 재벌기업집단 내에 존재하는 내부자본시장이 기업의 자본조달 의사결정에 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

둘째, 자금부족과 부채발행의 영향관계를 확인한 결과에서는 한국 재벌기업은 부족자금이 발생하면 외부금융인 순부채를 발행하여 조달하는 것으로 나타났다. 그렇지만 자체 현금흐름이 발생하는 경우에는 순부채 조달이 감소한다는 것을 알 수 있었다. 또한 재벌기업집단 내에 타계열사에 의해 형성된 내부자본시장이 존재하는 경우에는 내부자본시장이 기업의 자금부족을 조절하여 순부채 조달을 감소시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과에서 한국의 재벌기업집단 소속 재벌기업들은 자본조달 의사결정에서 전반적으로 자본조달순위이론을 따르고 있는 것으로 이해할 수 있었다.

참 고 문 헌

- 김창수 (2018), “내부자본시장의 기능과 경제적 효과,” *재무관리연구*, 제35권 제2호, 53-133.
- 김창수 (2010), “채별기업집단의 내부자본시장과 투자,” *한국증권학회지*, 제39권 제4호, 611-641.
- 문승진 · 김병곤 (2023), “한국 채별 기업집단의 지배주주지분율과 내부자본시장의 투자 효율성,” *재무관리연구*, 제40권 제4호, 107-130.
- 문승진 · 정민규 · 김병곤 (2022), “한국 채별 기업집단의 내부자본시장과 지배주주의 터널링,” *금융공학연구*, 제21권 제3호, 87-107.
- 박영석 · 신현한 (1998), “기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정,” *재무연구*, 제11권 제2호, 1-21.
- 이우관 (2002), “대규모 그룹 계열기업의 특성과 내부자본시장에서의 자금조달 행태,” *계량경제학보*, 제13권 제3호, 17-36.
- 정민규 · 김동욱 · 김병곤 (2013), “한국 채별기업의 자본조달순위이론 검증,” *금융공학연구*, 제12권 제1호, 99-122.
- Bae, K., J. Kang, and J. Kim (2002), “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Group,” *Journal of Finance*, 57(6), 2695-2740.
- Baek, J. S., J. K. Kang, and I. Lee (2006), “Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols,” *Journal of Finance*, 61(5), 2415-2449.
- Beladi, H., J. Deng, and M. Hu (2021), “Cash Flow Uncertainty, Financial Constraints and R&D Investment,” *International Review of Financial Analysis*, 76(5), <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101785>.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan (2002), “Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121-148.
- Chirinko, R. and A. Singha (2000), “Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment,” *Journal of Financial Economics*, 58, 417-425.
- Choi, Y., S. Han, and Y. Kwon (2019), “CSR Activities and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Business Groups,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 55, 283-298.

- Dewaelheyns, N. and C. Van Hulle (2010), "Internal Capital Markets and Capital Structure: Bank Versus Internal Debt," *European Financial Management*, 16(3), 345-373.
- Fama, E. and K. French (2002), "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt," *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Frank, M. and V. Goyal (2003), "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Gangopadhyay, S., R. Lensink, and R. Molen (2003), "Business Groups, Financing Constraints and Investment: The Case of India," *Journal of Development Studies*, 40(2), 93-119.
- Gertner, R. H., D. S. Scharfstein, and J. C. Stein (1994), "Internal Versus External Capital Market," *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1211-1230.
- Khanna, T. and Y. Yafeh (2007), "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?," *Journal of Economic Literature*, 45(2), 331-372.
- Lee, S., K. Park, and H. H. Shin (2009), "Disappearing Internal Capital Markets: Evidence from Diversified Business Groups in Korea," *Journal of Banking and Finance*, 33(2), 326-334.
- Lensink, R., R. Van der Molen, and S. Gangopadhyay (2003), "Business Groups, Financing Constraints and Investment: The Case of India," *Journal of Development Studies*, 40(2), 93-119.
- Lewellen, J. and K. Lewellen (2016), "Investment and Cash Flow: New Evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), 1135-1164.
- Lin, J. J. and Y. H. Yeh (2020), "Internal Capital Markets, Ownership Structure, and Investment Efficiency: Evidence from Taiwanese Business Groups," *Pacific-Basin Finance Journal*, 60, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101284>.
- Myers, S. (1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rajan, R. and L. Zingales (1995), "What Do We Know About Capital Structure: Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ray, S. and B. R. Chaudhuri (2018), "Business Group Affiliation and Corporate Sustainability Strategies of Firms: An Investigation of Firms in India," *Journal of Business Ethics*, 153(4), 955-976.

- Ševčík, P. (2015), “Financial Frictions, Internal Capital Markets, and the Organization of Production,” *Review of Economic Dynamics*, 18(3), 505–522.
- Shin, H. H. and Y. S. Park (1999), “Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean ‘Chaebols,’” *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 169–191.
- Shyam–Sunder, L. and S. Myers (1999), “Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, 51, 219–244.
- Stein, J. C. (1997), “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources,” *Journal of Finance*, 52(1), 111–133.
- Tan, W., Y. Chen, Y. Sun, X. Guo, and Z. Li (2023), “Internal Capital Markets and Risk-taking: Evidence from China,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 78, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.101968>
- Ushijima, T. (2005), “Internal Capital Market and the Growth and Survival of Japanese Plants in the United States,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 19(3), 366–385.
- Williamson, O. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, New York: Free Press.

Abstract

Internal Capital Market and Pecking Order Theory of Korean Chaebol Business Group*

*Min Geu Jung***, *Seoung Jin Moon****, and *Byoung Gon Kim*****

This study examines the impact of the internal capital market within Chaebol business group on the capital structure decision making of affiliated firms during the period from 2004 to 2021. The sample comprises 2,351 firms (firm-year observations) listed on the Korea Exchange, including both the KOSPI and KOSDAQ markets. Utilizing panel data regression analysis, the findings reveal that Korean Chaebol firms prefer internal financing over external financing. The internal capital market within Chaebol firms influences affiliated firms' capital structure decision making, reducing reliance on debt-based funding. Additionally, when facing funding shortages, Chaebol firms issue net debt externally; however, internal cash flow generation decreases net debt issuance. The presence of an internal capital market, formed by affiliated firms, mitigates funding shortages, reducing net debt issuance. Overall, Korean Chaebol firms tend to follow the Pecking Order Theory in their capital structure decision making.

Key words: Chaebol Business Group, Internal Capital Market, Pecking Order Theory, Capital Structure, Panel Data Regression Analysis

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea (NRF-2022S1A5B5A16054852)

** First-Author, Part-time Lecturer, Department of Business Administration, Changwon National University, E-mail: 0747@daum.net

*** Co-Author, Ph.D Student, Graduate School, Department of Business Administration, Changwon National University, E-mail: msj9456@changwon.ac.kr

**** Corresponding Author, Professor, Department of Business Administration, Changwon National University, +82-55-213-3348, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr