

관계금융과 투자효율성의 관계: 비상장 중소기업을 대상으로

2016. 3. 25.

발표자: 박 원

(위덕대 경영학과 조교수)

관계금융과 투자효율성의 관계: 비상장 중소기업을 대상으로

< 요약 >

본 연구에서는 기업과 은행의 관계로 볼 수 있는 관계금융이 비상장 중소기업의 투자효율성에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 일부 회계분야에서는 기업의 지배구조 등 감시 혹은 감독 체계가 강화될 경우 정보비대칭 혹은 대리문제의 감소로 기업의 투자효율성이 증대될 것으로 보았다(박진하와 권대현 2012, 박영석과 김남곤 2007 등). 하지만 이러한 연구들은 상장기업을 대상으로 분석한 것으로 비상장 중소기업의 경우 외국인 지분율, 대주주 지분율 등의 특성에 앞서 자금조달의 주요 원천인 주거래은행이 기업의 감시 혹은 모니터링 기능을 담당하여 투자효율성에 영향을 미칠 것으로 볼 수 있다. 따라서 비상장 중소기업을 대상으로 관계금융의 대표적인 형태인 주거래은행 집중도가 투자효율성에 미치는 영향을 검증하였으며 그 결과는 다음과 같다.

부채비율 수준이 낮고 내부현금흐름보유 수준이 높은 과소투자 성향이 높은 기업들은 주거래은행과의 긴밀한 관계가 자금조달을 용이하게 하고 유동성 확보에도 도움을 주며 감시 혹은 감독체제를 강화시켜 효율적인 투자를 함에 있어 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 내부현금보유수준이 높고 부채비율 수준이 낮아 관계금융의 사적 정보의 소유 혹은 감시체계가 약화될 가능성이 있는 과잉투자 성향 기업에서는 이러한 관계금융이 투자효율성에 미치는 영향을 검증할 수 없었다. 따라서 주거래은행의 차입 집중도로 측정한 관계금융은 과소투자 기업의 투자효율성에 영향을 미치는 중요한 요소로 설명할 수 있을 것으로 보인다. 따라서 본 연구는 비상장 중소기업의 투자효율성에 대하여 자금조달 측면인 관계금융의 역할을 규명한 것에 의미가 있을 것으로 보인다.

한글색인어: 관계금융, 투자효율성, 비상장 중소기업, 주거래은행 집중도, 부채비율, 내부현금보유 수준

I. 서론

비상장 기업의 경우 상장기업과 달리 자금조달 측면에서 금융기관을 통한 사적금융에 의존적으로 조달하고 있다고 볼 수 있다. 이러한 비상장기업 중에서 규모가 영세한 중소기업의 경우 장기간 지속적인 거래를 유지하고 있는 은행과의 관계가 중요하다고 보았다(박원과 조상점 2013). 기업이 거래하고 있는 금융기관 중 가장 많은 자금을 지원하고 있는 주거래은행은 기업의 대표적인 관계금융의 한 형태로 볼 수 있다(박래수와 윤석현 2002). 이러한 주거래은행은 기업과의 관계가 긴밀할수록 기업의 사적 정보를 확보하여 사전적인 모니터링과 스크리닝 활동 등을 통하여 기업의 감시 혹은 감독의 역할을 수행할 수 있다(Boot 2000, 박래수와 윤석현 2002, 김석진과 김지영 2007 등). 반면, 주거래은행과 기업의 사적 관계가 강화될 경우 사전적인 관계로 인하여 대출심사를 쉽게 통과시켜 주거나 신규차입과 달리 세밀한 모니터링 역할을 수행하지 않을 수 있다(Mitchell 1998). 이로 인하여 주거래은행은 감시자의 역할보다 유동성 제약을 완화해주기도 하며 자금가용성 제고, 대출 계약의 유연성 등 기업의 자금조달에 편익을 제공해 줄 수도 있다(김석진과 김지영 2007).

만약 주거래은행과 관계가 밀접하고 거래금액에 대한 비중이 높은 경우 주거래은행이 자금조달이나 경제적인 지원을 제공한다면(조성욱 2005) 이러한 관계금융이 투자활동에 영향을 미칠 수 있다. 또한 본 연구에서는 다른 경로로 자금조달이 어렵고 이해관계자가 소수인 비상장 중소기업의 경우 주거래은행이 독점적으로 자금을 지원할 경우 사적 정보 공유 가능성이 높으며 기업의 감시나 감독 체계로 인하여 투자활동의 효율성에 영향을 미칠 가능성이 존재한다.

회계분야 연구들에서 지배구조와 관련하여 이러한 투자효율성 연구들이 진행되어 오고 있는데, 박영석과 김남곤(2007)은 지배구조 수준이 효율적 투자에 영향을 미칠 것으로 보았으며 임상균 등(2014)은 대규모기업집단 소속기업들이 지배구조 특성상 투자효율성에 차이나는 영향이 있을 것으로 보았다. 또한 박진하와 권대현(2012)은 외국인 지분율이 높을 경우 감시 혹은 감독 역할로 기업의 투자효율성이 증대될 것으로 보았다. 이러한 연구들은 기업의 지배구조 등으로 투자활동의 모니터링 기능이 투자활동의 효율성을 증가시킬 것으로 보았다.

본 연구에서도 만약 비상장 중소기업의 관계금융이 이러한 모니터링 기능이 강화되어 투자효율성에 영향을 미칠 가능성을 제안하고자 한다. 특히 이러한 모니터링 기능 등으로 투자효율성에 차이가 존재할 경우 부채비율이 높아 은행의 감시가 강화되는 과소투자 상황에서 나타날 것으로 볼 수 있다. 하지만 현금수준이 상대적으로 높고 부채비율이 낮아 과잉투자 성향이 높을 경우 주거래은행은 기업보다 사적 정보를 점유하고 독점적 지위확보와 경영적인 감시의 어려움으로 투자효율성에 영향을 미치기

어려울 수 있을 것으로 보인다.

이러한 연구는 최근 투자활동의 효율성과 관련하여 다양한 관점에서 진행되는 연구들과 달리 관계금융의 역할을 규명한 것에 의미가 있을 것으로 보인다. 또한 투자효율성에 대한 국내외 연구들의 대부분은 상장기업을 대상으로 진행되어 오고 있지만 다양한 경로로 자금조달이 어렵고 금융기관 등을 통한 사적 자금을 지원받는 비상장 중소기업을 대상으로 분석을 실시한 것에 의미가 있을 것으로 보인다.

II. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

2.1 선행연구 검토

2.1.1 관계금융 관련 연구

채무기업과 금융기관이 오랜 거래관계를 유지하고 있거나 많은 자금을 공급할 경우 기업의 위험과 내부정보에 접근이 용이할 수 있으며(Aoki et al. 1994, Hoshi et al. 1991) 이러한 관계는 중소기업에서 더 두드러진다고 볼 수 있다(이상욱 2009). 이러한 은행과 고객과의 거래는 담보요구를 감소시키고 자본비용 절감, 기업의 신용도를 증가시키는 형태로 나타날 수 있다(Berger and Udell 1992, Petersen and RaJan 1994 등).

이상욱(2009)은 이러한 관계는 주거래은행의 대출비중이 중요한 역할을 하며 성장지향적인 투자를 활발히 진행하는 기업에서는 자금조달 확보가 용이하고 안정된 자금 확보 뿐 아니라 자본비용의 안정성도 도모할 수 있다고 보았다. 그리고 투자활동 수준이 높은 기업에서 낮은 수익성이 나타날 경우 은행의 독점적인 정보 제공을 경계하여 다수의 은행과 거래하기를 추구한다고 보았다(Farinha and Santos 2002). 이러한 주거래은행과 기업의 투자활동은 밀접한 관계가 존재하며 대표적인 기업 감시자로서 경영활동으로 인한 정보비대칭, 대리문제를 해소할 가능성이 존재한다. 또한 독점적인 정보의 소유로 기업의 투자활동을 제약할 수 있으며 성장기회를 제한할 가능성이 있다(Houston and James 1996). 따라서 성장지향적이거나 투자가 활발한 기업 형성은 은행과 경영자 간의 정보비대칭 문제, 대리문제를 일부 해소할 수 있다고 보았다.

윤석현과 박래수(1999)는 은행이 기업에 대하여 적극적인 모니터링과 소극적인 모니터링이 있을 수 있으며 이 중 소극적 모니터링은 대출을 통하여 간접적으로 기업의 정보를 제공하고 금리 및 담보 제공, 계약조건을 통하여 기업의 신호역할을 할 수 있다. 또한 은행이 기업의 적극적인 모니터링을 할 경우 도덕적 해이를 줄이고 경영자

문 뿐 아니라 대출 후 관리를 할 수 있다.

김석진과 김지영(2007) 연구에서 은행은 단기적이고 일시적인 관계가 아닌 반복적이고 장기적인 관계를 통하여 기업의 정보를 생산하고 효과적인 감사 활동을 수행할 수 있다고 보았다. 이러한 관계의 대표적인 형태로 주거래은행을 들 수 있으며 밀접하고 특수한 관계로 기업의 정보비대칭 문제를 완화하고 자금가용성을 제고, 유동성 제약을 완화시키는데 도움을 줄 것으로 보았다.

이러한 연구들을 종합해 볼 때, 관계금융의 대표적인 형태로 주거래은행을 들 수 있으며 주거래은행과 기업과 관계가 긴밀할수록 자금가용성, 담보 제공 및 유동성 제약 조건의 완화 등 기업의 투자활동이나 재무적인 자금조달에 유리한 점이 존재할 것으로 보았다(Berger and Udell 1995, Boot and Thakor 1994, Petersen et al. 1994, Mitchell 1998, Cole et al. 1998 등) 반면, 이러한 관계에 대하여 은행은 독점적인 정보 점유, 감사와 감독 체제가 강화되고 기업의 투자활동에 영향을 미칠 수 있을 것으로 보았다(Boot 2000, Farinha and Santos 2002, 윤석현과 박래수 1999, 박래수와 윤석현 2002등). 또한 기업의 투자활동과 같은 다양한 기업의 활동에 대하여 정보비대칭, 대리문제 등을 해소시키는 중요한 역할을 주거래은행과 같은 관계금융이 수행할 가능성을 제안하였다(Diamond 1984, Rajan 1992, Hoshi et al. 1991, Best and Zhang 1993, Houston and James 1996, Carey and Sharpe 1998, Kroszner and Strahan 2001, Hadlock and James 2002, 김석진과 김지영 2007, 이상욱 2009 등).

2.1.2 투자효율성에 관한 연구

기업은 지속적인 성장을 위하여 투자활동에 대한 노력을 기울이고 있으며 Biddle et al.(2009)은 역선택, 대리인 비용과 관련하여 효율적 투자에는 과잉 혹은 과소투자가 없을 것으로 보았다. 회계분야 많은 연구에서는 과잉 혹은 과소투자의 가능성이 있으며 이와 관련하여 지배구조, 산업의 특성, 기업집단 소속 여부 등 다양한 관점에서 진행되어 오고 있다. 먼저 박영석과 김남곤(2007)은 기업의 지배구조는 기업가치에도 영향을 미치며 이러한 관계는 투자효율성과 대리인 비용에 기인한 것으로 보았다. 이 연구에서는 기업 지배구조가 건전할 경우 설비투자와 연구개발투자로 인하여 기업가치를 증가시키는 것으로 나타났지만 지배구조 수준이 좋지 않을 경우 설비투자는 오히려 기업가치를 하락시키는 것으로 나타났다.

Myers and Majluf(1984)는 대리인 관점에서 경영자는 자신의 이익을 창출하기 위하여 과잉투자를 할 가능성이 존재하며 내부현금흐름 수준이 높을 경우 과잉투자 성향은 더 많이 나타날 것으로 보았다. 외부자금의 경우 높은 수준의 자본비용이 발생함으로 특히 내부현금흐름 수준에 따라 과잉투자 현상이 나타날 것으로 보았다.

박선영과 배한수(2011)는 재무보고의 질, 기업 지배구조가 투자효율성에 영향을 미

칠 것으로 보았다. 재무보고의 질을 재량적 발생액으로 측정하였으며 기업지배구조는 감사위원회, 대주주지분율, 외국인지분율로 측정하여 투자효율성을 검증하였다. 먼저 재무보고의 질은 정보비대칭의 감소로 인하여 과소투자 가능성이 있는 기업의 투자를 증가시키는 것으로 나타났지만 기업지배구조는 비효율적 투자를 감소시키지는 못 하는 것으로 나타났다.

조정은과 최아름(2014)은 산업내 경쟁이 투자효율성에 영향을 미칠 것으로 보았는데 경쟁은 외부지배구조로 보았으며 경영자의 대리인 문제를 완화시킬 수 있을 것으로 보았다. 하지만 경쟁이 심화될 경우 과잉투자를 유발하거나 정보불균형으로 인한 투자효율성 감소로 나타날 수 있음을 시사하였다. 분석 결과 산업내 경쟁수준이 증가할 경우 과잉투자 현상이 발견되었으며 과소투자는 기업간 경쟁에 영향을 받지 않는 것으로 나타났다.

임상균 등(2014)은 대규모 기업집단에 소속된 기업의 경우 내부유보현금 뿐 아니라 부채를 통하여 투자재원을 확보할 수 있다. 따라서 내부유보현금과 부채비율은 외부 투자자들의 감시를 덜 받으며 보유현금이 과잉투자가능성을 높일 수 있다. 따라서 대규모 기업집단에 소속된 기업은 과잉투자를 할 가능성이 존재하는 것으로 보았지만 분석결과 효율적인 투자를 통하여 기업 발전에 도움이 되는 것으로 나타났다.

박진하와 권대현(2012)은 외국인 주주의 지분율이 높을 경우 경영자의 의사결정에 대한 감시 혹은 감독으로 인하여 투자효율성을 증대시킬 것으로 보았으며 분석결과 외국인지분율의 역할은 비재벌 기업집단에서 나타났으며 특히 자본적 지출과 관련하여 유의적인 결과로 나타났다.

이러한 연구결과들은 지배구조 즉, 지배구조 건전성, 외국인 지분율, 대규모기업집단 등 다양한 측면에서 투자효율성에 영향을 미치는지 보았으며(박영식과 김남곤 2007, 박진하와 손대현 2012, 임상균 등 2014 등) 산업내 경쟁강도, 회계정보의 질적인 측면 등 기업 혹은 산업의 차이로 인한 투자효율성의 영향을 검증하였다(김성신과 손판도 2012, 조정은과 최아름 2014).

2.1. 연구가설 설정

기업의 투자활동이 효율적으로 이루어질 경우 기업의 미래 성과 혹은 기업가치를 증가시키는 중요한 요인이 될 수 있다(최정호 2014). 이러한 투자활동은 자원 확보 수단에 따라 효율성에 차이가 존재할 수 있으며 과잉 혹은 과소 투자의 가능성이 존재한다(임상균 등 2014). 본 연구에서는 비상장 중소기업의 경우 투자를 위한 자원 확보 방법이 상장기업이나 대규모 기업과 같이 다양하지 못 하고 사적 금융인 은행에 의존적일 수 있다(Kim and Yi 2005). 특히 비상장 중소기업의 거래은행은 상장기업 혹은 대기업과 같이 다각화되어 있지 못 하여 주거래은행의 역할이 중요할 수 있다(Rajan

and Zingales 1995, 조성욱 2005). 또한 이러한 주거래은행이 기업의 감시 혹은 감독의 역할을 수행하여 정보비대칭, 대리문제를 감소시켜(Hadlock and James 2002, 김석진과 김지영 2007) 투자효율성을 증대시킬 가능성이 존재한다. 이러한 투자효율성에 대한 제고는 과소투자 성향과 과잉투자 성향을 구분하여 고려할 경우 차이가 존재할 가능성이 있을 것으로 보인다. 회계 분야 선행연구에서 내부현금보유수준이 낮고 부채비율 수준이 높아 과소투자 성향이 있는 기업의 경우 주거래은행과 기업의 관계가 밀접할 경우 자금조달을 통한 투자기회를 증가시킬 수 있을 것으로 보인다. 반면 내부현금보유수준이 높고 부채비율이 낮을 경우 주거래은행의 역할은 감소하며 투자효율성에 기여하기 어려울 것으로 보인다. 부채비율이 낮은 자본구조에서 주거래은행의 대출로 인한 사적 정보의 독점 혹은 모니터링 기능의 강화로 인한 투자효율성을 증대시키기 어려울 것으로 보인다. 따라서 관계금융과 관련하여 주거래은행과 기업의 관계는 과소투자의 투자효율성에 긍정적으로 기여할 수 있지만 과잉투자의 투자효율성에 미치는 영향을 고려하기 어려울 것으로 보며 다음의 가설을 설정하였다.

가설 1: 주거래은행과 기업의 관계가 밀접할수록 과소투자의 투자효율성에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설 2: 주거래은행과 기업의 관계는 과잉투자의 투자효율성에 영향을 미치지 않을 것이다.

III. 연구 방법

3.1 연구 모형

주거래은행과 기업의 관계가 과소 혹은 과잉투자 효율성에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음의 식(1)을 구성하였다.¹⁾

$$INV_{i,t+1} = a_0 + a_1 CB_{i,t} + a_2 CB_{i,t} * CL_{i,t} + a_3 CL_{i,t} + a_4 SIZE_{i,t} + a_5 TANG_{i,t} + a_6 CFO_{i,t} + a_7 SR_{i,t} + a_8 SdCFO_{i,t} + a_9 SdSale_{i,t} + a_{10} SdINV_{i,t} + a_{11} E_{i,t} + a_{12} WA_{i,t} + a_{13} BD_{i,t} + a_{14} BgA_{i,t} + a_{15} BCost_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t \quad (1a)$$

1) 투자효율성을 검증한 연구들에서 진행되어오는 모형은 크게 본 연구에서 구성한 식(1)의 형태와 토빈 q로 연도별 산업별로 차기 투자액을 측정하여 실제 투자액이 클 경우 과잉투자 성향 기업으로 보고 작을 경우 과소투자 성향 기업으로 구분하여 검증한 모형이 있다. 후자의 경우 가장 중요한 변수 중 토빈 q를 들 수 있는데 토빈 q를 측정하기 위하여 자본의 시장가치가 필요한데 비상장 중소기업의 경우 측정의 어려움이 존재하여 분석을 한 가지 모형으로 수행하였음.

$$INV_{i,t+1} = a_0 + a_1 CB_{i,t} + a_2 CB_{i,t} * CLD_{i,t} + a_3 CLD_{i,t} + a_4 SIZE_{i,t} + a_5 TANG_{i,t} + a_6 CFO_{i,t} + a_7 SR_{i,t} + a_8 SdCFO_{i,t} + a_9 SdSale_{i,t} + a_{10} SdINV_{i,t} + a_{11} E_{i,t} + a_{12} WA_{i,t} + a_{13} BD_{i,t} + a_{14} Big4_{i,t} + a_{15} BCost_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t \quad (1b)$$

$$CE_{i,t+1} = a_0 + a_1 CB_{i,t} + a_2 CB_{i,t} * CL_{i,t} + a_3 CL_{i,t} + a_4 SIZE_{i,t} + a_5 TANG_{i,t} + a_6 CFO_{i,t} + a_7 SR_{i,t} + a_8 SdCFO_{i,t} + a_9 SdSale_{i,t} + a_{10} SdINV_{i,t} + a_{11} E_{i,t} + a_{12} WA_{i,t} + a_{13} BD_{i,t} + a_{14} Big4_{i,t} + a_{15} BCost_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t \quad (2a)$$

$$CE_{i,t+1} = a_0 + a_1 CB_{i,t} + a_2 CB_{i,t} * CLD_{i,t} + a_3 CLD_{i,t} + a_4 SIZE_{i,t} + a_5 TANG_{i,t} + a_6 CFO_{i,t} + a_7 SR_{i,t} + a_8 SdCFO_{i,t} + a_9 SdSale_{i,t} + a_{10} SdINV_{i,t} + a_{11} E_{i,t} + a_{12} WA_{i,t} + a_{13} BD_{i,t} + a_{14} Big4_{i,t} + a_{15} BCost_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t \quad (2b)$$

여기서, $INV_{i,t}$: i기업의 t기 투자수준[(t기 자본적 지출 + t기 연구개발비 - t기 유형자산 투자활동으로 인한 현금유입액)/t기 총자산]

$CE_{i,t}$: i기업의 t기 시설투자 수준[(t기 자본적 지출 - t기 유형자산 투자활동 현금유입액)/t기 총자산]

$CB_{i,t}$: i기업의 t기 관계금융(t기 주거래은행 차입금/t기 총은행차입금)

$CL_{i,t}$: i기업의 t기 과잉투자 성향

[t기 현금보유수준의 10분위수와 t기 부채비율에 (-1)을 곱한 값 10분위수의 평균값]

$CLD_{i,t}$: $CL_{i,t}$ 연도별 중위수보다 크면 1, 그렇지 않으면 0

$SIZE_{i,t}$: i기업의 t기 기업의 규모(t기 총자산의 자연로그값)

$TANG_{i,t}$: i기업의 t기 유형자산 집중도(t기 유형자산/t기 총자산)

$CFO_{i,t}$: i기업의 t기 영업활동 현금흐름 수준(t기 영업활동현금흐름/t기 총자산)

$SR_{i,t}$: i기업의 t기 매출액 회전율(t기 매출액/t-1기와 t기 총자산 평균)

$SdCFO_{i,t}$: i기업의 t기부터 t-4기까지 현금흐름(t기 영업활동현금흐름/t-1기 총자산) 표준편차

$SdSale_{i,t}$: i기업의 t기부터 t-4기까지 매출액(t기 매출액/t-1기와 t기 총자산 평균) 표준편차

$SdINV_{i,t}$: i기업의 t기부터 t-4기까지 투자수준($INV_{i,t}$) 표준편차

$E_{i,t}$: i기업의 t기 당기순이익(t기 당기순이익/t-1기와 t기 총자산 평균)

$WA_{i,t}$: i기업의 t기 순운전자본비율[(t기 유동자산 - t기 유동부채)/t기 총자산]

$BD_{i,t}$: i기업의 t기 은행 명성 더미 변수

(주거래은행이 t기 세계 100대 은행에 속할 경우 1, 그렇지 않으면 0)

$Big4_{i,t}$: i기업의 t기 감사법인이 Big 4에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

$BCost_{i,t}$: i기업의 t기 타인자본비용($COD1_{i,t}$, $COD2_{i,t}$, $COD3_{i,t}$) 각각 이자율에 국고채 3년 만기 평균 이자율을 차감한 후 평균치)

$ID_{i,t}$: i기업의 t기 산업 더미변수

YR_t : t기 연도 더미변수

식(1a)와 식(1b)를 보면, 회귀계수 a_1 과 a_2 가 기업의 관계금융 대체적 측정치인 주거래은행 차입집중도에 따른 투자의 관계를 보여줄 수 있다. 주거래은행의 차입 집중도는 전체 은행차입금 중 주거래은행이 차지하는 비중으로 기업과 금융기관의 관계를 나타내는 중요한 측정치로 볼 수 있다(조성욱 2005). 이러한 주거래은행 차입 집중도가 클수록 기업은 다양한 은행과의 거래가 어려우며 주거래은행은 기업과 독점적인

2) 본 연구에서 타인자본비용은 박종일 등(2011) 연구에서 이용한 방법으로 $COD1_{i,t}$ =t기 총금융비용/t기와 t-1기 이자발생 부채 평균, $COD2_{i,t}$ =t기 이자비용/t기와 t-1기 이자발생부채평균, $COD3_{i,t}$ =t기 차입평균이자율로 계산되었음.

계약 체결을 하거나 사적 정보의 확보할 가능성이 크다(이상욱 2009). 또한 주거래은행은 기업에 대한 정보 확보는 정보비대칭, 대리문제 감소 뿐 아니라 기업이 필요한 자금 차입으로 유동성 제약 요건을 완화, 대출금리, 자금가용성 등 다양한 관점에서 투자에 대한 자금조달에 더 협조적이라고 볼 수 있다(박래수와 윤석현 2002).³⁾

그리고 또다른 변수인 과잉투자 성향을 나타내는 $CL_{i,t}$ 이 0인 경우 과소투자 성향이 가장 높으며 과잉투자 성향이 가장 낮은 기업으로 회귀계수 $a_1 > 0$ 이라면, 기업이 과소투자성향일 경우 주거래은행의 차입비중이 높을수록 투자가 증가한다고 볼 수 있다. 이와 달리 $CL_{i,t}$ 가 1일 경우 과잉투자 성향이 가장 높은 기업으로 $(a_1 + a_2)$ 가 유의한 음(-)의 값을 갖는다면, 주거래은행의 차입집중도는 과잉투자 성향을 과소투자하여 투자효율성을 증대시킬 것으로 보인다. 하지만 과잉투자 성향을 가진 기업에서 주거래은행과 기업의 관계에 따른 투자효율성을 발견할 수 없다면, 유의한 음(-)의 값을 기대하기 어려울 것으로 보인다. 따라서 본 연구에서는 회귀계수는 a_1 은 유의한 양(+)의 값을 기대하지만 회귀계수 $(a_1 + a_2)$ 에 대하여 음(-)의 값을 기대할 수 없을 것으로 보인다. 본 연구에서는 이러한 투자성향을 더미변수를 설정한 식(1b)를 추가로 분석하고자 한다.

본 연구에서는 기업의 투자활동을 시설투자과 연구개발비의 합으로 측정하였는데, 최정호(2014)는 이러한 투자활동을 설비투자에 관심을 가지고 분석을 실시하였으며 그 금액과 중요성이 클 것으로 보고 투자활동을 시설투자 활동으로 측정하여 식(2a)와 식(2b)를 추가분석을 실시하고자 한다. 본 연구에서 통제변수로 이용한 규모의 경우 규모가 작은 기업일수록 성장단계에 속하거나 미래 성장성이 높은 기업으로 차기 투자 수준이 높을 것으로 볼 수 있다(Anthony and Ramesh 1992). 반면, 규모가 클수록 자금조달 측면에서 유리할 가능성이 있기 때문에 투자활동에 양(+)의 영향을 미칠 가능성도 존재한다. 그리고 유형자산 수준이 높을 경우 생산설비와 같은 자본적 지출이 활발히 이루어지는 기업으로 투자활동에 적극적일 가능성이 존재한다(라채원 등 2012). 또한 영업현금흐름 비중이 높을 경우 타인자본을 통한 조달보다 내부유동성에 긍정적인 영향을 미치고 투자활동에 적극적일 수 있을 것으로 보인다. 또한 성장수준이 높은 기업들의 경우 매출액 회전율 수준이 높으며 투자활동에도 적극적일 가능성이 존재하여 매출액 회전율을 모형에 포함하였다. 그리고 본 연구에서는 기업의 수명주기나 위험 등을 고려하여 영업현금흐름 변화율, 매출액 변화율, 투자활동 변화율을 통제변수로 포함시켰으며(박인하와 권대철 2012) 기업의 성과가 좋을 경우 내부현금유보액을 증가시킬 수 있으며 부채 조달에도 도움을 주어 투자활동이 활발히 이루어질 가능성이 존재하여 총자산이익율을 통하여 경영성과를 통제하였다. 그리고 단기적

3) 관계금융이 자금 조달에 도움을 주어 기업의 투자활동에 적극적인 측면과 달리 사적 정보의 독점적 점유, 기업의 통제 가능성으로 투자활동에 제약이 될 가능성도 제안하고 있다(Houston and James 1996).

인 유동성 수준이 기업의 투자활동에 영향을 미칠 가능성이 있을 것으로 보고 순운전자본비율을 통제변수로 포함시켰으며 회계정보의 신뢰성이 높을 경우 정보비대칭, 대리문제가 감소될 수 있으며 이와 관련하여 감사의 질에 대한 대체적 측정치인 감사법인 더미변수를 모형에 포함시켰다(최승욱과 배길수 2014). 본 연구에서는 은행명성과 관련하여 통제변수로 포함시켰는데 은행명성 수준이 높을 경우 나쁜 소식(bad news)에 대하여 그렇지 않은 은행보다 더 민감할 수 있으며 기업에 보수적인 대출심사로(Ahn and Choi 2009) 투자활동에 부정적인 영향을 미칠 가능성을 제안한다. 또한 타인자본비용이 클 경우 기업은 현재 비용에 대한 현금 유출과 향후 자금조달에 대한 부담으로 미래 성과에 영향을 미치고(박종일 외 2013) 미래 성과는 투자의 중요한 재원이므로 투자활동에도 영향을 미치는 것으로 본다.

IV. 실증분석 결과

4.1 표본선정

본 연구의 표본은 2004년부터 2010년까지 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE 데이터베이스에 수록된 금융업에 속하지 않으며 12월 결산법인인 비상장 중소기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 그리고 분석을 위해 필요한 자료를 수집할 수 없는 기업은 제외하였으며 극단치가 결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 변수로 측정된 값이 상하위 1%에 해당하는 표본은 배제하였으며 그 선정절차는 <표 1>에 제시하였다.

<표 1> 표본선정 절차

선 정 기 준	표 본 수
비금융업 12월 결산상장법인	86,821
자료미비 표본	(84,425)
상하위 1% 극단치 제거	(271)
최종표본수	2,125

4.2. 기술통계

<표 2>에 주요변수들의 기술통계치를 분석하였으며 그 결과 투자활동 평균 5.963으로 상장기업을 대상으로 분석한 수치보다 다소 높은 것으로 나타났다.⁴⁾

4) 예를 들어 상장기업을 대상으로 분석한 박진하와 권대현(2012)의 연구에서 투자활동 평균은 4.36이며 조정은과 최아름(2014)은 4.947, 최승욱과 배길수(2014)은 4.696으로 나타나 .비상장

<표 2>에서 보면, 전체 은행 차입금 수준에서 주거래은행이 차지하고 있는 차입금 수준의 평균이 0.705로 비상장 중소기업의 자금조달에서 주거래은행의 역할이 중요함을 확인할 수 있었다.

<표 2> 주요변수들의 기술통계치

변 수	평 균	중위수	표준편차	하위1%	상위1%
$INV_{i,t+1}$	5.963	2.435	12.169	-23.253	53.271
$CB_{i,t}$	0.705	0.706	0.249	0.150	1.000
$CL_{i,t}$	0.550	0.550	0.175	0.100	1.000
$SIZE_{i,t}$	23.884	23.820	0.586	22.863	25.428
$TANG_{i,t}$	0.303	0.250	0.260	0.001	0.954
$CFO_{i,t}$	0.047	0.040	0.151	-0.290	0.373
$SR_{i,t}$	1.442	1.290	0.827	0.132	4.389
$SdCFO_{i,t}$	0.081	0.060	0.101	0.010	0.448
$SdSale_{i,t}$	0.409	0.267	0.540	0.030	2.068
$SdINV_{i,t}$	0.157	0.102	0.191	0.002	0.890
$E_{i,t}$	0.045	0.034	0.094	-0.206	0.343
$WA_{i,t}$	0.052	0.030	0.234	-0.477	0.637
$BD_{i,t}$	0.394	0.000	0.489	0.000	1.000
$BigA_{i,t}$	0.158	0.000	0.365	0.000	1.000
$BCost_{i,t}$	0.035	0.019	0.144	0.000	0.378

a) 변수정의:

$INV_{i,t}$: i기업의 t기 투자수준[(t기 자본적지출+t기 연구개발비-t기 유형자산투자활동 현금유입액)/t기자산]

$CB_{i,t}$: i기업의 t기 관계금융(t기 주거래은행 차입금/t기 총은행차입금)

$CL_{i,t}$: i기업의 t기 과잉투자 성향

$CE_{i,t}$: i기업의 t기 자본적 지출($INV_{i,t} - RD_{i,t}$), $RD_{i,t}$: i기업의 t기 연구개발비를 t기 총자산 나눈 값

$SIZE_{i,t}$: i기업의 t기 기업의 규모(t기 총자산의 자연로그값)

$TANG_{i,t}$: i기업의 t기 감가상각 대상 유형자산/t기 총자산

$CFO_{i,t}$: i기업의 t기 영업활동 현금흐름 수준(t기 영업활동현금흐름/t-1기 총자산)

$SR_{i,t}$: i기업의 t기 매출액 회전율(t기 매출액/t-1기와 t기 총자산 평균)

$SdCFO_{i,t}$: i기업의 t기부터 t-4기까지 현금흐름(t기 영업현금흐름/t-1기 총자산) 표준편차

$SdSale_{i,t}$: i기업의 t기부터 t-4기까지 매출액(t기 매출액/t-1기와 t기 총자산 평균) 표준편차

$SdINV_{i,t}$: i기업의 t기부터 t-4기까지 투자수준($INV_{i,t}$) 표준편차

$E_{i,t}$: i기업의 t기 당기순이익(t기 당기순이익/t-1기와 t기 총자산 평균)

$WA_{i,t}$: i기업의 t기 순운전자본비율[(t기 유동자산 - t기 유동부채)/t기 총자산]

$BD_{i,t}$: i기업의 t기 은행 명성 더미 변수

$BigA_{i,t}$: i기업의 t기 감사법인이 Big 4에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

$BCost_{i,t}$: i기업의 t기 타인자본비용($COD1_{i,t}$, $COD2_{i,t}$, $COD3_{i,t}$ ⁵⁾ 각각이자율 국고채 3년 만기 평균 이자율을 차감한 후 평균치)

중소기업을 대상으로 분석한 본 연구의 평균인 5.963보다 다소 낮은 것으로 나타났다.

- 5) 본 연구에서 타인자본비용은 박종일 등(2011) 연구에서 이용한 방법으로 $COD1_{i,t}$ =t기 총금융비용/t기와 t-1기 이자발생 부채 평균, $COD2_{i,t}$ =t기 이자비용/t기와 t-1기 이자발생부채평균, $COD3_{i,t}$ =t기 차입평균이자율로 계산되었음.

그리고 내부현금보유수준과 부채비율로 추정된 과잉투자 성향의 평균은 0.550으로 나타났으며 최소값은 0.100이며 최대값은 1.000으로 각각 추정치의 10분위수의 평균으로 산출되어 0.1부터 1.0으로 그 범위가 정해져 있음을 확인할 수 있었다.

〈표 3〉 주요 변수들의 상관관계

변 수	$INV_{i,t}$	$CB_{i,t}$	$CL_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$TANG_{i,t}$	$CFO_{i,t}$	$SR_{i,t}$	$SdCFO_{i,t}$	$SdSale_{i,t}$	$SdINV_{i,t}$	$E_{i,t}$	$WA_{i,t}$	$BD_{i,t}$
$CB_{i,t}$	0.05 (0.02)												
$CL_{i,t}$	0.07 (0.00)	0.04 (0.11)											
$SIZE_{i,t}$	-0.08 (0.00)	0.01 (0.83)	-0.15 (0.00)										
$TANG_{i,t}$	0.11 (0.00)	0.06 (0.01)	0.01 (0.83)	-0.02 (0.38)									
$CFO_{i,t}$	0.06 (0.01)	0.02 (0.46)	-0.06 (0.01)	0.02 (0.48)	0.12 (0.00)								
$SR_{i,t}$	0.07 (0.00)	-0.03 (0.11)	0.24 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.02 (0.32)	0.10 (0.00)							
$SdCFO_{i,t}$	-0.05 (0.04)	-0.02 (0.48)	-0.05 (0.02)	0.05 (0.02)	0.00 (0.99)	0.24 (0.00)	-0.32 (0.00)						
$SdSale_{i,t}$	-0.00 (0.97)	-0.05 (0.02)	0.14 (0.00)	-0.10 (0.00)	0.10 (0.00)	-0.03 (0.16)	0.30 (0.00)	-0.01 (0.56)					
$SdINV_{i,t}$	0.02 (0.38)	-0.00 (0.96)	0.01 (0.55)	0.24 (0.00)	0.24 (0.00)	0.04 (0.08)	-0.13 (0.00)	0.14 (0.00)	0.30 (0.00)				
$E_{i,t}$	0.08 (0.00)	-0.04 (0.08)	-0.354 (0.00)	-0.17 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.13 (0.00)	0.13 (0.00)	-0.04 (0.08)	-0.02 (0.27)	-0.15 (0.00)			
$WA_{i,t}$	-0.03 (0.18)	-0.03 (0.24)	-0.15 (0.00)	-0.34 (0.00)	-0.37 (0.00)	0.03 (0.23)	0.13 (0.00)	-0.04 (0.07)	-0.02 (0.32)	-0.27 (0.83)	0.60 (0.00)		
$BD_{i,t}$	-0.06 (0.01)	-0.05 (0.03)	-0.02 (0.48)	0.02 (0.27)	0.00 (0.94)	-0.01 (0.78)	0.06 (0.01)	0.07 (0.00)	0.04 (0.09)	-0.07 (0.00)	0.05 (0.03)	0.11 (0.00)	
$Big4_{i,t}$	0.00 (0.85)	-0.02 (0.44)	-0.01 (0.68)	0.15 (0.00)	-0.05 (0.01)	0.08 (0.000)	-0.02 (0.32)	0.01 (0.80)	-0.06 (0.01)	-0.05 (0.02)	0.05 (0.02)	0.09 (0.00)	-0.03 (0.17)

a) 변수정의: <표 2> 참고

b) Pearson 상관계수에 대해 양측검증 실시, ()는 p값임

그리고 비상장 중소기업의 유형자산의 비율이 0.203으로서 상장기업을 대상으로 분석한 박진하와 권대현(2012) 연구에서 0.20과 유사한 것으로 나타났다. 그리고 기업의 현금흐름 비중은 0.047로 총자산이익률 0.045와 큰 차이가 없는 것으로 나타나 전체적으로 이익에서 현금이 차지하고 있는 비중이 높은 것으로 볼 수 있다. 그리고 매출액 대비 총자산 비율은 1.442로 매출액회전율이 다소 높다고 볼 수 있다. 그리고 영업현금흐름, 매출액, 투자활동의 5년간 표준편차의 평균은 각각 0.081, 0.409, 0.157로 나타

났으며 순운전자본은 전체 자산 대비 평균 5% 정도로 나타났으며 주거래은행이 세계 100대 은행에 포함되는 평균 비율이 40%에 가까우며 감사법인이 Big 4에 포함되는 평균 비율은 15.8%에 해당되었다. 마지막으로 타인자본비용의 경우 평균이 3.5%로 나타났다.

그리고 본 연구에서는 주요변수들의 상관관계를 분석하기 위하여 <표 3>을 제시하였으며 분석결과는 다음과 같다. 먼저 투자활동과 관련하여 관계금융 관련 변수인 주거래은행 집중도는 0.05로 유의적인 양(+)의 관계에 있는 것으로 나타났다($r=0.051$, $p=0.020$). 그리고 내부현금보유수준과 부채비율로 측정된 과잉투자 성향은 0.07로 투자활동과 유의적인 양(+)의 관계에 있는 것으로 나타났다($r=0.072$, $p=0.001$).

통제변수인 유형자산 비중의 경우에도 투자활동과 유의적인 양(+)의 관계에 있는 것으로 나타났으며($r=0.056$, $p=0.010$) 규모는 유의적인 음(-)의 관계를 보여줌으로써($r=-0.078$, $p=0.000$) 규모가 작고 영세한 기업일수록 투자활동을 활발히 수행할 가능성이 높을 수 있음을 제안할 수 있다. 그리고 투자활동의 증가와 차기 투자활동의 관계는 비유의적인 관계에 있으며($r=0.019$, $p=0.389$) 매출액 변화율에서도 비유의적인 것으로 나타났으나($r=-0.001$, $p=0.974$) 영업현금흐름 변화율은 유의적인 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다($r=-0.045$, $p=0.040$). 그리고 총자산이익률과 유의적인 양(+)의 관계에서 있으며($r=0.082$, $p=0.000$) 운전자본 수준과 차기 투자활동은 비유의적인 관계에 있는 것으로 나타났으며 은행 명성 더미변수는 투자활동과 유의적인 음(-)의 값으로 나타났다($r=-0.056$, $p=0.010$). 이러한 결과는 은행 명성 수준이 높을 경우 기업의 투자활동에 부정적인 영향으로 나타났다. 이는 명성이 높은 은행일수록 나쁜 소식에 대한 민감도와 위험이 크며 이로 인하여 대출심사에 대하여 엄격하게 이루어질 가능성이 존재하며 투자활동에 엄격할 가능성이 있을 것으로 보인다(Ahn and Choi 2009).

4.3 연구가설 검증결과

본 연구에서는 과소 혹은 과잉투자성향을 지닌 비상장 중소기업의 투자효율성이 주거래은행 집중도로 추정된 관계금융에 따라 차이가 있는지 분석하였으며 그 결과는 <표 4>에서 제시하였다. <표 4>에서 보면, 회귀계수 a_1 이 유의적인 양(+)의 관계로 나타나 관계금융이 차기 투자활동과 밀접한 관계가 있는 것을 확인할 수 있었다. 또한 과소투자 성향을 나타내는 회귀계수 a_1 이 유의적인 양(+)의 값으로 나타나 과소투자 성향이 있는 비상장 중소기업의 투자를 증가시키는 역할을 관계금융이 할 수 있음을 제안할 수 있다. 그리고 내부현금보유수준과 부채비율로 추정된 과잉투자 성향은 차기 투자에 유의적인 양(+)의 결과로 나타나 과잉투자 성향이 높을수록 과잉투자를 할 가능성이 있을 것으로 보인다. 그리고 통제변수로서 규모는 비유의적인 것으로 나타났으며 현금흐름 수준이 높을수록 차기 투자가 활발히 이루어지는 것으로 나타났다. 그리

고 유형자산 집중도와 매출액회전율은 유의적인 양(+)의 결과로 나타나 유형자산 집중도가 높은 기업에서 차기 투자활동에 긍정적으로 기여할 뿐 아니라 매출액 회전율이 높아 생산성이 좋은 기업에서도 차기 투자활동에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 영업활동 변동성에 대한 변수로서 영업현금흐름, 매출액, 투자활동의 편차는 투자활동에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 상장기업을 대상으로 한 박진하와 권대현(2012) 연구와 다소 차이가 있는 것으로 나타났다. 또한 기업의 성과 대용치인 총자산이익률은 차기 투자활동에 긍정적인 영향을 미침으로써 생산성이 좋고 성과와 현금흐름이 우수하며 다른 자산보다 유형자산 투자 수준이 높은 기업에서 차기 투자에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다.

<표 4> 연구가설 검증결과

모형: $INV_{i,t+1} = a_0 + a_1CB_{i,t} + a_2CB_{i,t} * CL_{i,t} + a_3CL_{i,t} + a_4SIZE_{i,t} + a_5TANG_{i,t} + a_6CFO_{i,t} + a_7SR_{i,t} + a_8SdCFO_{i,t} + a_9SdSale_{i,t} + a_{10}SdINV_{i,t} + a_{11}E_{i,t} + a_{12}WA_{i,t} + a_{13}BD_{i,t} + a_{14}Big4_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t$ (1a)		
	Predicted Sign	Coefficient(a_i)
$CB_{i,t}$	+	5.971(0.121)*
$CB_{i,t} * CL_{i,t}$	+/-	-7.133(-1.164)
$CL_{i,t}$	+	3.253(1.787)*
$SIZE_{i,t}$	+/-	-0.740(-1.498)
$TANG_{i,t}$	+	2.163(2.070)**
$CFO_{i,t}$	+	9.387(3.934)****
$SR_{i,t}$	+	0.948(2.407)**
$SdCFO_{i,t}$	+	-0.983(-0.352)
$SdSale_{i,t}$	+	-0.844(-1.534)
$SdINV_{i,t}$	+	0.016(0.010)
$E_{i,t}$	+	9.998(3.226)***
$WA_{i,t}$	+	-1.882(-1.456)
$BD_{i,t}$	+/-	-0.515(-0.918)
$Big4_{i,t}$	+	-0.287(-0.387)
$BCost_{i,t}$	-	-2.259(-1.241)
$ADJ R^2$		0.084
Observations		2,215

a) 변수정의: <표 2> 참고

$ID_{i,t}$: i기업의 t기 산업 더미변수, YR_t : t기 연도 더미변수

b) ***, **, *: P값이 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적인 것임.

본 연구에서는 과잉투자 관련변수를 연도별 중위수 기준으로 더미변수를 설정한 식(1b)를 분석하였으며 그 결과는 <표 5>에 제시하였다. <표 5>에서 보면, 연도별 중위수 기준으로 과잉투자 성향을 더미로 구분하여 분석한 결과도 <표 4>와 유사한 것으로 나타났다. 회귀계수 a_1 이 유의적인 양(+)의 값으로 나타나 과소투자 성향이 보이는 기업일수록 주거래은행의 관계가 긴밀할 경우 투자를 증가시킴을 확인할 수 있었다.

또한 내부현금보유수준과 부채비율로 측정한 과잉투자 성향은 차기투자와 유의적인 양(+)의 관계를 보여줌으로 과잉투자 성향이 과잉투자로 연결될 수 있음을 제안할 수 있다.

<표 5> 연구가설 추가검증결과(과잉투자 성향 더미변수 포함 모형)

모형: $INV_{i,t+1} = a_0 + a_1CB_{i,t} + a_2CB_{i,t} * CLD_{i,t} + a_3CLD_{i,t} + a_4SIZE_{i,t} + a_5TANG_{i,t} + a_6CFO_{i,t} + a_7SR_{i,t} + a_8SdCFO_{i,t} + a_9SdSale_{i,t} + a_{10}SdINV_{i,t} + a_{11}E_{i,t} + a_{12}WA_{i,t} + a_{13}BD_{i,t} + a_{14}BigA_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t$ (1b)

	Predicted Sign	Coefficient(a_i)
$CB_{i,t}$	+	3.308(2.232)**
$CB_{i,t} * CLD_{i,t}$	+/-	-2.368(-1.133)
$CLD_{i,t}$	+	2.703(1.717)*
$SIZE_{i,t}$	+/-	-0.789(-1.603)
$TANG_{i,t}$	+	2.160(2.067)**
$CFO_{i,t}$	+	9.220(3.851)***
$SR_{i,t}$	+	0.987(2.522)**
$SdCFO_{i,t}$	-	-0.956(-0.343)
$SdSale_{i,t}$	-	-0.832(-1.513)
$SdINV_{i,t}$	-	-0.063(-0.041)
$E_{i,t}$	+	9.596(3.114)***
$WA_{i,t}$	+	-2.178(-1.702)*
$BD_{i,t}$	+	-0.513(-0.915)
$BigA_{i,t}$	+	-0.248(-0.335)
$BCost_{i,t}$	-	-2.400(-1.320)
ADJ R^2		0.084
Observations		2,215

a) 변수정의: <표 2> 참고

여기서, $CLD_{i,t}$: i기업의 t기 $CL_{i,t}$ 가 연도별 중위수보다 크면 1, 그렇지 않으면 0

b) ***, **, *: P값이 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적인 것임.

마지막으로 과잉투자성향에 따른 관계금융의 투자효율성에 대한 역할은 회귀계수 ($a_1 + a_2$) < 0으로 볼 수 있는데 본 분석에서 그러한 관계를 확인할 수 없었다. 따라서 과소투자와 관련하여 관계금융의 투자효율성에는 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보이나 과잉투자 성향에서 효율적인 투자와 관련하여 주거래은행의 역할을 규명하기 어려울 것으로 보인다. 그리고 본 연구에서는 투자활동 중에서 시설투자 활동을 종속변수로 설정하여 식(2a)와 식(2b)를 구성하였으며 그 결과는 <표 6>에서 제시하였다.

분석결과, <표 4>와 <표 5>와 유사하게 과소투자 성향을 검증하기 위한 회귀계수 a_1 은 유의적인 양(+)의 값으로 나타나 과소투자 성향의 비상장 중소기업들에서 투자효율성이 증가하는 것으로 나타났다.

<표 6> 연구가설 추가검증결과(투자활동을 시설투자로 측정한 모형)

$CE_{i,t+1} = a_0 + a_1 CB_{i,t} + a_2 CB_{i,t} * CL_{i,t} + a_3 CL_{i,t} + a_4 SIZE_{i,t} + a_5 TANG_{i,t} + a_6 CFO_{i,t} + a_7 SR_{i,t} + a_8 SdCFO_{i,t} + a_9 SdSale_{i,t} + a_{10} SdINV_{i,t} + a_{11} E_{i,t} + a_{12} WA_{i,t} + a_{13} BD_{i,t} + a_{14} Big4_{i,t} + a_{15} BCost_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t \quad (2a)$			
$CE_{i,t+1} = a_0 + a_1 CB_{i,t} + a_2 CB_{i,t} * CLD_{i,t} + a_3 CLD_{i,t} + a_4 SIZE_{i,t} + a_5 TANG_{i,t} + a_6 CFO_{i,t} + a_7 SR_{i,t} + a_8 SdCFO_{i,t} + a_9 SdSale_{i,t} + a_{10} SdINV_{i,t} + a_{11} E_{i,t} + a_{12} WA_{i,t} + a_{13} BD_{i,t} + a_{14} Big4_{i,t} + a_{15} BCost_{i,t} + ID_{i,t} + YD_t + \varepsilon_t \quad (2b)$			
	Predicted Sign	Coefficient(a_i)	Coefficient(a_i)
$CB_{i,t}$	+	5.970(1.694)*	3.308(2.232)**
$CB_{i,t} * CL_{i,t}$	+/-	-7.131(-1.164)	-
$CL_{i,t}$	+	8.248(1.787)*	-
$CB_{i,t} * CLD_{i,t}$		-	-2.368(-1.133)
$CLD_{i,t}$		-	2.703(1.717)*
$SIZE_{i,t}$	+/-	-0.738(-1.496)	-0.789(-1.603)
$TANG_{i,t}$	+	2.157(2.064)**	2.160(2.067)**
$CFO_{i,t}$	+	9.380(3.932)***	9.220(3.851)***
$SR_{i,t}$	+	0.948(2.407)**	0.987(2.522)**
$SdCFO_{i,t}$	-	-0.983(-0.352)	-0.956(-0.343)
$SdSale_{i,t}$	-	-0.846(-1.539)	-0.832(-1.513)
$SdINV_{i,t}$	-	0.016(0.010)	-0.063(-0.041)
$E_{i,t}$	+	9.985(3.222)***	9.596(3.114)***
$WA_{i,t}$	+	-1.891(-1.463)	-2.178(-1.702)*
$BD_{i,t}$	+	-0.514(-0.916)	-0.513(-0.915)
$Big4_{i,t}$	+	-0.287(0.388)	-0.248(-0.335)
$BCost_{i,t}$	-	-2.264(-1.244)	-2.400(-1.320)
$ADJ R^2$		0.084	0.084
Observations		2,215	2,215

a) 변수정의: <표 2> 참고

여기서, $CE_{i,t}$: i기업의 t기 설비투자

b) ***, **, *: P값이 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적인 것임.

그리고 과잉투자 성향에 대한 변수를 연도별 중위수로 구분하여 분석한 결과에서도 유사한 것으로 나타나 관계금융이 과소투자의 경우 투자효율성을 증가시킴을 확인할 수 있었다. 하지만 과잉투자 성향을 나타내는 회귀계수는 a_1 과 a_2 의 합은 유의적인 음(-)의 값을 확인할 수 없었다. 따라서 관계금융이 과잉투자 성향을 가진 기업의 경우 투자 효율성에 영향을 미치는 것을 확인하지 못 하였다.

V. 결론 및 시사점

재무분야에서 주거래은행이 다른 거래은행에 대비하여 자금조달에 절대적인 위치에 있을 경우 적극적 혹은 소극적인 모니터링으로 인한 기업 감시 역할을 수행할 수 있을 것으로 보았다. 이러한 감시 혹은 감독의 역할은 정보비대칭, 대리문제 등을 일부 해소시켜 기업의 투자활동에 대한 효율성 제고에 영향을 미칠 수 있다. 또한 이러한 주거래은행과 기업의 관계가 밀접할 경우 자금조달에 대한 대출요건, 자금가용성, 유동성 확보에 도움을 주어 재무적인 제약이나 자금압박으로 인한 과소투자 성향인 기업에 효율적인 투자를 가능하게 하도록 지원할 가능성이 있다. 하지만 기업의 전체적인 자금조달 측면에서 내부적으로 유동성이 좋으며 부채비율이 낮아 금융기관의 도움이 절대적으로 중요하지 않을 경우 이러한 투자활동의 효율성을 통제할 가능성이 낮을 수 있다. 따라서 내부자금유보액이 부족하여 부채비율이 높아 전적으로 금융기관의 차입이 중요한 기업에서 주거래은행의 차입금 비중이 높을 경우 투자에 대한 사적 정보 뿐 아니라 자금조달을 지원해 주는 역할을 통하여 투자효율성을 증가시킬 수 있다고 볼 수 있다. 반면, 내부자금유보액이 높고 부채비율이 낮아 주거래은행의 역할이 중요하지 않을 경우 투자활동과 관련된 자금압박이 어렵고 사적 정보 보유가 어려워 정보비대칭 수준이 높아 투자활동의 효율성을 제고하기 어렵다고 볼 수 있다.

본 연구에서는 부채비율 수준이 높고 내부현금보유수준이 낮아 과소투자 성향을 가진 기업에서 관계금융이 투자효율성을 증가시킬 것으로 보는 반면, 부채비율이 낮고 내부현금보유수준이 높은 과잉투자 성향을 가진 기업에서 관계금융이 투자활동의 효율성에 중요한 역할을 하는 것을 기대하기 어려울 것으로 보고 2004년부터 2010년까지 12월 비금융업 결산법인 중에서 비상장 중소기업을 대상으로 분석을 실시하였다. 분석결과 과소투자 성향이 높은 기업일수록 관계금융의 투자효율성에 긍정적으로 기여한 것으로 나타났지만 과잉투자 성향을 가진 기업에서는 관계금융 역할을 규명하기 어려웠다. 이러한 결과는 과잉투자 성향을 연도별 중위수 기준으로 구분하여 분석한 결과에도 유사한 것으로 나타났다. 따라서 과소투자 성향이 있는 기업에 대하여 관계금융은 차기 투자에 중요한 역할을 수행하며 투자효율성을 증가시킬 수 있지만 과잉투자 성향이 있는 기업에 대하여 관계금융이 효율적 투자활동에는 영향을 미치는 것을 확인할 수 없었다. 그리고 투자활동을 시설투자에 국한시켜 분석한 결과에서도 관계금융은 과소투자 효율성과 관련이 있는 것으로 나타났지만, 과잉투자 효율성에 미치는 영향을 확인하기 어려웠다. 이러한 결과는 과잉투자 성향을 더미변수로 구분하여 분석한 결과에서도 유사한 것으로 나타났다.

이러한 결과는 비상장 중소기업의 투자효율성에 관계금융의 역할을 규명함으로써 자금조달 방법이 제한적이며 이해관계자의 규모나 범위가 좁은 비상장 중소기업에서 주거래은행이 투자활동에 중요한 요인이 될 수 있음을 제안할 수 있다. 하지만 본 연구에서는 관계금융에 대하여 단순히 주거래은행의 차입 집중도를 이용하여 측정하였는데 기업의 차입금 중에서 은행차입금 전체를 이용하여 분석할 경우 주거래은행 뿐

아니라 사적 금융인 은행의 역할도 검증하는 것에 의미가 있을 것으로 본다. 또한 담보제공 정도, 재벌 소속 여부 등 관계금융의 또다른 측정치나 상황에 대해서도 통제 혹은 측정하여 투자효율성에 미치는 영향을 검증할 필요성도 있을 것으로 보인다. 마지막으로 본 연구에서는 분석대상을 관계금융의 역할이 자금조달에서 직접적이고 가장 클 것으로 보이는 비상장 중소기업으로 보았으나 향후에는 상장기업까지 확대하여 비상장기업과 비교를 통하여 분석할 경우에도 의미있는 연구가 될 것으로 보인다.

참 고 문 헌

- 김석진·김지영 (2007), “관계금융이 자금가용성과 차입금리에 미치는 영향”, 「증권학회지」, 제36권, pp. 1-32.
- 김성신·손판도 (2012), “이익의 질과 미래 투자 및 투자효율성의 관계”, 「한국금융공학학회 학술발표논문집」, 제2호, pp.29-45.
- 라채원·조문희·정연도 (2012), “기업의 투자의사결정이 기업가치에 미치는 영향”, 「회계저널」, 제21권, pp.31-64.
- 박래수·윤석현 (2002), “관계금융효과의 비대칭성에 관한 실증연구: 제일은행 사례를 중심으로”, 「증권학회지」, 제31권, pp. 425-463.
- 윤석현·박래수 (1999), “기업의 부채선택과 자본시장의 균형: 은행의 모니터링활동을 중심으로”, 「재무연구」, 제12권, pp. 125-163.
- 박선영·배한수 (2011), “재무보고의 질과 기업지배구조가 기업의 투자효율성에 미치는 영향”, 「회계정보연구」, 제12권, pp. 363-391.
- 박영석·김남곤 (2007), “기업지배구조와 기업가치: 투자효율성과 대리인 비용을 중심으로”, 「경영학연구」, 제36권, pp. 1203-1232.
- 박원·조상점 (2013), “주거래은행 집중도와 재벌소속 여부가 비상장 중소기업의 자금조달과 이익조정에 미치는 영향”, 「중소기업연구」, 제35권, pp. 159-185.
- 박종일·박경호·박찬웅 (2013), “비상장기업에서 부채차입 의존도가 이익과 타인비용간의 관계에 미치는 영향”, 「세무와 회계저널」, 제14권, pp.47-80.
- 박진하·권대현 (2012), “외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향”, 「회계학연구」, 제37권, pp. 277-307.
- 이상욱 (2009), “기업 특성이 은행·기업관계에 미치는 영향,” 「재무연구」, 제22권, pp. 37-70.
- 임상균·이문영, 황인이. “대규모기업집단 소속기업의 투자효율성”, 「회계학연구」,

- 제39권 제3호, pp. 91-134.
- 조성욱 (2005), “부실기업에 대한 금융기관의 대출 결정 요인”, 「증권학회지」, 제34권, pp. 63-94.
- 조정은·최아름 (2014), “산업내 기업간 경쟁이 투자효율성에 미치는 영향”, 「한국회계학회 학술발표논문집」, 제2호, pp. 1529-1563.
- 최승욱·배길수 (2014), “감사인규모와 피감사기업의 투자효율성”, 「회계저널」, 제23권, pp. 219-250.
- 최정호, 2014, “시설투자, 투자효율성, 기업성과”, 「세무와 회계저널」, 제15권, pp.47-74.
- Ahn, S. and W. Choi (2009), “The Role of Bank Monitoring in Corporate Governance: Evidence from Borrowers’ Earnings Management Behavior”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, pp.425-434.
- Anthony, J. H. and K. Ramesh (1992), “Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life-Cycle Hypothesis”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp.203-227.
- Berger, A., and G. F. Udell (1995), “Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance”, *Journal of Business* Vol. 68, pp.351-381.
- Best, R., and H. Zhang (1993), “Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans”, *Journal of Finance* Vol. 48, pp. 1507-1522.
- Biddle, G., and G. Hilary, and R. S. (2009), “How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 112-131.
- Boot, A. W. A., and A. V. Thakor (1994), “Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game”, *International Economic Review* Vol. 35, pp. 899-920.
- _____ (2000), “Relationship Banking: What Do We Know?,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, pp. 7-25.
- Carey, M., M. Post, and S. A. Sharpe (1998), “Does Corporate Lending by Banks and Finance companies Differ? Evidence on Specialization in Private Debt Contracting”, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 845-878.
- Cole, R. (1998), “The Importance of Relationships to the Availability of Credit”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 959-977.
- Diamond, D. W. (1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economics Studies*, Vol. 51, pp. 393-415.

- Hadlock, C. J. and C. M. James (2002), "Do Banks Provide Financial Slack?" , *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 415-452.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and S. David (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups" , *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, pp. 33-60.
- Houston, J. and C. James (1996) "Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt claims" , *Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 1863-1889.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1979), "Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk" , *Econometrica*, Vol. 47, pp. 263-291.
- Kim, J. B. and C. H. Yi (2005), "Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea" , *Working Paper*, Hong Kong Polytechnic University.
- Kroszner, R. S. and P. E. Strahan (2001), "Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability" , *Journal of Financial Economics*, Vol. 62, pp. 29-65.
- Mitchell, J. (1998), "Strategic Creditor Passivity, Regulation and Bank Bailouts" , *Center for Economic Policy Research*, Discussion Paper, No. 1780.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Petersen, M. and R. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data" , *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 3-37.
- _____ (1995), "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp. 407-443.
- Rajan, R. G. (1992), "Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm's Length Debt", *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1367-1400.