

# 글로벌 금융위기 하에서의 주가 변화와 기업 특성

백재승\*

## Economic Shock and Firm Value: Case of Global Financial Crisis

### *Abstract*

*Numerous studies have examined the relationship between firm performance and financial measures adopted by firms and find that generally there is a specific relationship between financial ratios and firm values. In this paper, I have examined (i) the effect of firm characteristics such as firm size, leverage, liquidity, ownership structure on the firm value and (ii) the determinants of the changes in firm value during Global Financial Crisis in 2008.*

*I show that during the 2008 global financial crisis, firms with smaller size, higher level of leverage, lower cash flow, and internal affiliation to business group experience larger drop in their share values. To the extent that firm value goes down during the crisis period due to the fall in expected return on investment, my results are consistent with the view that financial characteristics can derives a link between economic shock and firm value changes.*

## I. 서론

경제환경의 변화에 따라 주식시장이 급변하는 상황을 경험하는 과정에서 효

과적인 기업채무정책을 수립하는 것은 기업의 가치극대화를 모색하는데 경제적 의미를 가진다. 특히 기업 외부적 경제상황이 이전에 비해 하락하는 시기에 접어들었을 때, 이와 같은 변화에 대해 기업의 재무적 특성이 어떠한 역할을 수

\* 한국외국어대학교 국제경영학과 교수

행하는가에 관한 연구의 결과는 학문적으로도 중요한 자료를 제공할 수 있다.

본 연구에서는 글로벌 금융위기 동안의 기업가치 변화를 조사하고 이에 영향을 미치는 기업특성의 형태에 관해 조사하였다. 이러한 연구는 우리나라 기업들의 특성과 가치변화의 관계를 재검토함으로써 위기에 대응하고 위기 이후 성장 전략이나 출구전략을 모색하는데 도움이 된다. 예를 들어, 글로벌 금융위기가 닥쳐와 기업가치가 변화하고, 이러한 기업가치의 하락에 기업특성 요인이 유의적으로 작용한다면 기업가치 변화에 미치는 기업의 특성을 파악하기가 용이할 것이다.

경제위기와 같은 경제전반의 상황변화를 전제로 한 이러한 연구는 또 다른 측면에서 볼 때 기업정책과 산업구조를 이해하고 소유구조와 관련된 경제정책 및 아시아 국가 경제에서 큰 비중을 차지하고 있는 기업집단의 효율성에 관해 시사점을 제공할 수 있다. 이들 기업집단은 각 나라의 국민경제에 지대한 영향을 미치고 있으며, 기업집단구조는 순기능과 역기능을 동시에 수행할 수 있는 가능성을 지니고 있다. 그러므로 주식시장의 상황변화에 따른 기업집단구조의 역할에 관한 연구결과는 이러한 학문적 공백을 메우고 기업집단의 효율성을 평가할 수 있는 자료가 될 수 있다. 이와 함께 이를 기존연구에서 보고한 일본의

기업집단(케이레츄) 소속 기업들의 재무의사결정과 비교함으로써 양국 기업집단의 재무의사결정 효율성 여부를 비교 평가할 수도 있다.

이상과 같은 목적을 달성하기 위해 본 연구에서는 글로벌 금융위기 기간인 2008년 이후 국내 주식시장이 하락하는 과정에서 재무, 소유구조를 중심으로 한 개별기업의 특성변수가 주가수익률의 변화에 미친 영향에 관해 가설을 설정하고 실증분석하였다. 구체적으로 본 연구는 주식시장이 하강국면일 때 기업의 규모, 부채사용 수준, 소유구조, 기업집단 소속여부 등 제반 재무변수가 주가 변화에 미치는 영향을 세밀하게 살펴보았다. 여기서 소유구조는 지배주주지분율, 기관투자자지분율 등으로 구분하여 각각의 영향을 비교·추정함으로써 주식시장 변화에 따라 소유구조가 기업지배구조 메커니즘으로서 지니는 중요성을 재고찰하였다.

이와 같이 본 연구에서는 글로벌 금융위기 시기를 대상으로 기업가치의 변화와 기업특성의 관계를 비교 분석함으로써 이전의 연구들을 확장하는 결과를 제시하였다. 글로벌 금융위기의 발생배경과 파장을 다룬 연구는 많이 이루어졌으나, 위기 동안의 기업가치 변화와 기업의 특성의 관계는 어떠한가를 살펴본 연구는 아직까지 미흡한 것으로 파악된다.

보다 구체적인 연구내용으로서 글로벌

금융위기로 경기 불안이 심화된 2008년 1월(코스피지수 1863.90pt)부터 2009년 2월(코스피지수 1,063.03pt)까지의 13개월의 기간에 대해 기업규모, 부채비율, 수익구조(현금흐름), 소유구조 등 제반 기업특성이 주가변화에 미치는 영향을 비교·분석하였다.

이와 같은 관계 분석을 통하여 다음과 같은 제반 결과를 제시하고자 한다. 첫째, 재무적 특성과 주가변화의 관계를 분석한다. 주식시장이 어려움을 경험하는 동안 어떠한 재무적 특성을 가진 기업들이 어떤 형태로 주가변화에 영향을 받는가, 그리고 하락 국면의 영향이 어느 정도 지속되는가를 살펴봄으로써 기업재무정책의 효율성에 관한 실증자료를 마련할 수 있을 것이다. 둘째, 주식시장 상황 변화에 따른 소유구조와 기업가치 변화의 관계를 살펴본다. 재무적 특성의 주요변수로 알려진 소유구조가 기업가치의 변화에 어떻게 작용하는가를 소유구조 변수를 통해 검토함으로써 소유구조의 중요성을 재검증하는 자료를 제공한다.<sup>1)</sup> 셋째, 거시경제환경이 변화하는 국면에서 기업집단에 소속된 기업과 소속되어 있지 않은 기업을 대상으로

실증분석을 실시함으로써 기업집단 소속여부가 기업의 재무의사결정효과에 미치는 영향을 통하여 기업집단의 효율성을 재고찰한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 이어지는 제 II장에서는 연구내용(가설)을 기존문헌과 관련하여 정리하였으며, 이러한 가설을 검증하기 위한 실증분석변수를 제시하였다. 제 III장에서는 연구목적 달성에 필요한 표본과 실증분석방법을 설명하였다. 제 IV장은 실증연구의 결과로서 금융위기 기간 동안 관찰된 주가변화를 보유기간수익률로 측정된 결과를 정리하였고 위기 동안의 주가변화와 기업특성간의 관계를 정리하고 추론하였다. 주가변화와 기업특성간의 관계는 상관분석과 횡단면회귀분석을 이용하여 조사하였다. 마지막으로 제 V장에서는 연구결과를 요약하고 시사점을 도출해 보았다.

## II. 연구내용

본 연구의 결과는 거시경제 움직임에 따른 주식시장 상황 변화에 따라 기업의 독특한 재무구조가 기업의 가치에 미치는 영향이 다르게 나타날 수 있다는 사실을 제시하게 된다. 글로벌 금융위기를 전후한 기간 동안 거시경제 또는 증권시장의 상황이 변화하는 시기에 개별 기업

1) 2003년 SK그룹과 소버린간의 소유권 분쟁 사례, 2004년 하나로텔레콤(주)의 위임장대결 사례는 소유구조가 우리나라에서도 기업 지배구조로서 가지는 영향과 중요성이 이전에 비해 매우 커졌다는 사실을 보여준 실례라고 볼 수 있다.

의 특성에 따라 기업가치가 어떠한 양상으로 전개되는가에 관한 연구의 결과는 중요한 경제적 의미를 가질 수 있다.

기업의 재무적 특성 즉, 현금흐름 수준, 유동성 수준, 규모 변수, 과거 경영성과와 같은 변수들은 경제위기 하에서의 가치 변화에 일조할 수 있다. 현금흐름 수준이나 유동성 수준은 상승기의 주가에 긍정적으로 작용할 수 있다. 경기가 상승국면에 접어들었을 때 상대적으로 현금흐름이나 유동성이 불량한 기업은 투자자금 마련을 위한 자금조달을 위해 빈번하게 유상증자 등을 이용하게 될 것이며, 이 경우 자금조달에 따른 정보 비대칭 문제로 인해 가치 하락이 클 것으로 예상된다(Myers and Majluf, 1984). 하지만 과대하게 유동성 확보에 치중한 경우 성장성에 있어서 다른 기업보다 저조할 수 있으므로 이 경우 유동성과 기업가치는 음(-)의 관계를 가질 수도 있을 것이다. 기업의 규모는 상승기의 기업가치 변화와 양(+)의 관계를 가질 것으로 기대된다. 대규모 기업일수록 자본적 지출 증가와 이에 소요되는 자금조달 능력이 우수할 수 있고 이에 따라 상승기에 상대적으로 견고한 성장이 예상되기 때문이다(McConnell and Muscarella, 1995). 기업의 경영성과가 우수할수록 향후 유입가능한 현금흐름을 증대시킬 수 있기 때문에 위기 하에서 주식의 현재가치 즉, 투자가치가 보다 높게 형성될 수

있을 것으로 보인다. 그리고 이는 정상적인 경제상황보다는 위기 하에서 더욱 강건한 관계를 가지게 될 것이다. 경영성과를 나타내는 투자가치 변수는 토빈의 Q를 이용하였고, 이 변수와 기업가치 변화는 양(+)의 관계를 가질 것으로 기대된다.

경제위기 하에서의 기업가치 변화에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 과잉반응현상(overreaction hypothesis)을 들 수 있다. 주가수익비율(PER) 등으로 대변할 수 있는 과거 주가수준이 높을수록 투자자들이 위기 하에서 과잉반응(overreaction)을 보여 주가변화에 보다 부정적인 영향을 받게 될 것으로 예상할 수 있다. 본 연구는 과잉반응현상에 대한 변수로 주가수익비율과 위기 이전 1년 간의 주가수익비율을 포함시켜 상대적으로 주가가 높았던 기업이 과잉반응현상으로 주가 하락 폭이 크게 나타나는지를 검토한다.

Morck, Shleifer and Vishny(1988) 등의 국내외 기존연구에 의하면 경영자의 소유권 구조와 기업가치는 그 양태에 따라 양(+)의 관계(기업가치증가가설)를 가질 뿐만 아니라 동시에 음(-)의 영향(경영자안주가설)을 줄 수 있는 비선형관계에 있다. 이 점을 감안하면 소유구조는 주가 상승이나 하락 등의 주가 변화에 대하여 긍정적으로 작용할 수 있고 반대로 부정적인 영향을 미칠 수도 있을 것이다. 각 기업에 적합한 소유구조를 갖

추지 못할 경우, 예를 들어 경영진 또는 지배주주의 소유지분이 미약하거나 과도하게 많을 때 이들로부터 대리인문제가 발생할 가능성이 커지거나 경영진이 경영활동에 관해 안주함으로써 가치 하락을 야기할 수 있기 때문이다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999; Johnson, Boone, Breach and Freidman, 2000 외).

대주주가 경영활동에 참여하는 경우 경영자와 주주의 이해관계가 일치되어 회복기의 주가상승에 보다 긍정적인 역할을 수행할 수 있다(Fama and Jensen, 1983). 하지만 대주주경영자가 기업의 주요 전략적 의사결정에 막대한 영향력을 행사할 수 있는 위치를 이용하여 기업의 목적에 위배되는 사적인 효용을 추구하거나 전문경영인이 아닌 대주주경영자에 의해 독단적인 의사결정이 이루어질 경우 경영자와 주주간의 관계가 아닌 대주주와 소액주주 간에 가치 손실을 초래하는 대리인비용을 유발할 수 있다(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 2000 외). 또한 대주주경영자는 그들의 지배력(controlling power)을 계열기업을 통해 강화할 수 있으므로 각 계열기업의 주식을 보유하고 있는 주주의 부를 극대화하기보다는 계열기업간 상호주 보유 등의 다른 목적에 전용할 소지가 있다. 이와 같은 내용을 감안하면 대주주 소유지분은 주가 하락기의 기업가치 변화와 양(+) 또는 음(-)의 상반된 관계를 보일

것으로 예상할 수 있다.

소유구조의 다른 측면에서 외국인과 같은 대형주주가 존재하거나 주식예탁증서(DR) 발행 등을 통해 경영 투명성이 상대적으로 높게 확보된 기업은 주가 상승 및 하락기에서 모두 주가 성과가 보다 우수하게 나타날 수 있다. 주가가 상승하는 호경기에서 기업에 대하여 대규모의 자금을 투자하고 있는 기관투자자는 충분한 기업가치 상승이 이루어질 수 있도록 경영활동에 적극적으로 참여할 가능성이 크다(Shleifer and Vishny, 1986). Shleifer and Vishny(1986)에 의하면 기관투자자와 대량주식보유주주는 필요한 경우 스스로 경영감시역할을 수행하며, 따라서 이들의 존재는 기업가치를 증가시키는 M&A가 발생하는데 필수적이다. 외부대주주의 이러한 기능은 외국인과 같은 외부투자자의 역할이 기업가치에 긍정적인 것이라는 점을 시사하는 것이다. 주가가 하락하는 경기하강 국면에서도 이들 외국인을 포함한 기관투자자의 지분 보유는 주가와 양(+)의 관계를 맺을 수 있다. 일본기업에 투자하는 외국인 및 기관투자자의 성향을 분석한 Kang and Stulz(1996)과 같이 이들 투자자는 해당 자본시장의 일부 우량기업에 투자하는 경향이 높다(Kang and Stulz, 1996). 이러한 특성은 주식시장 하락기에 이들로 하여금 보유지분의 가치하락을 방어하는데 주력하게 하는 요인이 될

수 있다. 따라서 기관투자자가 대량의 지분을 보유하는 기업 및 외국인에 대해 증권을 발행한 기업 등은 시장상황 하강시기에서 기업가치의 변화와 양(+의) 관계가 있을 것으로 기대된다.

우리나라의 재벌이나 일본의 케이레츄(Keiretsu)와 같이 주요국 경제에서 의미 있는 비중을 차지하고 있는 기업집단구조 또한 경제 위기 하에서 주가에 긍정적(+) 또는 부정적(-) 양쪽 측면으로 작용할 가능성이 있다. 위기 기간 동안 여러 사업을 영위하고 있는 기업집단구조가 계열기업에 대해 시장의 불안으로 인한 사업구조의 불안정성을 보완하고 수익성을 가진다는 점(Khanna and Palepu, 2000 외), 동일한 기업집단에 속한 계열기업간에 자금지원을 통해 위기 하에서의 유동성 부족에 따른 재무적 제약문제를 해결해 줄 수 있도록 형성되어 있는 내부자본시장(internal capital market) 또는 상호지원(propping)은 비기업집단 소속기업에 비해 우월한 위기방어능력을 제공할 수 있다는 점(Lamont, 1997; Stein, 1997; Shin and Park, 1999; 배기홍, 임찬우, 2003; Baek, Kang and Park, 2004 외)은 위기 하에서 기업집단 소속기업의 가치에 유리하게 작용할 수 있다.

이에 반하여 주가 상승에 부정적인 측면으로는 그룹 총수로 지칭되는 지배주주의 경영참여로 기업집단 내부에 부의 이전현상(tunneling) 등과 같은 대리인문

제로 소액주주의 손실을 야기시킬 수 있다는 점, 기업집단이 다수의 계열기업을 거느리고 그룹의 경영을 분산하여 수행하는 경향이 있으므로 글로벌 금융위기와 같은 위기에서 핵심역량에 치중하지 못해 오히려 경영효율성을 감소시킨다는 점, 어떠한 경우 계열기업에 투자한 개별 투자자의 부(富)보다 그룹차원의 의사결정에 집착하는 경향이 크다는 점 등을 들 수 있다. 이러한 역기능으로 인해 경제위기에 기업집단 소속기업의 가치 변동은 비기업집단 소속기업에 비해 다소 부정적 방향으로 움직일 가능성도 있다.

본 연구에서는 주가 하락기라는 일정 기간 동안의 기업 외부 거시경제 상황을 중심으로 기업재무정책의 효율성을 세밀하게 분석한다. 특히 기업집단의 독특한 특성이 당해 기업집단에 소속된 기업에 미치는 영향을 조사함으로써 광범위한 연구를 도모한다.

### III. 표본

연구목적 달성을 위한 첫 번째 단계로 표본기간에 한국거래소에 상장된 금융업종을 제외한 상장기업을 표본으로 선정하였다. 분석대상인 비금융 상장기업 표본의 재무적 특성을 조사한 요약 재무통계량은 <표 1>에 기재되어 있다.

<표 1> 표본기업 요약 재무 통계량

표본은 한국거래소에 상장된 기업으로서 금융업을 제외하고 재무자료 이용이 가능한 기업을 대상으로 하였다. 2007년 말 기준 통계량이다. 각 통계량은 평균값이며, 평균 아래 [ ]은 중앙값을 나타낸다. 기업집단 소속여부는 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단을 기준으로 분류하였다.

	요약 재무 통계량		
	전 체 (n = 625)	기업집단 (n = 135)	비기업집단 (n = 490)
총자산(억 원)	12,843 [2,069]	37,482 [17,801]	6,217 [2,578]
부채 비율 (총부채 ÷ 총자산)	0.437 [0.451]	0.459 [0.488]	0.431 [0.446]
위기 이전 1년 간 추가수익률 ( 2007년 1월~2007년 12월)	0.367 [0.231]	0.398 [0.281]	0.358 [0.176]
주가순이익비율(PER)	20.11 [11.14]	25.66 [25.81]	18.62 [9.90]
회사채 ÷ 총부채 비율	0.106 [0.092]	0.124 [0.119]	0.096 [0.081]
외화부채 ÷ 총부채 비율	0.066 [0.000]	0.069 [0.000]	0.054 [0.000]
현금흐름 ÷ 총자산 비율 (현금흐름 = 영업이익+감가상각비)	0.048 [0.047]	0.074 [0.060]	0.040 [0.039]
유동성자산 ÷ 총자산 비율 (유동성자산 = 현금, 현금성 자산)	0.073 [0.058]	0.071 [0.053]	0.079 [0.052]
토빈의 Q	1.159 [1.073]	1.310 [1.256]	1.119 [1.004]
외국인지분율(%)	11.727 [4.785]	20.991 [18.105]	9.175 [2.545]
지배주주지분율(%)	33.458 [32.020]	32.721 [31.380]	33.685 [32.721]
국내기관지분율(%)	35.960 [34.400]	38.587 [37.720]	34.245 [32.240]
수출액/매출액 비율	0.198 [0.202]	0.233 [0.288]	0.187 [0.199]

요약 재무통계량은 국내 기업조직의 대표적인 분류양태인 재벌과 비재벌의 재무구조적 차이를 살펴본다는 견지에서 전체 표본 및 공정거래위원회 발표를 기준으로 한 대규모기업집단과 비기업집단으로 구분하여 기술하였다.

기업규모를 나타내는 총자산은 기업집단 소속기업이 비기업집단 기업보다 약 4~6배 정도 큰 것으로 나타났다. 이에 비추어 볼 때 1997년 말의 외환위기에 비해 글로벌 금융위기 시기 직전인 2007년 즈음에 기업집단과 비기업집단 간의

총자산 규모가 더 큰 폭의 차이를 보였다. 이는 외환위기 이후 10여년 동안 구조조정과 경기회복 과정에서 그룹에 소속된 기업들의 성장세가 두드러졌음을 나타내는 것이다.

자본구조 특성으로서 표본 전체의 평균 부채비율(총부채÷총자산)은 외환위기 이후 10년이 지난 2007년에 부채비율이 대폭 낮아져 평균과 중앙값이 43.7%와 45.1%로서 외환위기에 비해 30% 가까이 감소하였다. 외환위기 이후 2000년대 들어 국내기업들이 부채비율 감소를 위해 많은 재무정책을 사용하였다는 것을 암시하는 수치이다. 이러한 추세는 기업집단과 비기업집단 모두에서 공통적으로 발견되고, 기업집단 소속기업의 부채비율이 비기업집단보다 높은 비율을 유지한 것은 외환위기와 유사한 양상으로 관찰되었다.

주가순이익비율(PER)은 토빈의 Q에서 나타난 바를 반영하고 있다. 글로벌 금융위기에 재벌(기업집단)이 통계적으로 유의한 수준에서 PER가 높게 측정되었다. 그러나 2007년 말의 PER가 평균 20.11(중앙값 11.14)로서 2007년 말 우리나라 주식시장이 다소 과열양상을 보였다는 점을 상기시켜준다. 더구나 2007년 말 기업집단 소속기업의 PER는 평균과 중앙값이 각각 25.66과 25.81로서 25를 상회하는 높은 수치를 기록하였다. 이렇게 과거에 비해 상대적으로 높은 PER

는 이 시기에 이들 기업들의 주가에 거품이 발생하였다는 일부 견해를 뒷받침하는 수치로도 이해할 수 있다. 위기 이전의 1년 간의 주가수익률을 조사한 결과에서는 글로벌 금융위기에 평균 36.7%(중앙값 23.1%)로서 주가수익률이 상당히 높았다. 기업집단과 비기업집단의 집단간 유의적인 차이는 나타나지 않았다.

자본구조의 다른 특성으로 총부채 대비 회사채비율은 표본 전체에서 10.6%로 조사되었다. 글로벌 금융위기 시기의 회사채 비율이 이렇게 크게 낮아진 것은 국내기업들이 두 기간 중에 회사채보다는 은행차입금이나 자기자본을 이용한 자본조달에 치중하였다는 사실에 기인할 것이다. 외화부채가 차지하는 비율 또한 외환위기에 비해 글로벌 금융위기 시기에 상당 폭 낮게 나타났다. 이는 외환위기에서 경험한 외화부채에 대한 부담을 경감하려는 기업들의 정책을 반영하는 것으로 판단된다. 기업집단과 비기업집단을 비교할 때 기업집단 소속기업의 외화부채 사용 비중이 비기업집단보다 높은 수치로 조사되었다.

다음으로 총자산 대비 현금흐름 비율의 경우 4.8%이었고, 재벌소속기업이 비재벌기업보다 유의적으로 높았던 것으로 나타나 영업이익과 감가상각비로 측정된 현금흐름이 재벌기업에서 우수하게 발견되었다. 유동성 측정지표로서 현금, 예금 및 유가증권 등의 유동성자산



이 자산규모에서 차지하는 비율은 대체로 재벌에 비해 비재벌기업이 더 높아 일본의 경우와 유사하게 재벌기업이 기업 유동성 부문의 문제에 덜 민감할 수 있다는 것과 비재벌기업이 유동성 문제에 보다 대비를 많이 하고 있다는 사실을 시사하고 있다(Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991). 기업집단 소속기업의 경우 재무적인 곤경에 처할 때 동일계열에 소속된 다른 기업들로부터 상호지원(propping)을 받을 수 있는 등의 지원을 받을 수 있다는 점도 설명력을 가진다(Bae, Kang and Kim, 2004).

기업의 투자지표 또는 성장기회를 나타내는 변수로 이용한 Tobin's Q는 재벌(기업집단)이 통계적으로 유의한 수준에서 좋은 지표를 나타냈다. 다른 특이할 만한 사실로서, 글로벌 금융위기 시기 직전인 2007년의 평균 Tobin's Q는 1.159(중앙값 1.073)로서 1.0을 넘어서 이 시기에 국내기업의 투자지표가 상당히 양호해진 것을 알 수 있다. 특히 기업집단의 경우 1.3 내외의 수치를 기록하여 우수한 투자대상이 되었음을 보여주었다.

소유구조의 경우 지배주주지분율은 30% 내외로 금융위기 기간 간에 큰 증가세는 보이지 않았으나, 외국인지분율과 국내기관지분율의 경우 2000년대 초반에 비해 상당히 큰 폭으로 증가하여 이들 투자주체가 국내 상장기업 소유구조의 주요 주체가 되었음을 알 수 있다. 특히,

외국인지분율은 글로벌 금융위기에 평균 36.7%(중앙값 23.1%)로서 이 기간을 전후하여 외국인투자자의 지분보유가 크게 증가하였고, 이들의 투자자금 유입이 국내 주식시장의 상승에 견인역할을 수행하였음을 간접적으로 보여준다.

## IV. 연구결과

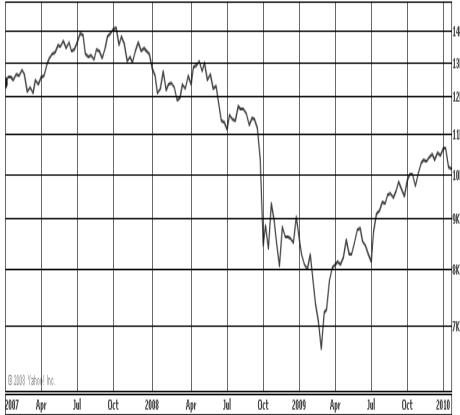
### 4.1 주가 변화 측정

먼저 경제위기와 주가 변화의 관계를 알아보고자 글로벌 금융위기 기간으로 미국에서 서브프라임 모기지 사태로 월가의 불안이 가중되기 시작한 2008년 1월(코스피지수 1863.90pt)부터 2009년 2월(코스피지수 1,063.03pt)까지로 표본기간으로 설정하고 두 기간 동안의 주가변화를 조사하였다. 주가변화는 주별 주가수익률을 이용, 당해 기간동안의 보유기간수익률(buy-and-hold return, HPR)을 계산하여 주가 변화의 대응치로 이용하였다.

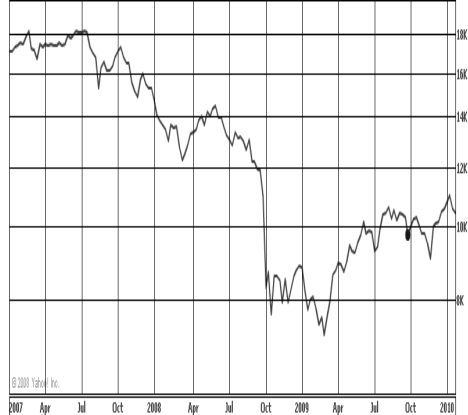
[그림 1]은 글로벌 금융위기 기간 동안의 각 국의 주요 주가지수의 움직임을 도식한 것이고, <표 2>는 글로벌 금융위기(2008년 1월부터 2009년 2월까지)의 1년 1개월여의 기간 동안 측정된 표본기업의 장기 주가수익률(보유기간수익률) 변화를 정리한 것이다. 예상할 수 있는 바

글로벌 금융위기로 세계적으로 경기 불안이 심화된 2008년 1월(KOSPI 1863.90)부터 2009년 2월(KOSPI 1,063.03)까지의 주요 국가의 주요 주식시장의 변화를 나타내기 위해 2007년 1월부터 2010년 1월까지의 주가지수 변화를 도식한 것이다(자료: Yahoo Finance, 단위: K=1,000).

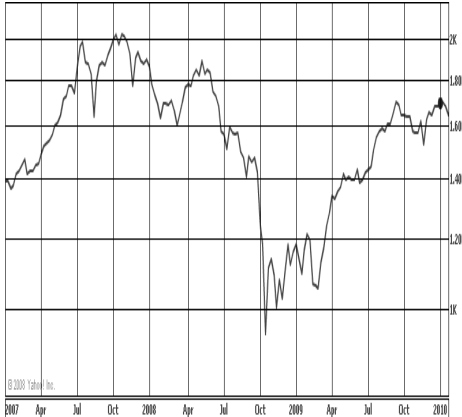
미국 다우존스공업평균지수(DJIA30)



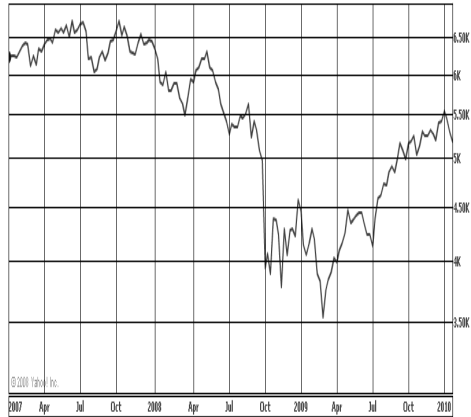
일본 니케이지수(Nikkei225)



한국 코스피지수(KOSPI)



영국 파이낸셜타임스거래소지수(FTSE100)



[그림 1] 글로벌 금융위기 동안의 세계 주요 주식시장의 주가 변화

와 같이 이 기간 동안 주가수익률은 평균적으로 이전의 외환위기에서 경험한 바와 유사하게 40% 이상의 큰 폭의 하락(글로벌 금융위기 평균 -44.36%, 중앙값 -47.84%)을 시현하여 기업가치 및 투

자자의 부에 심대한 손실을 미친 것으로 나타났다.

<표 2>는 기업집단과 비기업집단 간 차이를 검정한 결과를 포함하고 있다. 차이값 검정 결과, 글로벌 금융위기 동

<표 2> 글로벌 금융위기 동안의 표본의 주가 변화

글로벌 금융위기 동안의 주가 변화를 주별 보유기간수익률(HPR)로 측정한다. 표본은 한국거래소에 상장된 기업으로서 금융업을 제외하고 재무자료 이용이 가능한 기업을 대상으로 하였다. 각 통계량은 평균값이며, 평균 아래 [ ]은 중앙값을 나타낸다. 기업집단 소속여부는 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단을 기준으로 분류하였다. 차이값 검정의 위 수치는 평균을 이용한 t-검정의 p-값이고, 아래 ( )안의 수치는 중앙값을 이용한 Wilcoxon-검정의 p-값을 나타낸다. 글로벌 금융위기 기간은 경기 불안이 심화된 2008년 1월(KOSPI 1863.90)부터 2009년 2월(KOSPI 1,063.03)까지이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.

표본전체	기업집단 (1)	비기업집단 (2)	차이값 검정 (1)-(2)
n = 619	n = 131	n = 488	0.082*
-44.36%*** [-47.84%]***	-40.20%*** [-42.11%]***	-46.49%*** [-49.14%]***	(0.021)**

안 두 표본 사이에 주가하락률에서 차이를 보였다. 기업집단 여부로 구분한 결과에서 개별기업이 다소 충격을 덜 받아 기업집단 체제가 이 기간 동안 주가수익률에서 유리하게 작용하였다는 것이다. 즉, 글로벌 금융위기 동안 기업집단의 주가상승이 비기업집단보다 우수할 수 있다는 결과를 보여준다. 2008년 1월부터 2009년 2월까지의 주가 하락기 동안 기업집단의 경우 평균적으로 -40.20% (중앙값: -42.11%)로 큰 폭의 주주 부의 감소를 유발하였으며, 비기업집단(평균 -46.49%, 중앙값 -49.14%)의 감소 폭보다 적은 것으로 측정되었다. 이 집단 간의 차이도 평균의 경우 10% 유의수준에서, 중앙값의 경우 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 조사되었다.

이와 같은 [그림 1]과 <표 2>의 주가 수익률 변화에서 볼 때 국내 경제에 큰 충격을 야기한 경제위기 동안 평균적으

로 50% 내외의 기업가치 손실이 발생하였고, 기업집단 소속기업이 비기업집단보다 주가의 하락 폭이 작았음을 알 수 있다.

## 4.2 기업특성과 주가 변화

### 4.2.1 주요 특성과 주가 변화

<표 3>은 글로벌 금융위기 기간 동안에 나타난 주가하락률을 주요 기업특성의 중앙값을 기준으로 상위, 하위로 분류하여 정리한 것이다.

첫 번째 통계량은 기업특성의 중요 지표인 기업의 규모를 자산총액 기준으로 중앙값 이상과 이하로 나누어 글로벌 금융위기 시기에 측정된 보유기간수익률을 기록한 것이다. Panel A에서 나타난 특징은 기업규모가 큰 기업의 주가가 작은 기업의 주가에 비해 주가수익률 측면의 부정적인 영향이 덜하였다는 점이

다. 그러나 두 집단 간의 차이가 통계적으로 유의하지는 않았다. 글로벌 금융위기의 경우 미국 금융시장에서 촉발된 충격이 세계경제에 영향을 주었다는 점을 감안하면 기업규모와 무관하게 광범위한 충격을 주었다는 사실을 유추할 수 있다.

기업규모와 함께 기업의 재무적 특성의 대표적인 비율로 간주되는 부채비율 즉, 부채사용 수준의 경우 두 번째 통계량에서와 같이 글로벌 금융위기에서 상위와 하위그룹 간에 추가수익률의 유의적인 차이를 나타냈으며, 부채비율 상위 그룹의 하락 폭이 통계적으로 유의하게 크게 측정되었다. 레버리지로 인한 재무위험의 증가가 위기 하에서의 기업가치에 큰 영향을 미치는 것이다. 이는 경제위기 하에서는 레버리지의 축소 즉, 디레버리지(de-leverage)가 긴요함을 확인시

켜 주는 결과로 간주할 수 있다.

지배구조가 기업의 특성으로 중요하게 부각된 이후 외국인 투자지분 즉, 외국인지분율은 기업가치를 분석하는데 있어서 주요한 변수가 되었다. <표 3>의 세 번째 통계량은 경제위기 동안 외국인 지분율이 추가수익률에 미친 영향을 기록한 것으로서 글로벌 금융위기에 외국인 지분율이 유의한 영향을 미치지 않았다는 걸 보여준다. 표에서와 같이 글로벌 금융위기 동안 두 집단 간의 차이가 평균의 경우 근소한 차이를 보여 외환위기 이후 10여년 간 외국인 투자자들이 국내 금융시장의 투자자로서 보편화 되었으며, 이로 말미암아 외국인 지분보유의 영향이 외환위기 당시에 비해 크게 감소하였음을 알 수 있다. 국내금융시장에서 여전히 외국인투자자가 지분을 많이 소유하는 경우 기업가치에 대한 긍정

<표 3> 주요 특성과 주가 변화

주가 변화를 주요 기업특성별로 중앙값을 기준으로 상위, 하위로 분류하여 측정한 것이다. 표본은 한국거래소에 상장된 기업으로서 금융업을 제외하고 재무자료 이용이 가능한 기업을 대상으로 하였다. 각 통계량은 평균값이며, 평균 아래 [ ]은 중앙값을 나타낸다. 차이값 검정의 위 수치는 평균을 이용한 t-검정의 p-값이고, 아래 ( )안의 수치는 중앙값을 이용한 Wilcoxon-검정의 p-값을 나타낸다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.

	표본전체	중앙값 상위 (1)	중앙값 하위 (2)	차이값 검정 (1)-(2)
기업규모와 주가 변화	-44.36%*** [-47.84%]***	-43.04%*** [-45.13%]***	-45.67%*** [-49.63%]***	0.297 (0.177)
부채수준과 주가 변화	-44.36%*** [-47.84%]***	-48.78%*** [-54.42%]***	-39.99%*** [-43.14%]***	0.002*** (0.001)***
외국인지분율과 주가 변화	-44.36%*** [-47.84%]***	-43.74%*** [-45.02%]***	-44.96%*** [-49.63%]***	0.629 (0.073)*

적인 신호효과로 작용한다고 볼 수 있지만 국내금융시장의 발전과 더불어 이전과 다르게 유의적인 관계를 갖지 못한다는 설명을 뒷받침하는 결과로도 해석할 수 있다. 이와 더불어 외환위기 이후 각 기업들이 기업지배구조 개선 조치들을 많이 도입하였기 때문에 그 결과로서 외국인지분율과 같은 소유구조 변수와 기업가치의 관계가 약화된 것으로도 보인다.

이와 같은 <표 3>의 주가변화에서 볼 때 글로벌 금융위기 시기에 주요 기업특성이 주가변화에 유의적인 영향을 주었으며, 이러한 사실을 감안할 때 기업은 경제상황 또는 시간의 변화에 따라 기업가치를 극대화를 위한 최적 재무구조를 구축해 나가야 한다는 점을 알 수 있다.

#### 4.2.2 횡단면회귀분석

이번 절에서는 경제위기 하에서의 주가변화(HPR)가 기업특성과 어떠한 관계를 맺고 있는가에 관한 횡단면회귀분석(cross sectional regression) 결과를 요약한다. 회귀분석은 먼저 주요 특성변수인 기업규모, 부채비율, 현금흐름비율로 먼저 실시한 다음 다른 변수들을 추가하여 한 회귀식에 종합하여 기업가치 변화와 어떠한 관계를 보이는가를 조사하였다. 여기서, 제반 특성변수는 크게 세 가지의 범주 i) 기업규모, 부채비율, 현금흐름비율 및 기업집단 여부, ii) 투자가치, 외국인지분율, 지배주주지분율, 기타 국

내기관 지분율, iii) 위기 이전 1년 간의 과거주가수익률, 주가수익비율(PER) 및 기타 특성으로 구분하여 세 가지 회귀식에 포함시켜 그 영향을 측정하였다. 횡단면회귀분석은 이분산 회귀분석 모형을 이용하였으며, 회귀분석에 앞서 <표 4>와 같이 상관분석을 실시하였다. <표 4>에서와 같이 외환위기와 글로벌 금융위기에서 모두 변수 간 상관관계의 값이 큰 값은 관찰되지 않았다.

<표 5>는 주가수익률을 측정할 직전 회계연도의 특성변수 통계량을 설명변수로 한 회귀분석결과인데, <표 2>, <표 3>에서 나타난 결과와 유사한 맥락의 결과를 나타내주고 있다. 즉, 기업집단, 부채비율, 현금흐름비율에서 주가변화에 밀접한 관련을 가진 것을 알 수 있다. 회귀모형은 앞서 상관분석에서 사용한 것과 동일한 변수를 이용하였다.

회귀식 (1)는 기업규모, 부채비율, 현금흐름비율의 주요 변수를 대상으로 한 결과로서 기업규모 변수의 경우 유의한 관계를 보이지 않았고, 기업집단 소속더미 변수의 경우 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타내어 <표 3>의 결과와 일관되었다. 이는 글로벌 금융위기와 같은 경제위기 상황에서는 기업집단 소속 계열기업간의 상호지원(propping)이나 내부자본시장이 독립기업에 비해 위기상황을 극복하는데 여전히 도움이 될 수 있으며, 이는 투자자

&lt;표 4&gt; 상관분석

주요 특성 변수간의 상관분석 결과이다. 위쪽의 수치는 분석에 사용된 변수 간의 Pearson 상관계수이고, 아래쪽 수치는 Spearman 상관계수이다. 각 상관계수 아래 수치는 p-값이다. 각 변수는 logta: 자연로그(총자산), lever: 부채비율(총부채 ÷ 총자산), cfta: 현금흐름 비율(현금흐름 ÷ 총자산), bondTL: 총부채 대비 회사채 비율(회사채 ÷ 총부채), Q: 투자가치(토빈의 Q), bigone: 지배주주지분율(대주주1인 및 특수관계인 지분율), foreign: 외국인지분율, dum: 대규모 기업집단 소속더미, PER: 추가순이익비율(연말주가 ÷ 주당순이익)을 표시한다.

		Pearson 상관계수								
		logta	lever	bigone	Q	foreign	bondTL	cfta	dum	PER
Spearman 상관계수	logta	1	-0.409	0.378	-0.095	-0.206	-0.416	0.060	-0.071	-0.001
			0.001	0.001	0.006	0.001	0.001	0.080	0.038	0.966
	lever	-0.335	1	-0.050	0.027	-0.259	0.403	0.068	-0.053	0.325
				0.001	0.001	0.430	0.001	0.001	0.047	0.121
	bigone	0.238	-0.058	1	-0.098	-0.257	-0.244	0.179	-0.181	0.269
					0.001	0.090	0.001	0.001	0.001	0.001
	Q	-0.106	0.001	-0.079	1	0.184	-0.068	0.110	-0.056	0.294
						0.002	0.986	0.021	0.001	0.046
	foreign	-0.133	-0.253	0.143	0.109	1	0.139	-0.047	0.009	-0.201
							0.001	0.001	0.001	0.079
	bondTL	-0.372	0.412	-0.261	-0.096	0.100	1	0.004	0.214	0.125
								0.001	0.001	0.001
	cfta	0.068	0.080	0.189	0.125	0.075	-0.024	1	0.031	0.093
									0.048	0.019
	dum	0.262	-0.128	-0.077	-0.102	0.046	0.083	0.004	1	-0.058
										0.637
	PER	0.035	0.216	0.266	0.302	-0.083	0.201	0.094	-0.009	1

들에 있어서도 이들 증권에 대해 선호하게 되는 경향을 나타낸다고 해석할 수 있다. 부채비율과 현금흐름비율은 외환위기와 동일하게 음(-), 양(+)의 계수값을 보였고, 부채비율이 추가변화에 더 부정적인 영향을 준 반면(-0.135), 현금흐

름비율의 영향력은 다소 작은 수치를 보였다(0.521).

회귀식 (2)에서와 같이 토빈의 Q, 소유구조, 과거 추가수익률을 포함시킨 결과도 외환위기와 유사한 패턴을 보였지만, 소유구조 변수로 사용한 외국인 지분

<표 5> 횡단면회귀분석

회귀분석의 표본은 한국거래소에 상장된 기업으로서 금융업을 제외하고 재무자료 이용이 가능한 기업을 대상으로 하였다. 각 회귀모형의 결과는 어업·광업, 제조업, 건설업, 서비스업의 네 가지 산업으로 분류한 산업더미를 포함한 수치이다. 추정치 아래 ( )는 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)
절 편	-0.121 (-0.57)	-0.321 (-1.29)	-0.319 (-1.24)
기업규모: 로그(자산총액)	-0.017 (-1.49)	-0.010 (-0.70)	-0.010 (-0.76)
부채비율	-0.135** (-2.34)	0.276*** (4.02)	0.282*** (4.03)
현금흐름비율	0.521*** (3.85)	0.439*** (3.27)	0.415*** (3.11)
토빈의 Q		0.229*** (6.56)	0.231*** (6.59)
외국인 지분율		0.036 (0.32)	0.039 (0.35)
지배주주 지분율		0.043 (0.51)	0.036 (0.42)
국내기관 지분율		-0.002 (-1.39)	-0.001 (-1.31)
과거 1년 간 주가수익률		-0.027** (-2.09)	-0.026** (-2.09)
주가순이익비율 (PER)		-0.020* (-1.86)	-0.019* (-1.79)
총부채 대비 회사채 비율			-0.070 (-0.57)
총부채 대비 외화부채 비율			0.063 (0.61)
매출액 대비 수출액 비율			0.066** (2.04)
기업집단 소속더미 (소속 1, 비소속 0)	0.081** (2.08)	0.041 (1.36)	0.039 (1.35)
산업더미	포함	포함	포함
Adjusted R2	0.058	0.116	0.104
F-value	4.24	6.61	5.42
관찰표본수	615	568	568

율, 지배주주지분율, 국내 기관지분율이 모두 유의하지 않은 계수값으로 관찰되어 국내 상장기업에서 소유구조가 기업가치 변화에 미치는 영향이 2000년대에 들어서 크게 감소하였음을 알 수 있다. 이는 2000년대 이후 잇따라 논의된 효율적 기업지배구조 조치 및 개선책에 따라 소유구조가 기업지배구조의 주요 장치로서 기업가치에 미치는 영향이 글로벌 금융위기에서는 별다르게 작동을 하지 않았음을 제시하는 것으로서 향후 소유구조와 기업가치의 관계를 논하는데 있어서 자료가 될 수 있는 결과로 판단된다.

총부채 대비 회사채 비율과 총부채 대비 외화부채 비율 등의 기타 변수를 포함시킨 회귀식 (3)에서는 매출액 대비 수출액 비율이 유의한 양(+)의 계수값을 추가로 나타냈다. 이는 글로벌 금융위기 동안 외환시장에서 달러 대비 원화가치가 폭락함으로써 국내 경제에 미친 영향이 가중되었다는 점을 감안할 때 수출비중이 상대적으로 커서 외화유동성이 풍부한 기업일수록 글로벌 금융위기 기간에 기업가치 방어능력이 높았다는 것을 암시한다.

## V. 요약 및 시사점

본 연구는 2008년에 전 세계적으로

발행한 글로벌 금융위기의 경제상황 변화를 대상으로 경제가 위기에 처했을 때 기업규모, 부채비율, 소유구조, 기업집단 여부 등의 기업특성이 기업가치 변화에 어떠한 영향을 미치는가에 관하여 국내 상장기업 표본을 대상으로 조사하였다. 경제가 위기에 처하여 증권시장의 가격이 큰 폭으로 하락하는 국면에서 기업규모, 부채비율, 투자가치 및 소유구조 등의 기업특성이 주가변화에 미치는 영향을 분석하는 것은 기업의 가치나 성과가 재무적 특성의 영향을 받는지 여부와 어떤 특성이 보다 큰 영향을 미치는지를 검증할 수 있는 흥미로운 연구기회를 제공하기 때문이다.

글로벌 금융위기 시기에 나타난 주가하락이 기업의 특성과 가지는 연관관계를 분석한 결과에 의하면 기업집단 소속 여부, 부채사용 수준, 현금흐름비율에서 각각 양(+), 음(-), 양(+)의 형태로 주가변화에 통계적으로 유의하게 밀접한 관련을 가진 것으로 관찰되었다. 주목할 만한 점으로 외국인 투자자가 투자한 비중이나 지배주주 지분율과 같은 소유구조의 경우 그 유의성과 크기가 이전 연구에서 나타난 것에 비해 감소하였다. 이는 국내기업의 지배구조 개선 차원에서 수행된 소유구조 변화로 인하여 외환위기와 비교할 때 글로벌 금융위기 시기에 주가변화에 미치는 영향력이 축소되었음을 의미하는 것으로 판단된다. 앞으



로 보다 정교한 소유구조 변수를 이용하여 글로벌 금융위기에 소유구조와 기업 가치에 관한 후속연구가 이루어진다면 더 나은 경제적 시사점을 도출하여 급변하는 경제환경에서 효율적인 기업재무 정책을 수립하는데 도움이 되는 추가자료를 제공할 수 있을 것이다. 본 연구의 결과는 기업의 특성이 주가 변화에 미치는 영향이 기존연구에서 제시한 바와 같이 최적 형태를 가질 수 있는 한편, 소유구조 등의 특성에 있어서는 환경변화에 따라 그 영향력이 달라질 수 있다는 학문적 시사점을 제시하고 있다.

## 참고문헌

- [1] 강준구, 백재승, “외부충격에 따른 기업가치 변화와 구조조정 결정 요인 및 구조조정 효과”, 『재무연구』, 제14권, 제2호(2001), pp.199-250.
- [2] 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업 소유구조와의 연관성”, 『증권학회지』, 제26권(2000), pp.173-196.
- [3] 박경서, 백재승, “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌의 대주주경영자와 얼마나 다른가?”, 『재무연구』, 제14권, 제2호(2001), pp.89-130.
- [4] 박기성, “소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin Q의 관계에 관한 연구”, 『증권학회지』, 제30권(2002), pp.297-325.
- [5] 박영석, 박기홍, “재무적 제약이 투자와 유동성에 미치는 영향: 외환 금융위기 전후 시점 비교”, 한국증권학회 2005년 제3차 학술발표회, 2005.
- [6] 배기홍, 임찬우, “기업집단의 상호지원과 기업집단 소속기업의 주가수익률 특성: 조건부왜도에 관한 실증적 연구”, 『재무연구』, 제16권, 제1호(2003), pp.39-68.
- [7] 이해영, 이재춘, “우리나라 상장기업의 소유구조 결정요인에 관한 실증적 연구: 패널자료로부터의 근거”, 『재무관리연구』, 제20권, 제2호(2003), pp.41-72.
- [8] 장대홍, 김우택, 김경수, 박상수, “기업의 지배, 조직구조 및 가치”, 『금융학회지』, 제4권, 제1호(1999), pp.108-147.
- [9] 최혁, “현대인을 위한 금융특강, 글로벌 금융위기”, K-Books, 2009.
- [10] Baek, J.S., J-K. Kang, and K.S. Park, “Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.71(2004), pp. 265-313.
- [11] Baek, J.S., J-K. Kang, and K.S. Park, “Business groups and tunneling: Evidence from private equity offer-

- ings by Korean Chaebols,” *Journal of Finance*, Vol.61(2007), pp.2415-2449.
- [12] Chhibber, P.K. and S.K. Majumdar, “Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry,” *Journal of Law and Economics*, Vol.42(1999), pp.209-238
- [13] Classens, S., S. Djankov, and L. Lang, “The separation of ownership and control in East Asian corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol.58(2000), pp.81-112.
- [14] DeAngelo, H. and R. Mauslis, “Optimal capital structure under corporate and personal taxes,” *Journal of Financial Economics*, Vol.8(1980), pp.3-29.
- [15] Demsetz, H. and K. Lehn, “The structure of corporate ownership: cause and consequence,” *Journal of Political Economy*, Vol.93(1985), pp. 375-390.
- [16] Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, “Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106(1991), pp.33-60.
- [17] Joh, S.W., “Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.68(2003), pp.287-322.
- [18] Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman, “Corporate governance in the Asian financial crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.58(2000), pp.141-186.
- [19] Kang, J-K. and R.M. Stulz, “Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience,” *Journal of Business*, Vol.73(2000), pp.1-23.
- [20] Khanna, T. and K.G. Palepu, “Is group affiliation profitable in emerging markets: An analysis of diversified Indian business groups,” *Journal of Finance*, Vol.55(2000), pp. 867-891.
- [21] Lamont, O., “Cashflow and investment: Evidence from internal capital markets,” *Journal of Finance*, Vol.52(1997), pp.83-109.
- [22] La Porta R., L. Florencio, and A. Shleifer, “Corporate ownership around the world,” *Journal of Finance*, Vol.54(1999), pp.471-517.
- [23] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Investor protection and corporate gover-

- nance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.58(2000), pp.3-27.
- [24] Lemmon, M. and K. Lins, “Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis,” Working paper, University of Utah, 2001.
- [25] Mitton, T., “A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.64(2002), pp.215-241.
- [26] Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny, “Management ownership and market valuation: An empirical analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20(1988), pp.293-315.
- [27] Myers, S. and N. Majluf, “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have,” *Journal of Financial Economics*, Vol.13(1984), pp.187-221.
- [28] Ofek, E., “Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.34(1993), pp.3-30.
- [29] Shleifer, A. and R. Vishny, “Large Shareholders and corporate control,” *Journal of Political Economy*, Vol.94(1986), pp.461-488.
- [30] Stein, J.C., “Internal capital markets and the competition for corporate resources,” *Journal of Finance*, Vol.52(1997), pp.111-133.
- [31] Weinstein, D. and Y. Yafeh, “On the costs of a bank centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan,” *Journal of Finance*, Vol.53(1998), pp.635-672.