

# M.M의 資本構造理論에 대한 實證的 分析

— 極限 리버리지의 主張을 中心으로 —

朴 廷 寔\* · 李 禎 淵\*\*

<目 次>	
I. 研究目的 및 問題의 提起 II. 實證的 研究方法 1. 假說 2. 假說檢證模型과 變數 3. 標本의 選定	III. 研究結果의 分析 1. 極限 리버리지를 75% 이상으로 보 는 경우 2. 極限 리버리지의 再定義 IV. 結論 및 研究上의 問題點

## I. 研究目的 및 問題의 提起

Durand, Solomon이 理論的으로 代表가 되는 資本構造에 關한 理論과 Modigliani와 Miller가 주장하는 資本構造의 理論의 根本的인 차이점은 自己資本費用 또는 自己資本還元率( $ke$ )과 負債比率의 關係에서 나타나고 있다. 특히 負債比率이 높은 상황에서는 두 財務要因의 關係에 대한 主張이 서로 判異하다. 전통적인 理論에서는 他人 資本依存度가 증가함에 따라, 法的으로 企業의 主人인 株主에게 위험 부담을 주기 때문에 資本還元率  $ke$ 가 增大되어 企業의 가치가 下落된다는 것이며, M.M의 主張은 극한 리버리지를 갖는 企業에 대하여는 危險選好者의 出現으로 自己資本還元率이 下落하여, 結果的으로는 企業의 價値가 減少되지 않는다는 主張이다. 資本構造理論에 대하여는 傳統的인 主張과 M.M의 主張이 서로 한쪽을 설득시키지 못한채 내려오고 있다. 이에 대하여 筆者의 한 사람이 經營論集 XII卷 第四號에 「M.M理論의 妥當性 研究」를 發表했었다. 그 내용은 Modigliani와 Miller의 “The Cost of Capital, Coporation Finance and the Theory of Investment”가 발표된 후 가장 신랄하게 비판되어 온 “극한의 他人資本依存度を 가졌을 때 他人資本依存도가 보다 커질수록 企業의 富에 플러스(+) 영향을 준다”는 M.M의 理論이 타당성이 있다는 것이었다.

\* 서울大學校 經營大學 經營研究所 研究員, 서울大學校 經營大學 助教授

\*\* 漢陽大學校 講師

M.M의 주장이 타당성이 있다는 근거는 두 가지 이유로써 설명되었다. 첫째는 株主가 法的으로 有限責任을 가지고 있으므로 株主가 출자한 以上の 손실에 대하여는 그 責任을 지지 않는다는 것이며, 둘째는 株主의 有限責任下에서는 리버리지가 극한상황에 도달한 企業의 株를 所有한 株主의 입장에서 보면 어느 點에서 부터는 리버리지로 인한 損益擴大效果(leverage effect)의 損失과 利益의 兩面的인 擴大效果中에서 利益의 擴大效果로부터 發生되는 이득만을 취하게 됨으로써, 結果적으로 無限責任의 경우에 株主가 극한 리버리지를 가진 企業으로부터 기대할 수 있는 期待收益率 보다 有限責任일 때의 期待收益率이 높아진다고 본 것이다. 이러한 理論的인 根據는 타당한 것으로 생각되나, 現實적으로 證券市場에서 이러한 面이 나타나는가의 實證的인 研究가 필요하다. 이를 爲하여 綜合商事를 中心으로 간략하게나마 그 證명을 보였으나, 그 實證的인 研究가 完全하다고는 할 수 없었다. M.M의 資本構造에 대한 주장이 실증적으로 증명되기에는 研究對象의 標本이 매우 不充分하였다. 本 研究는 實證的으로 앞에서 主張한 內容을 보다 광범위하게 테스트하려는 것이다.

## II. 實證的인 研究方法

### 1. 假說

M.M 理論의 타당성을 검증하기 위하여 다음과 같은 두 가지 假說을 설정할 수 있다.

假說(I): 리버리지가 극한점을 도달하기까지는 自己資本還元率( $ke$ )이 증가하나, 극한점 이상의 leverage를 가질 때는  $ke$ 가 하락하게 된다.

假說(II): 리버리지가 증가할수록 加重資本費用이 계속적인 下落을 가져오며, 따라서 株價로서 나타나는 企業의 價値는 增大하게 된다. 극한 리버리지를 所有하는 企業에 있어서도 마찬가지이다.

이상과 같은 두 가지의 가설은 모든 企業의 他人資本費用이 一致한다면 같은 意味를 갖는 것이다. 企業의 가치는 加重資本費用에 의하여 결정되며, 加重自本費用은 自己資本還元率( $ke$ )과 他人資本費用에 의하여 決定되기 때문이다.

本 研究에서 이와 같은 두 가지 假說을 모두 設定한 것은 企業마다 他人資本費用이 각기 다르기 때문에 나타날 수 있는 現象을 고려하여 M.M의 주장을 考察하여 보기 위함이다.

### 2. 假說檢證模型과 變數

가설을 검증하기 위하여 다음과 같은 1次方程式을 사용하였다. 첫번째의 假說을 검증하기 爲하여는 自己自本還元率(ke)와 리버리지 (L)의 관계를

$$ke_i = a_i + b_i L_i \dots\dots\dots(1)$$

와 같이 보았으며, 두번째의 假說을 검증하기 위하여는 다음과 같이 企業價値와 리버리지의 관계를 살펴보았다.

$$V_i = a_i + b_i L_i \dots\dots\dots(2)$$

위의 兩式에서 리버리지는  $B/(S+B)$ 로 定義하였으며, ke는 株當利益株價로써 定義하였고, 企業價値 V는 株價總額과 負債의 合으로 나타내었다. 이와 같이 變數를 定義하고, 假說을 검증하기 爲하여 다음과 같은 方法으로 모형(1)과 (2)를 使用하였다. 즉, 極限點의 리버리지를 中心으로 模型(1)을 테스트하여 回歸係數 b가 극한 以前에는 (+)값을 가지며, 그 以後는 (-)값을 갖는다면 假說(I)을 받아들일 수 있으며, 模型 (2)에서는 극한 리버

<表 1> 標本企業

區 分	$0 < \frac{B}{S+B} < 75\%$	$75\% \leq \frac{B}{S+B} < 100\%$
建設業(27)	東亞建設, 東山土建, 大林產業, 新星工業, 正友開發, 南光土建, 太平洋建設, 玉浦企業, 建設產業, 京鄉建設, 大成建設, 玉田產業, 共榮土建, 宇進建設, 大宇開發(15)	京南企業, 三煥企業, 三扶土建, 韓信工營, 極東建設, 三益住宅, 라이프住宅, 進興企業, 礎石建設, 正進建設, 三湖住宅, 漢陽住宅, (12)
貿易業(22)	大宇實業, 復興社, 國際商事, 天池產業, 新星貿易, 裕林通商, 大協, 現代綜合商事(8)	三美社, 瑞通, 三星物產, 新星通商, 半島商事, 協進洋行, 雙龍, 錦湖實業, 南鮮物產, 東國貿易, 三和, 새서울商事, 鮮京, 曉星物產 (14)
電氣, 電子製品製造業(14)	三和콘덴서, 金星通信, 金星電氣, 瑞通電機, 오리온電氣, 麻浦產業, 金星電線, 韓國電力(8)	國際電氣, 大韓電線, 金星社, 三星電子, 正豐物產, 東洋精密(6)
飲食料品製造業(25)	大韓製糖, 三養社, 크라운製菓, 생표食品味元, 서울味元, 天一穀產, 朝鮮麥酒, 漢陽食品, 又星食品, 汎洋食品(11)	大韓製粉, 서울食品, 三立食品, 三養食品, 롯데工業, 第一製糖, 롯데製菓, 眞路, 東洋麥酒, 綜合食品, 東邦油糧, 東洋製菓, 豐進化學, 롯데七星(14)
石油化學系列製造業(28)	카프로락담, 白光藥品, 東洋化學, 韓國肥料, 韓國農藥, 韓國프라스틱, 大韓페인트, 建設化學, 三千里產業, 泰和高무, 東-고무벨트, N프라스틱, 錦北化學, 韓興化學, 서울農藥, 東邦農藥, 松原產業, 朝光페인트, 大成產業, 韓國石油, 三榮化學(21)	럭키, 東山油脂, 三陽타이어, 元豐타이어, 進洋化學, 大東化學, 韓國타이어(7)
(116)	(63)	(53)

리지의 以下の 상황이나 以上の 상황 모두에서  $b$ 의 값이 (+)의 값을 가진다면, 가설(II)을 받아들일 수 있다는 것이다.

### 3. 標本의 選定

標本企業은 1977年中 比較的 上場業體數가 많은 建設, 貿易, 電氣·電子, 飲食料品, 石油化學 等 5個 業種에서 選擇하였다. 이를 會社別로 보면 <表 1>과 같다. 缺損會社는  $ke$ 를 算出할 수 없으므로 標本에서 除外하였다. 이때 利用된 資料는 東洋證券投資資料(77년 決算실적)를 使用하였으며 株價는 1978年 2月 28日 終價를 適用하였다. 會計期間 終了後 2個月의 時差를 둔 것은 企業의 營業實績이 一般投資大衆에 公表가 되는 時點이기 때문이다. 또 極限 리버리지(extreme leverage)를 어떻게 定義할 것인가의 어려운 問題가 있으나 他人資本 依存度( $B/B+S$ )가 75% 以上을 極限 리버리지로 보았다. 75%를 극한 리버리지의 기준점으로 본 것은 임의적인 것이다. 우리가 흔히 使用하는 용어로서 負債比率이 있는데, 부채비율이 300% 以上을 「極限」으로 보았다. 이것은 절대적인 것이 아니기 때문에 뒤에는 「極限 리버리지」를 낮추어 定義하여 分析하였다.

選定된 標本企業은 業種別로 極限 리버리지의 以下와 以上으로 區分하여 模型에 適用하였다.

## III. 研究結果의 分析

### 1. 極限 리버리지를 75% 이상으로 보는 경우

本稿에서 使用한 回歸分析에서는 리버리지와 自己資本費用( $ke$ ) 및 리버리지와 企業總價値( $V$ )의 關係를 高찰하여 回歸係數가 어떤 부호를 (“+” 혹은 “-”) 나타내느냐에 따라 資本構造에 관한 M.M 理論의 妥當性이 있는가 또는 그렇지 않는가를 實證하려 한다.

研究結果의 分析은 極限 리버리지(extreme leverage)를 前後하여 리버리지와 自己資本還元率과의 關係를 먼저 檢討하였고, 다음에 리버리지와 企業價値와의 關係를 檢討하였다.

#### 1) 리버라지와 自己資本費用과의 關係

리버리지를 75%를 기준으로 하여 그 以下の 리버리지를 가진 企業과 그 以上을 가진 企業을 分類하여  $ke=a+bL$ 의 回歸모형을 利用한 分析 結果는 다음 <表 2>와 <表 3>에 나타내었다.

<表 2>와 <表 3>에서는 앞에서 設定한 假說에 대하여 받아드리거나 거부할 충분한 統計的인 근거가 제시되지 못하고 있다. M.M의 주장의 妥當性은 極限리버리지 以下에서는 回歸係數가 (+)의 부호를 가지며, 企業이 極限 리버리지를 가질 때는 回歸係數가 (-)값을 갖

〈表 2〉 리버리지와 自己資本費用과의 關係

$$ke_i = a_i + b_i L_i \quad (0 < L_i < 75\%)$$

業 種	a	b	T-value	R
建 設	10.351	0.025	0.115	0.032
貿 易	-19.135	0.663	1.772	0.586
電 氣·電 子	38.023	-0.342	-2.846	0.758
飲 食 料 品	135.334	-1.545	-1.760	0.506
石 油 化 學	27.428	-0.130	-0.853	0.192

〈表 3〉 리버리지와 自己資本費用과의 關係

$$ke_i = a_i + b_i L_i \quad (75\% < L_i < 100\%)$$

業 種	a	b	T-value	R
建 設	40.932	-0.335	-1.142	0.340
貿 易	53.741	-0.450	-1.114	0.306
電 氣·電 子	179.736	-2.092	-5.523	0.940
飲 食 料 品	72.342	-0.443	-0.442	0.127
石 油 化 學	-23.273	+0.515	0.618	0.266

게 되어야 한다. 그러나 〈表 2〉에서 業種別로 서로 相反된 結果를 나타낼 뿐만 아니라 回歸係數의 有意水準이 대체적으로 낮음을 보여주고 있다. 建設, 貿易에 있어서는 假說과 一致하게 回歸係數가 正의 부호이나, 다른 業種에 屬하는 企業을 대상으로 한 研究는 假說을 뒷받침할 만큼 강력한 結果를 나타내어 주는 것은 아니다. 특히 電氣電子, 飲食料品, 石油化學에서는 設定한 假說과 反對의 結果를 나타내고 있으며 回歸係數의 有意水準이 電氣電子業種에 속한 企業의 경우는  $t=2.846$ , 飲食料品業種의 경우는  $t=1.760$ 으로 대체로 높은 편이다.

〈表 3〉은 극한 리버리지를 갖는 企業들의 自己資本還元率과 리버리지의 關係를 본 것으로 石油化學業種을 除外하고는 M.M의 假說을 어느 정도 뒷받침하고 있다. 建設, 貿易, 電氣電子, 飲食料品業에 있어서 극한 리버리지를 갖는 企業들의 경우 他人資本依存度가 증대될수록 自己資本還元率이 下落한다는 것은 M.M의 假說을 立證한다고 볼 수 있다.

〈表 2〉와 〈表 3〉의 結果를 綜合적으로 考慮하여 볼 때, 극한 리버리지의 상황과 극한 리버리지의 상황이 아닐 때의 回歸係數의 부호로써 나타내어 보면 다음과 같다.

回歸係數의 부호

業 種	0 < L <sub>i</sub> < 75%		75% < L <sub>i</sub> < 100%	
	+	-	+	-
建 設	+	-	+	-
貿 易	+	-	+	-
電 氣·電 子	-	-	-	-
飲 食 料 品	-	-	-	-
石 油 化 學	-	-	-	+

위의 表에서 보면 建設業種에 屬하는 企業들과 貿易業에 屬하는 企業을 對象으로 研究한 結果가 M.M의 타당성을 어느 정도 나타내고 있다고 볼 수 있으나 그 외에는 그렇지 않다. 그렇다고 하여 傳統的인 견해를 뒷받침 할만한 근거를 보여주고 있는 것도 아니다. 특히 電氣·電子, 石油化學, 飲食料品에서 리버리지가 75% 以下일 때 (-)로서 나타나는 것은 상식 밖의 結果라고 볼 수 있다. 그러나 이러한 結果는 극한 리버리지의 定義를 모든 業種에 있어서 同一하게 75% 以上の 他人資本依存度로서 규정하는데서 야기된 問題로 볼 수 있다. 즉 극한 리버리지를  $B/(B+S)=75\%$  기준한 것이 아니라, 그 以下로 함으로써 이 問題는 해결된 것으로 본다.

2) 리버리지와 企業價値와의 關係

이미 自己資本還元率과 他人資本依存度에 對하여 考察하였다. 勿論 이와 깊은 관련이 있으나 企業價値와 리버리지와의 關係를 살펴보자. 이를 살펴보는 理由는 단일 他人資本費用이 어느 정도 一定하다면 企業價値와 리버리지의 關係를 살펴봄으로써도 M.M 理論의 妥當性 여부를 판가름 할 수 있기 때문이다. 企業을 2가지의 부류 즉 극한 리버리지를 가지고 있는 企業과 그렇지 않은 企業으로 나누어  $V=a+bL_i$ 의 回歸式으로 고찰한 結果가 <表 4>와 <表 5>에 각각 나타나 있다.

<表 4> 리버리지와 企業價値와의 關係

$$V_i = a_i + b_i L_i \quad (0 < L_i < 75\%)$$

業 種	a	b	T-value	R
建 設	1.736	30.618	0.680	0.185
貿 易	470	27.602	1.153	0.426
電 氣·電 子	678	31.824	1.245	0.453
飲 食 料 品	1.012	44.010	1.408	0.425
石 油 化 學	182	25.158	3.012	0.569

<表 5> 리버리지와 企業價値와의 關係

$$V_i = a_i + b_i L_i \quad (75\% < L_i < 100\%)$$

業 種	a	b	T-value	R
建 設	-4,240	143.582	0.910	0.276
貿 易	-26,437	372.418	3.078	0.664
電 氣·電 子	-24,243	239.885	1.153	0.500
飲 食 料 品	987	32.992	0.599	0.170
石 油 化 學	-12,662	209.374	1.122	0.448

<表 4>와 <表 5>는 資本構造理論에 대하여 매우 일관성있는 結論을 提示하고 있는데, M.M의 主張이 옳음을 나타내고 있다. 다시 말하면 稅金을 고려하였을 때 資本構造에 대한

傳統的인 理論과 M.M의 理論은 리버리지의 極限點 以前에는 他人資本依存度가 높아질수록 企業의 價値가 增大된다는 것이므로 <表 4>에서 모든 업종에서 일관성 있게 두 理論을 뒷받침하고 있으며, <表 5>에서는 리버리지가 극한상황에서도 계속하여 他人資本依存度가 높을수록 企業의 價値가 올라간다는 M.M의 理論을 뒷받침하여 주고 있는 것이다. 有意水準을 고찰하여 보면 貿易業種에서는 강하게 나타나며, 電氣·電子와 石油化學에서도 무시하지 못할 T-value를 보이고 있다.

여기에서 한가지 지적하여 둘 것은  $ke$ 와 他人資本依存度の 關係에서와 企業價値와 他人資本依存度の 關係에서 그 結果가 약간 相異한 점이다. <表 2> <表 3>의 結果와 <表 4> <表 5>의 結果가 一致하지 않고 있는 것이 回歸分析 結果인데 이는 業種 또는 企業마다 他人資本費用이 서로 다르기 때문에 發生하는 문제로 볼 수 있다.

企業價値는  $ke$ 와 他人資本費用의 함수관계에 있으므로, 企業마다 적용되는 他人資本費用이 리버리지에 따라 유사하다면,  $ke = a + bL$ 에서  $b$ 의 부호는 극한 以下의 상황에서 (+), 以上의 상황에서 (-)되어야 <表 4> <表 5>의 結果와 一致되는 것이다. 위의 조사결과를 보면 실제에서는 그렇지 않음을 볼 수 있다.

## 2. 極限 리버리지의 再定義

極限 리버리지를 定義한다는 것은 어렵다. 그러나 앞에서 임의로 定義한대로 총자본에서 차지하는 他人資本의 비율을 75%로 할 때는 몇가지 業種에서 문제점이 있었다.  $L < 75\%$ 에서  $ke$ 와 리버리지와의 相關關係가 負(-)의 관계로 나타난 것은 極限 리버리지를 너무 높게 잡은 것으로 생각할 수 밖에 없다. 資本構造의 理論에 전통적인 사고가 옳다면, 他人資本依存度の 많고 적음에 關係 없이  $ke$ 와  $L$ 의 관계가 負(-)가 될 수는 없다. 그러나 M.M이 主張하는 理論이 옳다고 한다면, 극한 리버리지를 너무 높게 75%를 기준으로 한 것이 잘못된 점으로 간주된다.

그러므로 貿易과 建設業種에 屬하는 企業에 있어서는 終前대로 극한 리버리지를  $L = 75\%$ 를 기준으로 하고  $L < 75\%$ 의 상황에서 리버리지와  $ke$ 의 상관계수가 (-)로 나타난 電氣電子, 食品, 石油化學에서는 낮추는 方法이 있을 수 있겠으나 一律적으로 極限 리버리지의 기준을 모든 業種에서 75%에서 66%로 조정하였다. 그 理由는 통상 우리나라에서 使用하는 負債比率를 300% ( $L = 75\%$ )에서 200% ( $L = 66\%$ )로 낮추어 본 것이며 어떤 과학적인 근거는 없다.

### (1) 리버리지와 自己資本還元率의 關係

$L = 66\%$ 를 기준으로 極限 以上과 極限 以下로 분류하여 分析한  $ke$ 와 리버리지의 關係는 다음 <表 6> <表 7>과 같다.

〈表 6〉〈表 7〉의 결과는 石油化學業種을 除外하고는 M.M의 理論을 뒷받침하여 주고 있다. 극한 리버리지를 75%로 보았을 때의 結果인 〈表 2〉〈表 3〉과 比較하여 보면 몇가지 向上된 점을 發見할 수 있다. 첫째 리버리지가 극한 以下일 때  $ke$ 와 리버리지의 關係가 (+)로 나타나 있다. 建設, 貿易은 前과 同一하나 電氣·電子, 飲食料品에서는 正의 關係로 나타나고 있으며, 다만 石油化學에서는 〈表 6〉〈表 7〉에서도 前과 마찬가지로 상식적인 解答을 얻지 못하였다. 그러나 이는 石油化學業種에 屬하는 企業들의 성격이 너무 이질적인 것으로 인한 結果로 생각이 된다. 둘째  $L=66\%$ 를 기준으로 극한을 定義하였을 때의 리버리지와  $ke$ 의 關係가 보다 밀접하다고 할 수 있다. 특히  $L$ 이 극한 以下の 상황에서는 T-value와 R 등이 向上되고 있는 것을 볼 수 있다. 셋째 극한 리버리지를 66%로 기준하였을 때는 有意水準을 만족치 못한 점이 있으나 石油化學業種을 除外하고는 M.M의 理論을 立證하고 있다는 점이다. 이를 그림으로 표시하면 〈圖 1〉과 같다.

〈表 6〉 리버리지와 自己資本費用과의 關係

$$ke_i = a_i + b_i L_i (0 < L_i < 66\%)$$

業 種	a	b	T-value	R
建 設	-19	0.454	2.066	0.679
貿 易	-39	0.916	3.28	0.884
電 氣·電 子	9.67	0.173	2.856	0.943
飲 食 料 品	-494	8.50	5.310	0.966
石 油 化 學	37.5	-0.263	-0.895	0.272

〈表 7〉 리버리지와 自己資本費用과의 關係

$$ke_i = a_i + b_i L_i (L_i > 66\%)$$

業 種	a	b	T-value	R
建 設	34.3	-0.248	-0.673	0.247
貿 易	32.2	-0.211	-0.644	0.191
電 氣·電 子	40.9	-0.386	-1.066	0.353
飲 食 料 品	35.5	-0.080	-0.085	0.03
石 油 化 學	-4.5	+0.279	1.472	0.486

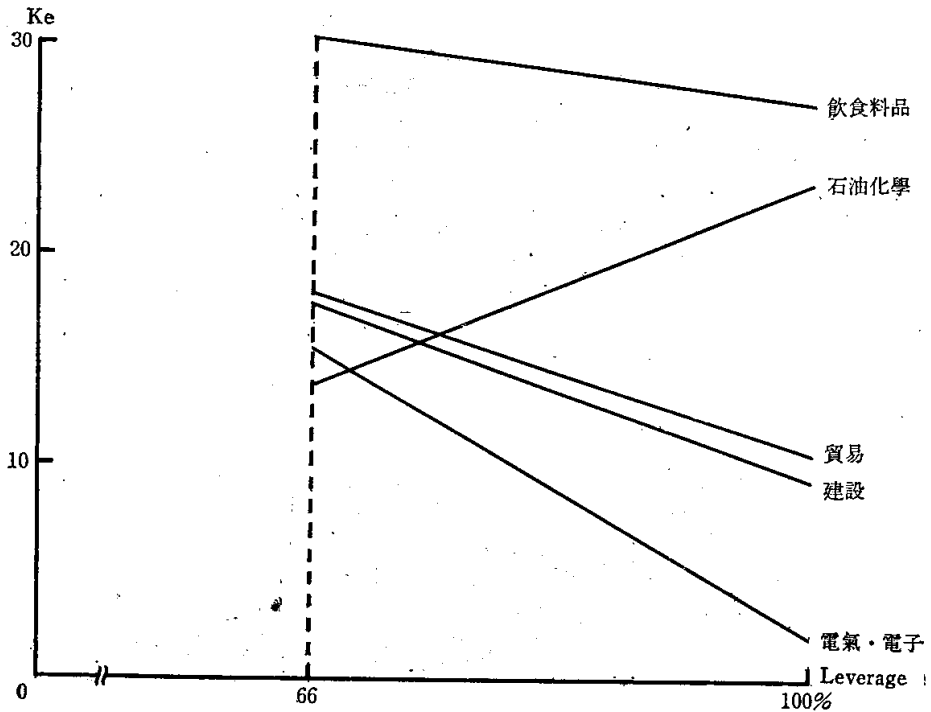
위의 結果에서 극한 리버리지의 상황에서는  $ke$ 가 점차적으로 줄어든다는 가설[I]을 받아 들이게 된다.

(2) 리버리지와 企業價値와의 關係

새로히 조정한  $L=66\%$ 를 기준으로 分析한 結果는 〈表 8〉〈表 9〉와 같다.

〈表 8〉과 〈表 9〉는 M.M의 資本構造에 관한 理論과 一致함을 볼 수 있다. 〈表 9〉에서는 企業이 극한 리버리지를 가질 때는 企業價値가 올라감을 설득력 있게 보여주고 있다.





〈圖 1〉 極限 리버리지에서의 L 과 ke의 關係

〈表 8〉 리버리지와 企業價値와의 關係

$$V_i = a_i + b_i L_i \quad (0 < L_i < 66\%)$$

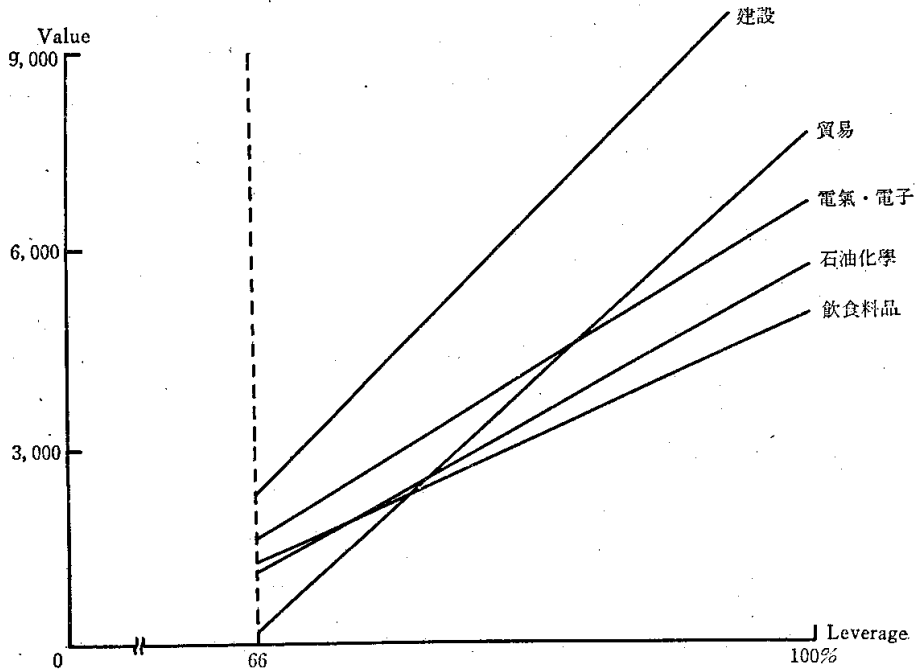
業	種	a	b	T-value	R
建	設	-10,653	213.6	2.28	0.714
貿	易	-139	35.07	1.496	0.654
電	氣·電	1,023	23.43	0.698	0.572
飲	食·料	-5,201	105.0	1.786	0.784
石	油·化	92	23.74	6.256	0.892

〈表 9〉 리버리지와 企業價値와의 關係

$$V_i = a_i + b_i L_i \quad (L_i > 66\%)$$

業	種	a	b	T-value	R
建	設	-14,808	256.5	3.057	0.756
貿	易	-15,304	229.8	9.083	0.939
電	氣·電	-8,194	149.0	3.83	0.804
飲	食·料	-5,980	109.3	13.69	0.98
石	油·化	-7,486	131.8	9.82	0.97

T-value로 表示되는 有意水準이 매우 높기 때문이다. <表 9>의 結果를 그림으로 나타내면 이는 <圖 2>와 같다. 극한 리버리지를 75% 以上으로 했을 때보다 모든 業種에서 일관성 있게 M.M 理論을 뒷받침할 만한 結果를 보여주고 있다.



<圖 2> 極限 리버리지에서의 L 과 V의 關係

#### IV. 結論 및 研究上的의 問題點

本 研究의 結果는 어느 程度 M.M의 資本構造에 關한 理論이 타당한 것인가를 보여주고 있다. 그러나 分析結果가 M.M의 主張을 완벽하게 뒷받침하고 있는 것은 아니다. 有意水準이 확고한 結論을 맺기에는 불충분한 점이 있으며 石油化學業種에 있어서는 M.M과는 다른, 또한 전통적인 理論과도 다른 分析 結果를 보여주고 있다.

그러나 企業을 建設, 貿易, 電氣·電子, 石油化學, 飲食料品の 5業種 116會社를 對象으로 했을 때의 실증적인 研究 結果는 극한 리버리지를 75% 以上(負債比率 300%)으로 定義 하였을 때 보다 極限 리버리지를 66% 以上(負債比率 200%) 정의하였을 때, 보다 명확한 結

論을 提示하고 있다. 66% 以上을 極限 리버리지로 定義하여 分析한 結果는 리버리지와 自己資本還元率 關係에서는 대체로 M.M의 主張대로 극한 상황에서 두 要因의 相關關係가 (-)로 나타나고 있으며, 리버리지와 企業價値에 있어서도 그 說明도가 더욱 뚜렷하게 나타나고 있다. 研究 結果 M.M이 주장한 「危險選好 投資者의 出現」이 理由는 아닐지라도 M.M의 理論은 妥當性 있는 것으로 받아들일 수 있을 것이다.

本 研究의 問題點을 지적을 해야겠다. 첫째 표본에 있어서 문제가 있다. 표본의 수에는 문제가 별로 없으나, 리버리지와  $ke$ , 또는 리버리지와 企業價値의 關係를 규명하기 위하여 표본이 同質的이어야 하는데, 이 조건이 표본 추출에 충족되지 않았을 것이다. 특히 石油化學業種에 屬하는 다양한 性格을 가진 企業을 한데 묶은 것이 그러하다. 둘째 리버리지와  $ke$ 의 關係에 대한 結果나 리버리지와 企業價値의 關係에 관한 研究 結果가 一致하지 않는 점이다. 만일 他人資本費用이 모든 企業에 一律적으로 적용된다면, 리버리지와  $ke$ 의 關係가 極한 以下에 (+), 以上에도 (+)라면, 리버리지와 企業價値와의 關係가 極한 以下에는 (+), 極한 leverage 以上에는 (-)이어야 하며, 그 반대로  $ke$ 와의 關係가 (+)(-)이면  $V$ 와의 關係는 (+)(+)이어야 된다. 그러나 실제 研究에서는 이와 꼭 一致하게 나오지 않는 것은 他人資本費用이 企業마다 一致하지 않기 때문인 것 같다. 셋째 極한 리버리지 기준을 임의로 66% 또는 75%로 결정한 점과, 이와 더불어 모든 業種의 企業에 一律적으로 같은 수치를 極한 리버리지로 결정한 점이다. 業種의 성격, 企業의 特殊상황에 따라 달라질 수 있는 極한 리버리지를 고려 못한 것이 이 研究의 문제점이다.

#### 〈참 고 문 헌〉

- (1) Durand, David. "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement," Reprinted in Ezra Solomon ed., The Management of Corporate Capital, New York: Free Press, 1959, pp.91-116.
- (2) Modigliani, F. and Miller, H.M. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review, (June, 1958), pp.261-77.
- (3) Solomon, Ezra. "Leverage and the Cost of Capital," Journal of Finance, (May, 1963); pp.273-279.
- (4) 朴廷寔, "M.M 理論의 妥當性 研究", 第XII卷 第4號(1978年 12月), pp.176-183.