

# 우리나라 企業의 資本構造決定要因에 관한 研究\*

沈 昞 求\*\*

《자 례》	
I. 序 論	構造理論
II. 資本構造理論	III. 우리나라 企業의 資本構造決定要因
1. MM의 無關係理論과 그 成立條件	1. 資本構造現況
2. 稅金과 破産費用을 고려할  경우의 資本構造理論	2. 資本構造決定要因에 관한 實證的 研究
3. 代理費用을 고려할  경우의 資本構造理論	3. 資料의 選定
4. 情報不均等を 고려할  경우의 資本	4. 結果
	IV. 結 論

## I. 序 論

財務管理的 側面에서 企業의 궁극적인 목적은 株主富의 極大化라고 말할 수 있다. 주주의 극대화를 달성하기 위해 企業은 投資決定, 資本調達決定 및 配當決定과 같은 재무적 사결정을 내리게 된다. 주주부의 극대화는 바로 이 세 의사결정이 최적으로 이루어질 때 성되는 것이다.

企業은 투자활동에 필요한 자금을 이익의 社內留保나 減價償却充當金을 통한 內部金融과 式發行, 會社債發行 및 借入을 통한 外部金融으로 조달된다. 우리나라 企業들은 자금조달에서 自己資本보다는 他人資本에 크게 의존하고 있다. 또, 타인자본 중에서도 短期負에 크게 의존하고 있다.

이와 같은 財務構造上的 특징은 레버리지 효과를 유발하여 호경기 때에는 收益이 크게 가하고, 불경기 때에는 損失이 크게 증가할 수 있다. 최근 당국에서 有價增資를 통한 자조달을 적극 장려하는 것은 재무구조에서 차지하는 타인자본의 비중을 줄여 불경기나 안성장기에 대비하기 위한 방책의 하나라고 볼 수 있다. 財務構造에서 타인자본의 비중을 더 나아가는 것을 財務構造 “改善”이라고 표현하기도 한다. 이러한 정부정책의 이면에는

\* 본 연구는 1988년 문교부 학술연구조성비에 의한 연구결과임.  
 \* 서울大學校 經營大學 教授

현재 혹은 과거의 재무구조가 최적이지 아니라는 사실을 전제로 하고 있다. 그러나 기업은 주어진 환경에서 항상 최적을 추구한다. 만일 기업의 재무구조 결정이 주어진 환경에서 나온 최적 행동의 결과라면 현재나 과거의 재무구조가 결코 취약하다고는 말할 수 없다.

본 연구는 우리나라 기업의 자본구조가 최적 행동의 결과라는 것을 전제로 최근의 자본구조이론 분야에서의 이론적 발전을 우리나라의 經濟環境과 결부시켜 자본구조를 결정하는 요인을 알아보는데 그 목적이 있다. 먼저 II장에서는 資本構造理論을 개관하였다. 이를 토대로 III장에서는 우리나라의 資本構造決定要因을 알아 보았다. IV장에서는 연구를 要約하고 限界點을 지적하였다.

## II. 資本構造理論

財務構造란 대차대조표 대변항목의 구성을 의미하는 것으로, 대차대조표 대변항목중 고정부채와 자기자본 간의 관계를 표시하는 資本構造와 구별된다. 기업의 재무구조에 관한 이론적 발전은 대부분 자본구조의 결정에 관한 것이다. MM의 자본구조무관계이론을 시발로 전개된 자본구조이론은 무관계 정리가 성립할 수 있다는 조건을 구명하는 연구와 비현실적인 가정을 완화할 때의 최적자본구조이론으로 발전되고 있다. 재무구조에 관한 연구가 자본구조의 결정을 중심으로 발전한 것은 단기부채의 성격은 그야말로 단기의 유동자금을 조달하는데 있고 따라서 재무구조에서 차지하는 비중이 극히 미미하다는 데 그 이유의 일단을 찾을 수 있다.

### 1. MM의 無關係理論과 그 成立條件

資本構造理論은 Modigliani와 Miller(1958)에 의해 제시된 가설에 의해 비로소 그 이론적 성격을 가지면서 그 타당성을 둘러싼 논쟁이 계속되고 있다. 이들이 제시한 가설은 기존의 기업재무에 관한 논의를 완전히 일신시킨 것으로 평가된다. 즉, 資本構造는 企業價値와 무관하고, 기업의 자금조달방법은 투자안의 평가와 무관하다는 가설(irrelevancy proposition)은 一定條件下에서는 재무적 문제가 전혀 존재하지 않음을 의미하고 있다. MM은 기업 가치와 자본조달 방법과는 무관하다는 가설을 利差去來(arbitrage)를 통해 증명하고 있다. 現金흐름의 분포는 동일한 데 자본구조만이 상이한 경우, 두 기업의 시장가치가 다르다. 시장에서의 이차거래를 통해 두 기업의 시장가치가 같아진다는 것이다. 이는 결국 자본조달방법이 기업의 未來現金흐름의 확률분포를 변화시키지 못하는 한, 기업가치에 영향을 주지 못한다는 것을 의미한다.

한편 MM의 무관계이론 증명이후 자본구조에 관한 논의는 무관계이론이 성립하기 위한 假定을 재검토 해보는 연구와 税金, 破産費用 및 代理費用 등과 같은 市場不完全性을 고려할 때의 最適資本構造의 존재에 관한 논의로 발전되었다. 또 한편으로는 최적자본구조의 존재를 부정하며 기업의 자본구조란 단지 과거 그 기업의 수익성, 투자기회, 배당성향 등에 의해 결정된 외부자금조달필요액의 누적적 결과라는 資金調達優先順位理論(pecking order theory)이 있다.

MM이 투자결정이 정해져 있는 경우 자본조달결정과 기업가치는 무관하다는 것을 증명한 이후 Stiglitz(1969, 1974), Mossin(1977), Fama(1978), Ingersoll(1987) 등에 의해 MM의 無關係定理를 둘러싼 오해와, “다른조건이 동일하다면”(ceteris paribus)의 가정에 대한 성격이 구명되고 있다.

이들의 연구성과를 종합할 때 무관계 정리가 성립할 조건은 다음과 같은 경우이다.

- 1) 無危險利率이 존재하는 확실성의 세계
- 2) 完備(complete)市場일 경우
- 3) 支給不能確率이 0으로 유지되는 자본구조의 변화
- 4) 完全均衡포트폴리오(perfectly balanced portfolio)에 투자할 때
- 5) 모든 증권시장에서 同質의 接近이 가능할 때
- 6) 연속적인 거래가 성립하고 주가가 연속적 sample path를 가지는 경우

## 2. 税金과 破産費用을 고려할 경우의 資本構造理論

### (1) 法人稅와 個人所得稅

MM(1963)은 부채의 법인세 효과를 고려할 때 100% 부채로 투자자금을 조달하는 것이 최적임을 보여주었다. 과세대상 소득제산시 이자비용은 損金으로 인정되기 때문에  $\tau_c B$ 만큼 기업가치가 증가하게 된다는 것이다(단,  $\tau_c$ : 법인세율,  $B$ : 부채).

$$V = V + \tau_c B \tag{1}$$

한편 Miller(1977)는 개인소득세를 고려할 때의 부채의 세금효과는 다음과 같이  $\tau_c$ ,  $\tau_{ps}$ ,  $\tau_{pb}$ 간의 관계에 의해 결정된다고 한다.

$$G = [1 - \{1 - (1 - \tau_c)(1 - \tau_{ps})\} / \tau_{pb}] B \tag{2}$$

(단,  $\tau_{ps}$ : 資本所得에 대한 個人所得稅,  $\tau_{pb}$ : 利子所得에 대한 個人所得稅)

이때 현실적으로  $\tau_{ps}$ 에 비해  $\tau_{pb}$ 가 더 크다. 이럴 경우 부채에 대한 세전수익률이 주식에 대한 것보다 커야 한다. 따라서 부채발행으로 자금조달을 할 때 법인세 효과로 인한 이점과 누진세제에 의한 사채의 이자지급비용증가가 상쇄되어 개별기업은 균형상태에서 최적

자본구조가 존재하지 않게 된다. 그러나 사회전체적으로는 최적균형 부채비율이 존재한다.

그림(1)은 채권시장의 수요와 공급 및 그 균형 상태를 나타내고 있다( $R_d$ 는 수요곡선을,  $R_s$ 는 공급곡선을 표시).  $R_d=1/(1-\tau_{ps})$ 의 우상향하는 곡선은 세후수익을  $R_0$ 와 일치시켜 주기 위해 투자자가 보상받아야 할 최저수익률이며  $R_s=R_0/(1-\tau_c)$ 는 법인세를 고려해서 기업이 지급할 수 있는 최대의 수익률이다(단,  $R_0$ 는 면세채권의 이자율). 그러므로 전자는 채권에 대한 수요곡선이고 후자는 채권에 대한 공급곡선이다. 균형은  $R_d=R_s$ 에서 이루어지고 이때  $\tau_c=\tau_{ps}$ 이므로 레버리지로 인한 이득은 없어지고 부채기업의 가치는 無負債企業의 가치와 같을 것이다.

다시말하면 부채소득과 자본소득에 대한 차별적인 과세와 누진적인 개인세제를 고려할 때, 부채사용으로 인한 減稅效果(tax shield)가 기업이 채권자에게 누진적인 세율을 보상하기 위해 지불해야 하는 높은 이자율에 의해 상쇄되기 때문에 개별기업의 입장에서는 균형 상태에서 최적자본구조가 기업가치와 무관계해짐을 알 수 있다.

결국 Miller에 따르면 법인세 효과가 MM(1963)이 주장하는 만큼 크지 않다는 것이다. 그 구체적인 예로서 밀러는 시계열 자료로 기업의 부채비율과 법인세율을 살펴본 결과 법인세가 5배 인상된데 비해 부채비율에는 큰 변동이 없다는 점을 들고 있다.

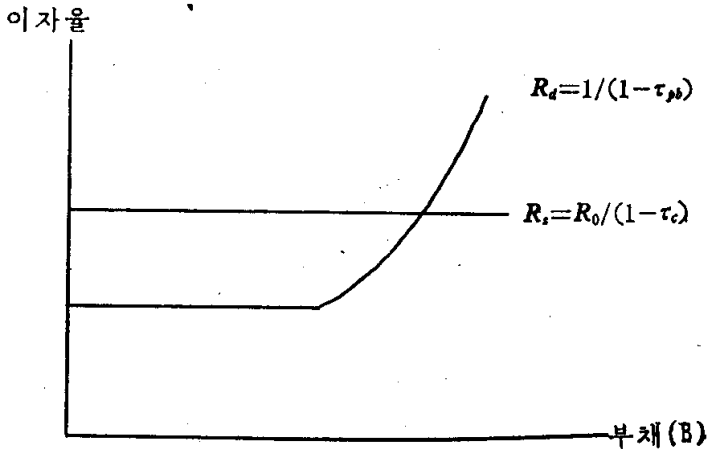


그림 (1) 法人稅 및 個人稅를 고려했을 때의 最適資本構造

## (2) 代替的 稅金回避手段

개인소득세를 고려할 때 최적자본구조가 존재하지 않는다는 가설이 投資稅額控除(tax credit) 등의 현실적인 법인세 조항이나 파산비용과 같은 레버리지와 관계되는 비용을 고려할 때도 성립할 수 있는가 하는 문제가 DeAngello와 Masulis(1980)에 의해 제기되었다. 이

들은 狀態選好模型(state preference model)을 이용하여 파산비용의 크기와 관계없이 투자 세액 공제 등의 현실적인 법인세 조항을 고려한 순세금 효과가 파산비용과 크기가 같아지도록 상대가격이 조정되어 최적자본구조가 존재하게 된다는 것을 보이고 있다.

(3) 破産費用

부채의 법인세 효과는 기대파산비용의 증가로 상쇄되어 최적자본구조가 존재한다는 연구로 Kraus와 Ritzberger(1973)가 있다. 부채비용의 증가로 파산이 될 확률이 높아지고 따라서 한계파산비용과 한계법인세효과가 같아지는 점에서 균형이 성립하게 된다.

파산비용의 크기에 관해서는 Warner(1977)와 Baxter(1967)의 연구가 있다. 전자는 파산과 관련된 직접비용을 대기업에서, 후자는 간접비용의 크기를 중소기업에서 조사하고 있다. 워너에 의하면 기업의 시장가치에 대한 파산비용의 크기는 1%, 사후적인 상한치는 5.3%라고 한다. 이 크기는 간접비용만 포함하고 있어 간접비용을 고려해야 한다는 문제점이 있다. 그러나 Miller(1977)에 의하면 설사 파산비용이 중요하다 하더라도 이를 회피하기 위한 방법이 존재한다. 예를 들면 收益社債(income bond)가 바로 그것인데 실제로는 이는 거의 발행되지 않고 있다. 따라서 세금효과에 비해서 파산비용의 크기는 아주 미미할 것이라고 주장한다.

3. 代理費用을 고려할 경우의 資本構造理論

委任關係로부터 파생하는 대리문제가 기업의 투자결정을 변화시킴으로써 자본구조 무관계 이론이 성립하지 않음을 보이고 있는 연구로는 Black과 Scholes(1973), Jensen과 Meckling(1976), Myers(1977), Smith와 Warner(1977), Fama(1978), Barnea, Haugen, Senbet(1981) 등이 있다.

代理費用이란 자신의 효용을 극대화하고자 하는 대리인이 기업이의 극대화 수준이상의 특권적 소비와 위험이 큰 투자안의 포기, 수익성 투자 포기, 파산비용과 관련한 기대비용 등을 증가시킴으로써 발생하는 비용을 의미한다. 이러한 대리비용을 소유경영자가 외부지분을 조달하거나 부채를 발행할 때 발생할 수 있다.

(1) 持分の 代理費用

1) 特權的 消費

기업지분을 100% 소유하고 있는 所有經營者가 주식발행을 통해 외부자금을 조달하고자 하는 경우를 생각해 보자. 경영자의 效用函數가 다음과 같다고 가정하자.

$$U=U(W, V, F)$$

단, W=임금(money wage)

$V$  = 기업의 가치

$F$  = 특권적 소비 (on the job perquisite)

그리고 분석의 편의상  $W$ 는 시장에서 결정된 적정수준으로 고정되어 있다고 가정하자. 이러한 경우에 경영자는  $V$ 와  $F$ 의 두변수를 적절히 조화시켜 자신의 효용을 극대화하고자 할 것이다.

즉 경영자가 기업의 지분을 100% 소유하고 있기 때문에 特權的 消費 1단위를 증가시키기 위해서는 企業價值 1단위의 감소를 감수하여야 한다. 다시 말하면 100%의 지분을 소유한 경영자의 경우 특권적소비 1단위의 가격은 기업가치 1단위로 나타나기 때문이다. 이러한 경우에 경영자의 효용을 극대화 시키는 특권적 소비와 기업가치의 최적조합은 豫算線과 無差別曲線이 접하는 점에서 균형이 이루어진다.

그러나 100%의 지분을 소유한 경영자가 외부의 투자자에게  $(1-\alpha)$ 만큼의 持分을 판매하여 외부자금을 유입하는 경우, 경영자의 효용은 달라지게 된다. 왜냐하면  $\alpha$ 만큼의 지분만을 갖게 되면 특권적 소비 1단위의 가격이 하락하기 때문이다. 즉 100%의 지분을 소유한 경우에는 1원에 해당하는 특권적 소비는 1원 만큼의 기업가치감소를 가져왔으나 이제는  $\alpha$ 만큼만 자신이 부담하고  $(1-\alpha)$ 만큼은 外部株主에게 전가할 수 있기 때문이다. 특권적 소비 1단위당 가격이 하락하므로 특권적 소비는 증가하게 된다.

## (2) 負債의 代理費用

### 1) 危險投資案選好誘因

기업의 경영자가 주주와 이해관계를 같이하는 경우 부채를 사용하는 기업의 經營者는 債權者의 富를 株主에게로 이전하기 위해 높은 危險을 갖는 投資案을 選好하는 경향이 있다. 이러한 危險誘因 때문에 경영자는 투자안의 가치가 다소 떨어지더라도 위험이 큰 투자안을 선호하는 경우를 보일 수 있다. 이러한 경우에 가치가 떨어지는 투자안을 선택하므로써 기업의 가치는 하락하게 되는데 이때 발생하는 기업가치 하락분을 負債發行에 따른 代理費用으로 볼 수 있다.

이러한 문제를 분석하기 위해 다음을 가정하자.

- 기업은 相互排他的인 投資案  $X, Y$ 를 가지고 있으며, 두 투자안의 투자에 필요한 금액은 동일하다.
- 각 투자안의 未來現金흐름의 分布는 로그노말(log normal) 분포이다.
- 각 투자안의 미래현금흐름의 분포는 期待値와 體系的 危險이 동일하며 分散만 다르다.

$$(\sigma_x^2 < \sigma_y^2)$$

만약 외부주주나 외부채권자가 없다면 경영자는 두 투자안 X, Y에 대해 하등의 차이도 두지 않는다. 왜냐하면 CAPM 모형이 성립한다면 體系的 危險이 동일하므로 두 투자안의  $t=0$ 에서의 가치는 식(3)에서와 같이 동일하기 때문이다.

$$V_{x,0} = E(C) / [1 + E(R)] = V_{y,0} \quad (3)$$

그러나 기업이  $t=1$ 에서 원금 및 이자 K를 지급하기로 하고 社債를 發行한 경우에는 경영자는 분산이 큰 투자안 Y를 분산이 작은 투자안 X보다 선호하게 된다. 그 이유를 보자. 기업이 투자안 X를 선택하는 경우 기업이 支給不能에 처할 確率은 기업이 투자안 Y를 선택하는 경우에 지급불능에 처할 확률보다 적다. 그러므로  $t=0$ 에서 부채의 가치는 식(4)에서와 같이 투자안 X를 선택하는 경우가 투자안 Y를 선택하는 경우보다 크게 된다.

$$B_{x,0} > B_{y,0} \quad (4)$$

그런데 企業의 價値는 어느 투자안을 선택하든 주식의 가치와 부채의 가치의 합제이며 식(3)에서  $V_{x,0} = V_{y,0}$ 가 성립하므로 다음 식이 성립한다.

$$V_{x,0} = S_{x,0} + B_{x,0} = S_{y,0} + B_{y,0} = V_{y,0} \quad (5)$$

그런데 식(4)에서  $B_{x,0} < B_{y,0}$ 이므로  $S_{y,0} > S_{x,0}$ 이 된다. 결과를 요약하면 經營者가 株主와 利益關係를 같이 하는 한, 危險(分散)이 더 큰 投資案을 선택하는 것이 주식의 가치를 크게 하므로 경영자는 Y투자안을 더 선호하게 된다.

만일 投資者들이 經營者의 이러한 過多危險負擔誘因을 인식하지 못한다면 경영자는 X를 선택하기로 하고  $B_{x,0}$ 를 조달한 다음 Y를 수행하므로써 주주의 부를  $S_{y,0} - S_{x,0} = B_{x,0} - B_{y,0}$ 만큼 증가시킬 수 있다. 이때 증가된 부는 債權者로부터 이전된 것이다.

지금까지 설명한 위험선호유인에 따른 대리비용은 부채의 존재로 인해 발생하는 것이다. 이러한 대리비용은 부채가 없는 경우에는 발생하지 않았던 것이므로 부채가 증가함에 따라 증가되는 것으로 생각할 수 있다.

## 2) 收益性投資拋棄誘因

경영자와 주주가 이해관계를 같이하는 경우, 부채를 발행한 기업의 경영자는 부채를 발행하지 않은 기업의 경영자와 相異한 投資決定을 내릴 유인이 존재한다. 즉 부채가 있는 기업은 특정한 상황에서 수익성있는 투자안을 포기함으로써 발생하는 손실이 代理費用이다.

이러한 사실을 보기 위하여 稅金 및 破産費用이 존재하지 않는 完全市場을 가정하고 경영자는 주주의 이익을 위하여 행동한다고 가정하자. V를 企業의 市場價値라 하고  $V_D$  및  $V_E$ 를 각각 負債 및 株式의 現在價値라 하자. 기업의 가치 V는 식(6)에서와 같이 이미 투자된 자산의 현재가치  $V_A$ 와 미래성장기회에 대한 현재가치  $V_C$ 로 구성된다.

$$V = V_A + V_G \tag{6}$$

여기서  $V_G$ 의 크기는 기업이 미래에 투자기회를 수행할 것인가에 따라 결정되므로,  $V_G$ 는 기업이 미래에 투자할 수 있는 기회에 대한 현재가치라 할 수 있다. 반면  $V_A$ 는 기업가치 중 미래의 투자수행 여부와 관계없는 부분이다. 우리는  $V_A=0$ 인 경우, 즉 기업가치가 未來投資機會에 의해서만 구성된 경우를 가정하기로 한다.

기업이 전액 자기자본으로 조달되어 있고  $t=1$ 인 시점에서 투자기회(투자금액  $I$ )를 수행할 것인가를 결정한다고 하자. 기업이 투자를 수행하면  $t=1$  시점에서 그때의 상태  $s$ 에 따라 기업가치가  $V(s)$ 로 결정된다. 물론 투자기회를 수행하지 않으면 투자기회는 상실되며 기업가치는 0이다. 이러한 경우에  $t=0$  시점에서 기업의 貸借對照表는 다음과 같다.

대차대조표 $t=0$		
투자기회의 가치	$V_G$	0 부채의 가치 $V_E$ 주식의 가치
기업가치	$V$	$V$

$t=1$ 의 시점에서 기업이 투자를 결정했다면 기업은 투자필요액  $I$ 를 추가로 조달하여야 하며 이때 기업의 가치는 앞에서 언급한대로  $V(s)$ 이다.

대차대조표 $t=1$		
새로 투자한 자산의 가치 $V(s)$		0 부채의 가치 $V_E$ 주식의 가치
기업가치	$V(s)$	$V(s)$

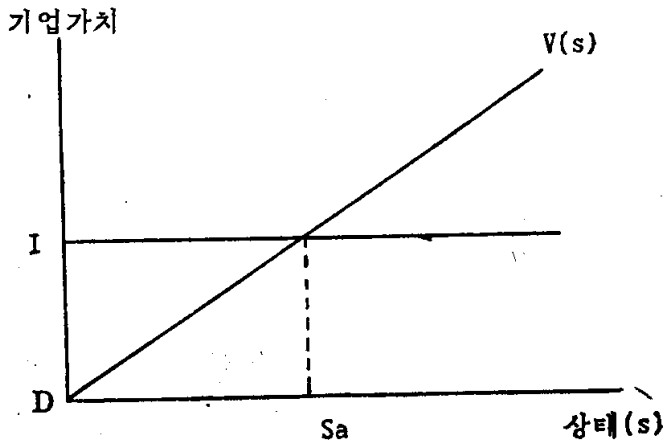


그림 (2) 全額自己資本으로 조달한 기업의 投資決定



이러한 상황에서  $V(s) \geq I$ 일 경우에만 투자가 이루어지는 것은 당연하다. 이러한 경우가 그림(2)에 표시되어 있으며 이때 기업가치는 식(6)과 같이 나타난다.

$$V = \int_{s_0}^{\infty} q(s)[V(s) - I] ds \quad (6)$$

단,  $q(s)$ 는  $t=1$ 시점의 상태에서 貨幣 1단위의 現在價格

이번에는 기업이 負債를 가지고 있는 경우를 보자. 그림(2)에서 볼 수 있는 바와 같이  $s < s_0$ 인 경우 기업의 가치는 0이므로 기업은 危險있는 負債(risky debt)를 발행할 수 밖에 없다. 기업이 미래에  $V_D$ 를 지급하기로 하는 부채를 발행하였다고 하자.

대차대조표		$t=0$
투자기회의 가치	$V_c$	$V_D$ 부채의 가치
		$V_E$ 주식의 가치
기업가치	$V$	$V$

위 대차대조표에서 보는 바와 같이 기업의 부채는 投資機會를 구입하는데 이미 사용되었으며 따라서 기업의 부채를 담보할 수 있는 것은 오로지 投資機會밖에 없음을 주목하자. 이러한 상황에서 부채의 만기가 투자의사결정이 이루어진 후에 있게 된다면 부채의 존재로 인해 기업의 투자의사결정규칙이 변경되게 된다.

상태가  $s \geq s_0$ 로 주어지고 기업이 추가적으로  $I$ 만큼을 조달하여 투자기회를 수행하였다 하자. 이때에 대차대조표는 아래와 같다.

대차대조표		$t=1$
새로 투자한 자산의 가치	$V(s)$	$\min[V(s), P]$ 부채의 가치
		$\max[0, V(s) - P]$ 주식의 가치
기업가치	$V(s)$	$V(s)$

이러한 경우에 株主의 입장에서 보면, 投資案을  $V(s) \geq I + P$ 인 경우에만 실행되는 것이 유리하다.  $V(s) > I$ 인 경우라도  $V(s) < I + P$ 인 경우라면 필요한 투자금액  $I$ 가 주식의 가치를 초과하기 때문이다. 즉,

$$\max[0, V(s) - P] < I \quad (6)$$

이러한 상황이 그림(3)에 나타나 있으며 이때 기업의 가치는 식(8)과 같이 주어진다.

$$V = \int_{s_0}^{\infty} q(s)[V(s) - I] ds \quad (8)$$

식(8)에서  $s_0$ 는  $P$ 에 의존한다.  $s_0 > s_0$ 인한 기업가치는 빚금친 부분만큼 하락하며  $P$ 가 커

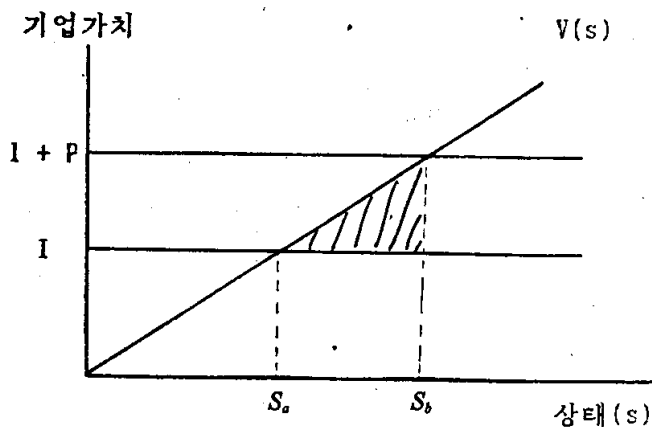


그림 (3) 負債를 조달한 기업의 投資意思決定

질 경우 기업가치는 더 크게 하락한다. 여기서 빗금친 부분의 가치  $\int_{S_0}^{S_1} q(s)[V(s)-I]ds$ 는 부채를 발행하므로써 생겨난 收益性投資機會拋棄誘因 때문에 나타나게 되는 기업가치 하락 분으로 부채의 代理費用이다.

#### 4. 情報不均等を 고려할 경우의 資本構造理論

1961년 Donaldson은 미국기업의 資金調達慣行을 연구한 결과 자금조달의 필요성이 급격하게 증가되는 경우를 제외하고는 자금조달의 원천으로서 외부자금보다는 내부자금을 선호한다는 것을 발견하였다. 또 외부자금 중에서도 주식발행을 통한 자금조달 보다는 부채를 선호하였다.

Myers(1984)는 이러한 미국기업의 자금조달상의 관행을 優先調達順位理論(pecking order theory)이라고 명명하면서, 자금조달은 다음과 같은 우선순위에 의해 이루어진다고 하였다.

첫째, 기업은 内部資金源泉을 선호한다.

둘째, 기업은 예상투자기회를 고려하여 配當政策을 조정한다. 그러나 배당정책은 배당의 안정성을 추구하고, 장기적 수익성의 변동이 있을 경우에만 점진적으로 配當性向을 조정한다.

셋째, 이익과 투자기회의 예측이 불확실한데도 安定配當政策을 추구하고 되면, 내부자금이 신규투자자금보다 많을 수도 있고 적을 수도 있다. 부족한 경우 기업은 우선 현금계정이나 투자증권계정을 처분하게 된다. 자금잉여가 지속된다는 확신이 설 경우에는 배당지급율을 증가시키게 된다.

이와 같은 우선조달순위이론에 의하면 외부자기자본 중 전자는 가장 선호되는 조달원천이고 후자는 가장 덜 선호되는 조달원천이다. 결과적으로 각 기업의 부채비율은 외부자금

의 누적적 필요액을 반영하고 있는 것이다.

우선조달순위와 같은 기업의 자금조달관행은 경제주체들간의 정보불균형문제를 명시적으로 고려하고 있는 Ross(1976), Leland와 Pyle(1976), Myers와 Majluf(1983), Blazenko(1987) 등의 모델을 이용하면 자본조달순위를 어느 정도 설명할 수 있다.

투자안의 수행에 필요한 자본이 조달되는 자본시장에서 投資案의 質에 대한 情報가 企業 內部者와 外部者 간에 불균등하게 분포되어 있는 것은 매우 일반적인 현상이다. 보통 기업의 내부자는 투자안의 질에 대해 완벽한 정보를 가지고 있거나 적어도 외부자보다는 우월한 정보를 가지고 있다.

이와같이 자본시장에서 情報의 전달이 이루어지지 않을 경우 投資案의 수행이 불가능하므로 우월한 정보를 가진 경영자들은 투자자들에게 자신이 가진 투자안의 질에 대한 정보를 제공하고자 하는 誘因이 존재하게 된다. 이러한 誘因은 가장 높은 질의 투자안을 가진 경영자의 경우에 가장 클 것이다. 경영자가 투자안의 질과 체계적으로 연관성을 가지는 특정한 행위를 自發적으로 選擇한다면, 투자자들은 각 기업의 행위를 관찰하고 이에 따라 투자안의 질에 대하여 알 수 있게 될 것이다. 이와같이 기업이 특정한 행위를 선택하여 투자안의 질에 대한 정보를 외부에 전달하는 행동을 信號傳達(signalling)이라 한다. 이것을 경영자가 스스로의 자발적 선택에 의해서 정보를 알 수 있게 한다는 의미에서 自發的 選擇의 原則(self selection principle)이라 한다.

자발적 선택의 원칙이 실제로 작용할 수 있기 위해서는 낮은 질의 투자안을 가진 경영자의 입장에서 높은 질의 투자안을 가진 경영자의 행동을 모방하는 것이 그렇지 않은 경우에 비해 덜 最適이어야 한다. 만일 낮은 질의 투자안을 가진 경영자의 입장에서 높은 질의 투자안을 가진 경영자의 행동을 모방하는 것이 그렇지 않은 경우에 비해 최적이라면 낮은 質의 投資案을 가진 經營者는 높은 質의 投資案을 가진 經營者의 行動을 模倣할 것이고 이럴 경우에 투자자들은 아무 것도 알지 못하는 상태가 된다. 따라서 신호전달 장치가 효과를 발휘할 수 있기 위해서는 信號傳達의 費用이 投資案의 質과 逆의 關係를 가져야 한다.

(1) 破産費用과 負債選好

本節에서는 자본구조가 기업가치에 대한 신호로 사용되어 企業價値와 資本構造 사이에 體系的인 關係를 가지게 되는가를 Ross(1977), Blazenko(1985)의 모형으로 살펴보자.

Ross에 의하면 부채의 액면가액이 기업가치에 대한 신호가 된다. 기업가치가 큰 기업일수록 높은 수준의 부채를 선택하고 市場에서도 이것을 기업가치에 대한 올바른 情報로 간주한다. 자본시장에서  $k$ 가 작은 기업이  $k$ 가 큰 기업의 행동을 모방하지 않는다고 보고 기업

이 선택한 자본구조를 진실된 신호로 받아들일 수 있는 이유는 경영자의 補償函數에 내포된 破産에 따른 不利益 때문이다.

資本市場에 두가지 형태의 기업이 존재한다고 가정하자. A군에 속한 기업은  $a$ 라는 가치를 가지고 있으며 B군에 속한 기업은  $b$ 라는 가치를 가지고 있다(단,  $a > b$ ), 편의상 자산의 가격이 危險中立의으로 평가된다고 가정한다. 경영자들은 자기 기업의 가치를 알고 있으나 투자자들은 자본을 조달하고자 하는 기업이 A군에 속하는지 B군에 속하는지 정확하게 알고 있지 못하며 다만 A군에 속할 確率이  $q$ 이고 B군에 속할 確率이  $(1-q)$ 라는 사실만을 알고 있다고 하자. 이때 모든 기업의 가치는 식(9)에서와 같이 평가될 것이다.

$$V_0 = [qa + (1-q)b] / (1+r) \quad (9)$$

현재 시장에서 평가되는 가격은 A군에 속한 기업에는 不利하나 B군에 속한 기업에는 有利하다.

이제 자본구조라는 信號手段이 존재하여 A군에 속한 기업이 특정한 資本調達方法  $X_0$ 를 택할 때 그 기업의 가치가  $V_0(X_0)$ (단,  $V_0(X_0) > V_0$ )으로 평가된다고 하자. 이러한 信號手段이 시장에서 유효하게 작용할 수 있기 위해서는 B군에 속한 기업이 A군에 속한 기업의 행위를 모방하지 못하도록 하는 어떤 유인장치가 필요하다. 그렇지 않다면 B군에 속한 기업의 경영자는 A군에 속한 기업의 행동을 모방할 것이고 이렇게 되면 시장은 여전히 情報不均衡狀態에 있게 될 것이기 때문이다. 이러한 誘因장치의 한가지로 생각할 수 있는 것은 경영자의 補償函數가 적절한 형태를 가지고 있어서 B군 기업경영자의 模倣誘因이 없어지는 경우이다. 模倣誘因이 없어진다면 신호수단은 시장에서 유효하게 작용할 수 있고 이에 따라 진정한 기업가치의 구별이 가능하게 된다.

경영자의 補償函數가 다음과 같은 형태를 가지고 있다고 하자.

$$M = (1+r)r_0 V_0 + r_1 \begin{cases} V & \text{if } V \geq F \\ V-L & \text{if } V < F \end{cases} \quad (9)$$

$V_0$  : 0기에서의 企業價値

$V$  : 1기에서의 企業價値

$r$  : 無危險利子率

$F$  : 0기에서 發行한 負債의 額面價額

$L$  : 破産時 경영자에게 가해지는 金錢上的 不利益

$r_0, r_1$  : 常數

경영자의 補償函數가 식(9)와 같다면 信號傳達均衡(signalling equilibrium)이 형성될 수 있

음을 보일 수 있다. 信號傳達均衡이란 기업의 행위(여기서는  $F$ 의 크기)가 그 기업의 진정한 가치에 대한 신호로 작용할 때, 資本市場에서 그 신호에 입각해 평가한 기업의 가치와 진정한 기업의 가치와 一致하는 것을 말한다.

투자자가 특정기업의  $F$ 를 그 기업이 소속한 기업군에 대한 신호로써 간주한다고 하자. 투자자들은  $F > F^*$ 이면 기업을 A군으로 인식하고  $F \leq F^*$ 이면 기업을 B군으로 인식한다( $b \leq F^* \leq a$ ). 이상에서의 분석은 경영자가 자기기업의 미래가치를 확실하게 알고 있는 경우이다. 경영자가 자기기업의 未來價値의 確率分布만을 알고 있다고 가정하여도 마찬가지로 결론이 유도된다.

경영자가 가지고 있는 투자안의 질에 대한 정보에 아무런 不確實性도 내포되어 있지 않고, 투자자들이 계약이 완료된 시점에서 이것을 확인할 수 있으므로 정보의 전달과 관련하여 아무런 비용도 들지 않는다. 경영자들은 자신이 전달한 정보가 진실된 것이 아니라면 不利益을 감수하는 계약을 체결하므로써 아무런 비용도 들이지 않고 자신이 가지고 있는 정보를 전달할 수 있기 때문이다. 물론 전달된 정보가 진실된 것으로 믿게하기 위해서는 補償函數에 포함된 不利益이 적절하게 설계 되어야 한다. 이와 같이 정보우월자가 투자안의 질에 대해 확실하게 알고 있는 경우라면 정보의 전달에 아무런 비용도 들지 않으며, 이때 이루어지는 균형은 정보가 균등하게 분포된 경우의 균형과 동일하다.

경영자가 투자안의 질에 대해 우월한 정보를 가지고는 있으나 투자안의 수익을 확실하게 알고 있지 못하는 일반적인 경우에도 마찬가지이다. 이러한 경우에 경영자들이 신호를 전달하면서 약간의 위험을 부담하는 것은 사실이다.

Blazenko는 기업이 가지고 있는 투자안의 成功確率( $p$ )에 대하여 經營者와 資本市場간에 情報不均衡이 존재하는 상황을 고려하고 있다. 경영자들이 危險回避的이라고 가정하고 經營者의 報酬가 既存株主들의 부에 비례한다고 가정하여 경영자가 진실한 정보를 전달하고자 하는 誘因이 있음을 보이고 있다. 이 모형에서 성공확률이 높은 투자안을 가진 경영자들은 이러한 정보를 전달하기 위하여 부채에 의한 자본조달방법을 선택하게 된다. 부채에 의한 자본조달이 투자안의 성공확률이 높다는 것에 대한 신호로 작용할 수 있는 이유는 經營者들이 危險回避的이라고 가정하기 때문이다.

경영자들은 危險回避的이기 때문에 所得의 分散을 적게 할 수 있는 주식에 의한 자본조달 방법을 선호한다. 그러나 이러한 경우, 情報不均衡의 世界에서 투자안의 성공확률은 평균적인 것으로 평가되므로 성공확률이 높은 투자안을 가진 경영자들은 기업의 가치가 실제보다 낮게 평가되는 것을 감수하여야 한다. 기업가치가 실제보다 낮게 평가되면 주식발행

시 기존주주의 지분비율이 적어지게 되므로 자신의 보수가 기존주주의 부에 비례하는 경영자의 입장에서도 손해가 된다. 따라서 실제 성공확률이 일정 크기 이상인 경영자는 기업가치가 실제보다 현저하게 낮게 평가되는 것을 방지하기 위해 부채를 발행하고자 할 것이다. 물론 부채를 발행하게 되면 報酬의 分散이 커지는 危險을 감수하여야 한다. 이때 감수하여야 하는 위험이 바로 信號傳達에 必要한 費用이라고 할 수 있다. 성공확률이 낮은 투자안을 가진 경영자들이 기업가치가 높게 평가될 수 있음에도 불구하고 부채를 발행하지 않는 것은 바로 이러한 위험의 증가 때문이다.

經營者에 대한 補償이 所有와 經營이 분리된 상태에서 誘因一致를 위해 既存株主가 소유한 주식의 가치에 비례하여 결정된다고 하자. 경영자의 效用函數  $U$ 는 危險回避의(즉  $U' > 0$ ,  $U'' < 0$ )이며 자본시장에서 자산의 가치는 危險中立的으로 평가된다고 가정한다. 경영자가 다음과 같은 상황에서 자본조달과 관련된 의사결정을 한다고 생각한다. 기업은 성공확률이  $p$ 인 투자안을 가지고 있으며 투자안은 투자가 성공했을 때  $Z$ , 실패했을 때 0의 가치를 각각 갖는다. 투자에 필요한 금액은  $I$ 이며 투자안의 純現在價値는 0보다 크다고 가정한다. 즉  $pZ - I \geq 0$ . 편의상 無危險利子率  $R$ 은 0으로 가정하자. 현재 기업은  $N_0$ 주를 발행하고 있으며 주식을 발행하여 투자자금을 조달할 경우  $N$ 주를 추가로 발행한다. 새로운 투자안과 관계없이 기업은 본래  $V_0$ 만큼의 가치를 가지고 있으며  $I > V_0$ 로 기업이 발행하는 부채는 危險있는 負債이다.

위와같은 상황에서 既存株主들의 富는 자본조달방법과 관계없이 일정하나 경영자는  $p$ 값과 관계없이 株式發行에 의한 자본조달방법을 선호한다. 이러한 결과는 경영자가 危險回避的인데 비해 주주들은 危險中立的으로 투자안의 가치를 평가한다고 가정했기 때문이다. 경영자가 危險中立的이라면 경영자도 자본조달방법에 무차별할 것이다. 그러나 경영자가 危險回避的이므로 분산이 적은 주식에 의한 자본조달을 선호하는 것이다. 따라서 위의 결과는 경영자 및 투자자의 위험에 대한 태도를 각기 다르게 가정한 가정상의 모순때문에 발생한 것으로 보인다. 그러나 投資者들이 經營者와 마찬가지로 危險回避的인 경우라도 위와같은 결과가 나타날 수 있다. 투자자들이 기업이 발행한 증권을 完全分散된 포트폴리오의 일부로써 투자한다면 기업이 발행한 증권에 대해서는 危險中立的으로 평가할 수 있기 때문이다. 그러나 경영자의 경우에는 기업으로부터 받는 보상이 자신의 소득에서 차지하는 비중이 크기 때문에 적어도 투자자들 보다는 危險에 민감할 수밖에 없다.

이제 經營者는 投資案의 成功確率  $p$ 를 정확하게 알고 있는 반면, 投資者는 성공확률을 표시하는 확률변수  $\phi$ 의 確率密度函數  $f(\phi)$ 만을 알고 있다고 하자. 단  $f(\phi) > 0$ ,  $p \leq \phi \leq 1$ ,

$p < 1$ . 경영자가 순현재가치가 0이하인 投資案을 선택할 수도 있다는 것을 배제할 수는 없지만 期待純現在價值가 0이상인 투자안만을 선택한다고 가정하자.

$\Phi_s, \Phi_b$ 는 각각 경영자가 주식과 부채를 사용하여 자본을 조달하였을 때 투자자들이 투자안에 대해서 기대하는 期待成功確率(expected probabilities of project success)을 가리킨다. 말하자면  $\Phi_s, \Phi_b$ 는 각각 株式 및 負債에 의해서 자본을 조달한다고 할 때 투자자들이 생각하는 投資案의 平均質을 가르킨다.  $E[U|p, \Phi_s]$ 를 투자안의 성공확률이  $p$ 이고, 경영자들이 주식을 발행하여 자본을 조달하며, 투자자들이 생각하는 투자안의 평균질이  $\Phi_s$ 라고 할 때 經營者의 期待效用이라 하자.  $E[U|p, \Phi_b]$ 도 비슷한 방법으로 정의하도록 하자.

이때 合理的 期待均衡이 존재할 수 있는 必要充分條件은 경영자가 충분한 만큼 危險回避의이여야 한다.

이는 곧 다른 조건이 같다면 경영자는 주식에 의한 자금조달을 선호한다는 것을 의미한다. 均衡狀態가 성립하였을 때  $p \in (\Phi_s(p^*), p^*)$ 라면 실제 투자안의 질이 시장에서 기대하는 투자안의 질보다 높으므로 경영자는 낮게 평가된 주식을 발행할 수밖에 없다. 이런 경우 경영자는 위험이 적은 주식발행을 선호하기 때문에 주식이 낮게 평가된 것을 감수하게 된다. 그러나  $p \in (p^*, 1)$ 로 주식이 지나치게 낮게 평가되었다면 경영자는 부채를 발행한다. 투자자들은 경영자가 본래 주식발행을 선호하며 성공확률이 매우 높을 경우에만 부채를 발행한다는 사실을 알고 있으므로 부채의 발행을 투자안의 질이 좋은 것에 대한 신호로 받아들일게 된다. 경영자의 위험회피도가 낮을 경우, 투자자가 부채의 발행을 투자안의 질이 높은 것에 대한 신호로 받아들인다면 경영자는 부채를 발행하고자 할 것이다. 이러한 거짓 신호가 방지되기 위해서는 경영자가 충분한 危險回避度를 가져야 한다.

Blazenko 모형이 경영자의 자본구조결정에 대하여 가지는 의미는 投資案의 價值가 높을 때에만 負債를 이용하여 資本을 調達한다는 것이다. 이것은 기업이 주식을 발행한다고 발표한 시점에서 기존 주식의 가격이 현저하게 떨어지는 것으로 발표된 기존의 실증연구의 결론을 설명하는 데 유용하다고 생각된다. 왜냐하면 이 모형이 가리키는 바에 따르면 기업 負債를 發行하는 것은 좋은 소식으로 작용하고 株式을 發行하는 것은 나쁜소식으로 작용하기 때문이다.

(2) 代替投資機會喪失과 負債受容能力的의 증가

Leland와 Pyle(1977)에 의하면 소유경영자의 지분율은 정보불균형이 일반적인 자본시장에서 투자안의 질을 표시할 수 있는 신호의 역할을 할 수 있어 소유경영자의 지분율에 의 기업의 부채수용능력이 영향을 받을 수 있다. 기업이 가지고 있는 投資案의 未來收益

이  $\mu+x$ 이고 투자에 필요한 금액이  $K$ 라 하자.  $\mu$ 는 未來收益의 期待값이고  $x$ 는 確率變數로 期待값은 0이며 分散은  $\sigma^2$ 이다. 企業家は 자기자본의  $\alpha$ 만큼을 자신이 소유하고 나머지는 외부에서 조달하여 투자안을 수행하고자 한다. 企業家は 企業과 마찬가지로 無危險利子率로 부채를 발행할 수 있다고 가정한다.

企業家は  $\mu$ 의 크기에 대해 정확하게 알고 있으나 이것을 외부 투자자에게 알릴 수 있는 적절한 방법이 없으며 투자자들은  $\mu$ 의 크기에 대해 主觀的인 確率分布만을 가지고 있다고 하자. 만일 企業家들이  $\mu$ 에 대한 진정한 정보를 시장에 알릴 誘因이 존재한다는 것을 투자자들이 알고 있다면 투자자들은 企業家들이 보내는 신호에 따라  $\mu$ 의 값을 달리 평가하게 될 것이다. 우리가 이제부터 고려하고자 하는 信號手段은 企業家가 보유하고자 하는 自己資本의 比率  $\alpha$ 이다. 이러한 경우 시장은  $\mu$ 를  $\alpha$ 의 함수로 평가한다.

企業家は 자신이 가지고 있는 투자안 뿐만 아니라 시장포트폴리오에도 투자할 수 있다. 企業家は 1) 投資案의 資本構造, 2) 調達된 自己資本 중 자신이 소유한 比率  $\alpha$ , 3) 시장포트폴리오에 대한 所有比率  $\beta$ , 無危險資産에 대한 投資額등을 적절히 조화시켜 자신의 효용을 극대화하고자 할 것이다. 企業家は 주어진 市場評價函數  $\mu(\alpha)$ 와 豫算制約下에서 자신의 期待效用을 極大化하고자 한다.

시장에서는 企業家들이 선택하는  $\alpha$ 에 따라서 투자안의 질  $\mu$ 를 평가한다. 均衡評價函數가 존재한다고 가정하고 企業家は 주어진 均衡評價函數 하에서 자신의 효용을 극대화하는  $\alpha$ ,  $\beta$ 를 선택한다고 하자. 企業家の 투자안의 지분에 대한 수요가 正常的(normal)이라면 均衡評價函數  $\mu(\alpha)$ 는  $\alpha$ 가 증가함에 따라 증가하며 그 逆도 성립한다. 수요가 정상적이라는 것은 가격이 하락할 때 수요가 증가하는 성질을 말한다. 따라서 需要가 正常的이라는 條件下에서 시장은  $\alpha$ 가 증가함에 따라 투자안의 질을 더 좋은 것으로 인식한다는 것이다. 즉 企業家들은 均衡評價函數가 주어졌을 때 자신이 가지고 있는 투자안의 질을 시장에 전달하기 위해 투자안의 질이 높을수록 더 큰  $\alpha$ 를 선택하게 된다는 것이다.

Leland와 Pyle의 모형에서는 위험이 있는 투자의 수행에 필요한 최저 자본조달방법을 결정하여야 하는 경영자를 고려하고 있다. 이 모형에서 경영자는 투자안의 평균현금흐름( $\mu$ )에 대한 정보를 가지고 있으며, 투자자는 투자안의 현금흐름이 正規分布를 가지고 있다고 가정만을 알고 있다. 이 모형에서 투자안의 질에 대한 정보가 전달되는 수단은 경영자가 소유하는 투자안에 대한 持分比率( $\alpha$ )이다. 투자안의 질이 높은 기업일수록 높은  $\alpha$ 를 선택하며 시장에서는 이것을 투자안의 질에 대한 신호로 받아들인다. 이것을 시장에서 진실된 신호로 받아들일 수 있는 이유는 Loss의 경우와 마찬가지로 거짓 신호를 전달하는데 드는



용이 투자안의 질이 나쁜 경영자일수록 커지기 때문이다. 거짓 신호를 보내는데 드는 비용은  $\alpha$ 를 크게 하므로써 分散投資의 利點을 누리지 못하는 것인데, 이러한 비용은 투자안의 질이 나쁠수록 크다.

Leland와 Pyle의 모델에서는 기업이 가지고 있는 투자안의 현금흐름이 正規分布를 가지고 있으므로 현금흐름이 확정되는 시점에서 경영자가 정직한 신호를 전달했는지는 확인될 수 없다. 따라서 신호의 전달에는 비용이 들며 이때 이루어지는 균형은 消費的이라고 할 수 있다. 이 모형에서 나타난 결과로 보면 경영자는 신호 전달을 위해서 정보가 균등하게 분포된 경우에 비해 보다 높은  $\alpha$ 를 선택하여야 하며, 그 결과 발생하는 分散投資機會의 喪失이 신호전달에 드는 비용이 된다.

Leland와 Pyle의 모형이 기업가치와 자본구조의 관계에 대하여 가지는 의미는 두가지이다. 첫째, 경영자들은 企業의 價値가 클수록, 그러한 사실을 전달하기 위해 자기 자신이 소유하는 持分의 比率( $\alpha$ )를 크게 한다. 둘째, 경영자가 직접 출자하는 비율이 일정한 수준 이상이라면 企業價値는 負債水準이 증가할수록 증가한다.

### (3) 收益性投資拋棄와 負債選好

Myers와 Majluf(1983)은 경영자와 투자자간의 정보불균형이 외부자금조달에 따른 비용을 발생시켜 외부자금보다는 내부자금을 선호하는 결과를 가져온다고 한다. 정보불균형은 부채나 주식을 통한 자금조달을 선택하지 않을 가능성을 증가시키고, 따라서  $NPV > 0$ 인 투자안을 포기하도록 만들 수가 있다. 예를 들어 투자에 필요한 비용이 100,000,000원인 어떤 투자안이 115,000,000원의 수익을 가져다 준다고 하자. 이 투자안의 순현재가치는 15,000,000원이다. 그러나, 투자에 필요한 자금을 신주발행을 통해 조달한다고 할 때, 정보불균형으로 인해 120,000,000원의 주식을 발행해야 투자에 필요한 100,000,000원의 자금을 조달할 수 있다고 한다면 투자를 포기하는게 나을 것이다. 그러므로 NPV가 양인데도 불구하고 외부자금 조달과 이에 따른 정보불균형으로 인한 투자자의 과소 평가가 투자의 순현재가치를 초과하기 때문에 포기되는 결과를 가져다 준다. 만일 내부유보자금으로 투자자금을 조달한다면 수익성이 있는 투자안을 포기하는 일은 없을 것이다. Myers와 Majluf는 또 투자안의 NPV가 충분히 커서 외부에서 자금을 조달하고자 한다면 안전한 증권을 우선적으로 조달하고자 할 것이다. 안전한 증권일수록 시장가치의 변동이 적어서 투자자들이 구입할 수 있도록 유도하는데 지급해야할 가격양보의 폭이 줄어들 수 있다. 그러므로 경영자는 자금을 조달할 때 정보불균형을 고려하면 내부자금, 부채, 주식의 순서로 조달하게 된다.

### III. 우리나라 企業의 資本構造決定要因

#### 1. 資本構造現況

기업은 투자활동에 필요한 자금을 이익의 사내유보나 감가상각충당금을 통한 내부금융과 주식발행, 회사채발행 및 차입을 통한 외부금융으로 조달한다. 표(1)은 우리나라 製造企業의 財務構成推移이다. 표(1)에서도 알 수 있는 것처럼 기업들은 자금조달면에서 자기자본보다는 타인자본에 크게 의존하고 있다. 매년 300%를 상회하는 부채비율을 유지한다는 것은 일부 정책입안자나 학자에 의해 제기된 취약한 재무구조를 보여주고 있는 것이다. 또, 타인자본 중에서도 단기부채에 크게 의존하고 있다. 타인자본 중 단기부채 역시 1970년 이래 60%를 상회하고 있다.

우리나라 기업의 財務構造上的 特徵은 다음과 같이 간추려 볼 수 있다.

첫째, 재무구조에서 차지하는 他人資本依存度가 매우 높다는 점이다. 이와 같은 재무구조상의 특징은 레버리지 효과를 유발하여 호경기 때에는 수익이 크게 증가하고, 불경기 때에는 손실이 크게 증가할 수 있다. 최근 당국에서 유상증자를 통한 자금조달을 적극 장려하는 것은 재무구조에서 차지하는 타인자본의 비중을 줄여 불경기나 안정성장기에 대비하기 위한 방책의 하나라고 볼 수 있다. 재무구조에서 타인자본의 비중을 줄여 나가는 것을 재무구조 "개선"이라고 표현하기도 한다. 이러한 정부정책의 이면에는 현재 혹은 과거의 재무구조가 최적이 아니라는 사실을 전제로 하고 있다. 그러나 기업은 주어진 환경에서 항상 최적을 추구한다. 만일 기업의 재무구조 결정이 주어진 환경에서 나온 최적 행동의 결과라면 현재나 과거의 재무구조가 결코 취약하다고는 말할 수 없다.

둘째, 기업의 財務構造에서 短期負債가 차지하는 비중이 매우 높다. 표(1)에서 보는 바

표 (1) 製造企業의 財務構成 推移

	1970~74	1975~79	1980~86
부 채 총 계	76.3	78.4	79.5
유 동 부 채	41.4	46.4	50.1
고 정 부 채	34.9	32.0	29.4
자 기 자 본 총 계	23.7	21.6	20.7
자 본 금	16.8	14.2	12.4
자 본 잉 여 금	1.5	2.3	5.6
이 익 잉 여 금	5.4	5.2	2.7

資料: 韓國銀行, 企業經營分析 各號

와 같이 단기부채의 비중이 매년 40%를 상회하고 있다는 것은 단기부채가 단기적인 성격이 아니라 단기부채를 계속 대환(rol-over)하는 장기적인 성격을 갖는다는 것이다. 재무구조란 대차대조표 대변항목의 구성을 의미하는 것으로 대차대조표 대변항목 중 고정부채와 자기자본 간의 관계를 표시하는 자본구조와 구별된다. 기업의 재무구조에 관한 이론적 발전은 대부분 자본구조의 결정에 관한 것이다. 재무구조에 관한 연구가 자본구조의 결정을 중심으로 발전한 것은 단기부채의 성격은 그야말로 단기의 유동자금을 조달하는데 있고 따라서 재무구조에서 차지하는 비중이 극히 미미하다는 데 그 이유의 일단을 찾을 수 있다. 그러나 우리나라에 있어서는 단기부채 역시 장기적인 성격을 갖고 있으므로 자본구조를 논할 때는 장기부채 뿐만 아니라 단기부채도 포함시켜 부채비율을 구해야 할 것이다.

이와 같은 특성을 갖는 우리나라 기업의 재무구조는 다음의 방향으로 해명되어야 한다. 첫째, 왜 우리나라 기업의 負債比率이 외국에 비해 높을 수 밖에 없는가 하는 것이다. 여기에서는 기업이 부채에 크게 의존하지 않을 수 없는 경제적 환경과의 관련하에서 높은 負債依存度를 설명하고 이런 환경하에서 개별기업의 최적행동의 결과로써 높은 부채비율에 의존하지 않을 수 없었다는 사실을 적시해야 한다.

둘째, 기업이 주어진 환경에서 최적 행동을 추구한 결과 기업 전체적으로 높은 負債比率이 필연적이라고 하더라도 부채비율이 기업간 큰 차이를 나타내고 있다는 사실을 감안할 때 기업의 부채비율이 횡단면적으로(cross-sectionally) 어떤 요인에 의해 영향을 받는가를 알아보아야 한다.

본 논문의 목적은 微視的 觀點에서 기업의 자본구조를 결정하는 요인 즉 기업간 부채비율의 차이를 설명할 수 있는 要因을 알아보는 것이므로 두번째의 관점에서 논의를 전개한다.

## 2. 資本構造決定要因에 관한 實證的 研究

Hurdle(1974)을 시작으로 기업의 자본구조를 결정하는 기본적인 요인을 대용하는 변수들에 의해 설명하고자 하는 연구가 진행되어 오고 있다. 다음의 표(2)는 각 논저들에 따른 자본구조의 代用值와 기본적인 요인의 代用值이다. 자본구조에 영향을 미치는 대표적인 요인으로는 成長性, 收益性, 規模, 營業危險, 破産費用, 獨占度등이 있다.

앞에서 언급한 바와 같이 우리나라 기업들의 재무구조가 단기 자금에 많이 의존하고 있다는 것은 금융기관의 대출재원의 부족에 따른 결과이다. 따라서 단기자금은 장기자금으로 차입하지 못한 기업들이 의존하게 되는 자금의 원천이 되므로 다른 나라와는 달리 우리나라 기업의 자본구조를 논할 때는 장기자금뿐만 아니라 단기자금까지도 포함한 총부채비율

표(2) 資本構造決定要因에 관한 既存의 研究

	자본구조대용치	예 측 변 수
Hurdle(1974)	총부채/총자산	시장점유율, 매출액성장율, 수익성규모, 영업위험, 자산회전율
Sullivan(1974)	총부채/총투자자본	진입장벽, 산업집중도
Toy등(1974)	총부채/총자산	자산성장성, 수익성, 영업위험
Lee와 Barker(1977)	이자비용/총자산	수익성, 영업위험, 파산비용, 자산성장성, 시장과의 공분산
Kerr(1979)	장기부채/총투자자본	매출액성장성, 영업위험, 수익성, 경영자위험회피도
Martin등(1979)	자금비용/총자산	파산비용, 수익성, 성장잠재력, 자본집중도, 배당정책
Ferri와 Jones(1979)	총부채/총자산	업종, 규모, 영업위험, 영업레버리지도
Friend와 Hausbrook(1986)	장기부채/총자산	자산구성, 규모, 수익성, 내부자지분을
Titman과 Wessels(1988)	장기부채/지분의 장부가치 단기부채/지분의 장부가치 전환사채/지분의 장부가치 장기부채/지분의 시장가치 단기부채/지분의 시장가치 전환사채/지분의 시장가치	자산구성, 비부채세금회피수단, 자산의 특이성, 업종, 규모 영업위험, 수익성

을 자본구조의 대용치(proxy)로 사용해야 한다. 여기에서도 부채총계와 자본총계의 비율인 총부채비율을 이용하였다.

경영자가 자본구조를 결정할 때 고려할 것이라고 예상되는 기본적인 요인들과 이를 측정하는 代用變數는 다음과 같다.

(1) 代替의 稅金回避手段

DeAngello와 Masulis(1980)는 부채를 대체할 수 있는 세금회피수단인 減價償却, 減耗償却, 投資稅額控除(investment tax credit) 등과 같은 非負債性稅金回避手段(nondebt tax shield)에 의해 기업의 자본구조에 관한 의사결정이 영향을 받을 수 있음을 보이고 있다. 대체적 세금회피수단이 큰 기업일수록 과세대상이익을 줄일 목적으로 부채를 조달하고자 하는 유인이 줄어들 것이므로 대체적 세금회피수단의 크기와 부채비율은 반비례관계를 가질 것이다.

여기에서는 기업의 대체적 세금회피수단을 측정할 수 있는 지표로 감가상각과 총자산의 비율(DEP)을 이용하였다.

(2) 營業危險

영업위험이란 각 기업이 속한 업종과 일반 경제동향에 의해 발생하는 위험이다. 각 기업

의 영업위험의 대소에 따라 자본구조 결정이 영향을 받을 수 있다. 다른 조건이 동일할 때 영업위험이 크게 되면 미래현금흐름에 대한 불확실성이 커지게 되어 破産의 가능성이 증가하게 된다. 따라서 영업위험이 큰 기업은 파산에 따른 비용을 고려하여 파산의 가능성을 줄이려 할 것이기 때문에 부채비율을 낮추려 하게 될 것이다. 영업위험은 EBIT 증가율의 분산(EBVAR)으로 측정하였다.

### (3) 規 模

기업이 대규모화 될수록 분산투자가 가능하게 되어 파산위험이 줄어들게 된다. 따라서 규모가 큰 기업일수록 負債受容能力(debt capacity)이 커질 것이다. 특히 경제성장을 위한 자금을 정책적으로 배분하는 과정에서 실질금리에 미치지 못하는 저금리대출은 음의 자금조달코스트를 실현시키게 되고 따라서 누가 더 많은 부채를 조달하는가가 기업성패의 기준이 되었다. 기업의 부채조달능력은 대기업에 대한 특혜금융과 로비능력이 있는 기업일수록 클 것이다. 이를 측정하는 대응변수로 총자산의 크기(TA)와 더미변수인 재벌계열기업여부(DUMMY)를 이용하였다.

### (4) 收益性

수익성이 부채비율에 미치는 영향에 대해서는 아직 이론적으로 정립된 것은 없다. 그렇지만 일반적으로 현재상태가 동일할 때 수익성이 더 큰 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 부채의 수용가능성이 더 크다고 할 수 있다. 수익성을 나타내는 지표로는 영업이익과 매출액(SOR), 또는 영업이익과 총자산과의 비율(OR)을 선정하였다.

### (5) 持分의 代理費用

Jensen과 Meckling(1976)에 의하면 소유자 경영자의 지분율이 낮을수록 특권적 소비에 따른 기업가치의 하락으로 지분의 대리비용이 커지므로, 소유자 경영자의 지분율이 낮을수록 외부자금을 조달할 때 다른 조건이 동일하다면 자기자본보다는 부채를 선호하는 유인을 갖게 된다. 즉, 소유자경영자의 지분율이 낮을수록 特權的消費, 收益性投資案拋棄 등의 지분의 대리비용이 커져 부채를 더 선호할 것이다.

또 소유경영자는 자신의 기업의 일정지분을 보유하고 자신의 인적자산을 전부 기업에 투자하고 있기 때문에 외부지분소유자보다는 기업의 위험에 대해 더 많이 영향을 받고 있다. 이것은 곧 소유경영자가 주주전체의 이익보다는 자신의 이익을 추구하는 지분의 대리비용 문제가 자금조달결정을 통해 발생한다는 것을 의미한다. 따라서 소유경영자의 지분율이 높은 기업일수록 재무위험을 낮추고자 할 것이므로 負債를 덜 선호할 것이다.

이와 같이 지분의 대리비용 때문에 외부자금을 조달할 때 소유자경영자 즉 내부자의 지

분율이 높을수록 자기자본보다는 부채를 선호하게 될 것이다. 이를 지분의 대리비용 가설이라 한다. 지분의 대리비용 가설이 성립한다면 소유경영자의 지분율과 부채비율은 음의 관계에 있게 된다.

한편 Leland와 Pyle(1976)에 의하면 정보불균형이 일반적인 자본시장에서 소유경영자의 지분율은 투자안의 질을 나타낼 수 있는 신호로서 작용할 수 있다. 따라서 지분율이 투자안의 질을 보증할 수 있는 신호가 될 수 있다면 지분율이 커질수록 負債受容能力(debt capacity)이 클 것이다. 이를 지분의 信號效果 假說이라고 하자. 지분의 신호효과가설이 성립한다면 내부자지분율과 부채비율간에는 양의 관계가 있게 된다.

그러나 이들 중 어떤 가설이 맞는가를 알아보기 위해서는 하나의 효과를 억제하여야 한다. 본 논문에서는 그렇지 못했기 때문에 결과를 해석하는데 신중을 기해야 한다. 만일 소유경영자의 지분율과 타인자본의존도와 사이에 유의한 陰의 관계가 있다면 지분의 대리비용이 기업의 의사결정에 영향을 미칠 정도로 크다는 것을 알 수 있다. 반면 陽의 유의한 관계가 있다면 신호효과가설을 지지한다고 볼 수 있다. 그러나 이 경우 대리비용이 존재하지 않는다거나 대리비용이 기업의사결정에 영향을 미칠 정도는 아니라는 이야기는 할 수 없다. 왜냐하면 신호효과가 대리비용효과를 상쇄하고도 남을 수가 있기 때문이다. 그러므로 이런 경우 대리비용이 기업의 부채비율 결정에 영향을 미친다거나 미치지 않는다고는 말할 수 없다.

소유경영자의 지분율을 나타내는 지표로 소액주주가 아닌 주주의 지분율(INS)로 하였다.

## (6) 負債의 代理費用

### 1) 成長機會에의 依存度

Myers(1977)는 투자자금을 부채로 조달하는 기업의 경우 수익성이 있는 데도 불구하고 투자를 포기하는 유인때문에 채권자의 부가 주주에게로 이전될 수 있다는 것을 지적한 바 있다. 成長企業일수록 기업가치는 기존의 투자보다는 미래투자기회에의 의존도가 높고, 미래투자기회에의 의존도가 높다는 것은 투자선택 혹은 불선택의 融通性이 높아지게 된다. 즉, 투자자금을 부채로 조달함으로써 발생하는 수익성투자포기유인은 비성장산업보다 성장산업에 속한 기업일수록 크다. 이것은 곧 성장기업일수록 부채의 대리비용이 커진다는 것을 의미한다. 그러므로 부채의 대리비용이 부채사용으로 인한 잇점을 상쇄할 정도로 아주 크다면 기업의 미래 기대성장성과 고정부채 비율간에는 음의 관계가 있어야 할 것이다. 성장기회에의 의존도를 측정할 수 있는 지표로 매출액의 증가율(SALES), EBIT의 증가율(EBING), R&D 투자와 총자산의 비율(RD)과, 광고비 투자와 총자산의 비율(ADV)을 이

용하였다.

## 2) 資産構成의 類型

Scott(1977), Myers와 Majluf(1984), Long과 Malitz(1986) 등은 기업의 자산구성의 유형이 기업의 자본구조에 영향을 미칠 수 있음을 지적하고 있다. 기업내부자와 외부자간에 정보불균형이 심각할수록 외부자금을 조달할 때 증권의 가치가 低評價되기가 쉬우므로 진정한 가치와의 차이만큼 증권을 발행하는데 비용이 발생할 수 있다. 그러나 담보가 많은 기업일수록 부채를 발행하기가 쉬울 것이므로 정보불균형에 따른 비용을 줄일 수 있는 하나의 방안이 될 수 있다. 그러므로 擔保로 이용될 수 있는 자산이 많은 기업일수록 이러한 기회를 줄이기 위해 더 많은 부채를 발행할 것이다.

소유경영자의 위험이전유인이나 수익성 투자안포기 등이 기대될 때, 채권자의 입장에서 無形固定資産에 투자하는 기업보다는 건물이나 설비 등 有形固定資産에 투자하는 기업이 투자활동을 감시하기에 쉽다. 유형고정자산에 대한 투자는 유형이고 짧은 기간내에 관찰될 수 있기 때문에 투자의 위험뿐만 아니라 투자여부 및 투자금액을 알 수 있다.

그러므로 기업의 직면하는 투자기회의 유형에 따라 상당부분 기업의 부채보유능력이 달라질 것이다. 감시하기 쉬운 유형자산에 투자하는 기업은 무형의 관찰불가능한 자산에 투자하는 기업에 비해 부채를 보유할 수 있는 능력이 클 것이다. 이러한 사실은 기업뿐만 아니라 투자자들에 의해 인식되어 오고 있는 문제이다. 負債契約書를 통한 규제에도 유형자산을 기준으로 하고 있지 무형자산은 논의에서 제외되는 것이 보통인 것이다. 이러한 사실은 기업의 가치가 무형고정자산에 의존하는 기업일수록 부채의 대리비용이 커짐을 암시한다.

만일 기업의 무형자산과 부채비율간에 음의 유의한 관계가 있고, 유형자산과 부채비율간에 양의 유의한 관계가 있다면 부채의 대리비용은 상당한 정도로 존재할 것이라고 추론할 수 있다. 반면에 그렇지 않다면 부채의 대리비용은 없거나, 있어도 자본구조결정에 영향을 미치지 못할 정도로 미미하다고 할 수 있다.

자산구성의 유형을 나타낼 수 있는 지표로 무형고정자산과 고정자산의 비율(INTAN), 유형고정자산과 총자산의 비율(FA)을 선택하였다.

## 3. 資料의 選定

檢證에 필요한 분석대상기간, 표본기업을 선정하는 방법은 다음과 같다. 최적부채비율의 횡단적 구조를 설명하기 위해 1981.1.1부터 1986.12.31까지의 금융업, 보험업, 문화 및 서비스를 제외한 상장기업 232개중 120개를 난수를 발생시키는 방법으로 랜덤하게 추출하

였다. 120개 기업중 자료누락기업과 표본기간중에 상장된 기업을 제외하고 최종적으로 채택된 기업은 105개이다. 각 변수는 上場企業總攬(1982~1987), 각 기업의 事業報告書 등을 참고로 하여 측정하였다. 표본기간을 6년으로 잡은 것은 각 변수의 무작위적 변동으로 인한 측정오차를 줄이기 위해서였다.

#### 4. 結 果

자본구조를 결정하는 요인들의 回歸結果를 요약하면 표 (3)과 같다.

회귀식(1)과 (2)에서는 減價償却費, 營業危險, 內部者持分率 모두가 유의적이지 못하고 단지 企業規模를 나타내는 총자산의 크기와 30대 재벌기업그룹에의 포함여부를 나타내는 더미변수만이 유의하다는 것을 알 수 있다. 회귀식 (3)~(8)에서는 기업규모의 대응치인 총자산만이 유의적이고 資產構成의 類型이나 所有權分布 및 成長機會에의 依存度를 나타내는 대응변수중 부채비율에 유의한 영향을 미치고 있는 변수는 아무 것도 없다. 회귀식(8), (9)는 收益性을 나타내는 변수 역시 부채비율에 유의한 영향을 미치지 않고 있음을 보여준다.

실증결과 기업간 부채비율의 차이를 설명할 수 있는 요인은 規模變數 밖에 없다. 앞의 표(2)에서와 같은 자본구조의 결정요인은 거의 설명력이 없었다. 代替의 危險回歸手段, 收益性, 營業危險, 內部者持分率, 資產構成, 成長機會依存度, 內部者持分率 등에 의해서는 기업간 부채비율의 차이를 설명 못하고 있다. 자산유형의 차이가 자본구조 결정에 영향을 미치지 못한다는 사실은 기업의 자산유형에 관계없이 부채를 빌려준다는 것을 의미한다. 우리나라의 경우 대부분의 고정 부채가 담보부이거나 보증부이고, 무보증이라 하더라도 대주주가 부채에 대해 무한책임을 진다는 보증하에 발행이 되고 있기 때문에 자산구성이 상이함에 따라 발생하는 소유자경영자의 유인문제 즉, 부채의 대리문제가 부채비율결정에 영향을 미친다고는 할 수 없다. 또 기업가치의 성장기회에의 의존도를 나타내는 R&D투자나 광고선전비를 추가적으로 도입하더라도 이들이 부채비율에는 영향을 못미치고 있다.\* 이것은 마이어스의 가설 즉, 성장기회에의 의존도가 높은 기업일수록 부채비율은 낮아진다는 가설을 채택하지 못한다는 것을 의미한다. 내부자 지분율이 부채비율에 유의한 영향을 미치지 않는다는 사실은 지분의 대리비용가설이나 신호효과가설 중 어느 것도 지지하지 않는다는 것을 말해 준다. 그러나 이렇다고 해서 지분의 대리비용이 존재하지 않거나, 부채비율결정에 영향을 주지 않을 정도라고는 말할 수 없다. 왜냐하면 음의 지분의 대리비용효과와 양의 신호효과가 상쇄될 수 있는 가능성이 있기 때문이다. 그렇지만 대리비용의 효과가 신호효과를 압도할 정도로 크지는 않을 것이란 사실은 말할 수 있다.

부채비율의 기업간 차이를 설명할 수 있는 변수로는 규모변수밖에 없다. 투자자금이 결



丑(3) 重回歸分析의 結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
DEP	-0.202 (-0.751)	-0.092 (-0.476)	-0.423 (-0.691)	-	-	-0.003 (-0.154)	-0.101 (-0.245)	-	-
EBVAR	0.001 (1.276)	0.001 (1.233)	-	-	-	0.000 (1.116)	0.000 (1.109)	0.001 (1.098)	-
TA	0.199 (4.311)*	-	0.182 (4.748)*	-	-	-	-	-	0.098 (4.081)*
DUMMY	-	0.478 (4.101)*	-	-	-	-	-	-	-
SOR	-	-	-	-	-	-	-	-0.117 (-1.012)	-
OR	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.091 (-0.462)
SALES	-	-	-	-	0.001 (1.256)	0.009 (1.458)	0.012 (1.387)	-	-
EBINC	-	-	-	0.181 (1.350)	0.235 (1.289)	-	-	-	-
RD	-	-	-	-	-	-	-	-0.790 (-1.422)	-
ADV	-	-	-	-	-	-	-	-0.091 (-0.441)	-
INTAN	-	-	0.009 (0.099)	0.000 (0.056)	0.021 (0.187)	0.045 (0.155)	0.007 (0.129)	-	0.017 (0.087)
FA	-	-	0.221 (1.001)	0.276 (1.218)	-	-	-	-	-
INS	0.010 (0.692)	0.021 (0.688)	0.009 (0.577)	0.014 (0.484)	0.034 (0.702)	-	0.019 (0.568)	-	0.015 (0.602)
F	6.988	5.237	5.002	3.870	2.439	2.770	2.009	1.099	4.350
R <sup>2</sup>	0.221	0.181	0.179	0.124	0.080	0.097	0.072	0.051	0.150

( )안은 t값, \*는 1%에서 유의함.

대적으로 제약된 환경에서 대출금리 상한규제로 인해 실질금리보다 훨씬 낮은 자금을 차입할 수 있다는 것은 곧 특혜금융과 연결되는 것이다. 이 사실은 부채비율이 곧 기업의 로비력과 관련성을 가질 수 있음을 추측케 한다. 이를 알아보기 위해 총자산 대신 30대 재벌 그룹에서의 포함 여부를 나타내는 더미변수를 사용한 결과가 표(3)의 (2)식이다. 비록 (1)식에 비해 설명력이 떨어지지만 1%수준에서 유의한 결과가 나오고 있다. 기업의 로비력과 연계될 수 있는 보다 적합한 대응변수를 채택할 수 있다면 결과는 개선될 수도 있을 것이다.

#### IV. 結 論

본 논문은 이론적으로 발전해 온 資本構造決定要因이 과연 우리나라기업의 자본구조를 설명하는데 얼마나 유용한가를 알아 보았다. 먼저 II 장에서는 MM의 無關係理論으로부터 시작해서 자본구조에 관한 이론적 발전을 개관하였다. MM의 무관계이론 증명이후 자본구조에 관한 논의는 무관계이론이 성립하기 위한 假定을 재검토해보는 연구와 세금, 파산비용 및 대리비용 등과 같은 市場不完全性을 고려할 때의 最適資本構造의 존재에 관한 논의로 발전되었다. 이 중에서 代理理論의 觀點에서의 자본구조이론은 기업구성원의 誘因(incentive)문제를 고려하지 않는 기존의 분석틀을 탈피하여 기업구성원들 간의 계약관계에 기초한 행위에 초점을 맞추어 기업의 재무행태를 설명하고자 하는 것이다. 또 한편으로는 시장참가자들간의 情報不均等に 초점을 맞추어 기업가치를 전달하기 위한 하나의 수단 즉 信號로서의 자본구조이론이 있다. 신호로서의 자본구조이론은 최적자본구조의 존재를 부정하며 기업의 자본구조란 단지 과거 그 기업의 수익성, 투자기회, 배당성향 등에 의해 결정된 외부자금 조달필요액의 누적적 결과라는 資金調達優先順位理論을 이론적으로 설명할 수 있다.

III 장에서는 II 장의 이론적 발전을 기초로 자본구조결정요인의 代用值를 선정하여 우리나라 기업의 자본구조를 설명할 수 있는가를 살펴보았다. 자본구조를 측정하는 대응치로는 우리나라 기업들의 단기부채가 매년 대환되는 장기적 성격을 갖고 있다는 것을 감안하여 總負債比率로 하였다. 자본구조를 결정하는 요인으로 선정된 변수는 代替의危險回避手段, 收益性, 營業危險, 規模, 持分の代理費用, 負債의 代理費用 등이었다. 대체적세금회피수단의 대응치로는 감가상각비와 총자산의 비율을, 영업위험에는 EBIT증가율의 분산율, 규모에는 총자산의 대수값과 30대 재벌에의 포함여부를 나타내는 더미를, 수익성에는 매출액

영업이익률과 총자산영업이익률을, 지분의 대리비용에는 소유권분포를, 부채의 대리비용에는 성장기회에의 의존도와 자산구성의 유형을 선정하였다.

이들 변수 중 영향을 미치는 변수는 규모 변수인 총자산의 대수값과 30대 재벌에의 포함 여부를 나타내는 더미 밖에 없었다. 이와 같은 결과가 나온 것은 우리나라의 경제환경과 밀접한 관련이 있지 않나 싶다. 우리 경제는 과거 30여년간에 걸쳐 빠른 속도로 성장하여 왔다. 고도성장이 가능했던 이유는 여러 방면에서 찾을 수 있겠지만, 재무관리적 관점에서 보면 레버리지효과를 이용한 成長戰略이 주요했기 때문에 가능했다고 볼 수 있다. 투자자금이 절대적으로 부족한 경제환경에서 海外借入의 정책적 배분은 기업의 재무레버리지를 크게 높게 되고 이것이 세계적 경제환경의 호전과 맞물림으로써 우리 경제는 비약적으로 발전해 왔던 것이다. 사실 80년대 초반까지만 하더라도 레버리지를 통한 성장전략에 회의적이거나 외채로 인한 국가적 파산 가능성에 초점을 맞춘 주장이 많았다. 그러나 적어도 현단계의 우리나라 경제에서 외채가 남미와 같이 심각한 사회경제적 문제로는 더 이상 대두되지 않을 것이다.

레버리지를 통한 성장전략에 기업을 동참시키기 위해서 정부는 부채의 사용에 많은 혜택을 주어 왔다. 이자비용에 대해 損費處理를 인정하고, 貸出金利에 대해 실제금리보다 낮게 상환을 설정하고, 지속적으로 인플레이션을 야기하고, 더 나아가서 부채조달에 따른 이자 지급불능사태를 막기 위해 私債凍結措置를 취하거나 特別低利融資를 실시하여 파산을 막는 등의 조치를 취해 왔다. 한편 증권시장을 통해 자금을 조달하기에는 1983년 까지만 하더라도 영세한 시장규모와 증권투자에 대한 인식 부족으로 인해 매우 어려운 형편이었다. 이런 환경에의 기업의 경영자들은 가장 우선적으로 부채를 선호하게 되었고 부채발행이 어려운 경우 주식 발행을 고려하였을 것이다. 그러나 사회전체적으로 이용가능한 투자자금은 제한되어 있는 환경에서 누가 더 부채를 많이 조달할 수 있는냐 하는 것은 각 기업의 로비력과 직접적으로 관련을 가지고 있을 것이기 때문에 대규모 기업일수록, 재벌기업의 계열회사일수록 부채를 더 많이 사용할 수 있었다고 볼 수 있다.

그러나 본 논문은 다음과 같은 점에서 위의 實證結果를 해석하는데 신중을 기해야 한다. 첫째, 回歸分析模型에는 構造方程式(structural equation)이 없다는 점이다. 즉 우리가 원하는 것들이 관찰가능한 屬性들의 관계라면 이들간의 관계를 정확히 나타낼 길이 없다. 회귀분석에서는 이 경우 관찰가능한 변수를 대응치로 이용해 분석하는데 이것이 정확한 대응치가 될 수 있겠는가 하는 문제가 있다. 둘째, 회귀분석에서는 獨立變數간에 상관관계가 없음을 기본적으로 가정하고 있다. 그러나 실제 모형에서는 독립변수간의 상관관계가 없을

가능성은 거의 없다. 즉 多重共線性(multi-colinearity)의 문제를 어떻게 해결할 것인가가 문제로 등장한다.

### 참 고 문 헌

- A. Barnea A., R.A. Haugen and L.W. Senbet, Agency Problems and Financial Contracting, Prentice Hall, 1985.
- W.R. Dillon and M. Goldstein, Multivariate Analysis, John Wiley & Sons Inc., 1984.
- G. Donaldson, Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.
- J.E. Ingersoll, Jr., Theory of Financial Decision Making, Rowman and Littlefield, 1987.
- K.G. Jöreskog and D. Sörbom, LISREL VI-USER'S GUIDE, 1984.
- J. Mossin, The Economic Efficiency of Financial Market, Lexington, 1977.
- K.J. Arrow, "Agency and the Market" in Handbook of Mathematical Economics, edited by K.J. Arrow and M.D. Intriligator (Elsevier Science Publishers B.V., 1986).
- A. Barnea, R. Haugen and L. Senbet, "Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review," Financial Management (September 1981).
- N. Baxter, "Leverage, Risk of Ruin and The Cost of Capital," Journal of Finance (September 1967), pp. 395-403.
- F. Black and M. Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," Journal of Political Economy (May-June 1973), pp. 637-654.
- G. Blazenko, "Managerial preference, Asymmetric Information, and Financial Structure," Journal of Finance (September 1987).
- M. Bradley, G. Jarrell, and E.H. Kim, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," Journal of Finance 39 (July 1984), pp. 857-878.
- H. DeAngelo and R. Masulis. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation." Journal of Financial Economics 8(March 1980), 3-29.
- E.F. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm," Journal of Political Economy (April 1980), pp. 288-307.

- E.F. Fama, "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders," *American Economic Review*, Vol. 68, No. 3(June 1978), pp. 272-284.
- E.F. Fama and M. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics* (June 1983), pp. 327-349.
- M. Ferri and W. Jones, "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach." *Journal of Finance* 34(June 1979), 631-644.
- D. Flath and C. Knoeber, "Taxes, Failure Costs, and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test." *Journal of Finance* 35(March 1980), 99-117.
- G. Franke, "Costless Signalling in Financial Market," *Journal of Finance* (September 1987), pp. 809-822.
- D. Galai and R. Masulis, "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics* 3(January/March 1976), pp. 53-81.
- R. Green, "Investment Incentives, Debt, and Warrants," *Journal of Financial Economics* 13(March 1984), 115-135.
- R.A. Haugen and L.W. Senbet, "Resolving Agency Problems of External Capital Through Option," *Journal of Finance* (June 1981), pp. 629-647.
- M.C. Jensen and W.H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*(1976), pp. 305-360.
- K. John and D.C. Nachman, "Risky Debt, Investment Incentives, and Reputation in a Sequential Equilibrium," *Journal of Finance* (July 1985), pp. 863-880.
- E.H. Kim, "Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Policy," *Journal of finance* (March 1978), pp. 45-63.
- W.S. Kim and W.S. Sorensen, "Evidence of Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (June 1986), pp. 131-144.
- A. Kraus, and R. Litzenberger, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance* (September 1973), pp. 911-912.
- R. Lambert, "Long-term Contracts and Moral Hazard," *Bell Journal of Economics* (Aut. 1983), pp. 441-452.
- H. Leland and D.H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial

- Intermediation" *Journal of Finance*(1977), pp.136-146.
- M.S. Long and E.B. Malitz, "The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence," In J.M. Stern and D.H. Chew, Jr.(ed.), *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell, 1986.
- P. Marsh, "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study," *Journal of Finance* 37(March 1982), 121-144.
- M. Miller, "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32 (May 1977), 261-275.
- F. Modigliani and M.H. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review* (June 1958), pp.267-297.
- F. Modigliani and M.H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*(June 1963), pp.433-443.
- S. Myers, "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 9 (November 1977), 147-176.
- S.C. Myers, "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*(July 1984), pp.575-592.
- S. Myres and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13(Jun 1984), 187-221.
- S.A. Ross, "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems," *American Economic Review*(1973), pp.134-139.
- S.A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach," *Bell Journal of Economics and Management Science*, (1977), pp.373-390.
- M.E. Rubinstein and M.E. Yaari, "Repeated Insurance Contracts and Moral Hazard," *Journal of Economic Theory* 30 (1983), pp.74-75.
- J. Scott, "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure," *Journal of Finance* (March 1977), pp.1-20.
- C.W. Smith and J.B. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics* 7 (June 1979), pp.117-161.
- J.E. Stiglitz, "A Re-examination of the Modigliani-Miller Theorem," *American Economic Review* (December 1969), pp.784-793.
- J.E. Stiglitz, "Incentives, Risk, and Information: Notes toward a Theory of Hierarchy,"

Bell Journal of Economics 6 (1975), pp. 552-579.

J.E. Stiglitz, "On The Irrelevance of Corporate Financial Policy," American Economic Review (December 1974), pp. 851-866.

S. Titman and R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice," Journal of Finance, (March 1988), pp. 1-19.

J. Warner, "Bankruptcy costs: Some Evidence," Journal of Finance (May 1977), pp. 337-347.