

부채만기구조의 결정요인*

최 도 성**

〈目 次〉

- | | |
|----------------------------|---------------|
| I. 서 설 | 2. 모형의 설정 |
| II. 부채만기구조에 관한 이론 | 3. 자료 및 변수 선정 |
| III. 한국기업의 부채만기구조 결정
요인 | 4. 실증분석 결과 |
| 1. 가설의 설정 | IV. 결 론 |

I. 서 설

기업의 자금조달 측면에 관한 연구는 기업의 자본구조가 기업가치에 영향을 미치는가와 자본구조의 결정요인이 무엇인가에 관한 이론 및 실증분석을 중심으로 지속적으로 이루어져 왔다. Modigliani-Miller(1958)가 완전자본시장의 가정하에서 기업가치는 자본구조와 무관하다는 이론을 발표한 이래 기업의 자본구조 결정에 영향을 미칠 수 있는 요인에 관한 많은 연구가 수행되어 왔으며 최근에는 자본구조에 관한 연구가 더욱 발전되면서 기업이 조달하는 부채를 세분하여 부채만기구조에 관한 연구들도 진행되고 있다. 부채만기구조에 관한 연구는 부채만기구조가 주어진 자본구조하에서 기업가치에 영향을 미치는가 그리고 부채만기구조의 결정요인이 무엇인가를 찾고자 하는 것이다. 부채만기구조의 결정에 있어서는 대리인비용 측면, 정보불균형 측면, 세금 관련 측면의 세가지 방면으로 연구되어 왔다. 이러한 연구들은 체계적 이론이기보다는 아직 가설 수준이고 이에 대한 실증 분석된 연구들도 드문 편이나 미국 기업의 경우 대리인비용과 정보불균형과 관련된 가설이 부채만기구조를 비교적 잘 설명하고 있는 것으로 나타나 있다. 국내에서는 아직까지 이에 대한 연구가 거의 이루어지지 않고 있다. 이러한 상황하에서 본 논문은 부채만기구조 결정요인을 부채의 대리인비용 측면과 정보불균형 측면에서 이론적으로 찾아보고 한국 상장기업을 대상으로 실증 분석하여 한국 상장기

* 본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원에 의해 수행되었음.

** 서울대학교 경영대학 부교수

업의 부채만기구조 결정변수가 무엇인지를 분석하고자 한다.

1997-8년의 금융위기는 재벌기업을 비롯한 많은 기업들의 과잉·중복투자과 이에 필요한 재원을 단기 자금 위주로 조달하였다는데 그 본질적 이유가 있다. 단기부채의 사용이 두드러지는 한국의 자본시장은 미국의 자본시장과 달리 아직까지 상대적으로 비효율적이고 정부의 영향력이 크편이다. 또한 재벌이란 독특한 기업 집단이 존재하여 자금의 흐름이 경쟁적으로 배분이 되지 않는 현상도 나타나고 있다. 한국 기업은 지금까지 만성적인 자금 부족 상태를 경험해 왔고, 자본구조에서 부채가 차지하는 비중이 크데도 불구하고 아직까지 한국의 채권 시장이 외국에 비해 발전이 늦어지고 있다. 앞으로 채권시장의 발전이 기대되고 기업 부채의 안정성과 투자 매력도가 증시되는 현실속에서 부채만기구조에 대하여 다룬 본 연구는 의의가 있다고 본다. 제II절에서는 부채의 대리인비용이 존재할 때, 정보불균형하에서 부채만기구조 결정변수를 관한 연구들을 서술하고 이와 관련된 선행 연구들을 소개한다. 특히 한국적 특수성을 고려해 재벌에 소속된 기업과 그렇지 않은 기업의 부채만기구조가 어떻게 다를 것인지를 고찰한다. 제III절에서는 앞의 이론적 전개를 토대로 가설을 설정하고 우리나라 상장기업의 부채만기구조 결정요인에 관한 실증분석을 수행한다. 제IV절에서는 본 논문의 결과를 요약 정리하고 향후 연구 방향을 제시한다.

II. 부채만기구조에 관한 이론

부채만기구조에 관한 기존 연구는 크게 부채만기구조가 자본구조에 미치는 영향과 부채만기구조를 결정하는 특성 변수에 관한 연구로 나눌 수 있다. 부채만기구조와 기업가치의 관계를 다루는 논문으로는 Morris(1976)가 그 시작이다. Morris(1976)는 채권만기가 순영업이익의 분산과 보통주의 위험에 미치는 영향을 분석하면서 단기부채의 사용은 단기부채를 통한 자금조달로부터 발행하는 불확실한 이자비용때문에 기업의 기대순이익과 주주에 대한 이익의 분산을 증가시키는 효과가 있고, 장기로 부채를 조달한 경우에는 이자비용이 고정되어 순영업이익의 분산이 이자지급에 의해 영향을 받지 않음을 이론적으로 보였다. 또한 이자율과 이익이 정의 관계를 갖지 않을 때 단기부채를 통한 자금조달이 순이익의 분산과 보통주의 위험을 증가시킨다는 것을 이론적으로 제시하였다. 최용식(1993)은 실증분석을 통해 미국 기업의 경우 총부채 비율하에서 단기부채의 의존도가 보통주의 기대수익률과 양의 상관관계에 있음을 밝혀내, 단기부채를 사용할수록 주주의 투자위험이 증가함을 보였다.

부채의 만기구조는 기업의 이해 관계자인 주주, 경영자, 채권자들간에 이해 상충으로 인하

여 발생하는 대리인비용에 의해 영향을 받을 수 있다. 기업의 부채가 부도위험에 노출되어 있는 경우 기업은 자기자본을 가지고 신규사업에 투자할 인센티브가 줄어들게 된다. 왜냐하면 신규사업에서 창출되는 현금흐름은 우선 기존의 부채상환에 사용되게 되고 기존의 부채의 위험은 감소하여 주주로부터 채권자에게 부가 이전될 수 있기 때문이다. Myers(1977)는 성장기회에 대한 과소투자의 문제를 해결하는 방안의 한가지로 단기부채의 사용을 제시하였다. 성장기회에 대한 과소투자유인을 없애는 길은 자기 자본만으로 자금을 조달하거나 부채의 만기를 단축하여 자기 자본만으로 자금을 조달하는 것과 같은 효과를 얻어야 한다는 논리이다. 이 모형에 의하면 기업의 미래투자기회의 집합 즉 성장가능성(growth opportunities)이 높을수록 단기부채 사용이 기업가치에 유리하다고 할 수 있다. 비슷한 맥락에서 Barnea-Haugen-Senbet(1980)도 정보불균형하에서 발생하는 도덕적 위험, 위험한 투자안에 대한 위험유인(risk incentive) 등 투자기회와 관련된 부채의 대리인문제를 살펴보고, 이러한 대리인비용의 축소는 자본구조의 변동과 수의상환조건(call provision)을 지닌(수의상환)채권의 발행에 의해 가능하다고 주장하며 부채의 대리인비용은 수의상환채권 또는 그와 성질이 유사한 단기부채의 발행을 통해 가능하다고 하였다. Smith(1986)는 규제를 받는 기업의 경영자는 상대적으로 규제를 받지 않는 기업의 경영자보다 미래 투자 결정에 대한 재량권이 작고 이러한 재량권의 감소는 부채로 인한 역선택 문제, 과소투자문제를 감소시킬 수 있으므로 규제를 받는 기업일수록 상대적으로 장기부채를 단기부채보다 선호할 것임을 증명했다.

Stulz-Johnson(1985)은 기업은 과소투자문제는 단기부채의 발행과 더불어 담보부사채와 같이 상환 순위가 높은 부채를 발행을 통해 가능해짐을 보이고 있다. 그들은 우선 담보부사채가 여러 청구권 소유자들 사이에서 부를 보전시킨다기보다 실제로 기업가치를 증가시킨다는 사실을 입증하였다. 담보부사채가 기업가치를 증가시킨다고 보는 데는 두 가지 이유가 있다. 첫째, 기업이 배당을 지급하기 위하여 담보자산을 매각할 수 없으며, 담보자산을 보다 높은 위험을 갖는 자산과 교환할 수 없고, 담보부사채소유자들이 기업활동에 대한 제약 사항을 덜 요구하기 때문에 담보부사채가 사채 소유자들의 감시비용을 감소시킨다는 것이다. 둘째, 주주들이 양의 NPV를 갖는 투자안을 수행하는데 담보부사채가 더 유리하다. 따라서 일반적인 기업들이 무담보부사채보다 담보부사채를 더 발행할 것이다. 담보부사채의 발행은 기업이 담보자산을 처분하여 배당을 지급하거나 담보자산을 위험이 더 높은 다른 자산과 교환될 수 없도록 함으로써 자산대체문제로부터 채권자를 보호하게 된다. 담보의 제공은 파산의 경우 특정자산에 대한 소유권을 채권자에게 보장함으로써 분쟁의 소지를 없애 주기 때문에 부채의 비용을 감소시킨다. 담보의 제공은 또한 채권상의 권리가 회색되는 것을 예방함으로써 채권

자를 보호하는 기능을 한다. 마지막으로 담보부사채는 과소 투자 문제에서 발생하는 대리인 비용을 감소시키는 데에도 도움이 된다. 즉 담보부사채는 일반 부채보다 부채의 감시 비용을 감소시키고, 담보부사채를 통해 새로운 투자안에 대한 자금을 조달할 경우에는 일반 부채에 비해 주주의 부를 채권자에게 전가시키는 부의 이전 효과를 감소할 수 있다. 따라서 성장가능성이 높은 기업은 담보부사채의 발행을 통해 부채의 대리인비용을 감소시킬 수 있다. Ho-Singer(1982)는 단기부채나 장기부채나 파산시에는 상환 순위가 동일하나, 파산 이외의 경우에는 단기부채가 먼저 지불되므로 상환 순위가 높다고 가정하고 새 사업을 위한 자금을 단기부채로 조달하는 것은 담보부사채로 조달하는 것과 같으므로 기업가치를 증가시킬 수 있다고 주장했다.

Fama(1985)는 은행이 다른 사금융기관에 비해 대출을 감시하는 기능이 우월한 점과 은행의 대출이 타 금융기관에 비해 단기인 점을 강조하면서 성장가능성이 높은 기업일수록 공공기관이나 사금융기관의 장기부채보다 은행의 단기차입금을 사용할 것임을 주장했다. 그는 은행이 예금자-차입자 관계에 의해 축적된 정보를 가지고 있어 정보비용을 최소화할 수 있는 능력을 갖고 있어서 은행으로부터 자금을 차입하는 차입자는 차입금중 일부를 꺾기예금으로 부담하면서도 은행 차입을 선호한다고 보았다. 일반적으로 부채는 내부부채와 외부부채로 나뉘는데 전자는 채권자가 사적으로 정보를 획득할 수 있는 부채계약이고, 후자는 채권자가 공적 정보만을 얻을 수 있는 부채계약이다. 은행대출은 내부부채로 외부부채보다 단기이며 갹신과정을 통해 낮은 우선순위(또는 후순위) 채권자에 대한 지급능력을 평가할 수 있음으로 정보비용의 중첩을 줄이는데 유리하다. 기업의 부채상환능력에 대한 은행의 긍정적 평가는 다른 채권 금융기관이 그들의 청구권에 대해 비용을 들여 정보를 얻을 필요를 없애준다. 따라서 성장가능성이 높은 기업은 은행대출을 통해 다른 금융기관에 기업의 신용정보를 제공할 수 있고 이를 통해 외부부채를 위해 지불하는 정보비용을 줄일 수 있으므로 단기부채인 은행 부채를 발행한다.

Diamond(1991b)는 기업이 부채계약을 통해 자금을 조달할 때 채권자도 기업을 감시한다는 전제하에 공적사채(publicly traded bond)나 기업이 직접 발행한 부채(directly placed debt)와 은행의 감시를 통한 은행부채를 선택하는 것에 대한 비교 연구를 했다. 감시기능은 기업의 명성과 음의 관계에 있어, 명성이 좋고 신용등급이 높은 기업은 상대적으로 부채의 직접 발행을 통해 자금을 조달하고 명성이 별로없고 중간의 신용등급을 가진 기업은 은행의 감시하에 은행부채를 이용한다. 즉 명성이 좋고 신용등급이 높은 기업은 낮은 자본비용으로 부채를 직접 발행할 수 있고 그 명성효과로 인해 외부에 기업의 내재가치를 알릴 필요가 없

어 은행부채를 이용하지 않고, 한편에 극단적으로 명성이 나쁘고 신용등급이 낮은 기업도 은행의 감시로 인한 이익이 없으므로 은행부채를 이용하지 않는다. 그러나 이자율이 높고 경기 전체의 미래 수익성이 낮은 시기에는 명성이 좋은 기업도 은행부채를 이용하고, 극단적으로 낮은 명성을 지닌 기업도 은행의 감시 비용이 낮을 때는 은행부채를 이용한다. 반면 명성이 별로없고 신용등급이 중간인 기업은 은행의 감시 기능을 통해 도덕적 위험을 감소시키고 이를 통해 명성을 얻어 나중에 감시없이 직접 부채를 발행하기 위해 은행부채를 이용한다.¹⁾ 이상의 논리에 따르면 명성이 좋은 기업은 수익성이 높고 따라서 수익성이 높은 기업이 자금 조달시 은행부채보다 공적부채나 기업어음 등 직접 발행된 부채를 이용하는 것을 알 수 있다. Diamond는 직접 발행된 부채의 만기를 명확히 구분하지는 않았으나 명성이 좋은 기업이 단기부채인 기업어음이나, 장기인 공적부채를 혼합해 이용한다는 점에서 명성이 높고 수익성이 높은 기업일수록 부채만기구조가 길어진다는 것을 보였다.

기업의 규모도 부채의 만기구조결정에 영향을 미칠 수 있다. Smith-Warner(1977)는 규모가 큰 기업은 작은 기업에 비해 주식발행비용 또는 사채발행비용이 적게 들기 때문에 큰 기업은 작은 기업에 비해 장기부채를 차입하고 작은 기업은 은행차입을 비롯한 단기부채를 발행하는 것이 경제적이기 때문에 기업규모가 클수록 장기부채를 차입하는 것이 유리하다고 주장하였다. Blackwell-Kidwell(1988)은 대리인비용과 기업규모, 부채만기구조간의 관계를 살폈는데 그들은 작고 위험한 기업은 사모사채(private placements)를 발행할 수 밖에 없고 규모가 크고 덜 위험한 기업은 공모사채(public sales)를 발행한다는 것을 실증분석에서 보여 주고 있다. Blackwell-Kidwell(1988)은 기업규모와 부채만기구조를 대리인비용이 기업의 공모 발행과 사모 발행간의 선택에 미치는 효과를 통해 작고 위험한 기업은 사모사채를 발행할 수 밖에 없고 규모가 크고 덜 위험한 기업은 공모사채를 발행하는 것을 실증분석을 통해 보여 주고 있다. 이런 현상은 기업규모와 거래비용의 관계를 통해 설명될 수 있다. 부채로 자금조달시 드는 거래비용은 부채 발행비용, 대리인비용, 시장 탐색비용 등을 들 수 있다. 이런 거래비용은 사모시보다 공모시 더 많이 드는데 규모의 경제가 존재하는 대기업은 이 비용을 부담할 수 있으나 작은 기업은 이를 부담하기가 어렵게 된다. 따라서 작은 기업은 낮은 고정비와 운영비를 부담하는 사모를 선택하고 은행의 대출을 이용하게 된다. 사모를 통한 부채나 은행 부채는 공모를 통한 부채에 비해 단기부채이다. 결국 거래비용을 최소화하기

1) 신용등급이 중간인 기업이 단기인 은행부채를 이용한다는 것은 Diamond(1991a)의 이론과 모순된다. 그러나 유동성위험이 존재할 경우 신용등급이 중간인 기업은 은행부채외에 장기부채를 이용할 것이므로 중간 신용등급인 기업은 단기, 장기부채가 혼합된 자금조달 방식을 취할 것이다.

위해 규모가 작은 기업일수록 단기부채를 발행하게 된다.

정보불균형으로 발생하는 도덕적 위험, 역선택 문제 등을 해결하는 방안으로, 또는 기업이치를 전달하는 신호수단으로 부채의 만기가 사용될 수 있음을 보인 연구도 있다. Flannery (1986)는 정보불균형이 존재하는 자본시장에서 좋은 기업은 그들의 장기부채가 상대적으로 과소평가 되었다고 생각하고 단기부채를 발행하는 반면에 나쁜 기업은 좋은 기업을 모방하여 단기부채를 발행하기 어려운 신호균형모형을 제시하여 기업의 질이 높아질수록 부채만기구조가 짧아질 것이라는 가설을 도출하였다. Diamond(1991a,1993)도 이와 비슷한 맥락에서 미래의 수익이 높아질 것이란 기대를 갖는 기업은 단기부채를 발행하지만, 단기부채 발행시 발생하는 유동성위험(liquidity risk)으로 인해, 기업의 질이 낮은 경우에는 단기부채 발행을 통하여 좋은 기업을 모방(mimicking)하지 못하는 신호균형모형을 제시한 바 있다. Diamond(1991a, 1993)는 일반적으로 신용등급이 높은 기업일수록, 미래의 상태가 좋아질 가능성이 높고, 상대적으로 유동성위험이 낮으므로, 단기부채를 발행하고, 극단적으로 신용등급이 낮은 기업일수록 통제지대²⁾를 상실당하면서까지도 장기부채를 발행할 수 밖에 없는 상황을 설명하고 있다.

Goswani-Noe-Rebello(1995)는 기업의 사적정보를 외부에 전달하는 신호전달모형 속에서 부채만기구조의 역할을 논하면서, Flannery나 Diamond의 주장과 달리 차환비용(refinancing cost)이나 통제지대의 상실(loss of control rent)과 같은 단기부채로 인한 낭비적 비용(dissipative costs)의 고려없이도 기업은 일반적으로 정보불균형시 장기부채를 발행한다고 주장했다. 그들은 기업의 최적부채만기구조는 정보불균형의 기간적 분포(temporal distribution of informational asymmetry)와 깊은 관계가 있음을 밝혀냈다. 장기 정보흐름에 대한 정보불균형이 심각해질수록 배당조항을 가진 이자부 장기부채(coupon-bearing long-term with dividend covenants)를 발행하고 단기 정보흐름에 대한 정보불균형이 심각할 경우 배당조항이 없는 이자부 장기부채를 발행하는 것이 최적임을 주장했다. 반면 단기부채는 갱신조항(updating feature), 장기현금흐름 의존특징(long-term cash flow dependence feature)를 갖고 정보불균형이 미래 일정기간동안 균등하게 분배된 경우에만 최적이 된다. 그러나 이런 현상은 예외적이며, 일반적으로 기업은 낭비적 비용(dissipative costs)없이도 정보불균형시 시장에서 잘못 평가된 부채의 가치를 최소화하기 위해 장기부채를 발행하게 된다.

부채만기구조의 결정요인으로 세금의 존재를 빼어 놓을 수 없다. Brick-Ravid(1985)는

2) 통제지대란 경영자가 기업에 대한 통제권을 가함으로써 발생하는 이익을 말하며, 이는 경영자의 기업가치나 투자안에 대한 정확한 정보, 도덕적 위험 등을 통해 발생한다.

기업은 약정된 지급액을 상환하지 못하는, 즉 지불불능상태(default)에 직면할 수 있고 따라서 기업의 세금의무의 기대가치는 이자율의 수익률곡선이 우상향, 또는 우하향함에 따라, 부채의 만기구조에 의해 달라진다고 주장했다. 즉, 지급불능의 가능성은 시간이 지날수록 증가하고, 기업의 세금감세효과(tax-shield effect)는 지급불능과 역의 관계에 있다고 가정했다. 따라서, 수익률곡선이 우상향할 경우, 이자율 만기에 대한 초기에는 장기부채 조달시 드는 이자비용이, 단기부채를 재조달함으로 발생하는 기대이자비용보다 크지만, 시간이 흐를수록, 그 이자비용이 감소하게된다. 결국, 그들은 이러한 가정을 통해, 수익률곡선이 우상향할 경우, 장기부채의 발행은 기업의 기대세금의무(expected tax liability)를 감소시키므로, 기업의 가치를 증가시켜주고, 수익률곡선이 우하향할 경우, 단기부채 발행이 기업가치를 높혀준다고 주장했다. 이에 비해 Lewis(1990)는 세금이 부채의 만기구조에 영향을 주지 못한다고 주장했다. 그는 Brick-Ravid는 기업은 부채만기구조가 결정되기 전에 레버리지를 선택하는 측면에서 부채만기구조를 설명한 것으로, 만약 최적의 레버리지와 부채만기구조가 동시에 결정된다면, 부채만기구조는 세금과 무관하다는 것이다. 한편 Kane-Marcus-McDonald (1985)는 최적의 부채만기구조는 단위 기간당 세금감세효과, 파산비용, 부채발행비용의 상쇄(trade-off)관계 속에서 결정된다고 주장했다. 그들은 부채만기구조는 부채발행비용이 증가할수록, 증가하여, 장기간에 걸쳐 부채를 발행하는 기업은 장기부채를 발행하고, 세금감세효과가 줄어들면, 현재의 세금효과를 유지하기 위해 장기부채를 발행하고, 기업가치의 변동이 감소하면, 자본구조를 재조절할 필요성이 줄어들기 때문에 역시 장기부채를 발행하는 것을 이론적, 실증적으로 분석했다.

요컨대 기업의 투자로 인해 발생한 현금흐름이 기업에 들어오기 전에 만기가 완료되고 미래 기업가치를 토대로 다음 기에 재조달되어야 하는 것을 단기부채로, 현금흐름과 일치하여 만기가 완료하는 부채를 장기부채로 볼 수 있다. 이때 유동성위험은 자산보다 짧은 만기구조에서 발생하는 것으로, 단기부채일 경우 발생되기 쉽고, 이는 통제지대의 상실을 의미한다. 높은 신용등급을 가진 기업은 상대적으로 유동성위험이 작고, 미래에 기업가치가 상승하리라 전망하고 단기부채를 발행하는데, 이는 단기부채가 미래에 좋은 정보가 알려졌을 때, 낮은 비용으로 자금을 재조달해주는 교량 역할의 자금조달 방식(a type of bridge financing)이기 때문이다. 그러나 상대적으로 낮은 신용등급을 가진 기업은 유동성위험이 크기 때문에 장기부채를 선택할 수 밖에 없고 극단적으로 낮은 신용등급의 기업은 통제지대를 상실하면서까지 단기부채를 선택할 수 밖에 없다.

Smith-Watts(1992)는 기업의 자본조달정책, 배당정책 및 보상정책을 계약이론(contracting

theories), 즉 대리인 이론이 제대로 설명할 수 있는가를 분석하였다. 이들은 1965년부터 1985년까지의 경영자보상에 대한 자료를 Conference Board에서 구하고 미국기업에 대한 자료를 Compustat에서 수집하였다. 분석결과, 성장성이 높은 기업들은 상대적으로 낮은 부채비율, 낮은 배당수익률 및 높은 경영자보상을 보이는 것으로 나타났다. 그러나 규제산업에 속하는 기업들은 상대적으로 높은 부채비율, 높은 배당수익률 및 낮은 경영자보상을 보이며 주식옵션계획과 상여금계획을 자주 사용하지 않는 것으로 나타났다. 그리고 규모가 큰 기업일수록 상대적으로 높은 배당수익률과 높은 경영자보상을 보였다. 그리고 기업정책간의 상관관계를 분석한 결과, 부채비율과 배당수익률간에는 양의 관계가, 경영자보상과 상여금계획 및 주식옵션계획간에도 양의 관계가 있었으며, 부채비율과 경영자보상, 상여금계획 및 주식옵션계획간에도 양의 관계가 있는 것으로 나타났다. 결국 이들의 연구는 계약이론이 세금에 기초를 둔 이론이나 신호전달이론에 비하여 횡단면적으로 자본조달정책, 배당정책 및 보상정책을 잘 설명하는 것으로 나타났다.

따라서 자본조달순위이론과 정보불균형시 각 증권의 가치를 평가한 Smith(1986)의 연구를 통해 보면 수익성 변수와 부채만기구조와의 관계는 일반적으로 수익성이 높은 기업일수록 내부 자금이 풍부해지므로 정보불균형으로 인해 발생하는 비용을 줄이기 위해 부채의 사용이 적어질 것이다. 또한 수익성이 낮아져 부채를 사용할 때 시장에서 기업가치의 잘못된 평가로 인한 비용을 최소화하기 위해 시장가치에 민감한 단기부채를 발행하게 된다. 이것은 정보불균형 측면에서 부채만기구조를 논한 Flannery(1986)의 주장과도 일치하는 것이다.

Barclay-Smith(1995)는 부채만기구조에 대한 기존의 연구를 대리인비용과 관련된 계약비용가설, 정보불균형과 관련된 신호전달가설, 세금가설로 분류하면서 부채만기구조의 결정변수를 설명하고, 그 결정변수가 부채의 만기에 미치는 영향을 실증분석했다. 그들은 부채만기구조를 만기가 3년이상인 부채를 총부채로 나눈 비율로 규정하고, 각 가설에서 도출한 결정변수인 미래의 투자 기회집합, 규제, 기업규모, 기업의 질, 신용등급과 유동성, 이자율의 수익율곡선이 부채만기구조에 미치는 영향을 분석했다. 그들의 실증 결과 중 중요한 것은 계약비용 가설하에서 기업의 투자기회집합을 많이 보유한 기업, 즉 성장가능성이 높은 기업일수록 장기부채보다 단기부채를 발행하여 부채만기구조에 유의적으로 음의 영향을 주는 것으로 나타났다. 반면 규제를 받는 기업이거나 규모가 큰 기업은 부채만기구조와 유의적으로 양의 영향을 주는 것으로 나타나 계약비용가설을 지지하였다. 둘째로 신호전달 가설하에서 기업의 질이 높은 기업일수록 단기부채를 발행한다고 분석되었으나 그 유의성에는 문제가 있는 것으로 밝혀졌다. 신용등급과 유동성위험과의 관계에서는 신용등급이 낮아질수록 부채만기구

조에 유의적으로 양의 영향을 주는 것으로 분석되어 신용등급이 높은 기업일수록 단기부채 발행비율이 높아짐이 증명되었다. 또한 신용등급이 극단적으로 낮은 기업의 단기부채의 발행비율이 높아짐이 분석되어 신용등급에 대한 기존의 가설을 증명하였다. 또한 세금가설하에서 이자율의 수익률곡선과 부채만기구조는 그 유의성이 상당히 낮아진 결과가 나와 수익률곡선은 부채만기구조를 결정하는 변수로 의미가 없는 것으로 판단되었다.

Stoys-Mauer(1996)는 부채만기구조 구조에 관한 기존의 연구를 대리인비용, 신호전달과 유동성위험, 자산과 부채의 만기 매칭, 조세를 고려한 연구로 분류하면서 각각의 변수에 대한 실증분석을 실시하였다. 그들은 Barclay-Smith(1995)와 달리 종속변수인 부채만기구조를 총부채중 단기부채와 장기부채가 차지하는 비중을 가중평균한 값으로 설정했다. 우선 Stoys-Mauer(1996)는 대리인비용 측면에서 Barclay-Smith(1995)와는 달리, 성장가능성이 높은 기업일수록 레버리지 비율이 낮아지고, 이로 인해 부채의 대리인비용이 감소하게 되므로 기업은 장기부채를 발행한다는 것이다. 이들의 실증분석을 통해 기업이 부채로 자금 조달시 안전성 측면에서 장기부채를 발행하지만 대리인비용의 존재로 인하여 단기부채를 발행한다는 결론을 생각할 수 있다. 반면 기업의 규모가 커질수록 장기부채를 발행한다는 것은 앞의 연구와 동일하다. 신호전달 측면에서는 질이 좋은 기업 즉 미래의 이익변화폭(earnings surprises)이 큰 기업일수록 단기부채를 발행함을 발견했고 신용등급과 부채의 만기는 단순 감소 관계가 아니며 신용등급이 높거나 아주 낮은 기업은 단기부채로 자금을 조달하고, 그 중간의 기업만이 장기부채로 자금을 조달함을 발견했다. 자산과 부채의 만기가 일치되는 현상으로 부채만기구조는 자산의 만기구조에 의해 결정된다는 것을 보였다.

김규형(1993)은 기업의 수익성 증대로 인해 현금흐름이 증가시 부채비율과 부채의 구성, 즉 유동부채와 고정부채가 어떻게 달라지는지를 불황기, 호황기로 나누어 실증분석했다. 구체적으로 그는 종속변수를 부채비율의 변화의 크기로 놓고 독립변수를 현금흐름비율의 변화분으로 놓은 회귀식에서 수익성 증대로 현금흐름이 증가하면 단기적으로는 유동부채의 상환을 통해 부채비율을 줄이며, 장기적으로는 유동성위험을 피하기 위해 부채를 발행한다는 것을 실증분석을 통해 보였다. 따라서 한국의 경우 단기적으로는 자본조달순위이론이 적용되어 수익성이 높을수록 부채비율이 낮아지고 장기적으로는 정태적상충이론이 적용되어 부채비율이 증가한다고 주장했다. 이 경우 수익성 증대로 현금흐름이 증가할 경우 유동부채비율의 감소 정도가 고정부채비율의 감소 정도보다 크다는 것이 분석되었는데 이를 통해 수익성이 높은 기업일수록 부채만기구조가 유동부채의 감소로 인해 상대적으로 길어져서 수익성은 부채만기구조에 양의 영향을 주게 된다.

Ⅲ. 한국기업의 부채만기구조 결정요인

1. 가설의 설정

이 절에서는 우리 나라 기업의 부채만기구조의 결정요인으로 기업의 성장가능성, 기업규모, 기업의 질, 수익성, 신용등급, 재벌 소속 여부, 레버리지 등으로하여 식 (1)과 같은 모형을 검증한다.

부채만기 =

(-) (+) (-) (-) (+) (+) (?)

f(성장잠재력, 기업규모, 기업의 질, 신용등급, 수익성, 재벌소속여부, 레버리지) (1)

우선 성장잠재력이 높을수록 부채만기가 짧아질 것이다. 이는 Myers(1977)의 가설과 부합되며 성장잠재력이 높은 기업일수록 부채를 적게 사용하거나 단기부채를 사용한다는 가설이다. 일반적으로 기업은 성장기회가 많아질수록 무형자산(intangible assets)에 투자를 많이 하게 될 것이다. 그런데 이러한 자산에 대한 투자는 일반채권자들에게 쉽게 감시될 수 없으므로 일반채권자들이 이들 자산에 대하여 감시하기는 실질적으로 어렵게 되고 경영자들이 채권자의 부를 주주의 부로 이전시킬 수 있는 여지가 보다 많아지게 된다. 이 경우 채권자들은 부채에 높은 기대수익률을 부여하게 되어 성장잠재력이 높은 기업은 부채사용을 꺼리게 된다. 또한 성장가능성이 높은 기업은 재무적 곤경에 처했을 때 소요되는 비용이 상대적으로 커지므로 수익성이 높은 투자안을 포기하거나, 채무불이행시 보유무형자산 가치가 급속히 하락하므로 부채사용이 줄고, 단기부채를 사용할 것이다. 따라서 성장가능성이 높은 기업일수록 단기부채를 발행할 것이다.

둘째로 기업규모가 클수록 장기부채 사용정도가 더 커질 것이다. 기업규모와 부채 및 부채만기구조와의 관계는 기존연구의 경우 대체적으로 기업의 규모가 클수록 분산투자가 가능하며, 분산투자는 위험을 감소시키므로 파산위험이 작게되고, 부채수용능력이 증대되어 결국 부채이용이 늘어나게 된다고 보았다. 또한 그들의 이론을 통해 부채만기구조도 길어짐을 알 수 있다. Flath-Knoeber(1990)는 기업규모가 클수록 부채수용능력이 더 크고, 중소기업보다 저렴한 자본비용으로 부채자금조달을 할 수 있는 경우가 많기 때문에 파산가능성이 그만큼 줄어들게 된다고 하였다. Blackwell-Kidwell(1988)은 규모가 커질수록 대리인비용이

감소하고, 거래비용이 감소하므로 대기업은 장기부채를 소기업은 단기부채를 발행한다고 주장했다. 우리 나라의 경우 대기업은 소기업에 비하여 경영이 다각화되어 있고, 자본시장에서의 자본조달이 용이하고, 채권의 신용등급이 높으며, 차입금에 대한 자본비용이 낮기 때문에 부채사용이 증가하고 반면 소기업은 자본비용이 상대적으로 높고 보통주 투자자들이 소기업에 투자함을 꺼려하고, 장기부채로 자금을 조달하는 것은 자기자본으로 조달하는 것과 마찬가지로 어려우므로 소기업은 단기부채로 자금을 조달할 것이다. 또한 금융기관을 통한 자금조달이 대기업만이 가능하고, 세계 금융상의 지원, 즉 각종 정책금융이 대기업 위주로 이루어지고 있을 뿐만 아니라 대출형식과 사채발행형식이 담보대출과 담보부사채 또는 보증사채가 대부분이므로 소기업은 부채로 자금조달이 어려울 뿐만 아니라, 부채조달시 장기부채로 자금을 조달하는 것이 어렵고, 대기업은 상대적으로 부채 및 장기부채로 자금을 조달할 것이다. 따라서 기업규모와 부채만기구조는 양의 관계에 있다고 볼 수 있다.

셋째로 부채의 만기구조는 기업의 질이 높을수록 짧아질 것이다. Flannery(1986)는 정보불균형이 존재하는 시장에서 부채의 만기는 기업의 가치를 외부에 전달하는 수단으로 사용될 수 있는데 상대적으로 질이 좋은 기업의 경영자는 시장에서 평균수준으로 평가된 부채조달비용 지나치게 높다고 여기고, 장기부채를 발행을 통해 기업의 질이 왜곡되게 평가될 것을 염려하여 단기부채를 발행할 것이다. 반면 질이 나쁜 기업의 경영자는 기업의 질을 거짓으로 시장에 나타내기 위해 좋은 기업을 모방하여 단기부채를 발행하려하나 거래비용의 존재로 인하여 장기부채를 발행한다고 주장했다. Diamond(1991a)도 같은 맥락에서 좋은 질의 회사가 단기부채발행을 선호하는 것은 이론적으로 보인 바 있다. 한국의 자본시장은 기업의 내부자료가 시장에 제대로 반영되지 못하고 특히 사채 시장은 주식 시장에 비해 규모나 구조면에서 불완전하다. 이러한 현실하에서 좋은 기업의 경영자는 기업의 가치를 외부에 올바르게 전달하기 위해 시장의 정보 흐름에 민감한 단기부채를 발행하려 할 것이다. 따라서 기업의 질과 부채만기구조는 음의 관계에 있을 것이다.

넷째로 부채만기구조는 수익성과 양의 상관관계를 가질 것이다. 수익성이 부채만기구조에 미치는 영향에 대해서는 기존 연구들은 명확히 제시하지는 않았다. 정태적 상충이론에서는 수익성이 높을수록 부채비율이 높아지고, 자본조달순위이론에서는 그와 반대로 수익성이 높을수록 부채수준이 줄어든다고 설명한다. Smith(1986)는 정보불균형하에서 자본 조달 형태와 기업가치의 관계를 규명한 실증분석을 통해 주식이 부채보다 시장에 민감하고, 장기부채 보다 단기부채가 시장 변화에 민감함을 보였다. Flannery(1986)는 자금 조달순위이론 측면에서 수익성이 낮은 기업이 내부유보액 부족으로 부채로 자금 조달시 단기부채를 이용한다고 했으

며, Diamond(1991b)는 수익성이 높은 기업은 명성이 높고 이 경우 장기부채인 공적 부채와 단기부채인 기업어음을 통한 직접 자금 조달 방식을 선택한다고 주장했다. 한편 국내 연구에서도 김규형(1993)은 실증분석을 통해 수익성이 높아지고 여유자금이 존재시 시장변화에 민감한 유동부채를 먼저 상환하고 고정부채는 상대적으로 시장변화에 영향을 덜 받는다고 주장했다. 이를 통해 수익성 증대시 단기부채의 상환으로 인해 부채만기구조가 상대적으로 길어짐을 알 수 있다. 또한 자금 조달 측면에서 볼 경우 수익성이 높은 기업은 유동성 위험에 민감하고 만성적인 자금 부족을 겪는 한국 기업의 경우 수익성이 높더라도 일시적 자금 부족으로 파산할 위험이 크다. 따라서 보수적 자금 조달 정책을 수행할 가능성이 높아져 장기부채의 사용이 증가할 것이다. 이상의 논의로 보건데 한국의 기업은 자본시장 전체의 만성적인 자금부족현상에 시달려 투자에 필요한 자금을 미리 확보하지 않으면 안될 상황이었고 수익성 증대로 여유자금이 생기면 유동성위험을 피하고 자금조달의 안전성을 위해 우선 단기부채를 상환하고 장기부채를 유지해 왔다. 따라서 수익성이 높은 기업일수록 총부채 중 단기 부채의 비율이 감소하고 상대적으로 장기부채 비율이 높아져 수익성은 부채만기구조에 양의 영향을 줄 것이다.

다섯째로 재벌 소속 여부와 부채만기구조는 양의 상관관계에 있을 것이다. 한국기업만의 독특한 특성인 재벌이라는 변수와 부채만기구조와 관계는 재벌과 부채 수준과의 관계를 통해 가설을 세울 수 있다. 한국 자본시장에서는 재벌소속기업(계열사)이 비재벌기업에 비해 부채를 많이 사용하고 전반적으로 장기부채를 사용할 것이다. 왜냐하면 재벌소속기업은 소속 재벌의 실질적 소유경영자(내부주주를 포함한)를 중심으로 '상호무한책임주의(상호지급보증과 상호출자를 통한)'라는 연결고리로 연계되어 있기 때문에 파산위험과 지급불능위험이 단일 비재벌기업에 비하여 낮고 따라서 부채대리인비용의 일부를 구성하는 파산비용과 제조적비용을 적게 부담하기 때문이다. 또한 재벌은 속성상 업종다각화(수직적 다각화 및 수평적 다각화)를 하는 경향이 높아 과소 투자 문제도 비교적 적다고 볼 수 있고 채권자 입장에서 볼 때 재벌소속기업들을 비재벌기업에 비해 보다 효율적으로 감시할 수 있어 재벌소속기업이 부담해야 하는 자발적 보증비용을 상대적으로 적게 부담할 수 있을 것이다. 이러한 이유로 해서 재벌소속기업들은 비재벌기업들에 비해 부채의 대리인비용을 적게 부담할 것으로 보이고 따라서 보다 유리하고 저렴한 조건으로 부채를 사용할 것으로 추정되기 때문이다. 그 외에도 재벌 및 그 소속기업은 비재벌기업에 비하여 금융, 세제, 로버력 면에서 유리할 뿐만 아니라 재벌 내에 금융업을 영위하는 기업을 소유하는 경우가 많고 정부의 금융 지원을 얻기가 쉬었으며 정부의 금융 지원이 주로 장기부채 형식인 점을 볼 때 재벌 및 그 소속 기업이 비재벌 기업에 비해 부채비율이 높고 부채만기구조가 길어지리라 예상된다. 따라서 재벌 소속 변수

는 부채만기구조에 양의 영향을 줄 것이다.

여섯째로 신용등급은 부채만기구조와 역의 관계를 가질 것이다. 정보불균형시 신용등급과 관련하여 부채만기구조는 미래 기업의 가치상승으로 인한 경영자의 기대이익과 유동성위험을 고려해 결정된다. Diamond(1991a)는 높은 신용등급을 가진 기업은 미래에 대해 낙관적 기대를 하고 높은 신용등급으로 인해 상대적으로 유동성위험이 작아지므로 단기부채를 발행하고 상대적으로 낮은 신용등급을 가진 기업은 유동성위험이 크기 때문에 장기부채를 선택할 수 밖에 없고 극단적으로 낮은 신용등급의 기업은 통제지대를 상실하면서까지 단기부채를 선택할 수 밖에 없다고 주장했다. 한국에서의 기업의 신용평가는 1985년 한국신용평가 주식회사의 설립이후 한국기업평가 주식회사, 한국신용정보 주식회사 이 3사에 의해 회사채와 기업어음에 대한 평가가 이루어지고 있다. 위 3사에 의한 평가, 평가등급의 결정기준은 기업의 부채상환능력에 영향을 미치는 각종 요소들을 분석, 평가하여 이를 논리적으로 통합한 후 신용위험을 나타내는 등급의 의미에 따라 등급을 결정하는 식으로 이루어지기 때문에 신용평가에 대한 신뢰성을 확인할 수 있다. 이러한 신용등급에 따라 신용도가 높은 기업은 유동성위험이 작고 미래에 대한 낙관적 기대를 갖고 있으므로 단기부채의 재발행비용을 감안하더라도 자금의 재조달수단인 단기부채를 발행할 것이다. 따라서 신용등급과 부채만기구조는 음의 상관관계를 가질 것이다.

2. 모형의 설정

본 연구의 모형은 다중선형회귀 모형이다. 본 모형의 종속변수는 부채만기구조이고, 독립변수는 문헌 연구를 통해 찾아낸 부채만기구조 결정변수들의 대용변수들이다. 기본 모형과 변수들은 다음과 같다.

$$MAT1 = a_0 + a_1G + a_2S + a_3Q + a_4P + a_5GV + a_6CR1 + a_7CR2 + a_8LEV$$

$$MAT2 = a_0 + a_1G + a_2S + a_3Q + a_4P + a_5GV + a_6CR1 + a_7CR2 + a_8LEV$$

여기서,

MAT1: 고정부채/총부채 9 년간 산술 평균

MAT2: 장기차입자금/총차입자금의 9 년간 산술 평균

장기차입자금 = 유동성장기부채 + 사채 + 장기차입금

단기차입자금 = 유동성 사채 + 매입 채무

총차입자금 = 장기차입자금 + 단기차입자금

G: 성장잠재력 대응변수로 (광고비+연구개발비) / (총자산 - 재평가적립금)의 9년간 평균치

S: 기업규모 대응변수로 (총자산- 재평가적립금)의 자연로그의 9년간 평균치

Q: 기업의 질의 대응변수로 주당순이익율의 변화율의 8년간 평균치, 사후적 변수로 88년부터 95년까지의 평균치이다.

P: 수익성의 대응변수로서 (영업이익 + 감가상각비) / 매출액의 9년간 평균치

LEV: 총부채 / (총자산 - 재평가적립금)의 9년간 평균치

GV: 재벌 소속 여부의 대응변수로 재벌 및 계열사는 1의 수치를 부여하고, 비재벌은 0의 수치를 부여한 더미 변수로 재벌의 계열사는 87년 부터 95년까지 속한 기업에 한정된다.

CR1, CR2 : 신용평가의 대응변수 기업어음 평가등급의 더미이다.

CR1 : 기업어음 평가등급으로 A1는1, A2는2, A3는3, B이하는 4부여

CR2 : 기업어음 평가등급으로 A1, B이하는1, A2,A3는 0부여

신용등급은 자료 부족으로 91년부터 95년까지 표본기업이 받은 등급의 평균치이다. 대응변수로 재무자료의 9년간, 또는 그 이하의 평균치를 사용한 것은 재무자료의 각 연도의 일시적, 임의적 변동으로 인한 오차를 줄이고 변수간 안정성을 기하기 위해서이다.

3. 자료 및 변수 선정

실증분석을 위한 자료는 상장회사협의회회의 '상장회사총람'과 매일경제신문의 '회사연감'에 나와있는 한국 상장기업들의 재무제표와 한국 신용평가 주식 회사의 KIS-FAS에서 추출하였다. 분석 대상 기업들은 1986년 12월 이전에 이미 상장되어 있고, 95년 12월까지 계속 상장된 기업 중에서 이 중 금융·보험, 오락·문화 서비스업을 제외한 기업으로 총 166개 기업이다. 분석에 사용된 표본기업은 부록 [표 A-1]에 나와 있다.

분석기간은 87년 1월부터 95년 12월까지 9년간이다. 분석 기간을 9년으로 정한 이유는 부채만기구조 결정변수의 대응변수들이 재무자료의 각 연도의 일시적, 임의적 변동의 영향을 덜 받게하고 변수간의 안정성을 기하기 위한 것이다.

실증분석을 위한 종속변수는 부채만기구조를 사용하였다. 기존의 연구에서는 부채만기구조의 대응변수로 Barclay-Smith(1995)는 3년 이상 만기를 가진 장기부채를 총부채(유동부채+장기부채)로 나눈 값을, Stohs-Mauer는 부채의 가중평균만기를 삼고 있다. 한국의 경

우, 이에 대한 실증연구가 이루어지지 않았고, 미국과 달리, 채권시장이 빈약하고, 장·단기 부채에 대한 인식이 부족한 점을 고려해서, 그 대응변수를 다음과 같이 정의했다.

MAT1: 대차대조표상의 고정부채를 총부채(유동부채+고정부채)로 나눈 비율로 한국 기업의 관행상 1년을 기준으로 하여 대차대조표상의 유동부채를 단기부채, 고정부채를 장기부채로 보는 것에 기초에 정의한 대응변수이다. 기업회계기준을 통해 보면 유동부채란 1년 혹은 정상영업주기 이내에 유동자산을 사용하거나 다른 유동부채의 증가를 통하여 상환될 것이라 기대되는 채무를 고정부채란 만기가 1년 이후에 도래하는 미래 경제적 회생을 의미한다. 부채만기구조의 구별 기준을 1년으로 한 것은 자의적이다. 그러나 한국기업의 관행이나 회계처리상의 구별 기준에 따라 정한 것이고, 한국의 채권시장이 선진국시장에 비해 상대적으로 빈약하고 회사채 발행도 3년 만기 위주로 발행되는 등 현실적인 상황³⁾도 고려한 것이다.

MAT2: 장기차입자금을 총차입자금으로 나눈 비율, 즉 장기차입자금으로 볼 수 있는 대차대조표상의 유동성장기부채, 사채, 장기차입금의 합계액을 유동성장기부채, 사채, 장기차입금, 유동성사채, 매입채무의 합계액으로 나눈 비율을 말한다. 대차대조표상 유동부채인 유동성장기부채(current maturities of long-term debt)를 장기부채로 재분류한 것은 유동성장기부채는 고정부채 중 1년 내에 만기가 도래하는 것을 의미하는데, 이는 자금조달 측면에서는 장기부채이나 회계처리상 유동부채로 분류되었기 때문이다. 따라서 유동성장기부채는 유동부채에서 차감후 고정부채에 더해져야 하고, 그 외의 계정들중 자금조달과 관련된 부채계정을 선택해 선정 한 대응변수이다.

독립변수로 확인된 변수들은 대부분 관찰하기 어려운 것들이어서 아래와 같은 대응변수를 설정하였다.

성장잠재력(Growth: G)을 측정하는 대응변수 -- 성장잠재력가능성을 측정하는 변수는 기업가치를 증가시키면서도 동시에 담보로 사용될 수 없고 당해연도 과세소득(current taxable income)을 발생시키지않는 조건을 갖추어야 한다. 성장가능성의 대응변수로서 Titman과 Wessels(1988)는 “(자본적 지출액)/(총자산)”, “총자산성장률” 및 “(연구개발비)/(매출액)”을 사용하였고 Baskin(1989)은 “1965년에 투하된 자본 대비 1979년에 투하된 자본”

3) 한국 채권시장에서의 상환 기간별 회사채 발행 상황을 살펴보면 95년말, 4년 미만 만기채가 22조1,522억원, 4년 이상-5년 미만 만기채가 500억원, 5년 이상 만기채가 1조3,790억원으로 총회사채 발행 규모는 23조 5812억원이지만, 4년 미만의 만기채 비중이 93.9%를 기록하는 등 단기채 위주의 회사채 발행이 지속되고 있다. 증권조사월보 1996.1. 증권감독원 PP53-55

Barclay-Smith(1995)는 "(자산의 시장가치)/(자산의 장부가치)"와 "(연구개발비)/(기업가치)", "자산수익률의 표준편차"를 사용하였으며 Stohs-Mauer(1996)는 "(자산의 시장가치)/(자산의 장부가치)"와 "(연구개발비+광고선전비)/(총자산)"을 사용하였다. 그리고 국내 연구로 김홍식(1988)은 "매출액증가율", "영업이익증가율", "(광고선전비)/(총자산)", "(연구개발비)/(총매출액)"을, 윤봉한(1989)은 "(광고선전비+연구개발비)/(총매출액)"을 사용하였다. 기존의 연구에서 사용된 변수와 성장가능성 대응변수가 갖추어야 할 요건을 고려해 본 연구는 "(광고비+연구개발비)/(총자산-재평가적립금)"을 사용하였다. 총자산에서 재평가적립금을 차감한 이유는 재평가적립금은 미국과 달리 한국에만 있는 제도로, 자산재평가가 이루어질 경우 재평가적립금이 자본 잉여금으로 자기자본에 계상됨으로써 자본의 실질적 증가없이 기업의 재무구조가 좋게 나타나기 때문이다.

기업규모(Size: S)를 측정하는 변수 -- 기업규모의 대응변수로서 대부분의 학자들이 "총자산" 또는 "총자산에 자연로그를 취한 값"을 사용하였다. 본 연구에서도 기업규모의 대응변수로서 "(기업총자산-재평가적립금)에 자연로그를 취한 값"을 사용하였다. 자연로그를 취하는 목적은 회귀분산에서 종종 문제가 되는 잔차의 이분산성(heteroscedasticity)의 가능성을 감소시키기 위해서이다.

기업의 질(Quality: Q)을 측정하는 변수 -- 기업의 질의 대응변수로 Barclay-Smith(1995), Stohs-Mauer(1996)의 경우 "주당순이익의 변화율"을 이용했고 그 외의 문헌 연구에서는 기업의 질에 대한 논의가 이루어지지 않았다. Barclay-Smith(1995)는 높은 질을 가진 기업(시장에서 과소 평가된 기업)은 미래에 양의 주당순이익을 얻고, 나쁜 질의 기업은 미래에 음의 주당순이익을 얻는다는 측면에서 기업의 질의 대응변수로 주당순이익의 변화율을 사용했다. 주당순이익의 변화율은 "(t+1기의주당순이익 - t기의 주당순이익)/(t기의 주당순이익)"으로 정의되는데 사후적 변수이긴 하나 그 외의 대응변수를 찾기가 어려워 본 연구에서도 이것을 기업의 질의 대응변수로 사용하였다.

수익성(Profit: P)을 측정하는 변수 -- 수익성의 대응변수로서 Titman-Wessels(1988)은 "매출액영업이익률"과 "총자산영업이익률"을 사용하였고 Baskin(1989)은 "(영업이익)/(투하자본)"을 사용하였다. 국내 연구에서는 김홍식(1988)은 "총자산영업이익률", "매출액영업이익률"을 윤봉한(1989)은 "총자산 영업이익률"을 사용하였다. 본 연구는 "(영업이익+감가상각비)/(매출액)"을 그 대응변수로 사용하였다. 영업이익에 감가상각비를 더한 이유는 감가상각비는 현재의 재무구조에 영향을 덜 받는 수익성 측정치이기도 하고 또 감가상각비는 기업에 따라 달라지므로 올바른 현금흐름을 구하기 위해서이기도 하다.

신용등급(credit rating: CR)의 측정변수 -- Diamond(1991)는 신용등급이 높은 기업이나 극단적으로 낮은 기업이 단기부채를 발행하고 그 중간의 기업은 장기부채를 발행할 것이라고 가설을 세웠다. 신용등급을 측정하는 변수로 Barclay-Smith(1995)는 "회사채 평가등급"과 "기업어음 평가등급"을 Stohs-Mauer(1996)는 "회사채의 평가등급"을 사용했다. Barclay-Smith(1995)는 회사채의 평가등급을 AAA에서CCC나 그 이하로 구분하여 각 등급별로 1에서 28까지의 수치를 부여했고, Stohs-Mauer는 AAA에서 CCC까지와 그 이하에 1에서 7까지의 수치를 부여하고, 수치간 표준편차와, 평가등급을 상하로 나누어 더미(dummy)변수를 부여했다. 그러나 본 연구에서는 회사채 대신 "기업어음(CP)의 평가등급"을 기업의 신용등급의 대용변수로 삼았다. 우리 나라의 경우 회사채 발행이 법적으로 규제되어 있고, 일부 기업에 의해서만 발행되어 회사채 평가등급만으로 기업의 신용등급을 평가할 수 없고 본 연구의 표본기업 중 분석기간 중 회사채를 발행하지않은 기업이 많아서 자료를 구할수 없었기 때문이다. 기업어음의 경우는 표본 기업중 발행한 회사가 대부분이고, 기업의 신용등급을 평가함에 있어 기업어음의 평가등급도 큰 문제가 없기에 본 연구에서는 신용등급의 대용변수로 기업어음 평가등급을 사용했다. 본 연구에서는 기업어음 평가등급⁴⁾을 A1, A2, A3, B 이하와 등급이 없는 것 4가지로 분류하여 1에서 4까지의 수치(CR1)를 부여하였다. 또한 Diamond (1991)의 가설을 검증하기 위해 더미변수를 사용해, A1,B이하에 1의 수치를 부여하고, 중간 등급인 A2, A3에는 0의 수치를 부여하였다(CR2).

레버리지(leverage: LEV)변수, 통제변수(control variables)와 재벌소속변수(group variable:

4) 회사채 평가등급은 원리금에 대한 적기상환능력의 우열도에 따라 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D로 분류되며 AA부터 BBB까지는 당해등급 내에서의 상대적 위치에 따라 + 또는 - 부호를 첨부할 수 있다. 기업어음 및 CP는 A1, A2, A3, B, C, D로 분류되며 A2등급에서 B등급까지의 3등급에는 그 상대적 우열 정도에 따라 +, - 기호가 첨부되기도 한다. 기업어음 및 CP의 등급내용은 한국기업평가(주)의 등급순위에 따르면 다음과 같다.

A1 : 적기상환능력이 최고 수준이며, 그 안정성은 현단계에서 합리적으로 예측 가능한 장래의 환경에 영향을 받지 않을 만큼 높음.

A2 : 적기상환능력이 우수하지만 그 안정성은 A1에 비하여 다소 열등한 요소가 있음.

A3 : 적기상환능력은 양호하지만, 그 안정성은 장래의 급격한 환경변화에 따라 다소 영향을 받을 가능성이 있음.

B : 적기상환능력은 있으나, 그 안정성이 환경변화로 저하될 가능성이 있어 다소 투기적인 요소를 내포하고 있음.

C : 적기상환능력 및 그 안정성이 매우 가변적이어서 투기적 요소가 강함.

D : 현재 채무불이행 상태에 있음.

신용평가 가이드, 1998, 한국기업평가 주식회사

GV) -- 본 연구에서는 부채만기구조 결정변수로 레버리지를 포함하였다. 일반적으로 레버리지가 증가할수록 부채만기구조도 증가하여 레버리지가 높은 기업은 장기부채를 발행하는 경향이 있다. 또 기존의 연구에서 Diamond(1991a)는 레버리지가 증가할수록 유동성위험이 증가하므로 레버리지 비율이 높은 기업일수록 장기부채를 발행한다고 분석했다. 본 연구에서는 레버리지를 (총자산-재평가적립금)가 총부채에서 차지하는 비율로 정의하였다.

또한 기존이론이 외국의 경우를 중심으로 한 것이므로 한국적 특수성을 고려하기 위해 한국과 일본에만 존재하는 재벌이란 변수를 고려했다. 한국에서의 재벌은 비재벌 기업에 비해, 부채조달이 유리하고, 부채로 인한 문제점이 거의 없어, 부채만기구조가 달라질 수 있기 때문이다. 재벌기업⁵⁾ 및 계열사는 1을, 비재벌기업은 0의 값을 가지도록 하였다.

IMF 구제금융 이후에 많이 바뀌기는 하였으나 부채조달시 비재벌에 대한 재벌 및 계열사의 우월성은 다음과 같다. 첫째, 담보 제공의 측면에 있어 재벌기업은 단독기업에 비하여 유리한 입장에 있었다. 이것은 담보의 80% 이상이 부동산담보로 제공되는 상황에서 재벌기업과 비재벌기업의 유형 고정자산 규모가 한 개사당 재벌 40,135백만원, 비재벌 6,003백만원이고 총자산에 대한 유형고정자산 평균비율이 재벌이 36%, 비재벌이 31%인 점을 통해 알 수 있다. 담보는 부채의 대리인비용을 감소시키고, 기업의 파산에 따른 금융기관의 손실을 최소화시키므로 담보가 존재할 때 부채수용능력이 증가하고, 장기부채를 통한 세금감세이익을 얻을 가능성도 높아진다.

둘째, 지급보증을 받음에 있어서도 재벌기업은 단독기업에 비하여 유리했다. 이는 지금까지 정부의 산업정책이 재벌에 속한 대기업을 중심으로 이루어져 왔고, 또한 재벌기업은 계열회사를 통한 지급보증을 받기가 용이했기 때문이다. 재벌과 계열사간의 채무보증은 금융기관으로부터의 자금차입, 사채발행, 또는 그 밖의 방법으로 자금을 용이하게 조달할 수 있게 했다. 특히 신규사업을 수행하는 계열사의 경우 담보가 부족하거나, 사업의 수익성이 낮을 경우에도 채무보증을 통해 특별한 대출 심사없이 자금을 조달하곤 했다. 1992년 30대 재벌부문의 은행 여신에 대한 채무보증 비율은 199.8%에 달하고 있어 약 차입금의 60%~70%를 계열사간의 채무보증을 통해 조달하고 있음을 볼 수 있다.

셋째, 한국의 재벌기업은 기업당 8%를 한도로 시중은행의 지분을 소유하고 있고, 지분비율에 제한 없이 지방은행의 지분을 소유하고 있었다. 또한 많은 재벌기업은 제2금융권에 속

5) 여기서의 재벌은 93년 기준으로 자산총액으로 30대 재벌에 속하는 기업만을 분석대상으로 선정했다. 30대 재벌은 다음과 같다. 현대, 삼성, 대우, LG, 선경, 한진, 쌍용, 기아, 한화, 롯데, 금호, 대림, 두산, 동아, 한일, 효성, 동국제강, 삼미, 한라, 동양, 코오롱, 진로, 동부, 고합, 극동건설, 해태, 벽산, 미원, 한보, 단, 우성은 96년초에 한일에 인수되었으며, 본 연구에서는 우성을 분석대상에서 제외한다. 한국30대 재벌 재무분석, 1995, 신산업경영원 편저

하는 단자회사, 증권회사, 보험회사 등을 소유하고 있었다. 재벌의 금융기관 소유는 기업 환경의 변화로 유동성위험이 증가시 자신이 소유한 금융기관의 재협상을 통해 이를 해결할 수 있어 필요한 자금을 부채 발행을 통해 자유롭게 이용할 수 있는 잇점이 있었다.

결국 재벌과 그 계열사는 비재벌기업에 비해 소유경영자를 중심으로 상호출자 및 상호주식보유, 상호지급 보증 등과 같은 제도로 연계되어 있고 재벌의 금융업에 대한 점유율이 비금융업에 대한 점유율보다 크게 높아 재벌이란 변수는 부채비율이나 부채만기구조에 영향을 줄 것이다. 재벌인 경우, 한국 자본시장에서 하나의 재벌소속기업이 파산은 타 소속기업이 연쇄파산으로 연결될 가능성이 높고 이를 정책당국에서는 국가 경제정책의 운영상 그냥 간과할 수 없기 때문에 파산가능성은 낮아지게 될 것이고 파산위험이나 지급불능위험의 감소와 함께 채권자의 효율적 감시가 가능하고 따라서 부채의 대리인비용도 적을 것이기 때문이다. 또한 재벌에 대한 정부의 정책적 금융지원이 장기부채로 이루어졌으며, 일반적으로 정책금융이 단기부채의 조달비용보다 저렴한 점을 고려할 때 재벌의 경우는 일반적으로 부채의 사용이 비재벌 기업에 비해 많고 상대적으로 장기부채의 사용이 많다고 추론할 수 있다.

4. 실증분석 결과

다중 회귀분석 실시에 앞서, 독립변수들간의 다중공선성 문제를 파악하기 위해 다중상관관계분석을 실시하였다. [표 4-1]을 통해 각 결정변수들간의 상관관계를 분석하면 다음과 같다. 성장가능성은 수익성과 비교적 높은 양의 상관관계가 있음이 분석되었는데 이를 통해 간접적으로 성장가능성이 높은 기업일수록 수익성이 높다는 것을 알 수 있다. 기업규모는 레버리지, 재벌 소속 더미와 높은 양의 상관관계가 있는 것으로 분석되었는데 이는 한국 상장기업의 경우, 규모가 큰 기업일수록 재벌이거나, 재벌 계열사임을 알 수 있고, 이 경우 부채 사용이 증가한다는 것을 알 수 있다. 또한 기업규모와 신용등급간에는 음의 높은 상관관계가 존재하는데, 규모가 큰 기업일수록 신용도가 높다는 것을 간접적으로 알 수 있다. 수익성은 레버리지와도 음의 상관관계가 높는데, 자본구조에 관한 이론 중 수익성이 높을수록 부채비율이 낮아진다는 자본조달순위이론과 동일한 맥락에서 이해될 수 있다.

다중회귀변수는 MAT1과 MAT2에 대한 전체결정변수의 영향력을 파악하기 위해 MAT1과 MAT2를 종속변수로 삼고, G, S, Q, P, LEV, GV, CR1, CR2를 독립변수로 삼아 실시하였다. 이에 대한 분석 결과는 [표4-2]에 있다.

모형1을 분석해 보면 다음과 같다. 성장가능성, 기업의 질, 레버리지, 신용등급은 부채의

[표 4-1] 다중상관관계분석

변수	G	S	Q	P	LEV	GV	CR1	CR2
G	1.0000							
S	-0.1321	1.0000						
Q	-0.0311	0.0532	1.0000					
P	0.0871	0.0987	-0.1363	1.0000				
LEV	-0.1212	0.3934	-0.0497	-0.1594	1.0000			
GV	-0.0973	0.6879	0.0593	0.0437	0.3853	1.0000		
CR1	-0.0243	-0.4942	-0.0412	0.1030	-0.2327	-0.4821	1.0000	
CR2	-0.0283	0.2045	0.0575	-0.3257	0.0140	0.1331	-0.1394	1.000

만기구조에 음의 영향을 주어, 위 결정변수가 증가할수록 단기부채를 발행함을 알 수 있다. 단, t값을 통해 알 수 있듯이, 성장가능성, 신용등급(CR2)은 유의적이고, 그 밖의 음의 영향을 주는 결정변수는 유의적이지 않다. 성장가능성과 부채만기구조는 성장가능성이 높은 기업일수록 부채의 대리인비용이 심각하므로 이 문제를 해결하기 위해 성장옵션을 행사하기 전에 만기가 도래하는 단기부채를 발행한다는 Myers의 주장처럼 본 실증분석에서는 MAT1에 대해서는 1%의 유의수준에서 부채만기구조에 음의 영향을 주고 MAT2에 대해서는 1%,

[표 4-2] 전체 결정변수에 대한 회귀분석

변수	모형 1 (MAT1)	모형 2 (MAT2)
상수	42.2 (2.94)**	5.34 (0.24)
G	-0.478 (-2.10)*	-0.814 (-2.32)*
S	0.107 (0.14)	1.047 (0.88)
Q	-0.034 (-1.36)	-0.023 (-0.60)
P	0.444 (5.40)**	0.947 (7.46)*
GV	1.331 (0.70)	-2.223 (-0.75)
CR1	-1.249 (-1.55)	-0.711 (-0.57)
CR2	-5.231 (-3.48)**	-7.224 (-3.11)**
LEV	-0.081 (-1.38)	0.258 (2.84)**
adj.R ²	0.30	0.39
N	166	166

주: ()안의 값은 t값. *, **는 각각 5%와 1%의 유의수준을 나타냄.

.5%의 유의수준에서 음의 영향을 주는 것으로 분석되었다.

기업규모와 부채만기구조는 규모가 큰 기업일수록 대리인비용이 작아지고 평균거래비용이 감소한다는 Blackwell-Kidwell의 주장처럼 본 실증분석을 통해 대기기업일수록 장기부채를 발행하는 것이 밝혀졌다. MAT1에 대해서는 그 유의성에 의심이 가지만 MAT2에 대해서는 2.02의 t 값으로 5%의 유의수준에서 부채만기구조에 양의 영향을 주는 것으로 분석되었다.

기업의 질과 부채만기구조와의 관계는 기업의 질이 좋은 기업일수록 시장에 자신의 기업가치를 올바르게 전달하기 위해 단기부채를 발행한다는 Flannery의 주장처럼 부채만기구조에 음의 영향을 주지만 t값이 MAT1에 대해서는 -1.50, MAT2에 대해서는 -1.07로 변수의 유의성에 문제가 있다. 이는 미국의 실증분석과도 동일한 결과인데 그 대응변수를 사후적 변수인 주당 순이익의 변화율로 정한 결과로 분석된다. 다른 변수들과의 상관관계로 분석해보면, 주당 순이익의 변화율은 특별히 상관관계가 높은 변수가 없는데도, 이런 현상이 발생하는 것은 상관관계가 낮다고 반드시 다중공선성문제가 해결되는 것이 아님을 알 수 있다.

신용등급 더미(CR2)는 부채만기구조에 가장 유의적으로 음의 영향을 주는 결정변수인데 Diamond의 주장처럼 신용등급이 좋은 기업이나 신용등급이 극단적으로 나쁜 기업이 단기부채를 발행하는 것을 알 수 있다. 그러나 신용등급(CR1)은 유의성에 의심이 가는데 이것은 등급을 보다 세분하지 못했기 때문이라 생각된다. CR2의 결과는 동일한 대응변수로 회귀분석한 미국의 실증연구와 동일한 방향으로 나온 것으로 미국의 가설이 한국에도 어느 정도 적용됨을 알 수 있다.

반면 본 실증연구를 통해 수익성, 재벌 소속 여부는 부채만기구조에 유의적으로 양의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 본 결정변수들은 미국의 연구에는 없는 부채만기구조 결정변수인데 수익성은 MAT1이나 MAT2에 대해 1%의 유의수준에서 양의 영향을 주는 것으로 밝혀져 수익성이 높은 기업일수록 장기부채를 발행함을 알 수 있다. 재벌 및 그 계열사는 MAT1에 대해서만 유의적으로 양의 영향을 주는 것으로 밝혀졌으나 재벌 및 계열사가 장기부채를 단기부채에 비해 상대적으로 많이 발행하는 것을 알 수 있다.

레버리지는 모형2를 통해보면, 부채만기구조에 유의한 양의 영향력을 주어 레버리지가 높은 기업일수록 자금차입시 장기차입자금을 이용하는 것을 알 수 있다. 또한 레버리지와 관계를 통해서 보면 부채만기구조를 통상적으로 총부채중 장기부채의 비율로 정하는 것보다 차입자금 쪽으로 세분해서 정의하는 것이 좀 더 타당한 정의라 생각된다. 이는 대차대조표상의 부채만기구조는 자금 차입보다 상환 기준으로 정의되어 유동성장기부채, 부채성충당금 등 만기 기준을 정하기가 모호한 계정들이 존재하는 것과 일치한다.

앞의 회귀분석을 통한 부채만기구조에 결정변수들이 미치는 영향을 종합하면 다음과 같다. 성장가능성은 부채만기구조에 유의적으로 음의 영향을 주고, 기업규모는 유의적으로 양의 영향을 주는 것으로 나타나 대리인비용 측면 가설을 지지하고 있다. 기업의 질은 부채만기구조에 음의영향을 주지만 그 유의성에 문제가 있고, 신용등급은 신용등급 자체(CR1)가 부채만기구조에 미치는 영향은 유의성이 낮지만, 높거나 극단적으로 낮은 신용등급(CR2)의 기업이 단기부채를 발행하는 것이 유의적으로 나타났다. 수익성은 부채만기구조에 유의적으로 양의 영향을 주고, 재벌 소속 여부는 MAT1에 대해서만 유의적으로 양의 영향을 주는 것으로 나타났다. 결국 부채만기구조에 대한 미국의 기존 가설들이 한국 기업들에게도 적용되며, 재벌 및 그 소속 기업일수록 단기부채보다 장기부채를 사용함을 알 수 있다.

IV. 결 론

이 논문은 대리인비용과 정보불균형이 존재하는 불완전한 시장속에서 최적 부채만기구조가 존재할 수 있음을 확인하고 한국기업의 부채만기구조의 결정변수를 찾아내고, 그 결정변수들이 부채만기구조에 어떠한 영향을 주는가를 실증분석을 통해 알아보았다. 또한 외국에서는 찾아보기 힘든 재벌소속여부를 결정변수에 포함시켜 재벌 소속 여부가 부채만기구조에 미치는 영향도 알아보았다.

이 연구에서 발견한 가장 재미있는 결과로는 성장가능성이 높은 기업일수록 단기부채의 발행가능성이 높다는 것이다. 이 결과는 Myers(1976)의 파소투자 대리인 비용가설과 일치하며 Barclay-Smith(1995)의 미국기업에 대한 실증분석 결과와도 유사하다. 또한 기업규모가 클수록 장기부채의 사용이 많아짐을 발견하였으며 이는 기업규모가 커질수록 규모의 경제가 작용해 낮은 가격으로 장기부채를 사용할 수 있고, 파산위험이 적어지고, 자본시장으로의 접근이 용이하므로 대기기업일수록 장기부채의 발행비율이 높아진다는 가설과도 부합되는 결과이다.

기업의 경영자와 외부 투자자간의 정보불균형이 있을때 부채만기구조가 기업의 내재가치를 외부에 전달하는 신호전달 측면에서 기업의 질과 신용등급이 부채만기구조에 미치는 영향은 다음과 같다. 첫째, 기업의 질이 부채만기구조에 미치는 영향은 기업의 질이 높은 기업일수록 단기부채를 발행하여 음의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 둘째, 신용등급이 부채만기구조에 미치는 영향은 신용등급 높은 기업일수록 단기부채를 발행하며, 극단적으로 신용등급이 낮은 기업도 단기부채를 발행하는 것으로 분석되었다. 이것은 외국의 실증연구에서도 신용등급 상승이 부채만기구조에 유의적으로 음의 영향을 주고 신용등급이 높거나 극단적으로 낮은

기업이 단기부채를 발행하는 것으로 분석되어 보편적으로 나타나는 현상이라 할 것이다.

수익성이 높은 기업일수록 장기부채 사용이 많아지는 것으로 분석되었는 바 이는 한국 기업의 경우 수익성으로 인해 여유자금의 존재시 경기 변동폭이 크기 때문에 유동성위험을 회피하고 자금조달의 안전성을 위해 여유자금을 단기부채상환에 사용하고 장기부채를 유지하거나 장기부채로 자금을 조달하기때문이라 생각된다. 또한 재벌 및 계열사가 자금조달시 단기부채보다 장기부채를 발행하는 것으로 분석되었는데 이는 재벌 및 계열사가 하나의 기업군으로 강력한 연대 관계를 맺고 있고, 재벌의 경우 규모가 크고, 외부이해관계자나 금융기관은 개별기업이 조달할 부채에 대하여 재벌차원에서 무한책임을 질 것이라고 인식되어 부채의 대리인비용 문제가 비교적 심각하지 않고 거래비용도 낮아져서 장기부채를 발행하기 때문으로 여겨진다.

참 고 문 헌

- 김규형, 자금조달이 자본구조와 기업가치에 미치는 영향, 한국금융연수원, 1993.
- 김홍식, 대리비용이 자본구조결정에 미치는 영향, 신평저널 26, 1989, pp 26-36.
- 신동령, 재벌과 비재벌 기업의 재무 구조 결정 요인, 금융 연구 12, 1993.
- 윤봉한, 자본시장에 있어서 비대칭 정보의 역할에 관한 고찰, 신평저널 1990 여름, 33-41.
- , 우리나라 제조업의 자본구조결정요인에 관한 실증적 연구, 신평저널, 1989, 봄, 38-57.
- 최용식, 장단기부채구조와 보통주 수익율과의 연관성에 관한 연구, 재무관리연구, 1993, 141-159
- Barclay, M.J. and C.W. Smith, 1995, The Maturity Structure of Corporate Debt, *Journal of Finance* 50, 609-631
- Barnea, A., R.A. Haugen & L. Senbet, 1980, A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework, *Journal of Finance* 35, 1223-1234.
- Baskin, J.B., 1989, An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management* 18, 26-35.
- Blackwell, D.W. and D.S. Kidwell, 1988, An Investigation of Cost Differences between Public Sales and Private Placements of Debt, *Journal of Financial*

- Economics 22, 253-278.
- Brennan, M. 1995, Corporate Finance over the Past 25 Years, *Financial Management* 24, 9-22.
- Brick, I.E. and S.A. Ravid, 1985, On the Relevance of Debt Maturity Structure, *Journal of Finance* 40, 1423-1437.
- Diamond, D.W. 1991a, Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, *Quarterly Journal of Economics* 106, 709-737.
- , 1991b, Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy* 99, 689-717.
- , 1993, Seniority and Maturity of Debt Contracts, *Journal of Financial Economics* 33, 341-368.
- Galai, D. and R. Masulis, 1976, The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock, *Journal of Financial Economics* 3, 53-81.
- Flath, D. and C.R. Knoeber, 1980, Taxes, Failure Costs and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test, *Journal of Finance* 35, 99-117.
- Fama, E.F., 1985, What's Different about Banks? *Journal of Monetary Economics* 15, 29-36.
- Ferry, M.G. and W.H. Jones, 1979, Determinants of Financial Structure, *Journal of Finance* 34, 631-645.
- Flannery, M., 1986, Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, *Journal of Finance* 41, 19-37.
- Goswami, G., T. Noe and M. Rebbello, 1995, Debt Financing under Asymmetric Information, *Journal of Finance* 50, 633-659.
- Harris, M. and A. Raviv, 1991, The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, 46, 279-353.
- Ho, T. and F.R. Singer, 1982, Bond Indenture Provisions and the Risk of Corporate Debt, *Journal of Financial Economics* 10, 375-406.
- Houston, J. and Venkataraman, 1994, Optimal Maturity Structure with Multiple Debt Claims, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 179-197.
- Jensen, M.C. and W. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial

- Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 4, 305-360.
- Kale, J.R. and T.H. Noe, 1990, Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Equilibrium, *Journal of Financial Research* 13, 155-165.
- Kim, W.C. and E.H. Sorensen, 1986, Agency Evidence on the Impact of Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 131-144.
- Modigliani, F. and M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48, 261-297.
- Myers, S.C., 1977, Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- , 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39, 575-592.
- 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* 10, 375-406.
- Ross, S.A. 1977, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *Bell Journal of economics* 8, 23-40.
- Smith, C.W., 1986, Investment Banking and the Capital Acquisition Process, *Journal of Financial Economics* 15, 3-29.
- Smith, C.W. and J.B. Warner, 1979, On the Financial Contracting, *Journal of Financial Economics* 7, 117-161.
- Smith, C.W. and R.L. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics* 32, 263-292.
- Stohs, M.H. and D.C. Mauer, 1996, The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure, *Journal of Business* 69, 279-312.
- Stulz, R.M. and H. Johnson, 1985, An Analysis of Secured Debt, *Journal of Financial Economics* 14, 501-521.
- Titman, S. and R. Wessel, 1988, The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance* 43, 1-17.

〔표 A-1〕 표본기업

롯데삼강	백광산업	쌍용양회	현대자동차	신풍제지	조선내화	삼양사
대림수산	동양화학	현대시멘트	쌍용자동차	대원제지	동서산업	한국수출포장
금양	동양시멘트	대원강업	세풍	한일시멘트	두산유리	대한제분
조비	성신양회	동아정기	한화종합화학	아세아시멘트	한솔제지	농심
태원물산	현대미포조	대한전선	동아건설	신호제지	제일제당	성보화학
일신석재	오리엔트	엘지전선	벽산건설	대한펄프	해태제과	동방아그로
벽산	영창약기	금호전기	두산건설	내쇼날푸라	롯데제과	경농
금강	대일화학	기아자동차	대림산업	서통	동양제과	엘지화학
한국석유	신성	아남전자	한국유리	크라운제과	송원산업	강원산업
삼부토건	삼성물산	한창	대동공업	샘표식품	신호유화	한보철강
한신공업	신성통상	아남산업	삼양중기	미원	대한페인트	동부제강
극동건설	엘지상사	삼성전관	신일산업	대한제당	건설화학	동성철강
경향건설	세계물산	삼성전기	엘지전자	진로	조광페인트	고려제강
신한	쌍용	오리온전기	종근당	조선맥주	고려화학	동양철관
코오롱건설	삼미	코리아씨키	현대약품	롯데칠성	유한양행	만호제강
동부건설	대성산업	삼영전자	녹십자	두산음료	동아제약	동양석판
풍림산업	천지산업	대한화섬	일성신약	백양	영진약품	엘지금속
엘지건설	선경	태창기업	코오롱	쌍방울	일양약품	영풍
현대건설	현대상사	태평양	태광산업	경방	일동제약	동양강철
현대차씨비스	신세계	한국화장품	선경인더스	동일방직	삼성제약	대한중석
우리자동차	대한통운	한일방직	유유산업	조선선재	대우	고려운수
대우전자	제일모직	국제약품	삼화광관	셋방기업	남영비비안	
경남모직	한일약품	한화	신영와코루	태평양종합	동양나이론	
대우중공업	유공	유림	삼성전자	고려합섬	중의제약	
한국타이어	남한제지	삼일제약	한진	동화약품	동양물산	