

# 한국의 기업 환경과 재무구조

1998.3

위정범  
한국경제연구원

# Business Environment and Corporate Financial Structure in Korea

Jung Bum Wee

## 발 간 사

한국 기업들의 재무구조는 선진국 및 경쟁국에 비해 부채의존도가 매우 높은 특징을 가지고 있어, 오랜 기간 논의의 대상이 되어 왔다. 기업의 부채의존적 경영은 영업부진시에 자금사정을 악화시키고 나아가 경제 전체의 불안을 야기할 수 있기 때문이다. 더욱이 최근 경제위기 하에서 한국 기업의 높은 부채의존도는 국제적 신인도(信認度)를 저해하는 요인으로 작용하고 있기도 하다.

한국 기업들의 높은 부채의존도는 크게 보아 역사적 배경의 산물이라고 할 수 있다. 경제개발의 역사가 일천(日淺)하여 축적된 자본이 부족하고 주식시장이 왜소하여 기업들은 투자재원 조달을 위해 주로 외부자금 특히 금융기관으로부터의 차입에 의존하였다.

이 연구는 이와 같은 역사적 배경 하에서 정부의 경제정책, 금융기관과 기업의 최적화 행태 등 경제 주체들의 주어진 환경에 적응하는 대응방식이 기업 재무구조에 미친 영향을 분석하고, 향후 기업의 재무의사결정과 정부의 정책방향에 대한 시사점을 찾으려는 목적을 가지고 있다. 구체적으로 기업의 재무구조 결정요인으로서 정부의 금융 및 산업 정책, 기업의 재무위기비용(cost of financial distress), 부채의 대리인비용, (정보비대칭 하에서) 기업의 수익성, 기업의 절세동기(節稅動機) 등을 1990년대 상장기업 자료를 이용하여 분석하였다.

실증분석 결과는 정부 주도적 경제운영체제 하에서 이자율규제를 포함한 규제·보호 위주의 금융정책이 기업의 부채의존도를 높인 요인의 하나임을 시사한다. 정부는 과거 투자촉진을 위해 이자율을 시장이자율 이하로 규제하였는데 이는 결과적으로 이자비용을 낮추어 기업의 부채조달을 유도하였다.

정부의 실물시장에서의 규제·보호도 기업의 부채의존도를 심화시킨 것으로 나타난다. 기업들은 각종 경쟁제한적 규제 때문에 자유로운 기업활동을 제약받은 한편, 일단 시장에 진입하면 정부의 규제·보호에 의지하여 안정적 수익을 유지할 수 있었다. 또한 정부가 규제금융, 산업합리화 등의 정책수단을 통해 기업 파산을 억제한 것도 기업의 경영위험을 감소시켰다. 따라서 기업은 규제나 보호가 없는 경우에 비해 경영위험과 관련한 부채비용을 충분히 고려할 인센티브를 갖지 않았고, 부채조달을 통해 외형을 확대함으로써 기업가치를 극대화할 수 있었던 것으로 보인다.

덧붙여서 실증분석 결과는 기업들은 부채조달을 용이하게 하기 위해 담보로 이용할 수 있는 자산규모를 확대하거나 상호채무보증을 위해 기업집단을 형성할

인센티브를 갖고 있으며, 부채조달에 따른 금융비용 부담 때문에 내부유보가 적고 이에 따라 자기자본 조달이 원활하지 못한 악순환에 처해 있음도 시사한다.

결론적으로 이 연구는 정부 주도적 경제운영체제하에서 금융기관 및 기업에 대한 규제·보호가 한국 기업의 높은 부채의존도를 형성한 주요 요인임을 시사한다. 즉 기업은 주어진 경제·정치·사회 등 여건에 나름대로 적응하면서 현재의 재무구조를 형성한 것이다. 따라서 재무구조의 안정성을 제고하기 위해 기업의 자금조달 행태를 직접적으로 규제하기보다는 기업환경을 개혁하는 것이 적절한 방안이 될 것이다.

이 연구를 수행한 본원의 위정범 연구위원, 자료정리와 원고작성을 도와 준 이현주, 최정희 연구조원에게 감사한다. 끝으로 이 연구의 내용은 필자의 개인적 견해이며 본원의 공식적 견해가 아님을 밝혀둔다.

1998년 5월

한국경제연구원

원장 좌승희

## 목차

### 제1장 서론 / 1

1. 한국 기업의 재무구조 현안 / 1
2. 연구의 방향 및 목적 / 2

### 제2장 기업 재무구조에 관한 기존 연구 / 4

1. 해외의 주요 관련 문헌 / 4
2. 한국 기업의 재무구조에 관한 국내 실증연구 / 7

### 제3장 한국 기업의 재무구조 결정요인 / 10

1. 기업의 재무구조와 종속변수의 설정 / 10
2. 금융환경과 기업의 자본조달 / 11
  - 1) 이자율규제에 따른 구속성예금 / 12
  - 2) 금융기관의 담보 및 보증 대출 관행 / 13
3. 기업의 경영위험과 관련한 부채의 간접비용 / 15
  - 1) 재무위기비용 / 15
  - 2) 부채의 대리인비용 / 16
  - 3) 정부의 경쟁 제한적 규제와 기업과산 억제정책 / 21
4. 정보비대칭과 기업의 수익성 / 22
5. 기업의 절세수단 / 23

### 제4장 실증분석 / 26

1. 실증분석 자료 / 26
2. 설명변수들의 기초 통계분석 / 26
3. 회귀분석 모형 / 27
4. 실증분석 결과 및 시사점 / 29

### 제5장 국제통화기금 금융지원 시대의 기업금융 / 36

1. 국제통화기금 프로그램의 기업금융 관련 개혁 방향 / 36

- 2. 기업금융 환경 변화와 기업의 과제 / 37
- 3. 기업금융 환경 정비를 위한 정부의 과제 / 39
  - 1) 금융기관에 대한 정책과제 / 39
  - 2) 기업에 대한 정책과제 / 40

## 제6장 결론 / 42

- 1. 기업 재무구조의 안정성 제고를 위한 정책 방향 / 43
- 2. 경제위기에 대응한 기업과 정부의 당면 과제 / 44

## 참고문헌 / 46

## 부록 / 50

## 표·그림 목차

- <표 1> 주요국 제조업의 부채비율 / 1
- <표 2> 30대 기업집단의 자금조달 구성 / 2
- <표 3> 한국의 주요 이자율 추이 / 12
- <표 4> 실증분석 변수 요약 / 25
- <표 5> 설명변수들의 기초 통계분석 / 26
- <표 6> 설명변수들의 상관계수 / 27
- <표 7> 한국 기업의 재무구조 결정요인 분석을 위한 회귀모형 / 29
- <표 8> 기업 재무구조의 회귀분석 결과 / 30
- <표 9> 주요국 제조업의 수익구조 및 자기자본비율 비교 / 33
- <그림 1> 기업의 투자안이 창출하는 미래 기업가치의 확률분포 / 18

## 부표 목차

- <부표 1> 모형 1의 회귀분석 결과
- <부표 2> 모형 2의 회귀분석 결과
- <부표 3> 모형 3의 회귀분석 결과
- <부표 4> 모형 4의 회귀분석 결과
- <부표 5> 모형 5의 회귀분석 결과
- <부표 6> 모형 6의 회귀분석 결과
- <부표 7> 모형 7의 회귀분석 결과
- <부표 8> 모형 8의 회귀분석 결과
- <부표 9> 모형 9의 회귀분석 결과
- <부표 10> 모형 10의 회귀분석 결과
- <부표 11> 모형 11의 회귀분석 결과
- <부표 12> 모형 12의 회귀분석 결과
- <부표 13> 모형 13의 회귀분석 결과
- <부표 14> 모형 14의 회귀분석 결과
- <부표 15> 모형 15의 회귀분석 결과
- <부표 16> 모형 16의 회귀분석 결과
- <부표 17> 모형 17의 회귀분석 결과
- <부표 18> 모형 18의 회귀분석 결과
- <부표 19> 모형 19의 회귀분석 결과
- <부표 20> 모형 20의 회귀분석 결과
- <부표 21> 모형 21의 회귀분석 결과
- <부표 22> 모형 22의 회귀분석 결과
- <부표 23> 모형 23의 회귀분석 결과
- <부표 24> 모형 24의 회귀분석 결과
- <부표 25> 모형 25의 회귀분석 결과
- <부표 26> 모형 26의 회귀분석 결과
- <부표 27> 모형 27의 회귀분석 결과
- <부표 28> 모형 28의 회귀분석 결과
- <부표 29> 모형 29의 회귀분석 결과
- <부표 30> 모형 30의 회귀분석 결과



- <부표 31> 모형 31의 회귀분석 결과
- <부표 32> 모형 32의 회귀분석 결과
- <부표 33> 모형 33의 회귀분석 결과
- <부표 34> 모형 34의 회귀분석 결과
- <부표 35> 모형 35의 회귀분석 결과
- <부표 36> 모형 36의 회귀분석 결과
- <부표 37> 모형 37의 회귀분석 결과
- <부표 38> 모형 38의 회귀분석 결과
- <부표 39> 모형 39의 회귀분석 결과
- <부표 40> 모형 40의 회귀분석 결과
- <부표 41> 모형 41의 회귀분석 결과
- <부표 42> 모형 42의 회귀분석 결과
- <부표 43> 모형 43의 회귀분석 결과
- <부표 44> 모형 44의 회귀분석 결과
- <부표 45> 모형 45의 회귀분석 결과
- <부표 46> 모형 46의 회귀분석 결과
- <부표 47> 모형 47의 회귀분석 결과
- <부표 48> 모형 48의 회귀분석 결과
- <부표 49> 모형 49의 회귀분석 결과
- <부표 50> 모형 50의 회귀분석 결과
- <부표 51> 모형 51의 회귀분석 결과
- <부표 52> 모형 52의 회귀분석 결과
- <부표 53> 모형 53의 회귀분석 결과
- <부표 54> 모형 54의 회귀분석 결과

# CONTENTS

I. Introduction / 1

II. Literature Review on Corporate Financial Structure / 4

III. The Determinants of Corporate Financial Structure of Korean Firms  
/ 10

IV. Empirical Analysis / 26

V. Corporate Finance in International Monetary Fund Regime / 36

VI. Conclusion / 42

References / 46

Appendix / 50

## 제1장 서론

기업의 재무구조(財務構造; financial structure)는 자본의 조달 측면에서 자기자본과 타인자본(부채)의 구성을 의미한다. 기업의 목적을 기업가치 극대화에 있다고 하면 최적 재무구조는 (주어진 환경 속에서) 기업가치를 극대화하는 자기자본과 부채의 구성으로 정의할 수 있다.

### 1. 한국 기업의 재무구조 현안

한국 기업들의 재무구조는 선진국 및 경쟁국에 비해 부채의존도가 매우 높은 특징을 가지고 있다. 기업들의 높은 부채비율은 무거운 이자비용을 수반하여 순이익을 감소시키고 영업부진 시에는 자금사정을 악화시키는 요인이 되고 있다. 따라서 기업의 부채비율을 감소시키려는 노력이 '재무구조 개선'이라는 명제 하에 추진되어 왔다.

<표 1> 주요국 제조업의 부채비율<sup>1)</sup>

(단위: %)

한국 <sup>2)</sup>	미국	일본	대만
317.1	159.7	206.3	85.7

주: 1) 부채비율 = 부채/자기자본.

2) 한국은 1996년, 외국은 1995년 통계임.

자료: 한국은행, 「기업경영분석」, 1997.

더욱이 기업 재무구조의 국가간 단순 비교가 그릇된 결론을 유도할 위험을 내포함에도 불구하고, 현실적으로 한국 기업의 높은 부채의존도는 국제적 신인도(信認度)를 저해하는 요인으로 작용하고 있다.

그러나 기업의 재무구조는 다양한 요인에 의해 결정되기 때문에 단순히 부채의존도에만 근거하여 적절성 여부를 판단하기는 어렵다. 부채의 이자비용 때문에 기업의 순이익이 감소한다는 논리는 자기자본도 비용을 수반하는 자금조달수단임을 간과(看過)하는 측면을 가지고 있다. 주주는 자신의 재산을 기업의 자기자본으로 제공하지 않더라도 다른 투자를 통해 수익을 거둘 수 있으므로, 자기자본은 명백히 기회비용을 수반하는 자금수달인 것이다. 따라서 기업은 손익계산서 상에

명시적으로 나타나지 않는 자기자본의 비용까지 고려해야 하며, 기업가치는 창출한 경제적 부가가치에 의해 판단해야 한다.

기업의 부채는 이자비용 부담과 영업부진시에 자금난을 겪을 가능성을 높이는 외에도 다양한 효과를 갖는데, 예를 들어 조세부담을 줄이고 비대칭정보 하에서 신호(信號; signalling) 기능을 수행할 수도 있다.

따라서 기업의 '재무구조 개선'이 단순히 그리고 언제나 자기자본비율 제고를 의미해서는 안된다. 자기자본비율을 높여 재무적 안정성을 강화하는 것이 현재 한국 기업이 처한 어려움을 극복하기 위한 하나의 실천목표는 될 수 있으나, 기업 경영의 궁극적이고 일반적 목적은 아니기 때문이다. 기업의 '재무구조 개선'을 논의하기 위해서는 먼저 한국 기업의 재무구조가 현재의 모습을 갖게 된 요인을 분석하여 왜곡 원인을 밝히고 문제점을 바로 잡기 위한 방안을 모색하는 작업을 선행해야 할 것이다.

## 2. 연구의 방향 및 목적

한국 기업들의 높은 부채의존도는 크게 보아 역사적 배경의 산물이라고 할 수 있다. 경제개발의 역사가 일천(日淺)하여 축적된 자본이 부족하기 때문에 기업들은 투자재원 조달을 위해 주로 외부자금에 의존하여 왔다. 또한 직접금융시장 규모가 왜소하여 기업들은 금융기관으로부터의 차입에 크게 의존하였다. 정부도 은행 등 금융기관을 통해 자금동원을 극대화하여 산업자금을 공급하는 간접금융 위주의 정책을 취하였다.

<표 2> 30대 기업집단의 자금조달 구성

(단위: %)

	내부자금	외부자금				합계
		유상증자	장기차입금	단기차입금	소계	
1994년	41.2	1.2	9.8	47.7	58.8	100.0
1995년	36.8	1.4	12.2	49.7	63.2	100.0
1996년	22.4	1.3	12.7	63.6	77.6	100.0

자료: 한국경제연구원, 「1995년 30대 기업집단」, 1995.

한국경제연구원, 「1996년 30대 기업집단」, 1996.

자유기업센터, 「1997년 한국의 대규모 기업집단」, 1997.

그러나 주어진 역사적 환경 외에도 정부의 경제정책, 금융기관과 기업의 행태 등 경제주체들의 주어진 환경에 대한 대응방식도 한국 기업의 재무구조에 크게 영향을 미쳤을 것이다. 이 연구는 주어진 역사적 환경 하에서 우리 나라 기업들이 경제, 정치, 사회 제도 및 관습, 정부의 경제운영정책, 금융시장의 특성 등에 적응하면서 오늘날과 같은 재무구조를 형성하게 된 요인들을 분석하여, 향후 기업 스스로 적절한 재무구조를 발견·유지할 수 있도록 금융환경을 정비하기 위한 시사점을 도출하려고 한다.

이 보고서의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. 제2장은 본 연구와 관련된 국내·외 기존 연구들을 정리한다. 제3장은 한국 기업의 재무구조에 중요한 영향을 미친 것으로 판단되는 요인들을 선택하고, 실증분석에 필요한 변수들을 설정한다. 제4장은 이들 요인들이 기업 재무구조에 미치는 영향을 실증분석하는 회귀분석(regression analysis)을 수행하고 시사점을 정리한다. 제5장은 특히 국제통화기금(International Monetary Fund)의 금융지원 하에서 급변하는 기업환경이 한국 기업의 재무의사 결정에 미치는 영향 및 기업, 금융기관 및 정부의 향후 과제를 논의하며 제6장은 결론이다.

## 제2장 기업 재무구조에 관한 기존 연구

기업의 재무구조는 기업재무 분야의 핵심 관심사항의 하나로 해외와 국내의 많은 이론 및 실증 연구가 있다. 국내에는 특히 한국 기업의 재무구조에 관한 실증연구가 다수 이루어져 있다. 다음은 본 연구와 관련된 해외의 주요 문헌들과 한국 기업의 재무구조를 분석한 국내의 실증연구들을 정리한다.

### 1. 해외의 주요 관련 문헌

모딜리아니-밀러Modigliani and Miller(1958)에서 비롯된 재무구조의 무관련정리(無關聯定理; irrelevancy theorem)는 완전시장(perfect market) 및 완성시장(complete market)을 가정하는 경우 기업가치가 재무구조에 의존하지 않음을 보인다. 즉 어떤 재무구조를 갖든지 기업가치는 동일하므로 특정한 최적 재무구조는 존재하지 않는다는 것이다.

그러나 현실적으로 각종 거래비용(transaction cost), 조세 및 기업의 파산비용이 존재하고 시장 참가자 간에 정보가 비대칭적으로 분포되어 있는 등 시장은 불완전하다. 또한 기업들은 마치 특정 재무구조를 지향하고 있는 듯이 보이고 실제로 자기자본만 또는 부채만으로 자본을 조달하는 기업을 발견할 수 없기 때문에, 기업들의 이런 행태를 설명할 수 있는 이론을 필요로 하게 된다. 즉 기업이 자기자본과 부채를 혼합하여 자본을 조달하는 행태를 설명하기 위한 이론을 필요로 한다.

이에 따라 모딜리아니-밀러Modigliani and Miller의 완전시장 가정을 완화하여 조세, 기업의 파산비용, 부채의 대리인비용, 정보비대칭 등이 존재하는 불완전시장에서 기업의 재무구조 결정과정을 분석하는 연구들이 이루어져 왔다.

모딜리아니-밀러Modigliani and Miller(1963)는 법인세가 존재하는 경우 기업 부채의 이자비용은 손실로 인정되어 조세부담을 줄이기 때문에 최적 재무구조는 자본을 전액 부채로 조달하는 것임을 보인다. 즉 기업의 부채 조달은 자기자본에 비해 세제 상의 이점을 가지고 있음을 시사한다. 그러나 밀러Miller(1977)는 법인세와 함께 누진적 개인소득세가 존재하면 부채의 (법인세) 절세효과를 상쇄하여 개별 기업의 최적 재무구조는 존재하지 않고 자본시장의 균형 부채비율만 존재함을 시사한다. 조세가 존재하는 경우에도 재무구조의 무관련정리가 성립함을 주장

하는 것이다.

이에 따라 조세 외의 다른 요인들을 찾고 그 영향을 분석하는 연구가 활발히 진행되어 왔다.

기업의 파산비용에 관한 연구의 예로 워너Warner(1977)는 1933~1955년 기간 미국 철도회사들의 파산사건을 분석하여 이들 기업들이 평균적으로 기업가치의 5.3%에 이르는 직접적 파산비용(direct costs of bankruptcy)을 부담하였음을 보인다. (워너Warner는 직접적 파산비용을 변호사 및 회계사 비용, 경영자의 파산 절차 수행에 따른 비용 등으로, 간접적 파산비용(indirect costs of bankruptcy)을 매출 감소, 이윤 감소, 비정상적으로 높은 자금조달비용 등으로 정의한다.) 앙-추아-맥코넬Ang, Chua and McConnell(1982)은 1963~1978년 기간 미국 오클라호마Oklahoma주 서부지역의 기업파산 사건 기록을 이용하여 직접적 파산비용의 기업 청산가치에 대한 비율은 평균 7.5%임을 보고하고 있다. 워너Warner 및 앙-추아-맥코넬Ang, Chua and McConnell 등의 연구는 기업의 부채조달은 파산가능성을 높여 기대파산비용(期待破産費用)을 증가시키므로 기업은, 부채의 절세효과가 있더라도, 자본을 전액 부채로 조달하지 않을 것임을 시사한다.

티트만Titman(1984)은 기업이 청산되면 부품생산이 중단되는 등의 이유로 소비자들의 제품 유지비용이 증가하는데, 기업은 사전적으로 이와 같은 비용을 고려하여 재무구조를 결정함을 시사한다. 부채의존도가 높은 기업은 파산가능성이 높아 소비자는 그 기업의 제품을 구입하면 향후 높은 유지비용을 부담할 가능성이 크다. 따라서 부채의존도가 높은 기업은 제품에 대한 수요 감소를 통해 간접적으로 비용을 부담하게 된다. 기업은 부채의 간접적 비용도 고려하여 재무구조를 결정해야 하므로, 청산비용은 부채조달을 억제하는 영향을 미친다.

오플러-티트만Opler and Titman(1994)은 부채의존도가 높은 기업은 산업의 침체에 보수적으로 자금을 조달한 경쟁 기업에게 상당 정도의 시장점유율(market share)을 잃게 되는데, 이를 부채 비용요인의 하나로 고려해야 함을 시사한다.

또한 기업의 파산가능성은 부채의 대리인비용(負債의 代理人費用)을 유발하여 기업가치를 감소시킬 수 있다. 주주의 이익을 위해 일하는 경영자는 기업가치(자기자본과 부채 가치의 합)보다는 주주의 이익(자기자본의 가치)만을 극대화하려는 인센티브(incentive)를 갖고 있다. 만약 경영자가 부채조달 이후 주주이익 극대화를 위해 결과적으로 채권자의 이익(부채가치)을 감소시키는 행동을 하면 채권자는 손실을 입게 된다. 그러나 합리적인 채권자는 이미 자금 제공 시에 이런 문제를 감안하여 높은 이자율을 요구하는 등 자금제공 후에도 채권가치를 유지할

수 있는 대응방법을 강구할 것이다. 따라서 경영자의 (채권자의 이익 감소를 무릅쓰고) 주주이익을 극대화하려는 인센티브는 궁극적으로 주주이익을 감소시키며 그 만큼의 기업가치 감소를 초래한다. 이와 같이 부채 사용에 따른 주주 (또는 그 대리인인 경영자)의 인센티브 문제가 야기하는 기업가치 손실을 부채의 대리인비용(agency cost of debt)이라 한다.

젠슨-메크링 Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 기업가치에 대한 기여는 상대적으로 작으나 위험도는 높은 투자안(投資案)을 선택하는 경우, 부채의 대리인비용이 발생함을 시사한다. 마이어즈 Myers(1977)는 경영자가 정(positive)의 순현재가치(net present value)를 가지고 있어 기업가치를 증대시키나 위험도가 낮아 주주 부를 증대시키지 않는 투자안을 포기하는 경우에도 부채의 대리인비용이 발생함을 보인다.

합리적인 채권자는 경영자의 인센티브 문제를 예상하여 대응하기 때문에 부채의 대리인비용은 결국 주주의 부담이 된다. 따라서 부채의 대리인비용 이론은 경영자가 대리인비용을 낮추기 위해 부채 이용을 자제할 것으로 예측한다.

기업의 재무구조는 정보비대칭(情報非對稱) 때문에 시장이 불완전한 경우에도 기업가치에 유의한 영향을 미친다. 기업재무 분야의 연구에서 정보비대칭(information asymmetry)은 일반적으로 기업 내부자가 외부 투자자에 비해 정확하고 많은 기업정보를 보유한 상황을 가리킨다. 경영자는 업무수행 과정에서 투자계획, 수익성 등에 관해 양질의 정보를 획득할 수 있기 때문이다.

마이어즈-마즈루프 Myers and Majluf(1984)는 정보비대칭 하에서 기업이 위험증권을 발행하여 투자자금을 조달해야 하면 정의 순현재가치를 가진 투자안을 포기하는 경우가 있으나, 무위험증권(risk-free security)을 발행할 수 있으면 경제적 가치가 있는 투자안을 포기하지 않음을 보인다. 이들은 정보비대칭 하에서 기업은 자본조달 수단으로 (무위험 자금조달 수단인) 내부자금 또는 무위험 부채 발행, (주식에 비해 상대적으로 위험도가 낮은) 부채의 발행, 주식 발행 순으로 선호함을 시사한다. 이 이론은 페킹오더 pecking order 이론으로 불리는데 기업은 내부유보자금을 우선적으로 이용하며, 내부유보가 많은 기업은 결과적으로 낮은 부채의존도를 유지할 것임을 시사한다.

한편 페리-존즈 Ferri and Jones(1979)는 대기업은 신용도가 높아 자본시장 접근이 용이하고, 경영다각화로 위험이 분산되어 있어 이자비용이 저렴하여 부채조달을 상대적으로 선호할 것임을 시사한다.



## 2. 한국 기업의 재무구조에 관한 국내 실증연구

국내의 기업 재무구조에 관한 실증연구들은 재무구조에 영향을 주는 요인들을 발견하고 시사점을 해석하고 있다.

金暎圭(1986)는 기업의 재무구조가 산업별로 상이할 것이라는 가설을 실증분석한다. 무작위 추출된 국내 90개 상장기업(9개 산업에 분포)의 1975~1984년 기간 자료를 이용하여 재무구조의 정태적(靜態的; static) 대용변수로 부채비율, 동태적(動態的; dynamic) 대용변수로 영업이익의 이자비용에 대한 비율인 이자보상비율(利子補償比率; interest coverage ratio)을 측정한다. 통계분석을 통해 한국 기업들의 재무구조는 산업별로 상이하고, 각 산업의 재무구조는 시간이 경과함에 따라 변화하나 산업별 부채의존도의 순위(順位)는 안정적임을 보고한다.

洪永復(1987)은 국내 78개 상장기업의 1978-1985년 기간 자료를 이용하여 한국 기업의 재무구조에 유의한 영향을 주는 변수들을 요인분석(要因分析; factor analysis)과 단계별 회귀분석(step-wise regression)을 통해 탐색한다. 종속변수인 재무구조의 대용변수(proxy)로는 총부채의 총자산에 대한 비율을 선택하고, 유의성을 발견한 설명변수로 수익성을 나타내는 총자산이익률, 기업규모를 나타내는 매출액의 자연대수(natural logarithm), 자본시장 여건의 대용변수인 해당 연도 주가의 과거 2년간 평균주가에 대한 비율, 경영위험의 대용변수로 이용된 (주당영업이익/주가)의 회귀분석 잔차(殘差; residual)의 분산을 기업의 평균이익의 제곱으로 나눈 비율을 보고하며, 회귀분석의 조정결정계수(adjusted  $R^2$ )는 0.4638임을 밝히고 있다. 유의한 변수들 가운데 경영위험 대용변수의 회귀계수는 이론적 예측과 달리 유의한 정(正; positive)의 부호를 갖는데, 洪永復은 이를 기업이 정부의 보호를 받고 있어 경영위험을 충분히 고려하지 않고 규모확대에 치중하였으며 금융시장의 감시자 기능을 수행해야 할 은행의 여신심사기능이 정책금융 때문에 위축되었음을 시사하는 것으로 해석하고 있다.

沈昞求(1989)는 금융, 보험, 문화 및 서비스업을 제외하고 무작위 추출한 국내 105개 상장기업의 1981-1986년 기간 자료를 이용하여 한국 기업의 재무구조를 실증분석한다. 재무구조의 대용변수로 총부채의 총자산에 대한 비율을 이용하고, 유의성을 발견한 설명변수로 기업규모를 나타내는 총자산 및 30대 대규모 기업집단 소속여부를 나타내는 지표변수(dummy variable)를 보고한다. 沈昞求是 기업의 규

모 및 기업집단 소속여부가 재무구조에 유의한 영향을 주는 분석결과에 대해 투자자금이 부족한 상황에서 해외차입을 이용한 기업들의 적극적 투자가 세계경제의 활황에 힘입어 성공적인 결과를 낳았고, 이자비용의 손비 인정, 여신이자율 규제, 지속적인 물가상승, 주식시장의 미발달 등으로 기업들이 부채조달에 노력한 상황에서 대기업 또는 기업집단이 우월한 교섭력을 가지고 있기 때문으로 해석한다. 분석에 이용된 9개 회귀모형의 결정계수는 모두 0.221을 초과하지 않는다.

申敏植(1989)은 금융업 및 보험업을 제외하고 1983~1987년 기간 계속 상장된 국내 120개 기업(9개 산업에 분포)을 대상으로 같은 기간 자료를 이용하여 재무구조를 분석한다. 재무구조의 대응변수로 장기부채의 자기자본에 대한 비율을 선택하고, 전체 표본을 사용한 회귀분석에서 유의한 결과를 나타낸 설명변수로 기업규모의 대응변수인 매출액의 자연대수, 자산 담보가치의 대응변수로 이용한 고정자산의 총자산에 대한 비율, 경영위험의 대응변수인 월간 주식수익률의 표준편차를 보고하고 있다. 유의한 변수들 가운데 경영위험의 회귀계수는 (이론적 예측과 달리) 정(正)의 부호를 가지고 있으며, 회귀모형의 조정결정계수는 0.2755이다.

朴聖泰(1990)는 금융업과 보험업을 제외한 국내 139개 상장기업의 1980-1988년 기간 자료를 이용한다. 고정부채비율로 측정된 기업가치에 대해 비부채 절세효과, 기업규모 및 수익성 등이 유의적 관계를 가진 기업속성임을 보고하고 있으며, 회귀모형의 결정계수는 0.264이다.

鮮于爽皓(1991)는 서비스업을 제외한 국내 191개 상장기업의 1982~1986년 기간 자료를 이용하여 재무구조를 분석한다. 재무구조의 대응변수로 자기자본가치(시장가치)와 부가가치(장부가치)의 합계에 대한 부가가치의 비율을 이용한다. 유의한 설명변수는 부도위험의 대응변수로 이용한 실질기업이익(당기순이익과 감가상각 등에 의한 세금공제이득의 합계)의 표준편차, 부채의 대리인비용을 추정하는 대응변수인 매출액증가율(매출액의 시간추세에 대한 회귀분석으로 추정된 회귀계수), 외부지분의 대리인비용(agency cost of outside equity)의 대응변수로 이용한 감가상각 조정 당기순이익의 총자산에 대한 비율이며, 기업규모의 대응변수인 총자산의 회귀계수는 유의하지 않음을 보고한다. 회귀모형의 조정결정계수는 0.2836이다.

신동령(1991)은 1977-88년 기간 계속 상장된 국내 128개 제조기업들을 대상으로 분석한다. 재무구조의 대응변수로 부채의 총자산에 대한 비율 또는 부채의 자산재평가적립금을 차감한 총자산에 대한 비율을 선택한다. 단계별 회귀분석 결과 유의한 설명변수는 자산 담보가치의 대응변수로 이용한 유형고정자산의 자연대

수, 수익성을 나타내는 영업이익의 매출액에 대한 비율, 1984년말 전후의 자산규모를 비교한 총자산성장률 및 배당금의 당기순이익에 대한 비율인 배당성향이며, 최종적으로 추정된 4개 모형의 조정결정계수는 0.31~0.47에 분포하고 있다.

국내의 기존 실증연구들이 주로 기업의 내부적 요인들에 초점을 둔 반면, 본 연구는 정부의 경제운영방식과 금융 및 실물 시장의 특성이 한국 기업의 재무의사 결정행태에 미친 영향을 중점적으로 분석한다. 이를 통해 한국 기업들이 현재의 재무구조를 갖게 한 환경적 요인들을 분석하고 급변하는 경제환경 속에서 기업, 금융기관의 과제 및 정부의 정책방향을 제시하려고 한다.

또한 기존 연구들이 대부분 1980년대 자료를 사용하고 있는 것과 달리, 이 연구는 경제 자유화와 개방 추진, 경쟁격화 등으로 1980년대와 현격히 구별되는 1990년대 자료를 이용하여 있어 시의성(時宜性)을 가질 것으로 기대한다. 표본의 크기도 가급적 확대하여 분석결과의 신뢰도와 적용가능성을 높이려고 한다.

### 제3장 한국 기업의 재무구조 결정요인

재무구조에 관한 국내·외 문헌은 자본조달 수단으로서 자기자본 또는 부채의 선택이 기업가치에 미치는 영향을 분석함으로써, 기업가치를 극대화하는 최적 재무구조의 결정과정을 고찰하고 있다. 이 보고서는 기존 연구의 재무구조 결정이론에 기초한 실증분석을 통해 한국 기업의 재무구조 결정에 있어서 중요한 역할을 한 요인들을 발견하고 그 영향을 분석한다.

구체적으로 기업의 자기자본과 부채 조달의 (상대적) 비용·편익을 자본비용, 기업의 담보·보증 능력, 기업의 경영위험과 관련한 부채의 간접비용, 정부의 규제 및 보호, 정보비대칭과 기업의 수익성, 기업의 조세부담을 고려하여 분석한다.

#### 1. 기업의 재무구조와 종속변수의 설정

이 연구는 기업의 재무구조 결정과정을 이해하기 위해 재무구조를 종속변수로 일련의 재무구조 결정요인들을 설명변수로 하는 회귀분석을 수행한다.

기업의 재무구조를 파악하기 위해서 한 시점의 자기자본과 부채의 구성비율을 살펴 볼 수 있다. 이 연구는 부채 (장부가치)의 총자산 (장부가치)에 대한 비율의 표본기간에 걸친 평균으로 정의한 DEBT를 재무구조의 대용변수로 이용한다. 기업의 자본조달구조를 파악하기 위해서는 장기부채의 총자산에 대한 비율을 고려하는 것이 타당할 것이나, 심병구 (1989)는 한국 기업은 단기부채 비중이 크나 단기부채를 계속적으로 차환(借換; roll-over)하여 마치 장기부채처럼 이용하므로 총부채의 총자산에 대한 비율을 이용하는 것이 타당함을 지적하고 있다.

이 연구는 기업의 자산 및 부채의 가치를 장부가치를 이용하여 추정하고 있는데, 장부가치(帳簿價值)와 시장가치(市場價值) 가운데 어느 것을 이용하는 것이 보다 타당한가에 대한 논쟁이 있을 수 있다. 시장가치는 자산의 실제가치를 보다 정확히 추정할 수 있는 장점을 가질 수 있으나 실제 추정이 용이하지 않은 문제점을 가지고 있다. 부채의 시장가치 자료를 수집하기 용이하지 않고, 자기자본의 시장가치를 추정하기 위해 주식 시가를 이용하는 경우 단기간에도 가격변동이 심한 주식에 대해 의미 있는 시장가치를 정의하기 어려운 문제에 직면하게 된다. 한편 장부가치는 측정이 용이하나 기업의 실제가치를 정확히 반영하는지 또는 실증분석의 결과가 유효할 수 있는지에 대한 의문이 제기될 수 있다.

이에 대해 洪永復(1987)은 기존 문헌들에 의거하여 기업 재무구조의 실증분석에 있어 장부가치를 사용하는 것이 타당함을 설명하고 있다. 첫째, 기업의 의사결정을 분석하는 연구는 가급적 경영자들이 사용하는 자료를 이용하는 것이 타당한데, 기존의 조사들은 실무자들이 시장가치비율보다는 장부가치비율을 사용하는 경향이 있음을 시사하고 있다. 둘째, 마이어즈(Myers)(1977)는 장부가치가 아직 구체화하지 않은 미래 성장기회를 포함하고 있지 않으므로 장부가치 사용도 이론적 정당성을 가지고 있음을 지적한다. 셋째, 실증분석을 위해서는 재무구조를 안정적으로 추정할 수 있어야 하는데 시장가치는 변동이 심해 실증분석에 적당하지 않다. 넷째, 투자자들에게 제공되는 대부분의 공시정보들이 장부가치를 중심으로 이루어져 있다. 다섯째, 시장가치를 이용하기 위해서는 기업 경영자가 투자자들의 행동에 영향을 미치는 변수(배당지급 등)들과 재무구조를 연결하는 명백한 모형이 필요하나, 정비된 모형이 아직 개발되어 있지 않다. 여섯째, 시장가치를 이용한 분석과 장부가치를 이용한 분석결과가 거의 동일하므로 장부가치를 이용함으로써 연구에 소요되는 시간과 비용을 절감할 수 있다.

## 2. 금융환경과 기업의 자본조달

기업의 자본조달은 비용을 수반하므로, 자기자본과 타인자본(부채)의 자본비용은 재무구조를 결정하는데 있어 중요한 요인이 된다. 기업이 부채 이용의 대가로 지불하는 비용은 이자이므로, 부채의 자본비용은 간단히 이자율로 파악할 수 있다. 기업의 자기자본도 비용을 수반하는데 이자지급과 같이 명시적 지출을 유발하지 않기 때문에 경제적 기회비용(機會費用; opportunity cost)의 개념으로 파악해야 한다. 자기자본의 경제적 기회비용은 기업이 하나의 투자안(投資案)을 선택할 때 그에 따라 포기해야 하는 다른 투자안(投資案)의 기대수익률로 볼 수 있다.

그러나 한국 기업의 부채의 자본비용은 이자율규제에 의해 왜곡된 측면이 있다. 과거 정부는 기업의 자본비용을 경감하여 투자를 촉진하기 위해 금융기관의 여신이자율을 시장실세이자율보다 낮게 규제하였다. 인위적으로 낮게 유지된 부채의 자본비용은 기업으로 하여금 부채를 보다 많이 이용할 인센티브를 갖게 하였을 것이다.

금융시장의 가격변수인 이자율에 대한 규제 뿐 아니라 정부는 금융기관의 인사와 자산운용 등 경영에 대해서도 직·간접적으로 개입하였다. 정부의 통제 하에 있던 대부분의 주요 은행들은 결국 상업성을 충분히 발휘하지 못하였으며, 한

편으로 실질적 정부소유 은행으로서 안정적 수익을 보장받고 있었다. 이런 금융 환경은 기업의 경영전략에 큰 영향을 미쳤는데, 구체적 내용은 후술한다.

### 1) 이자율규제에 따른 구속성예금

정부는 금융시장의 여·수신이자율을 장기간에 걸쳐 시장실세이자율보다 낮게 규제하였으며, 1991년부터는 이자율자유화를 추진하여 왔다. <표 3>은 일반적으로 시장실세이자율로 간주되는 회사채 유통수익률과 규제가 심한 은행 여신이자율의 추이를 나타내는데, 양자의 괴리정도가 감소추세에 있음을 시사한다. 그러나 이자율에 대한 비공식적 규제는 아직 잔존하며 구속성예금의 존재가 이를 반증하고 있다.

<표 3> 한국의 주요 이자율 추이

(단위: %)

	1991년	1992년	1993년	1994년	1995년	1996년	1997년 11월
규제이자율 (프라임레이트연동대출 <sup>1)</sup> )	10.0~12.5	10.0~12.5	8.5~12.0	8.5~12.5	9.0~12.5	11.10	12.31
실세이자율 (3년만기회사채 수익률)	18.98	14.00	12.21	14.22	11.65	12.57	14.08

주: 1) 프라임레이트를 기준으로 차입자의 신용도, 대출기간, 업종에 따라 가산 이자율 적용

자료: 한국은행, 「통화금융」 1997.12.

금융기관의 여신이자율이 실세이자율보다 낮게 규제되어 있었으므로 금융시장에는 자금에 대한 초과수요가 존재하고, 금융기관들은 기업과의 거래에 있어서 상대적으로 우월한 위치를 유지하였다. 금융기관들은 시장실세이자율과 규제된 여신이자율의 차이를 보전(補填)하기 위해 기업에 대해 구속성예금(拘束性預金; compensating balance)을 요구하는 관행을 가지고 있는데, 구속성예금은 기업이 차입금의 일부를 해당 금융기관에 예치하는 것을 말한다. 구속성예금의 수신이자율이 여신이자율보다 낮기 때문에 금융기관은 구속성예금을 통해 실세이자율과 규제된 여신이자율의 차이를 (일부) 보전할 수 있다. 또는 구속성예금의 수신이자

율이 여신이자율보다 높은 경우에도 (수신이자율도 규제되어 있으므로) 금융기관이 시장실세이자율로 구속성예금을 재운용할 수 있으면 규제에 의한 이자율 차이를 일부 보전할 수 있다.

左承禧(1994)는 한국 현실에서 구속성예금이 금융기관이 이자율규제를 회피하는 효과적 수단이고, 구속성예금을 감안한 기업의 실효이자율(實效利子率)은 여전히 실세이자율보다 낮은 수준이며, 이자율 규제의 정도가 심할수록 구속성예금이 증가함을 보인다.

본 연구는 이자율규제가 부채의 자본비용을 왜곡하는 정도가 클수록 기업의 부채의존도는 높을 것으로 예측하고, 이자율규제의 정도를 나타내는 설명변수로 구속성예금의 크기를 나타내는 지표를 이용한다. 기업 대차대조표 상에서 임의로 처분할 수 없는 금융자산을 나타내는 특정 현금과 예금 항목이 구속성예금을 상당히 반영하고 있으므로, 특정 현금과 예금의 총자산에 대한 비율의 표본기간 평균(RCB)을 설명변수의 하나로 설정한다. 이자율규제의 정도가 심할수록 구속성예금 비중이 크고 부채의존도가 높을 것이므로, RCB의 회귀계수에 대한 예측부호(expected sign)는 정(正; positive)이다.

## 2) 금융기관의 담보 및 보증 대출 관행

이자율규제는 구속성예금 뿐 아니라 담보·보증 대출 관행도 유발하였다. 이자율규제 때문에 자금에 대한 초과수요가 존재하는 상황에서, 금융기관들은 담보나 채무보증을 제공하는 기업에 대해 우선적으로 여신을 공급하였다.

금융기관의 담보·보증 대출 관행은 정부의 금융산업에 대한 규제 및 보호에도 기인한다. 정부가 금융규제, 인사개입 등 공식·비공식적 수단에 의해 주요 은행들을 지배하였기 때문에 은행들은 전적으로 상업적 견지에서 수익성만을 추구하기보다 금융자원의 배분을 통해 정책을 집행하는 역할도 수행하였다. 동시에 정부는 은행에 대해 명시적 또는 암묵적 보호를 제공하였으므로 은행들은 전적으로 수익성만을 추구할 인센티브를 갖지 않았다. 실례로 과거 정부는 은행의 수익성을 보전하기 위해 특정업무를 허용하는 사례가 있었으며, 심각한 외환·금융위기에 처했던 1997년말에는 모든 금융기관 부채에 대해 2000년말까지 원금과 이자를 지급보장하고 부실화한 두 개 시중은행에 출자를 결정한 바 있다. 따라서 은행경영자들은 수익성보다 (규제나 보호가 없는 상황에서 적절한 수준에 비해) 수익의 안정성에 중점을 두었으며, 이는 은행의 담보·보증 대출 관행을 심화했을 것

이다.

한국 기업들은 자금조달을 위해 금융기관 차입에 크게 의존한다. 따라서 자산을 많이 보유하여 담보제공능력이 크거나 기업집단에 소속되어 계열기업의 채무보증을 받을 수 있는 기업들이 투자 등 기업활동 수행에 있어서 유리한 위치를 차지할 수 있다. 이런 점이 한국 기업이 자산규모를 확대하거나 기업집단을 형성하도록 하는 요인으로 작용하였을 것이다.

기업의 재무구조 측면에서는 자산규모가 커서 담보제공능력이 있거나 대규모 기업집단에 소속되어 계열기업의 채무보증을 활용할 수 있는 기업일수록 부채조달능력이 클 것이다. 또한 페리-존즈(Ferri and Jones(1979), 신민식(1989) 등은 대기업은 신용도가 높아 자본시장 접근이 용이하고, 경영다각화로 위험이 분산되어 있어 이자비용이 저렴하여 부채조달을 상대적으로 선호함을 시사한다. 따라서 기업의 규모가 크거나 기업집단에 소속된 경우 부채를 이용할 인센티브가 클 것으로 예측된다.

이 연구는 기업의 담보·보증능력을 나타내는 설명변수로 기업의 자산규모 또는 30대 기업집단 소속여부를 이용한다. 자산규모의 대용변수로 총자산에 자연대수(natural logarithm)를 취한 값의 표본기간 평균(LTASS)을 이용하고, 채무보증 제공능력의 대용변수로 30대 기업집단 소속여부를 나타내는 이항 지표변수(binary dummy variable) CONG를 다음과 같이 정의한다.

CONG = 1 해당 기업이 총자산 규모 기준 30대 기업집단에 포함되는 경우,  
0 30대 기업집단에 포함되지 않는 경우.

개별 기업이 공정거래위원회가 매년 지정 발표하는 30대 기업집단에 표본기간 중 적어도 1회 이상 속한 경우, 그리고 소속 기업집단이 1회 이상 30대 기업집단에 속한 경우 CONG를 1로 정의하고 그 외의 경우 0으로 정의한다. 기업의 규모가 크거나 대규모 기업집단에 속한 경우 부채의존도가 높을 것으로 예측하므로, LTASS와 CONG의 회귀계수의 예측부호는 정이다.



### 3. 기업의 경영위험과 관련한 부채의 간접비용

기업은 차입금에 대해 이자를 지급하고 원금을 상환해야 하므로 영업부진 등으로 현금수입이 충분하지 않을 경우 자금난(資金難)을 겪게 된다. (기업의 파산은 자금난의 극단적인 경우이다.) 기업은 부채의존도가 높을수록 원리금 상환 부담이 크기 때문에 자금난을 겪을 가능성이 증가한다.

기업의 자금난은 여러 가지 손실을 수반하는데, 앞에서 언급한 부채의 이자비용인 (직접적) 자본비용에 대응하여 이를 부채의 간접비용으로 정의한다. 부채의 간접비용으로는 다음과 같이 기업이 자금난을 해소하기 위해 지출하는 추가비용과 구조조정 비용 등을 포함하는 재무위기비용(cost of financial distress), 부채이용에 따른 경영자(또는 궁극적으로 주주)의 인센티브 왜곡이 야기하는 부채의 대리인비용(agency cost of debt) 등을 들 수 있다.

#### 1) 재무위기비용

기업이 자본조달 형태를 결정할 때 재무위기와 관련하여 고려하는 것은 재무위기의 기대비용(期待費用)인데, 이는 자금난에 처할 확률과 재무위기비용의 곱으로 파악할 수 있다. 기업이 부채비율을 증가시키면 자금난에 처할 확률이 증가하며 이에 따라 기대재무위기비용도 증가한다. 따라서 기업은 (고정적) 재무위기비용이 클수록 부채 조달을 기피할 인센티브(incentive)를 갖는다.

기업의 재무위기비용(cost of financial distress)의 예로는 다음과 같은 것들이 있다. 기업이 파산할 경우 법률비용(legal cost) 등 파산절차에 소요되는 비용을 부담하고, 정상적 영업활동을 계속하지 못하는 경우 기존에 밀접한 관계를 유지하던 거래선과의 관계가 단절될 수 있으며, 자금난 해소를 위해 긴급자금을 조달하는 경우 높은 이자율을 지불하게 되고, 구조조정(restructuring)을 위해 자산을 매각하는 경우 거래비용 및 조세를 부담하며, 자산을 급히 처분하기 위해 비정상적으로 낮은 가격에 매각하는 경우 매각손실을 입는 것 등이다.

워너Wamer (1977)와 앙-추이-맥코넬Ang, Chua and McConnell (1982) 등은 기업 파산이 상당한 규모의 법률, 회계, 관리비용 등 직접적 파산비용(direct cost of corporate bankruptcy)을 수반함을 보인다. 티트만Titman (1984)은 기업 청산 시 제품 소비자가 부품 구입의 애로 등으로 입는 손실은 결국 기업이 간접적으로 부담하기 때문에 이 또한 기업 재무구조에 영향을 미침을 시사하며, 오픈러-티트

만 Opler and Titman (1994)은 부채의존도가 높은 기업은 산업 침체에 보수적으로 자금을 조달한 경쟁 기업에게 상당한 정도의 시장점유율(market share)을 잃음을 시사한다.

한국 기업의 경우 인수·합병·분할 등 구조조정이 용이하지 않고, 퇴출제도가 미비하여 퇴출에 많은 시간과 비용을 소요하며, 고정자산 매각시 거래비용, 조세 부담 및 매각손실이 크고 고용조정이 어려운 등의 이유로 재무위기비용이 클 것으로 보인다. 한국무역협회는 기업 경영자들을 대상으로 한 조사(survey) 결과에 기초하여 구조조정의 장애요인으로 인원정리의 어려움, 신규사업 발굴의 애로, 보유부동산 매각의 어려움, 거래 금융기관의 비협조 등을 지적한 바 있다.<sup>1)</sup>

이 연구는 재무위기비용(cost of financial distress)의 크기를 나타내는 지표로 기존 문헌이 이용한 다음 두 가지 대응변수를 사용한다. 첫째, 위 Wee(1995)는 기업의 자산 가운데 고정자산 비중이 클수록 자산매각 등 구조조정에 수반되는 비용이 상대적으로 큼을 시사하고 있다. 이에 따라 본 연구는 한국 기업의 재무위기비용을 나타내는 대응변수의 하나로 총고정자산의 총자산에 대한 비율의 표본기간 평균(TFASS)을 이용한다. 둘째, 티트만-웨슬즈 Titman and Wessels (1988)은 티트만 Titman (1984)이 시사한 바와 같이 특화된(specialized) 용역이나 부품을 필요로 하는 제품을 생산하는 기업은 청산(liquidation)시 손실이 클 것임을 고려하여 기계 및 장비(machines and equipment) 제조 기업을 나타내는 지표변수를 재무위기비용의 대응변수로 이용하고 있다. 본 연구도 한국 기업의 재무위기비용의 대응변수의 하나로 해당 기업이 각종 기계, 전자·전기·통신 장비 또는 자동차 등 운송장비 생산에 종사하는지 여부를 나타내는 이항 지표변수 MED를 다음과 같이 정의한다.

MED = 1 해당 기업의 업종이 한국표준산업분류번호 2900~3599에 속하는 경우,  
0 그 외의 경우.

## 2) 부채의 대리인비용

부채를 이용하는 기업이 파산할 가능성이 존재하면 부채의 대리인비용(負債의 代理人費用)이 발생하여 결과적으로 기업가치를 감소시킬 수 있다.

주주의 이익을 위해 일하는 경영자는 기업가치(자기자본과 부채 가치의 합) 보

---

1) 한국경제신문 1997년 8월 28일자 게재.

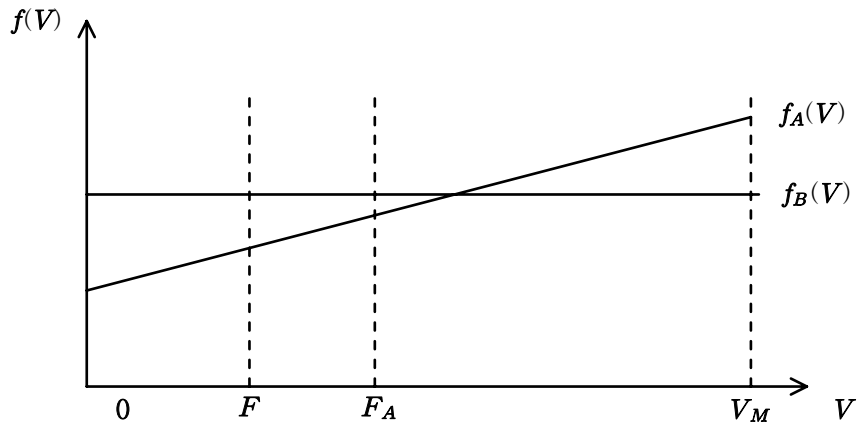
다는 주주의 이익 (자기자본 가치)만을 극대화하려는 인센티브(incentive)를 가지고 있다. 만약 경영자가 부채조달 이후 주주이익 극대화를 위해 결과적으로 채권자의 이익 (부채 가치)을 감소시키는 행동을 하면 채권자는 손실을 입게 된다. 그러나 합리적인 채권자는 이미 자금 제공 시에 이런 문제를 감안하여 높은 이자율을 요구하는 등 자금제공 후에도 채권가치를 유지할 수 있는 대응방법을 강구할 것이다. 따라서 경영자의 (채권자의 이익 감소를 무릅쓰고) 주주이익을 극대화하려는 인센티브는 궁극적으로 주주이익을 감소시키며 그 만큼의 기업가치 감소를 초래한다. 이와 같이 부채 사용에 따른 주주 또는 그 대리인인 경영자의 인센티브 문제가 야기하는 기업가치 손실을 부채의 대리인비용(agency cost of debt)이라 한다.

부채의 대리인비용은 기업의 파산가능성이 존재하고 경영자가 주주나 채권자의 부(富)에 영향을 줄 수 있을 때 발생하며 다음과 같이 예를 들어 설명할 수 있다.

두 개의 투자기회를 소유하고 있는 기업의 경영자가 외부로부터 자금을 차입하여 그 가운데 한 개의 투자안을 실행하려고 한다. 이 경영자는 기업에 대해 두 개의 투자기회를 (비현금) 출자하고 전체 지분을 소유한 주주임을 가정한다. 경영자-주주는 금융기관으로부터  $C$ 원의 자금을 차입하고, 사업이 완료되면 그 수익으로  $F$ 원의 금액을 상환하기로 약정한다. 분석의 편의를 위해 시장의 무위험이자율은 영(零)인 것으로 가정한다.

경영자가 선택 가능한 두 투자안(投資案)을 각각 투자안  $A$ 와 투자안  $B$ 라 하고, 하나의 투자안이 창출하는 미래 기업가치는 불확실하며  $[0, V_M]$  구간 내 하나의 값으로 실현되는 확률변수(random variable)임을 가정한다.

<그림 1> 기업의 투자안이 창출하는 미래 기업가치의 확률분포



<그림 1>의 가로축은 기업이 하나의 투자안을 선택할 경우 미래에 실현될 기업 가치를 나타내는 확률변수  $V$ 이며, 세로축은 투자안이 가지고 있는 기업가치의 확률밀도함수이다.

투자안  $A$ 의 확률밀도함수를  $f_A(V)$ , 투자안  $B$ 의 확률밀도함수를  $f_B(V)$ 라 하면 두 투자안이 가지고 있는 기대기업가치(期待企業價値)는 각각 다음 수식으로 나타낼 수 있다.

$$E_A(V) = \int_0^{V_M} V \cdot f_A(V) dv$$

$$E_B(V) = \int_0^{V_M} V \cdot f_B(V) dv$$

여기에서  $V_A < V_B$ 이고, 채권자는 애초에 경영자가 투자안  $B$ 를 선택할 것을 기대하여  $F$ 원의 약정상환액을 조건으로  $C$ 원의 자금을 제공한 것으로 가정한다.

부채의 만기가 도래할 때 실현된 기업가치가 채무액을 상회하면 기업은 약정한 금액을 상환하고 주주는 잔여가치(殘餘價値)를 획득하게 된다. 반대로 실현된 기업가치가 채무금액에 미치지 못해 채무를 상환할 수 없으면 채권자는 기업의 전체 잔여가치를 인수하게 된다.

따라서 기업이 투자안  $A$ 를 선택할 경우 주주의 기대수익인 자기자본가치  $E_A$ 는 다음 <식 1>로 나타낼 수 있다.

$$E_A = \int_F^{V_M} (V-F) \cdot f_A(V) dv \quad \dots \text{ <식 1>}$$

<식 1>은 경영자-주주는 미래에 실현된 기업가치가  $F$ 를 상회할 경우 실현 기업가치에서  $F$ 를 차감한 수익을 얻고 실현 기업가치가  $F$ 에 미치지 못할 경우 전혀 수익이 없음을 표현한 것이다.

또한 기업이 투자안  $A$ 를 선택할 경우 채권자의 기대수익인 부채가치  $D_A$ 는 다음 <식 2>로 나타낼 수 있다.

$$D_A = \int_0^F V \cdot f_A(V) dv + \int_F^{V_M} (V-F) \cdot f_A(V) dv \quad \dots \text{ <식 2>}$$

<식 2>는 채권자는 미래에 실현된 기업가치가  $F$ 를 상회할 경우  $F$ 의 수익을 얻고 실현 기업가치가  $F$ 에 미치지 못할 경우 기업의 잔여가치를 인수함을 나타낸다.

마찬가지로 기업이 투자안  $B$ 를 선택할 경우 자기자본가치  $E_B$ 와 부채가치  $D_B$ 를 다음 수식들로써 나타낼 수 있다.

$$E_B = \int_F^{V_M} (V-F) \cdot f_B(V) dv$$

$$D_B = \int_0^F V \cdot f_B(V) dv + \int_F^{V_M} (V-F) \cdot f_B(V) dv$$

여기에서  $E_A > E_B$ ,  $D_A < C = D_B$ 로 가정한다.

한편 경영자는 기업가치에 대한 기여가 작더라도 보다 많은 주주 이익을 창출할 수 있는 투자안  $A$ 를 선호할 것이다. 즉 부채의 약정상환액이  $F$ 로 정해진 경우 투자안  $A$ 를 투자안  $B$ 보다 선호한다. 그러나 경영자가 투자안  $A$ 를 선택할 경우 부채가치  $D_A$ 는 채권자가 제공한 자본의 가치  $C$ 에 미치지 못한다. 이 경우 합리적인 채권자는 애초에 자본제공을 거절하거나 약정상환액을 다음의 관계가 성립하는  $F_A$  수준으로 높일 것을 요구할 것이다.

$$\int_0^{F_A} V \cdot f_A(V) dv + \int_{F_A}^{V_M} (V - F_A) \cdot f_A(V) dv = C$$

여기에서

$$E_A' \equiv \int_{F_A}^{V_M} (V - F_A) \cdot f_A(V) dv > \int_{F_A}^{V_M} (V - F_A) \cdot f_B(v) dv$$

임을 가정한다. 결국 경영자는  $F$ 보다 높은 약정상환액  $F_A$ 를 조건으로 부채를 조달할 수밖에 없고 투자안  $A$ 를 선택할 것이다. 이 때의 자기자본가치는  $E_A'$ 이다.

만약 애초에 경영자가 투자안  $B$ 를 선택할 것임을 채권자에게 확신시키고 실제로 투자안  $B$ 를 선택한다면 그 경우의 자기자본가치는  $E_B$ 이므로, 경영자-주주의 인센티브 문제는 오히려 자기자본가치를  $(E_B - E_A')$ 만큼 상대적으로 감소시킨다. 기업가치도 같은 금액만큼 감소하는데 이 기업가치의 감소분이 부채의 대리인비용으로 정의된다.

부채의 대리인비용은 <그림 1>에서와 같이 약정상환액이 영보다 크기 때문에 기업이 파산할 가능성이 존재하고, 주주는 기업이 파산하지 않는 경우에만 수익을 거두기 때문에 발생한다.

부채의 대리인문제는 기업이 다양한 투자기회를 갖고 있을 때 보다 심각한데, 젠슨-메크링 Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 기업가치에 대한 기여는 상대적으로 작으나 위험도는 높은 투자안을 선택하는 경우, 부채의 대리인비용이 발생함을 시사한다. 마이어즈 Myers(1977)는 경영자가 정(positive)의 순현재가치를 가지고 있어 기업가치를 증대시키나 위험도가 낮아 주주 부를 증대시키지는 않는 투자안을 포기하는 경우에도 부채의 대리인비용이 발생함을 보인다.

합리적인 채권자는 경영자의 인센티브 문제를 예상하여 대응하기 때문에 부채의 대리인비용은 결국 주주의 부담이 된다. 따라서 경영자는 대리인비용을 가급적 낮추려고 할 것이다. 재무이론은 기업이 부채의 대리인비용 문제가 심각할 것으로 예상하는 경우 파산가능성을 낮추기 위해 스스로 부채 이용을 자제할 것으로 예측한다. 마이어즈 Myers(1977)는 기업가치 가운데 아직 수행되지 않은 투자기회의 가치가 차지하는 비중이 높을수록 잠재적인 부채의 대리인비용이 커서 기업은 부채를 적게 조달할 것임을 시사한다.

한국 현실에서 부채의 대리인문제는 심각할 것으로 보이는데, 고도성장 과정에서 기업들이 다양한 투자기회를 가지고 있었고 금융기관이 여신 제공 후 기업경영에 대한 감시(monitoring) 기능을 적절히 수행하지 못하였기 때문이다.

부채의 대리인비용을 나타내는 변수로 경영자의 투자결정에 있어 선택의 폭을 반영하는 지표를 이용할 수 있다. 티트만-웨슬즈(Titman and Wessels, 1988)는 성장성이 높은 기업일수록 투자결정에 있어 경영자의 선택의 폭이 클 것으로 보고, 성장성을 나타내는 지표인 자본지출(capital expenditures)의 총자산에 대한 비율, 총자산 증가율, 연구개발비의 매출액에 대한 비율 등을 대용변수로 이용한다.

본 연구는 티트만-웨슬즈(Titman and Wessels)의 성장성 지표와 유사한 몇 가지 대용변수를 설정하여 각각에 대해 실증분석을 수행한다. 첫째, 기업의 투자기회는 무형자산으로 볼 수 있는데, 무형자산 가치는 기업의 무형자산 형성을 위한 지출에 의존할 것이므로 경상연구개발비와 개발비의 합계금액의 매출액에 대한 비율의 표본기간 평균(RND)을 투자기회를 나타내는 지표로 이용한다. 둘째, 투자기회가 많은 기업은 성장성이 높을 것이므로 총자산 증가율의 표본기간 평균(GTASS)을 대용변수로 이용한다.

### 3) 정부의 경쟁제한적 규제와 기업파산 억제정책

정부는 과거 경제운영 과정에서 기업에 대해 각종 규제 및 보호를 시행하여 왔다. 진입규제, 가격규제 등은 산업의 경쟁을 제한하였으며, 기업은 규제에 의해 경쟁이 제약된 한편으로 안정적 수익이 보장되어 경영위험(business risk)이 감소하는 혜택도 누렸다. 또한 정부는 기업의 파산이 경제 전체에 미칠 수 있는 영향을 우려하여 파산을 억제하는 구제금융, 산업합리화 등의 정책수단도 사용하였는데 이 역시 기업들의 경영위험을 감소시켰다.<sup>2)</sup>

정부의 경쟁제한적 규제나 보호는 결과적으로 기업이 자금난에 처할 가능성을 인위적으로 감소시킨다. 따라서 재무구조 결정에 있어서 기업은 규제나 보호가 없는 경우에 비해 부채의 간접비용을 덜 심각하게 고려하게 된다. 기업들은 부채이용을 자제하여 고정적 금융비용 부담을 줄임으로써 재무구조의 안정성을 유지하기보다는 매출확대를 통한 이윤극대화에 치중할 인센티브를 갖는다. 즉 규제 및 보호는 부채의 간접비용이 재무구조에 큰 영향을 미치지 않도록 했을 것이다.

---

2) 산업합리화 조치에 대해서는 南逸聰 (1993) pp.13-18 참조.

이 연구는 앞에서 설정한 부채의 간접비용을 나타내는 설명변수를 이용하여 정부의 규제나 보호가 기업 재무구조에 미친 영향을 분석한다. 부채의 간접비용이 기업의 부채조달을 억제하는 영향을 미치는 반면 규제나 보호는 기업의 경영위험을 낮추어 부채의 간접비용이 부채조달을 억제하는 효과를 약화시키므로, 부채의 간접비용을 나타내는 설명변수들의 회귀계수의 부호 및 크기를 통해 이 효과들의 상대적 크기를 추론할 수 있다. 부채의 간접비용이 부채조달을 억제하는 효과가 클수록 해당 회귀계수들은 부(負; negative)의 부호를 갖는 경향을 보이고, 정부의 규제 및 보호가 기업의 경영위험을 감소시키는 효과가 클수록 회귀계수들은 영(零; zero)에 가까울 것이다. 따라서 이 연구는 기업의 재무위기비용을 나타내는 설명변수 TFASS, MED 및 부채의 대리인비용을 나타내는 설명변수 RND 또는 GTASS의 회귀계수가 부의 값 또는 영일 것으로 잠정적으로 예측하고, 추정결과에 따라 부채의 간접비용과 규제·보호의 상반되는 영향의 중요도를 추론한다.

#### 4. 정보비대칭과 기업의 수익성

정보비대칭(情報非對稱)은 일부 경제주체가 다른 경제주체는 갖지 못한 사적정보(私的情報)를 보유하고 있는 정보의 분포구조를 의미한다. 기업재무 분야의 연구에서 정보비대칭(information asymmetry)은 일반적으로 기업 내부자가 외부 투자자에 비해 보다 정확하고 많은 기업정보를 소유한 상황을 가리킨다. 기업 경영자는 업무수행 과정에서 투자계획, 수익성 등에 관해 양질의 정보를 취득할 수 있으므로, 내부자가 외부투자자에 비해 우월한 정보를 보유하는 것이 일반적이다. 기업정보는 각종 재무정보, 영업정보 등을 통해 시장에 공개되고 있으나, 현실적으로 공시제도에 의한 정형화된 기업정보 공개 이후에도 기업 내부자는 여전히 기업가치에 관한 사적정보(private information)를 가질 수 있다.

정보비대칭 하에서 외부투자자들은 기업의 특성을 정확히 알 수 없으므로 평균적 수준에서 기업 특성에 관한 기대를 형성할 것이다. 투자자들은 수익성이 외부에 알려지지 않은 기업에 대해 수익성이 높은 기업일 가능성과 낮은 기업일 가능성을 적절히 고려하여 평균적 수준의 수익성을 가진 기업으로 취급할 것이다.

재무이론은 정보가 비대칭적으로 분포된 상황에서 기업의 재무구조는 경제주체들이 동일한 정보를 가지고 있는 상황과는 다른 모습을 가질 것으로 예측한다. 외부투자자들의 추측보다 우월한 수익성을 가진 기업은 시장에서 충분히 가치를



인정받을 수 없어 기업가치의 손실을 입을 수 있으므로, 이런 손실을 줄이거나 없애기 위한 수단 중 하나로 재무구조를 선택한다는 것이다.

마이어즈-마즈루프(Myers and Majluf, 1984)는 정보비대칭 하에서 기업이 위험 증권을 발행하여 투자자금을 조달해야 하면 정(positive)의 순현재가치(net present value)를 가진 투자안을 포기하는 경우가 있으나, 무위험증권(risk-free security)을 발행할 수 있으면 경제적 가치가 있는 투자안을 포기하지 않음을 보인다. 따라서 기업이 위험도가 낮은 자금조달 수단을 이용할 수 있으면 경제적 가치가 있는 투자안을 포기하는 경우는 적어진다.

마이어즈-마즈루프(Myers and Majluf)는 정보비대칭 하에서 기업은 자본조달 수단으로 (무위험 자금조달 수단인) 내부자금 또는 무위험 부채 발행, (주식에 비해 상대적으로 위험도가 낮은) 부채의 발행, 주식 발행 순으로 선호함을 시사한다. (기업이 내부자금, 부채발행, 주식발행의 순으로 자금조달수단을 선호한다는 이론은 페킹오더(pecking order) 이론으로 불린다. 이 이론이 시사하는 기업의 자본조달 행태는 거래비용에 입각하여 설명할 수도 있다.) 또한 파인거-윌브리트(Pinegar and Wilbricht, 1989)는 설문조사를 통해 경영자들이 (정보비대칭을 의식하지 않더라도) 내부유보에 의한 자본조달을 가장 선호함을 보인다. 따라서 내부유보자금을 보유한 기업은 우선적으로 내부자금을 이용함으로써 보다 낮은 부채 의존도를 유지할 것으로 예측할 수 있다.

티트만-웨슬즈(Titman and Wessels, 1988)는 기업은 과거 이익을 창출한 경우에 내부유보를 할 수 있기 때문에, 유보 가능한 이익규모가 재무구조의 중요한 결정요인이 될 것임을 시사한다. 본 연구는 기업의 유보 가능한 이익을 나타내는 설명변수로 당기순이익의 총자산에 대한 비율의 표본기간 평균(NITA)을 이용한다. NITA가 클수록 기업의 부채의존도를 나타내는 변수인 DEBT는 작을 것이므로, NITA의 회귀계수의 예측부호는 부이다.

## 5. 기업의 절세수단

기업이 부채 이용의 대가로 지급한 이자는 비용으로 계상되어 과세대상 이익을 낮추는 반면, 자기자본비용은 손익계산서 상에 명시적으로 나타나지 않아 세제 상 비용으로 인정되지 않는다. 결과적으로 부채는 자기자본에 비해 절세효과(節稅效果)를 가진다. 부채의 절세효과(debt tax shield)는 기업의 부채 이용을 촉진하는 요인으로 작용하며, 모딜리아니-밀러(Modigliani and Miller, 1963)는 법인

세가 존재하는 것 외에는 시장이 완전한 경우 기업은 모든 자본을 부채로 조달하는 것이 최적(optimum)임을 보인다.

본 연구는 부채의 절세효과를 나타내는 변수로 기업의 한계세율을 이용한다. 부채의 추가적 이용에 따른 절세효과는 추가로 지출되는 지급이자에 한계세율을 곱한 금액이 되므로 한계세율이 높을수록 부채의 절세효과가 크기 때문이다. 법정 한계세율(statutory marginal tax rate)이 실제 한계세율의 적절한 대응변수임을 시사하는 Graham(1996)에 기초하여, 본 연구는 부채의 절세효과의 대응변수로 기업의 법정 한계세율의 표본기간 평균(TAX)을 이용한다. 법정 한계세율은 법정 한계법인세율에 부가세(附加稅)로서 법인세의 7.5%를 납부하는 주민세를 더하여 추정한다. 부채의 절세효과는 기업의 부채의존도를 높이는 영향을 미치므로 TAX의 회귀계수의 예측부호는 정이다.

한편 드앵젤로-마수리스DeAngelo and Masulis(1980)는 기업의 감가상각(depreciation), 투자세액공제(investment tax credit) 등도 절세수단이 되므로, 이들은 절세 수단으로서 부채와 대체관계에 있음을 시사한다. 즉 기업이 비부채 절세수단(non-debt tax shield)을 많이 가지고 있을수록 부채를 적게 이용한다는 것이다.<sup>3)</sup>

이 연구는 비부채 절세효과를 나타내는 대응변수로 티트만-웨슬즈Titman and Wessels (1988)가 제시하는 비부채 절세효과의 총자산에 대한 비율의 표본기간 평균 (NDT)을 이용한다. NDT는 다음 <식 3>으로 추정하는데:

$$\begin{aligned} \text{NDT} &= \text{비부채 절세효과} / \text{총자산} \\ &= (\text{영업이익} - \text{이자비용} - \text{법인세액} / \text{평균법인세율}) / \text{총자산} \quad \dots \text{ <식 3>} \end{aligned}$$

<식 3>의 이자비용은 지급이자 및 할인료와 회사채 이자의 합계 금액이다. NDT를 정의하는 <식 3>은 다음 <식 4>에서 변형된 것이다

$$\text{법인세액} = \text{평균법인세율} \times (\text{영업이익} - \text{이자비용} - \text{비부채 절세효과}) \quad \dots \text{ <식 4>}$$

---

3) Dammon and Senbet (1988)은 DeAngelo and Masulis가 시사한 비부채 절세수단이 부채이용을 감소시키는 효과를 비부채 절세수단의 “대체효과”로 지칭하고, 비부채 절세수단의 존재가 투자를 확대시킴으로써 재무구조에 미치는 간접효과를 “소득효과”라고 지칭하였다. Dammon and Senbet은 기업들이 상이한 생산기술을 가지고 있을 경우 비부채 절세수단이 반드시 부채이용을 감소시키지 않음을 보인다.

기업의 비부채 절세수단이 많을수록 부채의존도는 낮아질 것이므로, NDT의 회귀 계수의 예측부호는 부이다.

<표 4>는 이 보고서의 실증분석 모형이 이용하는 설명변수들을 요약한다.<sup>4)</sup>

<표 4> 실증분석 변수 요약

변수	요인	변수의 정의
DEBT	기업의 재무구조	(총부채/총자산)의 표본기간 평균
RCB	이자율규제에 따른 구속성예금	(특정 현금과 예금/총자산)의 표본기간 평균
LTASS	기업의 담보제공능력	log(총자산)의 표본기간 평균
CONG	기업의 보증제공능력	30대 대규모 기업집단 소속: 1, 그 밖의 경우: 0
TFASS	기업의 재무위기비용	(고정자산/총자산)의 표본기간 평균
MED	기업의 재무위기비용	한국표준산업분류번호 2900~3599: 1, 그 밖의 경우: 0
RND	부채의 대리인비용	{(경상연구개발비+개발비)/매출액}의 표본기간 평균
GTASS	부채의 대리인비용	{(총자산-전기 총자산)/전기 총자산}의 표본기간 평균
NITA	기업의 수익성	(당기순이익/총자산)의 표본기간 평균
TAX	부채의 절세효과	{법정한계법인세율(1+주민세)}의 표본기간 평균
NDT	비부채 절세수단	{(영업이익-이자비용-법인세액/평균법인세율) /총자산}의 표본기간 평균

4) 이 보고서의 외부 심사자 가운데 1인은 기업 내부의 재무회계변수들을 설명변수로 사용하는 것이 기업외적 요인의 재무구조에 대한 영향을 분석하려는 의도와 부합하지 않는다는 의견을 제기하였음. 그러나 외부요인을 직접 추정하는데에는 현실적 제약이 있어 이 보고서는 다음과 같이 기업 내부 변수들을 사용하고 있음. 첫째, 외부요인을 직접 추정하는 변수는 이 보고서가 시도하는 다수 기업들의 횡단면분석에 사용불가능함. 예를 들어 이자율규제의 정도를 직접 추정하는 것은 현실적으로 매우 어렵고 더욱이 추정이 가능하다 하더라도 거시변수이므로 각 기업에 대해 동일한 값을 갖기 때문에 횡단면분석에는 사용할 수 없음. 둘째, 외부요인이 기업 내부변수가 종속변수에 영향을 주는 과정에 작용할 경우 기업 내부 변수의 종속변수에 대한 영향을 분석하는 것으로 외부요인의 영향을 추정할 수 있음. 예를 들어 정부의 기업보호정책은 재무위기에 따른 고정비용이 재무구조에 별다른 영향을 미치지 않도록 작용하므로, 재무위기비용이 재무구조에 영향을 미치는지 여부 또는 영향의 정도를 분석함으로써 기업보호정책의 영향을 추론할 수 있음.

## 제4장 실증분석

### 1. 실증분석 자료

실증분석 대상은 1991-1996년 기간 계속 상장된 금융·보험업을 제외한 국내 기업들이다. 이 가운데 결산일이 12월인 기업만을 표본에 포함하고, 상기 기간 중 1년 이상 재무제표를 작성하지 않은 기업은 제외한다. 실증분석 표본은 351개의 기업을 포함한다.

기업의 속성이나 기업환경을 나타내는 지표들인 종속변수 및 설명변수들의 자료는 한국신용평가의 기업 재무제표 데이터 베이스인 KIS-FAS에서 추출한다. 앞에서 언급한대로 실증분석 변수들은 해당 지표들의 표본기간에 걸친 평균이며, 이 연구는 표본기간을 1992-1996년의 5년으로 설정한다.

### 2. 설명변수들의 기초 통계분석

다음 <표 5>는 회귀분석에 이용된 설명변수들의 기초 통계자료를 요약한다.

<표 5> 설명변수들의 기초 통계분석

설명변수	표본평균	표본표준편차	최소값	최대값
RCB	0.0134	0.0166	0.0000	0.1147
LTASS	11.1431	0.5818	9.7341	13.1019
CONG	0.2621	0.4404	0	1
TFASS	0.3543	0.1376	0.0660	0.8080
MED	0.3077	0.4622	0	1
RND	0.0020	0.0051	0.0000	0.0415
GTASS	0.1571	0.1215	-0.4630	0.8683
NITA	0.0096	0.0372	-0.1554	0.1123
TAX	0.2754	0.0934	0.0000	0.3397
NDT	-0.0001	0.0484	-0.2620	0.1671

다음 <표 6>은 설명변수들의 상관계수(correlation coefficient)들을 요약한다.

<표 6> 설명변수들의 상관관계수

변수	RCB	LTASS	CONG	TFASS	MED	RND	GTASS	NITA	TAX
LTASS	-0.2010								
CONG	-0.1369	0.5484							
TFASS	-0.1885	0.3340	0.2551						
MED	0.0364	-0.0886	0.0518	-0.2187					
RND	-0.0529	0.0554	-0.0106	0.0318	-0.0760				
GTASS	0.0239	0.0383	0.1208	-0.1364	0.1772	0.0146			
NITA	-0.1573	0.0757	-0.1081	-0.0962	-0.0619	0.1344	0.0935		
TAX	-0.0046	0.1622	0.0153	-0.0517	-0.0540	0.1141	0.0535	0.3828	
NDT	-0.1602	0.1565	-0.0959	-0.1040	-0.0950	0.1860	0.0258	0.8458	0.3922

<표 6>에 나타난 설명변수들의 상관관계를 이용하여 다음과 같이 추론할 수 있다.

구속성예금의 크기를 나타내는 변수인 RCB와 기업의 담보·보증능력을 나타내는 LTASS 및 CONG의 부의 상관관계는, 담보·보증능력이 큰 기업은 구속성예금을 상대적으로 적게 요구받음을 시사하는 것으로 보인다.

기업의 규모변수인 LTASS와 대규모 기업집단 소속 여부를 나타내는 CONG, 고정자산 비중을 나타내는 TFASS가 비교적 높은 정의 상관관계를 갖는 것은, 대기업은 일반적으로 기업집단에 소속되어 상호채무보증을 이용할 수 있고 담보로 이용할 수 있는 고정자산이 많음을 시사한다.

기업의 수익성 지표인 NITA와 법정한계세율인 TAX, 비부채 절세수단을 나타내는 NDT가 높은 정의 상관관계를 갖는 것은, 수익성이 높은 기업은 한계세율이 높고 비부채 절세수단을 많이 이용함을 보인다.

### 3. 회귀분석 모형

한국 기업의 재무구조 결정요인을 분석하기 위해 설명변수들의 기초통계자료를 고려하여 설정한 회귀분석모형들에 이용된 변수 또는 변수군(群)은 다음과 같다.

첫째, 종속변수는 기업 총부채의 총자산에 대한 비율의 1992~1996년 기간 평균인 DEBT이다.

둘째, 이자율규제의 정도를 나타내는 설명변수로서 특정현금과 예금의 총자산에 대한 비율의 1992-1996년 평균인 RCB를 이용한다.

셋째, 기업의 담보·보증능력을 나타내는 설명변수로서 총자산의 자연대수의 1992-1996년 평균인 LTASS와 30대 기업집단 소속여부를 나타내는 이항 지표변수 CONG를 사용한다. 담보·보증능력의 설명변수로서 LTASS와 CONG를 함께 포함하는 모형 외에, (LTASS와 CONG의 상관계수가 매우 높은 것을 고려하여) LTASS만 또는 CONG만을 설명변수로 포함하는 모형도 고려한다.

넷째, 기업의 재무위기비용을 나타내는 설명변수로서 고정자산의 총자산에 대한 비율의 1992-1996년 평균인 TFASS와 해당 기업이 각종 기계, 전자·전기·통신 장비 또는 자동차 등 운송장비 생산에 종사 여부를 나타내는 이항 지표변수 MED를 이용한다. 설명변수로서 TFASS와 MED를 함께 포함하는 모형 외에 TFASS만 또는 MED만을 포함하는 모형도 고려한다.

다섯째, 부채의 대리인비용을 나타내는 설명변수로서 경상연구개발비와 개발비 합계의 매출액에 대한 비율의 1992-1996년 평균인 RND 또는 총자산 증가율의 평균인 GTASS를 이용한다. 설정된 회귀분석모형은 RND만 또는 GTASS만을 포함한다.

여섯째, 기업의 수익성을 나타내는 설명변수로서 당기순이익의 총자산에 대한 비율의 1992-1996년 평균인 NITA를 설정하고, 절세수단을 나타내는 설명변수로서 주민세를 포함한 한계법인세율의 상기 기간 평균인 TAX와 (영업이익, 이자비용, 법인세 자료로 측정된) 비부채 절세효과에 대한 평균인 NDT를 설정한다. 수익성과 절세수단의 재무구조에 대한 영향을 분석하기 위해 NITA와 TAX를 함께 설명변수로 포함하는 모형과, NITA만을 포함하는 모형 및 NDT만을 포함하는 모형을 고려한다. (NITA, TAX 및 NDT의 상관계수들이 매우 높기 때문에 이들 세 변수를 동시에 포함하는 모형은 설정하지 않는다. 또한 NITA와 NDT의 상관계수가 특히 높아 이들 두 변수를 함께 포함하는 모형도 고려하지 않는다. NITA, TAX 및 NDT 가운데 하나의 변수만을 포함하는 모형의 설명변수로는 NITA 또는 NDT를 이용하는데 이 변수들은 세 변수 가운데 나머지 변수들과의 상관계수가 높아 세 변수의 효과를 함께 반영할 수 있을 것으로 보인다.)

<표 7>는 실증분석에 이용된 회귀분석모형들을 요약하고 있다.

<표 7> 한국 기업의 재무구조 결정요인 분석을 위한 회귀모형

종속변수	설명변수		
	재무구조 결정요인	대용변수	회귀계수의 예측부호
DEBT	이자율규제	RCB	정(正; positive)
	기업의 담보·보증능력	LTASS, CONG	정
		LTASS	
		CONG	
	재무위기비용, 경쟁제한적 규제 및 보호	TFASS, MED	부(負; negative) 또는 영(零; zero)
		TFASS	
		MED	
	부채의 대리인비용, 경쟁제한적 규제·보호	RND	부 또는 영
		GTASS	
	기업의 수익성 및 절세수단	NITA, TAX	NITA: 부 TAX: 정
NITA		부	
NDT		부	

#### 4. 실증분석 결과 및 시사점

부록에 수록된 회귀분석 결과는 이용된 설명변수들의 사전적 순서(辭典的 順序; lexicographic order)에 따라 54개 모형의 추정결과들을 정리하고 있다. <표 8>은 회귀분석 결과들을 요약한다.

<표 8> 기업 재무구조의 회귀분석 결과

	요인	변수	회귀계수 예측부호	추정된 회귀계수의 부호 <sup>1)</sup>	
종속 변수	재무구조 (부채/총자산)	DEBT			
설명 변수	상수		없음	-0.5130~0.6979 <sup>2)</sup>	
	이자율규제	RCB	정	0(19), 정*(26), 정**(9) <sup>3)</sup>	
	기업의 담보· 보증능력	LTASS,	정		LTASS: 정*** (18) <sup>3)</sup>
		CONG			CONG: 0(7), 정*(11) <sup>3)</sup>
		LTASS	정	정*** (18) <sup>3)</sup>	
		CONG	정	정*** (18) <sup>3)</sup>	
	재무위기비용, 정부의 규제·보호	TFASS,	부 또는 영		TFASS: 0(10), 부*(6), 부**(2) <sup>3)</sup>
		MED			MED: 부**(15), 부*** (3) <sup>3)</sup>
		TFASS	부 또는 영	0(16), 부*(2) <sup>3)</sup>	
		MED	부 또는 영	부*(6), 부**(10), 부*** (2) <sup>3)</sup>	
	부채의 대리인비용, 정부의 규제·보호	RND	부 또는 영		0(16), 부*(11) <sup>3)</sup>
		GTASS	부 또는 영		0(26), 부*(1) <sup>3)</sup>
	기업의 수익성 및 절세수단	NITA,	NITA:부		NITA: 부*** (18) <sup>3)</sup>
		TAX	TAX:정		TAX: 0(18) <sup>3)</sup>
NITA		부		부*** (18) <sup>3)</sup>	
NDT		부		부*** (18) <sup>3)</sup>	
회귀분석 결정계수	$R^2 = 0.34(1), 0.35(1), 0.36(4), 0.40(1), 0.41(9)$ $0.42(2), 0.45(4), 0.46(8), 0.49(10), 0.50(14)$ <sup>4)</sup>				
회귀분석 조정결정계수	$adj-R^2 = 0.33(1), 0.34(1), 0.35(4), 0.39(1), 0.40(11)$ $0.44(4), 0.45(8), 0.48(8), 0.49(16)$ <sup>4)</sup>				

주: 1) TFASS, MED, RND 및 GTASS의 회귀계수에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 변수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

2) 추정된 상수항의 최소값과 최대값.

3) 추정된 회귀계수가 10%의 유의수준에서 통계적으로 유의하지 않으면 0, 10% 수준에서 유의하면 \*, 5% 수준에서 유의하면 \*\*, 1% 수준에서 유의하면 \*\*\*로 표시함. () 내의 숫자는 해당 추정결과를 보인 모형의 수임.

4) () 내의 숫자는 해당 결정계수 또는 조정결정계수를 보인 모형의 수임.

추정된 모형들의 결정계수와 조정결정계수들이 매우 높아 이들 모형들의 설명력이 큼을 시사한다. 또한 설명변수들의 회귀계수가 예측된 부호들을 가지고 있어 재무구조 결정요인에 관한 이론적 예측들이 적절함을 보이고 있다. (이 연구



는 대부분 기존 연구에 비해 표본이 크고 표본기간이 길어 상대적으로 신빙성 있는 결과를 제시할 것으로 기대된다.)

실증분석 결과는 정부 주도적 경제운영체제 하에서 이자율규제 및 실물시장의 규제·보호가 한국 기업의 높은 부채의존도를 형성한 주요 요인임을 시사한다. 또한 한국 기업은 부채조달을 용이하게 하기 위해 자산규모를 확대하거나 기업집단을 형성할 인센티브를 갖고 있고, 부채조달에 따른 금융비용 부담 때문에 내부유보가 적고 이에 따라 자기자본 조달이 원활하지 못한 악순환에 처해 있음도 시사한다. 재무구조의 결정요인 별로 실증분석 결과 및 시사점을 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 구속성예금의 총자산에 대한 비율을 나타내는 RCB의 회귀계수가 통계적으로 상당히 유의하여, 이자율규제가 기업 재무구조에 유의한 영향을 미침을 시사한다.<sup>5)</sup> 정부는 과거 투자촉진을 위해 여신이자율을 시장실세이자율 이하로 규제함으로써 부채의 자본비용을 낮추고 결과적으로 기업으로 하여금 부채를 보다 많이 이용할 인센티브를 갖게 하였다. 더욱이 직접금융시장이 왜소한 상황에서, 정부가 금융기관을 통해 자금을 동원하고 산업자금을 배분하는 과정에서 간접금융 위주의 금융정책을 수행한 것도 기업들의 금융기관 차입에 대한 의존도를 심화시켰다.<sup>6)</sup>

둘째, 기업 재무위기비용의 대용변수인 TFASS나 MED, 부채의 대리인비용을 나타내는 RND나 GTASS의 회귀계수가 비교적 유의한 점에 비추어 기업들이 재무구조 결정과정에서 경영위험에 따른 부채의 간접비용을 고려하는 것으로 판단할 수 있다. 그러나 이 변수들의 통계적 유의성이 이자율규제, 기업의 담보·보증 능력 및 수익성, 절세효과 등을 나타내는 변수들보다 상대적으로 낮아, 정부의 실물시장에서의 규제·보호가 기업의 경영위험을 낮추어 부채조달에 따른 부담을 줄인 효과도 상당히 있음을 시사한다.

---

5) 외부심사자 1인은 우리나라와 같이 기업의 금융기관 차입의존도가 높을 경우 구속성예금도 함께 증가하므로, 양 변수의 인과관계가 모형과는 반대의 경우에도 정의 상관관계가 나타날 수 있음을 지적하였음.

6) 한국 기업의 실질적 최고경영자는 '총수(總帥)'로 불리는 대주주 경영자인 경우가 대부분인데, 최고 경영자에 권한이 집중된 지배구조도 주식발행을 통한 자기자본 조달에 제약요인으로 작용하였다. 기업이 유상증자하는 경우 대주주 경영자가 지분비용을 유지하려면 유상 발행되는 주식을 매입해야 하며 이는 대규모의 개인적 자금부담을 수반한다. 따라서 대주주 경영자는 기업에 대한 통제권을 유지하기 위해서 유상증자에 상대적으로 소극적인 입장을 가지고 있었다. 한국 기업의 지배구조 형성과정과 그 경제적 비용·편익의 평가는 이 보고서가 포괄하는 범위를 넘어서므로 여기에서는 다루지 않기로 한다.

기업은 부채의존도가 높을수록 자금난을 겪을 가능성이 크고 기업의 자금난은 재무위기비용, 부채의 대리인비용 등 부채의 간접비용을 수반한다. 그러나 정부의 규제·보호 및 파산억제정책은 인위적으로 기업이 자금난에 처할 위험을 감소시킨다. 한국 기업들은 각종 경쟁제한적 규제 때문에 자유로운 기업활동을 제약받은 한편으로, 일단 시장에 진입하면 정부의 규제·보호에 의지하여 안정적 수익성을 유지할 수 있었기 때문에 경영위험이 감소하는 혜택을 누렸다. 또한 정부는 기업의 파산이 경제 전체에 미칠 수 있는 악영향을 우려하여 파산을 억제하기 위한 구제금융, 산업합리화 등의 정책수단을 사용함으로써 결과적으로 기업들의 경영위험을 감소시켰다.

따라서 기업은 규제나 보호가 없는 경우에 비해 부채의 간접비용을 심각하게 고려할 인센티브를 갖지 않았다. 기업들은 차입에 의해 자금을 조달하여 매출을 확대함으로써 기업가치를 극대화할 수 있었다. 이 과정에서 기업들은 사업의 수익성, 재무구조의 안정성 등을 심도 있게 분석하여 사업계획을 결정하는 투자원칙보다 매출확대를 추구하는 공격적 경영행태를 갖게 되었다.

셋째, 당기순이익의 총자산에 대한 비율을 나타내는 NITA의 유의성이 특히 높아 내부유보자금이 재무구조를 결정하는 중요한 요인임을 시사한다. 이와 함께 <표 9>의 각국 기업의 수익구조 및 재무구조를 고려하면, 한국 기업의 부채의존적 재무구조가 금융비용부담을 통해 내부유보를 감소시키고 다시 자기자본 조달을 어렵게 하는 악순환을 유발함을 파악할 수 있다.

<표 9> 주요국 제조업의 수익구조 및 자기자본비율 비교

(단위: %)

		한국	미국	일본
매출액영업이익률 (영업이익/매출액) <sup>1)</sup>	1992년	6.64	5.24	3.3
	1993년	7.04	5.97	2.5
	1994년	7.65	7.38	2.9
	1995년	8.33	7.68	3.3
	1996년	6.54	-	-
매출액경상이익률 (경상이익/매출액) <sup>2)</sup>	1992년	1.53	-	2.6
	1993년	1.70	-	1.9
	1994년	2.74	-	2.4
	1995년	3.60	-	2.9
	1996년	0.99	-	-
매출액순이익률 (당기순이익/매출액) <sup>3)</sup>	1992년	0.94	0.97	-
	1993년	1.11	2.79	-
	1994년	1.97	5.36	-
	1995년	2.83	5.72	-
	1996년	0.53	-	-
자기자본비율 (자기자본/총자산)	1992년	23.88	37.28	31.6
	1993년	25.32	36.43	32.0
	1994년	24.84	37.52	32.3
	1995년	25.86	38.50	32.6
	1996년	23.97	-	-

주: 1) 영업이익 = 매출이익 - 판매 및 일반관리비.

2) 경상이익 = 영업이익 + 영업외수익 - 영업외비용.

3) 당기순이익 = 경상이익 + 특별이익 - 특별손실 - 법인세 등.

자료: 한국은행 「기업경영분석」, 각 년호.

한국 기업의 매출액대비 영업이익률은 미국이나 일본 기업에 뒤지지 않는다. 그러나 자기자본비율이 낮아 부채의 (순)금융비용을 차감한 경상이익률이 상대적으로 저조하며, 따라서 순이익률도 낮아 내부유보에 의한 자기자본 확충이 부진함을 파악할 수 있다.

넷째, 기업의 담보·보증 능력을 나타내는 변수들인 LTASS, CONG의 회귀계수가 통계적으로 유의하여, 정부의 금융시장 및 금융기관에 대한 규제·보호가 금융기관의 담보·보증대출 관행을 유발하고 기업으로 하여금 부채조달능력을 확충하기 위해 규모를 확대하거나 기업집단을 형성하도록 했음을 시사한다.<sup>7)</sup>

7) 외부 심사자 1인은 LTASS와 CONG의 높은 상관관계가 모형의 설명력을 저해할 가능성을 지적하였음. 그러나 이 보고서는 양자간의 상관관계를 감안하여 두 변수 가운데 하나만을 설명변수로 포함하는 모형들도 추정하였으며, 추정결과 모형 선택에 관계없이 설명변수의 계수, 결정계수

정부는 이자율규제 외에도 주요 은행들의 금융기관의 인사 및 자산운용에 직·간접적으로 개입함으로써 금융기관들을 통제하였다. 은행들은 정부의 지도 아래 금융자원의 배분을 통해 정책을 집행하는 역할을 수행하였으며, 여신결정이 정부의 정책적 판단에 크게 좌우되었으므로 기업에 대해 감시·견제 기능을 수행하지 못하였다. 한편 은행들은 정부의 통제하에 있으면서 명시적 또는 암묵적으로 정부의 보호를 받는 혜택도 누렸다. 정부는 은행의 예대 마진(預貸 margin)을 보장하고, 특정 업무에의 진입을 허용하여 수익성을 보전해 주곤 하였다. 따라서 은행들은 여신심사 기법의 적극적 활용, 기업 신용도에 따른 이자율차등화 등 상업적 경영보다 정책에 순응한 소극적인 금융자원 할당 기능을 수행하고, 보장된 이익의 위험을 낮추기 위한 담보·보증 위주의 여신 관행을 유지하고 있다.

기업들은 차입에 크게 의존할 수밖에 없는 여건과 차입의 자본비용이 저렴한 이유 때문에 금융기관으로부터 부채조달능력을 확대하고자 하였다. 기업들은, 대기업은 신용도가 높아 자본시장 접근이 용이하고 경영다각화로 위험이 분산되어 있어 이자비용이 저렴한 일반적 이점 외에도, 담보제공능력을 확충하기 위해 자산규모를 확대하고 계열기업의 채무보증을 이용하기 위해 기업집단을 형성하는 전략을 선택한 것으로 보인다.

다섯째, 기업의 절세를 위한 노력도 채무구조의 결정요인으로 보인다. 비부채 절세효과를 나타내는 NDT의 회귀계수가 유의한 부의 부호를 갖고 있다.<sup>8)</sup> 한편 18개 모형이 설명변수로서 TAX를 (NITA와 함께) 포함하고 있는데, TAX의 회귀계수는 유의하지 않다. 이는 기업이 부채를 절세수단으로 이용하지 않기 때문이기보다 부채의 절세효과를 실증적으로 명확하게 보이지 못하는 기존 문헌들의 문제점을 본 연구도 가지고 있기 때문일 것이다.

모딜리아니-밀러Modigliani and Miller(1963)등 기존의 이론연구들은 부채의 절세효과가 채무구조의 중요한 결정요인이 될 수 있음을 시사하고 있고, 실제로 기업의 채무담당자들도 절세수단 활용을 채무의사 결정에 있어 중요 고려사항으로 지적하고 있다. 그러나 기존 실증연구들은 세법 규정의 복잡함에 기인한 실효한계세율(effective marginal tax rate) 추정의 어려움, 기업이 부채를 절세수단으

---

등이 기본적으로 동일함. 따라서 두 변수간의 상관관계가 결과를 왜곡하지는 않는 것으로 판단됨.  
8) 외부 심사자 1인은 NDT와 NITA의 높은 상관관계를 문제점으로 지적하였음. 그러나 NDT는 <수식 3>과 <수식 4>에서 나타나듯이 기업이 절세를 위해 영업외비용이나 특별손실을 만들어내는 행위를 포착하는 변수임. 기업은 이익이 큰 해에 이와 같은 절세수단을 많이 사용하므로 NDT와 NITA의 높은 상관관계는 필연적 결과임. 본 보고서는 양자의 높은 상관관계를 감안하여 NITA와 NDT를 동시에 설명변수로 포함하는 모형은 추정하지 않음으로써 분석결과가 왜곡될 가능성을 피하고 있음.

로 활용하기 때문에 발생하는 실제 한계세율의 내생성(内生性; endogeneity) 등으로 부채의 절세효과를 적절히 나타낼 수 있는 변수를 고안하지 못하고 있다. 또한 기업의 수익성과 실제 한계세율의 높은 상관관계도 설명변수로서 세율의 유용성을 저해하고 있다. 따라서 이 연구는 부채의 절세효과를 적절히 추정하는 변수를 고안하기 위한 연구를 추후의 과제로 남겨 두고자 한다.

## 제5장 국제통화기금 금융지원 시대의 기업금융

한국은 정부 주도적 경제운영체제가 노정하는 문제점들과 자유화·세계화를 중심으로 한 최근의 국제 경제환경 변화에 기인하여 경제 전반에 걸쳐 시장원리를 도입하는 개혁을 추진할 필요를 갖게 되었다. 기업들은 1980년대 말부터 수요증가 추세의 둔화, 정부의 규제 및 보호 완화에 따른 시장기능의 활성화, 경제개방에 따른 경쟁격화 등으로 새로운 경영환경에 처하게 되었다. 더욱이 한국은 1997년말 심각한 금융·외환위기 수습을 위해 국제통화기금(International Monetary Fund; IMF)으로부터 대기성차관(stand-by credit)을 도입하면서 자유화와 개방을 핵심으로 한 경제개혁을 추진하고 있으며, 기업들도 급격한 환경변화에 직면하고 있다. 이 장은 최근의 기업금융 환경 변화를 살펴보고 기업의 재무의사 결정과 관련한 기업과 정부의 과제를 제시한다.

### 1. 국제통화기금 프로그램의 기업금융 관련 개혁 방향

국제통화기금(IMF)이 제시한 경제개혁 프로그램의 핵심은 낙후하고 부실한 한국의 금융산업 구조조정이며 그 기본방향은 광범위한 금융개혁을 통해 금융기관의 상업성을 회복하고 건전성을 제고하는 것이다. 기업금융과 관련해서는 철저한 시장원리 도입을 요구하고 있는데 주요 세부사항들은 다음과 같다.

첫째, 정부의 금융시장 및 은행 경영에 대한 개입을 철폐한다. 금융시장에서 시장원리가 작동하도록 보장하고, 부실 금융기관들을 퇴출시키며, 생존 금융기관의 건전성을 제고한다. 정부는 은행대출의 상업성을 존중하여 (건전성 감독의 경우를 제외하고는) 은행 경영과 대출 결정에 개입하지 않으며, 금융기관들은 건전성 기준에 입각하여 위험평가 및 대출심사 등을 강화한다.

둘째, 기업의 재무적 안정성을 제고한다. 기업의 부채비율을 낮추고, 은행차입에 대한 의존도를 축소하며, 기업집단 계열사간 채무보증을 해소한다

셋째, 기업들이 국제 금융시장에서 직접 자금을 조달할 수 있도록 민간 기업의 해외차입 규제를 철폐한다.

넷째, 시장원리를 강화하기 위해 기업의 파산절차가 법률에 따라 정부 개입 없이 작동하도록 하며 정부는 개별 기업을 구제할 목적으로 보조금이나 세제 혜택을 부여하지 않는다.

다섯째, 기업의 경영투명성을 제고한다. 기업은 일반적으로 인정된 국제 회계

기준에 부합하는 재무제표를 작성하고, 독립적인 외부감사, 완전 공시 및 외부감사에 의해 공인된 결합재무제표 공표 등을 통해 경영투명성을 제고한다.

## 2. 기업금융 환경 변화와 기업의 과제

금융산업 구조조정이 이루어지면 정부는 더 이상 금융기관들을 정책수행의 수단으로 이용할 수 없고, 따라서 금융기관들을 통제하거나 보호할 당위성을 갖지 않는다. 금융기관은 정부의 간섭에서 벗어나 독자적으로 생존을 추구해야 하므로 철저하게 상업적 동기에 기초하여 수익성을 추구하는 경영을 해야 한다.

금융기관들의 행태 변화는 기업들의 재무의사 결정에 큰 영향을 미칠 것이다. 금융기관의 기업에 대한 감시·견제 기능이 강화될 것이므로, 기업은 철저한 사업성 분석을 통해 투자를 결정해야만 금융기관으로부터 자금을 조달할 수 있고, 경제적 부가가치를 창출해야만 존속할 수 있다.

또한 주식투자자들이 소주주 권리 행사를 통해 경영을 감시하게 되고, 적대적 인수·합병에 대한 규제가 완화되어 경영자는 실적이 저조할 경우 경영권을 상실할 가능성이 증가한다. 기업 인수·합병이 활발한 시기에 기업 내부의 자발적 경영자 경질도 빈번함을 시사하는 마이클슨-파치 Mikkelson and Partch (1997)의 연구 결과에 비추어 보아, 한국 기업의 내부 인사도 경영실적을 민감하게 반영하게 될 것이다.

이에 따라 기업 재무기능의 역할이 증대할 것이다. 재무기능은 이제까지 최고 경영자가 결정한 사업의 투자 및 영업활동을 위한 자금조달에 치중하여 왔다. 그러나 앞으로는 사업계획의 수립단계에서 타당성을 분석하고, 실행단계에서 필요 자금 조달 및 여유자금을 운용하고 위험을 관리하며, 사업 단계별로 실적을 평가하는 기능을 심도있게 수행해야 할 것이다.

이 보고서가 분석대상으로 하는 기업의 재무구조는 재무적 안정성을 유지하는 차원에서 중요성을 더할 것이다. 한국 기업의 높은 부채의존도가 국제적 신인도를 저해하는 요인으로 작용하는 현실에서 재무적 안정성 제고는 당면과제이기도 하다. 더욱이 이자율자유화, 정부의 보호철폐 등으로 부채조달의 이점이 감소하고 있는 상황에서, 재무구조는 이 보고서를 비롯한 많은 연구들이 시사하는 주인-대리인문제, 정보비대칭, 기업의 조세부담 등의 요인들에 보다 민감하게 반응하는 전략적 선택의 대상이 될 것이다.

국제통화기금 구제금융 체제 하에서의 기업의 재무의사 결정과 관련한 과제는

다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 기업들은 단기적으로 재무구조의 안정성 제고를 최우선 과제로 삼아야 한다. 한국 기업들은 현재 신용도 하락에 따른 외부자금 조달의 애로, 자금조달비용의 급격한 상승, 자금확보를 위해 계열사나 자산을 비정상적으로 낮은 가격에 매각해야 할 상황에 직면해 있는 등 막대한 재무위기비용(cost of financial distress)을 부담해야 할 입장이다. 따라서 기업들은 효율적인 구조조정을 통해 실현되는(materialized) 재무위기비용을 낮추고 동시에 생존을 모색해야 한다.

기업들의 단기적 재무구조 조정을 위한 기본 방향은 현금관리를 최우선 과제로 설정하고, 단기부채를 만기연장 또는 중장기부채로 전환하며, 기존의 사업구조와 투자계획을 전면 재검토하여 구조조정 기본 방향을 설정하고 이에 따라 국내외 기업과의 전략적 제휴, 계열사 및 자산 매각 등을 추진하는 것이다.

둘째, 금융 및 실물시장에서의 경쟁격화에 대응한 재무전략을 수립해야 한다. 한국 기업들은 1980년대 후반부터 수요증가 추세의 둔화, 정부의 규제 및 보호완화, 개방에 따른 경쟁격화 등을 경험하였다. 더욱이 정부는 국제통화기금과의 합의에 따라 더 이상 개별 기업을 규제하거나 보호하지 않을 것임을 밝히고 있다. 이에 따라 금융시장의 이자율규제, 정책금융, 구제금융, 실물시장의 경쟁제한적 규제·보호 등이 철폐될 것으로 보인다. 정부의 규제·보호가 결과적으로 기업의 안정적 수익을 보장하여 경영위험을 감소시키고 매출확대전략을 채택하게 했던 점에 비추어, 기업들은 이제 재무구조의 안정성 유지와 경제적 부가가치 창출에 중점을 둔 기업가치 극대화 전략을 마련해야 한다.

기업의 재무기능은 필요자금조달에 치중한 지금까지의 소극적 역할에서 벗어나 사업계획의 타당성 분석, 사업실행 단계에서 자금조달, 운용 및 위험관리, 사업실적의 평가 등 경영전략의 핵심적 역할을 수행해야 한다. 기업의 효율성을 제고하고 경제적 부가가치를 창출하기 위한 전략을 수립하고, 자금조달을 위해 금융기관에게 양호한 현금흐름과 수익성을 입증해야 하며, 사업 추진과정을 통제하고 사후 평가 기능을 수행해야 한다.

셋째, 기업재무는 외부투자자들과의 관계, 지배구조 등과 밀접하게 관련되어 있으므로 인수·합병시장 활성화에 대비한 재무전략을 수립해야 한다.

국제통화기금의 개혁 프로그램은 기업의 경영투명성을 제고하기 위해 국제 회계기준에 부합하는 재무제표를 작성하고, 독립적인 외부감사를 받으며, 결합재무제표를 공표하도록 하고 있다.

또한 기업의 인수·합병시장을 활성화하는 후속 조치들이 시행 또는 추진되고



있다. 외국인의 주식매입한도 확대 및 적대적 주식매수에 대한 규제 완화, 주식 대량 매입과 관련한 의무공개매수제도 철폐, 기업집단 계열사의 출자총액한도 폐지 및 상호채무보증 해소, 국제간 자본거래에 대해 강력한 보호를 규정하는 다자간투자협정(Multilateral Agreement on Investment)의 체결 전망, 적대적 인수·합병에 대한 경영자의 방어수단이 될 수 있는 자사주(自社株) 취득한도 확대 등이 그 구체적 사안들이다.

주식시장의 추가 개방 및 국제간 거래에 대한 보호 강화, 인수·합병의 활성화 등은 해외자금 유입을 촉진하고 투자자들의 주식시장 참가를 확대할 것이다. 기업들은 자기자본 조달이 용이해지는 한편으로 적대적 인수·합병 가능성 증가에 따라 과거와는 다른 재무의사 결정 행태를 갖게 될 것이다. 재무이론은 기업의 재무구조가 인수·합병에 따른 비용·편익에 의해서도 영향을 받음을 시사하는데, 스투츠Stulz(1988), 해리스-라비브Harris and Raviv(1988), 이즈리얼Israel(1991) 등은 경영자가 주주 또는 자신의 개인적 이익을 극대화하려는 동기가 재무구조에 영향을 미침을 보인다.

재무이론은 경영자가 인수·합병에 대해 어느 정도 방어능력을 갖는 것이 적절한가에 대해 일률적인 결론을 제시하고 있지 않다. 그러나 일반적으로 경영자는 방어능력을 확대하고자 함에 비추어, 기업은 주주의 이익을 최우선으로 하는 경영정책으로 기관투자가 및 소수주주들과의 관계를 긴밀하게 유지하여 우호적 지분으로 활용할 필요가 있다.

### 3. 기업금융 환경 정비를 위한 정부의 과제

국제통화기금 금융지원 체제 하에서 정부의 기업금융 관련 과제는 금융기관에 대한 정책 및 기업에 대한 정책으로 나누어 볼 수 있다.

#### 1) 금융기관에 대한 정책과제

정부는 과거 정책집행 수단으로서 금융기관을 이용하기 위해 금융기관 경영에 개입하여 왔으며, 금융기관 경영자들도 정부의 규제·보호에 의존한 경영을 해 왔다. 그러나 정부가 금융기관을 통제수단으로 활용하여 경제를 주도적으로 운영하는 방식은 정부의 능력이 시장의 기능보다 우월하지 못한 현실에서 자원배분을 왜곡하고 금융산업을 부실화함으로써 결국 현재의 경제위기를 초래한 근본 원인

이 되었다. 따라서 정부의 금융시장 정책과제는 금융의 자원배분기능을 시장에 맡김으로써 효율적인 경제운영체제를 구축하고, 금융기관이 상업기관으로서 경쟁력을 갖추도록 하는데 있다.

단기적으로는 금융시장 정상화를 위해 정부는 부실 금융기관을 신속히 정리하고, 생존 금융기관의 건전성을 제고하며, 금융기관의 인수·합병을 촉진하는 등 구조조정을 조속히 마무리해야 한다.

또한 은행의 책임경영체제를 확립하여 상업성을 회복시켜야 한다. 금융기관의 상업성 회복은 금융기관으로 하여금 기업의 자금 조달 및 운용에 있어 협조자로서 또한 경영의 감시·견제자로서의 기능을 수행하도록 할 것이다. 기업의 재무구조와 관련해서는 상업적 견지에서 재무적 안정성을 평가하여 여신결정을 할 것이다.

최근 대기업과 주거래은행 사이에 체결되고 있는 ‘재무구조 개선을 위한 협정’은 기업이 은행으로 대변되는 금융시장과의 상호관계에 기초하여 당면과제인 구조조정과 재무 안정성 제고를 추진하도록 한다는 점에서 바람직한 변화이다. 일반적으로 금융시장의 기업감시기능이 정부의 통제보다 우월한 결과를 낳기 때문이다.

그러나 이 협정이 제 기능을 발휘하기 위해서는 금융기관이 정부의 간섭에서 벗어나 순수하게 상업적 견지에서 기업에 대한 여신결정을 할 수 있는 환경을 조성해야 한다. 특히 실질적으로 정부의 지시에 따라 주거래은행이 대기업과 협정을 체결한 모순적인 배경을 고려할 때, 은행의 책임경영체제 확립은 시급한 과제이다.

## 2) 기업에 대한 정책과제

기업에 대한 정부정책의 바람직한 틀은 국민의 자유와 재산권을 존중하고 공정한 경쟁을 보장하는 것이다. 이는 국민들이 다양한 사업기회를 발견하고 실행할 수 있는 여건과 제도를 마련하고, 법치주의와 국제적 기준에 입각한 정책을 시행함을 의미한다.

현재 한국 기업들은 대부분 재무위기에 처해 있거나 처할 가능성이 높아 자기자본을 확충하고 구조조정을 통해 차입금을 상환함으로써 재무적 안정성을 제고하고 국제적 신인도를 회복해야 할 당면과제를 가지고 있다. 따라서 정부는 시장기능의 존중, 공정한 경쟁 보장의 틀에 어긋나지 않는 범위 안에서 기업 재무구

조의 안정성을 제고하기 위한 정책수단을 강구하고, 제도적 장애요인을 제거해야 할 것이다.

그러나 유의할 점은 자기자본비율 제고가 시급한 과제이기는 하나, 이는 어디까지나 현재 상황에서만 유효한 기업가치 증대수단이라는 것이다. 일반적으로 기업은 다양한 비용·편익을 고려하여 적절한 재무구조를 선택함으로써 기업가치를 극대화한다. 맹목적으로 자기자본비율 제고만을 추구하여 다른 측면들을 도외시하면 기업가치를 오히려 감소시킬 수 있다. 따라서 정부의 역할은 기업들 스스로 최적 재무구조를 발견·유지할 수 있도록 금융환경을 정비하는 것이며, 조세 등의 일률적이고 강제적 성격을 가진 수단을 동원하여 자기자본비율 제고를 유도하는 정책은 적절하지 않다.<sup>9)</sup>

---

9) 실례로 2000년부터 시행 예정인 기업 차입금이자 손비인정 제한제도는 부채의존도가 높은 기업에 대한 금융기관의 감시·견제 기능이 제대로 이루어지지 않는 현실을 보완하기 위한 조치이다. 그러나 위정범 (1997a)은 실증분석을 통해 이런 획일적 조세제도는 개별 기업 차원에서 재무구조 결정과 관련한 인센티브를 보정(補正)하지 못함을 보인다. 따라서 이자율의 실질적 자유화, 금융기관의 상업성 회복 등 근본적 개혁을 통해 금융시장의 기능을 회복하는 것이 원론적(原論的)이지만 적절한 대응책임을 시사한다.

## 제6장 결론

이 연구의 실증분석 결과는 한국 기업의 재무구조 형성과정에 대해 다음과 같이 시사하고 있다.

첫째, 정부는 과거 투자촉진을 위해 여신이자율을 규제하였는데 결과적으로 부채의 자본비용을 낮추어 기업으로 하여금 차입을 확대하도록 하였다. 더욱이 직접금융시장이 왜소한 상황에서 간접금융 위주의 금융정책을 채택한 정책도 기업들의 금융기관 차입에 대한 의존도를 심화시켰다.

둘째, 정부의 산업정책도 기업의 부채조달을 촉진하는 결과를 낳았다. 기업은 부채의존도가 높을수록 자금난을 겪을 가능성이 증가하며, 자금난은 여러 가지 부채의 간접비용을 수반한다. 따라서 부채의 간접비용은 기업의 부채조달을 억제하나, 정부의 규제·보호 및 파산억제정책이 인위적으로 기업의 경영위험을 감소시켰기 때문에 기업은 재무적 안정성을 충분히 고려할 인센티브를 갖지 않았다. 결국 기업들은 사업의 수익성, 재무구조의 안정성 등을 분석하여 사업계획을 결정하는 투자원칙보다 매출확대를 위주로 한 공격적 경영행태를 갖게 되었다.

셋째, 한국 기업들의 부채의존적 재무구조는 다시 부채의존도를 심화시키는 악순환을 유발하고 있다. 기업의 내부유보자금은 자기자본의 주요 자금원이나, 한국 기업의 높은 부채의존도는 금융비용부담을 통해 순이익과 내부유보를 감소시켜 자기자본 조달을 어렵게 하고 있다. 한국 기업은 외국 기업에 비해 영업이익률은 뒤지지 않으나, 자기자본비율이 낮아 금융비용 부담이 크고 순이익률이 낮은 형편이다.

넷째, 정부의 금융시장 및 금융기관에 대한 규제·보호는 기업들로 하여금 규모를 확대하고 기업집단을 형성할 인센티브를 갖게 하였다. 은행들은 금융규제 하에서 정책방향에 따라 금융자원을 배분하는 역할을 수행하고 한편으로 일정 수준의 이익을 보장받는 혜택도 누렸다. 결국 은행들은 여신심사 기법의 적극적 활용, 기업 신용도에 따른 이자율차등화 등 상업적 경영보다 정책에 순응한 소극적인 금융자원 할당 기능을 수행하고, 보장된 이익의 위험을 낮추기 위한 담보·보증 위주의 여신 관행을 형성하게 되었다. 기업들은 차입에 크게 의존할 수밖에 없는 여건과 부채의 자본비용이 저렴한 이유 때문에 금융기관으로부터 차입을 확대하고자 하였다. 기업들은 자산을 늘려 담보제공능력을 확충하고 기업집단을 형성하여 계열기업의 채무보증을 이용하기 위해 기업규모를 확대하는 전략을 선택하였다.

실증분석 결과는 정부 주도적 경제운영체제하에서 금융기관 및 기업에 대한 규제·보호가 한국 기업의 높은 부채의존도를 형성한 주요 요인임을 시사한다. 또한 주어진 외부환경에 적응한 한국 기업들의 부채의존적 재무구조는 금융비용 부담을 통해 내부유보를 감소시키고 이는 다시 자기자본 조달을 어렵게 하는 악순환을 유발하고 있다.

다시 말해 한국 기업은 주어진 경제·정치·사회 등 여건 하에서 나름대로 기업 가치를 극대화하는 과정에서 현재의 재무구조를 형성하여 왔다. 따라서 기업 재무구조의 안정성을 제고하기 위한 노력도 기업의 자금조달 행태를 직접적으로 규제하기보다 기업환경을 개혁하는 방안을 채택하는 것이 적절할 것이다.

## 1. 기업 재무구조의 안정성 제고를 위한 정책 방향

이 연구는 한국 기업의 금융환경을 개선하기 위한 기본 틀을 다음과 같이 제시하고자 한다.

첫째, 재무구조의 결정 주체는 기업이며 정부의 역할은 기업환경을 정비하는 것이다. 기업 외부자는 정보부족 등으로 최적 재무구조를 선형적으로 판단하기 어렵고 실천할 동기도 부족하기 때문에, 주어진 환경 속에서 최적 재무구조를 (가장 근접하게) 파악하고 실천할 수 있는 주체는 기업 자신이다. 따라서 정부는 획일적 규제에 의해 기업의 재무구조를 변화시키려 하기보다, 경제 전반에 걸친 공정한 경쟁원칙을 확립하고 기업의 재무구조를 왜곡하거나 최적 재무구조 달성을 제약하는 요인을 제거하는 역할을 해야 한다.

둘째, 기업의 가치극대화를 제약하지 않으면서 최적 재무구조 달성을 유도하는 정책은 금융시장의 기능을 제고하고 실물시장의 경쟁을 강화하는 것이다.

금융시장의 기능제고를 위해 정부의 금융시장 및 은행 경영에 대한 개입을 철폐해야 한다. 정부는 실질적 이자율자유화를 통해 금융시장의 기능을 보장하고, 은행의 경영과 여신결정에 개입하지 않으며, 부실 금융기관들에 대한 보호를 폐지해야 한다. 금융기관들은 여신심사 및 신용평가를 강화하고 신용도에 따른 이자율 차등화를 실시함으로써 기업에 대한 감시·건제 기능을 수행해야 한다.

또한 기업들의 자금조달 수단을 다양화해야 한다. 기업들이 국제금융시장에서 직접 자금을 조달할 수 있도록 규제를 철폐하고, 해외자본의 국내투자를 유도해야 한다. 기업들이 국제금융시장에서 원활히 자금을 조달하기 위해서는 기업 회계제도 및 공시제도의 개선, 외부감사의 독립성 강화 등을 추진해야 한다.

실물시장의 경쟁제고를 위해서는 기업에 대한 각종 경쟁제한적 규제·보호를 철폐하고 기업 파산을 억제하는 정책을 포기해야 한다. 한국 기업들은 일단 시장에 진입하면 각종 경쟁제한적 규제에 의지하여 수익성을 유지할 수 있었기 때문에 차입에 의존한 규모 확대에 치중한 측면이 있다. 또한 정부가 사회적 영향을 우려하여 기업의 퇴출(파산)을 막고자 한 것도 기업의 외형확대전략을 유발한 요인이었다. 정부는 실물시장의 경쟁제한적 규제·보호들을 철폐하고, 부실기업을 지원하기 위한 금융·세제 지원을 폐지하며, 파산절차가 법률에 따라 이루어지도록 보장해야 한다.

## 2. 경제위기에 대응한 기업과 정부의 당면 과제

현재의 금융·외환위기에 대응한 기업과 정부의 당면과제는 다음과 같다.

기업들은 우선 단기적으로 재무구조의 안정성 제고에 치중해야 한다. 단기적 재무구조 조정을 위해 현금관리를 최우선 과제로 설정하고, 단기부채를 만기연장 또는 중장기부채로 전환하며, 기존의 사업구조와 투자계획을 전면 재검토하여 구조조정의 기본 방향을 설정하고 이에 따라 국내외 기업과의 전략적 제휴, 계열사 및 자산 매각 등을 추진해야 한다.

둘째, 금융 및 실물시장의 경쟁격화에 대응한 재무전략을 수립해야 한다. 외형 확대는 더 이상 기업가치 극대화전략이 아니며, 기업들은 재무적 안정성 유지와 경제적 부가가치 창출에 중점을 둔 전략을 마련해야 한다. 기업의 재무기능은 필요자금조달에 치중한 지금까지의 소극적 역할에서 벗어나 사업계획의 타당성 분석, 사업실행 단계에서 자금조달, 운용 및 위험관리, 사업실적의 평가 등 경영전략의 핵심적 역할을 수행해야 한다.

셋째, 기업재무는 외부투자자들과의 관계, 지배구조 등과 밀접하게 관련되어 있으므로 기업통제권시장의 활성화에 대비한 재무전략을 수립해야 한다. 최근 기업의 경영투명성을 제고하고 인수·합병시장을 활성화하는 조치들이 시행 또는 추진되고 있다. 이런 조치들은 해외자금 유입을 촉진하고 투자자들의 주식시장 참가를 확대하는 한편, 기업의 재무의사 결정과정에서 인수·합병과 관련한 요인들을 고려하도록 하고 있다. 재무이론은 경영자가 어느 정도 방어능력을 갖는 것이 적절한가에 대해 일률적인 결론을 제시하고 있지 않다. 그러나 일반적으로 경영자는 방어능력을 확대하고자 함에 비추어, 기업은 주주의 이익을 최우선으로 하는 경영정책으로 기관투자가 및 소수주주들과의 관계를 긴밀하게 유지하여 우호

적 지분으로 활용할 필요가 있다.

정부의 기업금융 관련 과제는 금융기관과 기업에 대한 정책으로 나누어 볼 수 있다.

첫째, 정부는 금융시장을 정상화하기 위해 부실 금융기관을 신속히 정리하고, 생존 금융기관의 건전성을 제고하며, 금융기관의 인수·합병 등 구조조정을 조속히 마무리해야 한다. 또한 은행의 책임경영체제를 확립하여 상업성을 회복시켜야 한다.

최근 대기업과 주거래은행 사이에 체결되고 있는 ‘재무구조 개선을 위한 협정’은 기업이 은행으로 대변되는 금융시장과의 상호관계에 기초하여 당면과제인 구조조정과 재무 안정성 제고를 추진하도록 한다는 점에서 바람직한 변화이다. 그러나 이 협정이 제 기능을 발휘하기 위해서는 금융기관이 정부의 간섭에서 벗어나 순수하게 상업적 견지에서 기업에 대한 여신결정을 할 수 있어야 한다. 특히 실질적으로 정부의 지시에 따라 주거래은행이 대기업과 협정을 체결한 모순적인 배경을 고려할 때, 은행의 책임경영체제 확립은 시급한 과제이다.

둘째, 현재 한국 기업들이 대부분 재무위기에 처해 있거나 처할 가능성이 높은 점에 비추어 정부는 시장기능의 존중, 공정한 경쟁 보장의 틀에 어긋나지 않는 범위 안에서 기업 재무구조의 안정성을 제고하기 위한 정책수단을 강구하고, 제도적 장애요인을 제거해야 한다. 그러나 유의할 점은 자기자본비율 제고가 시급한 과제이기는 하나, 이는 어디까지나 현재 상황에서만 유효한 기업가치 증대수단이라는 것이다. 맹목적으로 자기자본비율 제고만을 추구하여 다른 측면들을 도외시하면 기업가치를 오히려 감소시킬 수 있다. 정부의 역할은 기업들 스스로 최적 재무구조를 발견·유지할 수 있도록 금융환경을 정비하는 것이며, 일률적이고 강제적 성격을 가진 수단을 동원하여 자기자본비율 제고를 유도하는 정책은 적절하지 않다.

## 참고 문헌

Ang, James S., Jess H. Chua and John J. McConnell, "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note," *Journal of Finance* 37 (March 1982): 219-26.

Dammon, Robert M. and Lemma W. Senbet, "The Effects of Taxes and Depreciation on Corporate Investment and Financial Leverage," *Journal of Finance* 43 (June 1988): 357-73.

DeAngelo, Harry and Ronald W. Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* 8 (March 1980): 3-29.

Ferri, Michael G. and Wesley H. Jones, "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach," *Journal of Finance* 34 (June 1979): 631-44.

Graham, John R., "Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate," *Journal of Financial Economics* 42 (1996): 187-221.

Harris, Milton and Artur Raviv, "Corporate Control Contests and Capital Structure," *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 55-86.

Israel, Ronen, "Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing" *Journal of Finance* 46 (September 1991): 1391-409.

Jensen, Michael and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3 (October 1976): 305-60.

Leland, Hayne and David H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial



Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance* 32 (May 1977): 371-88.

Marsh, Paul, "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study," *Journal of Finance* 37 (March 1982): 121-44.

Mikkelson, Wayne H. and M. Megan Partch, "The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover," *Journal of Financial Economics* 44 (1997): 205-28.

Modigliani, Franko and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48 (June 1958): 261-97.

Modigliani, Franko and Merton H. Miller, "Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review* 53 (June 1963): 433-43.

Miller, Merton H., "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32 (May 1977): 261-76.

Myers, Stewart C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5 (November 1977): 147-176.

Myers, Stewart C., "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance* 39 (July 1984): 575-92.

Myers, Stewart C. and N. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984): 187-221.

Opler, Tim C. and Sheridan Titman, "Financial Distress and Corporate Performance," *Journal of Finance* 49 (July 1994): 1015-40.

Pinegar, J. Michael and Lisa Wilbricht, "What Managers Think of Capital

Structure Theory: A Survey," *Financial Management* (Winter 1989): 82-91.

Ross, Stephen, "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach," *Bell Journal of Economics* 8 (Spring 1977): 23-40.

Stulz, René M., "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Markets for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 25-54.

Titman, Sheridan, "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision," *Journal of Financial Economics* 13 (March 1984): 137-51.

Titman, Sheridan and Roberto Wessels. "The Determinants of Capital Structure Choice." *Journal of Finance* 43 (March 1988): 1-19.

Warner, Jerold B., "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of Finance* 32 (May 1977): 337-47.

Wee, Jung Bum, *Strategic Financing of Callable Bonds: Theory and Empirical Evidence*, Ph. D. Dissertation, University of Oregon, 1995.

金暎圭, 資本構造의 産業間 同質性에 관한 研究, 成均館大 經營論集 2, 1986.12: 61-88.

김학은, 박용서, 국내이자율의 국제수준으로의 인하방안, 경제연구총서 96-85, 대한상공회의소 한국경제연구센터, 1996.

南逸聰, "不實企業整理制度의 經濟的 分析," 韓國開發研究 제15권 (1993 여름): 3-39.

朴聖泰, 資本構造決定要因에 대한 實證的 研究, 財務管理研究 7-2, 1990.12: 81-114.

鮮于奭皓, 韓國企業의 財務構造決定要因과 資本費用, 財務研究 1, 1991.5: 61-80.

신동령, 韓國製造企業의 財務構造 決定要因에 관한 研究, 經營學研究 30, 1991.11: 131-51.

申敏植, 우리나라 上場企業의 資本構造 決定要因에 관한 研究, 財務管理研究 6-2, 1989.12: 33-69.

沈昞求, “우리나라 企業의 資本構造 決定要因에 관한 研究,” 서울大 經營論集, 23-3, 1989.9: 1-31.

위정범 (1997a), “「기업 차입금이자 손비인정 제한」의 정책효과 분석,” 경제전망과 정책과제, 한국경제연구원, 1997.9: 53-63.

위정범 (1997b), “企業하기 좋은 經濟環境: 금융,” 새정부의 정책과제, 한국경제연구원, 1997.11: 285-312.

趙相元, 稅法, 玄岩社, 1997.

左承喜, “꺾기의 經濟學과 通貨量 效果分析,” 韓國의 巨視經濟 政策研究, 韓國開發研究院 研究論文集 94-01, 1994.11: 66-133.

洪永復, 우리나라 上場企業의 資本構造 決定要因, 證券學會誌 9, 1987.12: 227-55.

## 부록

<부표 1> 모형 1의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.1565
		RCB	정(正; positive)	0.5783*
		LTASS	정	0.0795***
		CONG	정	0.0302*
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0971*
		MED	부 또는 영	-0.0365**
		RND	부 또는 영	-2.4665*
		NITA	부(負; negative)	-3.1761***
		TAX	정	0.0138
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.50, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(8,342) = 43.3570***		

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 2> 모형 2의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.1570
		RCB	정(正; positive)	0.5843*
		LTASS	정	0.0799***
		CONG	정	0.0302*
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0978*
		MED	부 또는 영	-0.0366**
		RND	부 또는 영	-2.4515*
		NITA	부(負; negative)	-3.1634***
	표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.50, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(7,343) = 49.6875***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 3> 모형 3의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.3690**
	RCB	정(正; positive)	0.7607*
	LTASS	정	0.0967***
	CONG	정	0.0266
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.1178*
	MED	부 또는 영	-0.0416**
	RND	부 또는 영	-1.7605
	NDT	부(負; negative)	-2.2020***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.42, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(7,343) = 34.8194***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 4> 모형 4의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1491
	RCB	정(正; positive)	0.6027*
	LTASS	정	0.0788***
	CONG	정	0.0315*
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.1006*
	MED	부 또는 영	-0.0345**
	GTASS	부 또는 영	-0.0124
	NITA	부(負; negative)	-3.2044***
	TAX	정	0.0045
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.50, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(8,342) = 42.5639***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 5> 모형 5의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1493
	RCB	정(正; positive)	0.6046*
	LTASS	정	0.0789***
	CONG	정	0.0315*
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.1008*
	MED	부 또는 영	-0.0346**
	GTASS	부 또는 영	-0.0123
	NITA	부(負; negative)	-3.2002***
표본 크기	351	$R^2 = 0.50$ , 조정 $R^2 = 0.49$ , 회귀분석 $F(7,343) = 48.7858$ ***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

- \* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 6> 모형 6의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.3580**
	RCB	정(正; positive)	0.7826**
	LTASS	정	0.0968***
	CONG	정	0.0303*
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.1308**
	MED	부 또는 영	-0.0374**
	GTASS	부 또는 영	-0.0871
	NDT	부(負; negative)	-2.2266***
표본 크기	351	$R^2 = 0.42$ , 조정 $R^2 = 0.40$ , 회귀분석 $F(7,343) = 34.9386$ ***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

- \* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 7> 모형 7의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2054
	RCB	정(正; positive)	0.5926*
	LTASS	정	0.0819***
	CONG	정	0.0245
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0682
	RND	부 또는 영	-2.2897*
	NITA	부(負; negative)	-3.1557***
	TAX	정	0.0196
표본 크기	351	$R^2 = 0.50$ , 조정 $R^2 = 0.49$ , 회귀분석 $F(7,343) = 48.1243^{***}$	

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

- \* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 8> 모형 8의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2061
	RCB	정(正; positive)	0.6012*
	LTASS	정	0.0824***
	CONG	정	0.0244
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0690
	RND	부 또는 영	-2.2678
	NITA	부(負; negative)	-3.1376***
	표본 크기	351	$R^2 = 0.50$ , 조정 $R^2 = 0.49$ , 회귀분석 $F(6,344) = 56.2898^{***}$

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

- \* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.



<부표 9> 모형 9의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.4190**
	RCB	정(正; positive)	0.7853**
	LTASS	정	0.0990***
	CONG	정	0.0204
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0839
	RND	부 또는 영	-1.5823
	NDT	부(負; negative)	-2.1661***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.39, 회귀분석 F(6,344) = 39.0268***	

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 10> 모형 10의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1919
	RCB	정(正; positive)	0.6193*
	LTASS	정	0.0811***
	CONG	정	0.0270*
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0758*
	GTASS	부 또는 영	-0.0313
	NITA	부(負; negative)	-3.1765***
	TAX	정	0.0108
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.48, 회귀분석 F(7,343) = 47.4312***	

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 11> 모형 11의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1924
	RCB	정(正; positive)	0.6239*
	LTASS	정	0.0814***
	CONG	정	0.0269*
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0762
	GTASS	부 또는 영	-0.0313
	NITA	부(負; negative)	-3.1664***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.48, 회귀분석 F(6,344) = 55.4920***	

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 12> 모형 12의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.3992**
	RCB	정(正; positive)	0.8069**
	LTASS	정	0.0989***
	CONG	정	0.0257
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.1031*
	GTASS	부 또는 영	-0.1068*
	NDT	부(負; negative)	-2.1900***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(6,344) = 39.5132***	

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 13> 모형 13의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1290
	RCB	정(正; positive)	0.6857*
	LTASS	정	0.0734***
	CONG	정	0.0275*
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0306**
	RND	부 또는 영	-2.5155*
	NITA	부(負; negative)	-3.1338***
	TAX	정	0.0231
표본 크기	351	$R^2 = 0.50$ , 조정 $R^2 = 0.49$ , 회귀분석 $F(7,343) = 48.8358^{***}$	

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 14> 모형 14의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1294
	RCB	정(正; positive)	0.6970*
	LTASS	정	0.0740***
	CONG	정	0.0274*
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0307**
	RND	부 또는 영	-2.4908*
	NITA	부(負; negative)	-3.1122***
	표본 크기	351	$R^2 = 0.50$ , 조정 $R^2 = 0.49$ , 회귀분석 $F(6,344) = 57.1145^{***}$

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 15> 모형 15의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.3272*
	RCB	정(正; positive)	0.9005**
	LTASS	정	0.0889***
	CONG	정	0.0238
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0343**
	RND	부 또는 영	-1.8518
	NDT	부(負; negative)	-2.1388***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(6,344) = 39.6887***	

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 16> 모형 16의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1228
	RCB	정(正; positive)	0.7097*
	LTASS	정	0.0726***
	CONG	정	0.0281*
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0289**
	GTASS	부 또는 영	0.0002
	NITA	부(負; negative)	-3.1663***
	TAX	정	0.0136
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.48, 회귀분석 F(7,343) = 47.8939***	

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 17> 모형 17의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.1231
	RCB	정(正; positive)	0.7162**
	LTASS	정	0.0729***
	CONG	정	0.0281*
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0290**
	GTASS	부 또는 영	0.0004
	NITA	부(負; negative)	-3.1534***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(6,344) = 56.0299***	

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 18> 모형 18의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.3147*
	RCB	정(正; positive)	0.9331**
	LTASS	정	0.0882***
	CONG	정	0.0266
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0300*
	GTASS	부 또는 영	-0.0698
	NDT	부(負; negative)	-2.1612***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(6,344) = 39.6021***	

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 19> 모형 19의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2877**
	RCB	정(正; positive)	0.5453
	LTASS	정	0.0918***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0898
	MED	부 또는 영	-0.0335**
	RND	부 또는 영	-2.5123*
	NITA	부(負; negative)	-3.2247***
	TAX	정	0.0127
표본 크기	351	$R^2 = 0.50$ , 조정 $R^2 = 0.49$ , 회귀분석 $F(7,343) = 48.9919$ ***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 20> 모형 20의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2880**
	RCB	정(正; positive)	0.5509
	LTASS	정	0.0921***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0904
	MED	부 또는 영	-0.0335**
	RND	부 또는 영	-2.4985*
	NITA	부(負; negative)	-3.2131***
	표본 크기	351	$R^2 = 0.50$ , 조정 $R^2 = 0.49$ , 회귀분석 $F(6,344) = 57.3158$ ***

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 21> 모형 21의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.4885***
	RCB	정(正; positive)	0.7287*
	LTASS	정	0.1078***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.1125*
	MED	부 또는 영	-0.0391**
	RND	부 또는 영	-1.7741
	NDT	부(負; negative)	-2.2438***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(6,344) = 40.2870***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 22> 모형 22의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2853**
	RCB	정(正; positive)	0.5661*
	LTASS	정	0.0913***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0917
	MED	부 또는 영	-0.0318**
	GTASS	부 또는 영	0.0004
	NITA	부(負; negative)	-3.2593***
	TAX	정	0.0030
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.50, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(7,343) = 48.0493***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 23> 모형 23의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2854**
	RCB	정(正; positive)	0.5674*
	LTASS	정	0.0914***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0919
	MED	부 또는 영	-0.0319**
	GTASS	부 또는 영	0.0004
	NITA	부(負; negative)	-3.2565***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.50, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(6,344) = 56.2205***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 24> 모형 24의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.4937***
	RCB	정(正; positive)	0.7449**
	LTASS	정	0.1093***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.1235**
	MED	부 또는 영	-0.0350**
	GTASS	부 또는 영	-0.0760
	NDT	부(負; negative)	-2.2750***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(6,344) = 40.2987***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.



<부표 25> 모형 25의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.3099**
	RCB	정(正; positive)	0.5645*
	LTASS	정	0.0918***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0642
	RND	부 또는 영	-2.3396*
	NITA	부(負; negative)	-3.1971***
	TAX	정	0.0182
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.48, 회귀분석 F(6,344) = 55.7760***	

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 26> 모형 26의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.3104**
	RCB	정(正; positive)	0.5726*
	LTASS	정	0.0923***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0649
	RND	부 또는 영	-2.3191*
	NITA	부(負; negative)	-3.1802***
	표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(5,345) = 67.1063***

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 27> 모형 27의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.5098***
		RCB	정(正; positive)	0.7592*
		LTASS	정	0.1076***
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0814
		RND	부 또는 영	-1.6013
		NDT	부(負; negative)	-2.2004***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.40, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(5,345) = 46.6512***		

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 28> 모형 28의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.3069**
		RCB	정(正; positive)	0.5865*
		LTASS	정	0.0918***
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0698
		GTASS	부 또는 영	-0.0190
		NITA	부(負; negative)	-3.2259***
		TAX	정	0.0090
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.48, 회귀분석 F(6,344) = 54.8752***		

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 29> 모형 29의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.3071**
		RCB	정(正; positive)	0.5905*
		LTASS	정	0.0920***
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0701
		GTASS	부 또는 영	-0.0190
		NITA	부(負; negative)	-3.2174***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.48, 회귀분석 F(5,345) = 66.0370***		

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 30> 모형 30의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.5130***
		RCB	정(正; positive)	0.7732*
		LTASS	정	0.1095***
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0984
		GTASS	부 또는 영	-0.0963
		NDT	부(負; negative)	-2.2333***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(5,345) = 47.0593***		

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 31> 모형 31의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2508*
	RCB	정(正; positive)	0.6482*
	LTASS	정	0.0851***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0282*
	RND	부 또는 영	-2.5540*
	NITA	부(負; negative)	-3.1812***
	TAX	정	0.0214
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.50, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(6,344) = 56.4684***	

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 32> 모형 32의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2509*
	RCB	정(正; positive)	0.6588*
	LTASS	정	0.0856***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0283*
	RND	부 또는 영	-2.5310*
	NITA	부(負; negative)	-3.1610***
	표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.50, 조정 R <sup>2</sup> = 0.49, 회귀분석 F(5,345) = 67.9318***

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 33> 모형 33의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.4364***
		RCB	정(正; positive)	0.8660**
		LTASS	정	0.0992***
		MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0324**
		RND	부 또는 영	-1.8604
		NDT	부(負; negative)	-2.1790***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.41, 조정 R <sup>2</sup> = 0.40, 회귀분석 F(5,345) = 47.3335***		

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 34> 모형 34의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	-0.2476*
		RCB	정(正; positive)	0.6683*
		LTASS	정	0.0844***
		MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0270*
		GTASS	부 또는 영	0.0107
		NITA	부(負; negative)	-3.2189***
		TAX	정	0.0115
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.49, 조정 R <sup>2</sup> = 0.48, 회귀분석 F(6,344) = 55.3563***		

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 35> 모형 35의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.2477*
	RCB	정(正; positive)	0.6738*
	LTASS	정	0.0847***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0270*
	GTASS	부 또는 영	0.0109
	NITA	부(負; negative)	-3.2079***
표본 크기	351	$R^2 = 0.49$ , 조정 $R^2 = 0.48$ , 회귀분석 $F(5,345) = 66.6130$ ***	

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 36> 모형 36의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	-0.4367***
	RCB	정(正; positive)	0.8924**
	LTASS	정	0.0996***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0282*
	GTASS	부 또는 영	-0.0609
	NDT	부(負; negative)	-2.2071***
표본 크기	351	$R^2 = 0.41$ , 조정 $R^2 = 0.40$ , 회귀분석 $F(5,345) = 47.1315$ ***	

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 37> 모형 37의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6774***
	RCB	정(正; positive)	0.3585
	CONG	정	0.0823***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0298
	MED	부 또는 영	-0.0419***
	RND	부 또는 영	-2.2809
	NITA	부(負; negative)	-3.0755***
	TAX	정	0.0774
표본 크기	351	$R^2 = 0.46$ , 조정 $R^2 = 0.45$ , 회귀분석 $F(7,343) = 42.3763$ ***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 38> 모형 38의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6979***
	RCB	정(正; positive)	0.3870
	CONG	정	0.0836***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0315
	MED	부 또는 영	-0.0425***
	RND	부 또는 영	-2.1896
	NITA	부(負; negative)	-3.0002***
	표본 크기	351	$R^2 = 0.46$ , 조정 $R^2 = 0.45$ , 회귀분석 $F(6,344) = 49.3175$ ***

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 39> 모형 39의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6647***
	RCB	정(正; positive)	0.5736
	CONG	정	0.0917***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0314
	MED	부 또는 영	-0.0472***
	RND	부 또는 영	-1.6710
	NDT	부(負; negative)	-1.9549***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.36, 조정 R <sup>2</sup> = 0.35, 회귀분석 F(6,344) = 31.9237***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 40> 모형 40의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6775***
	RCB	정(正; positive)	0.3828
	CONG	정	0.0831***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0335
	MED	부 또는 영	-0.0401**
	GTASS	부 또는 영	-0.0112
	NITA	부(負; negative)	-3.1025***
	TAX	정	0.0683
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.46, 조정 R <sup>2</sup> = 0.45, 회귀분석 F(7,343) = 41.7079***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.



<부표 41> 모형 41의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6956***
	RCB	정(正; positive)	0.4072
	CONG	정	0.0842***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0349
	MED	부 또는 영	-0.0407**
	GTASS	부 또는 영	-0.0107
	NITA	부(負; negative)	-3.0349***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.46, 조정 R <sup>2</sup> = 0.45, 회귀분석 F(6,344) = 48.5963***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 42> 모형 42의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6761***
	RCB	정(正; positive)	0.5942
	CONG	정	0.0952***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0436
	MED	부 또는 영	-0.0432**
	GTASS	부 또는 영	-0.0823
	NDT	부(負; negative)	-1.9780***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.36, 조정 R <sup>2</sup> = 0.35, 회귀분석 F(6,344) = 32.0241***	

주: 1) 상수, TFASS, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 43> 모형 43의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6499***
	RCB	정(正; positive)	0.3674
	CONG	정	0.0775***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	0.0059
	RND	부 또는 영	-2.0706
	NITA	부(負; negative)	-3.0484***
	TAX	정	0.0863
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.45, 조정 R <sup>2</sup> = 0.44, 회귀분석 F(6,344) = 47.5041***	

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 44> 모형 44의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6723***
	RCB	정(正; positive)	0.3994
	CONG	정	0.0788***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	0.0046
	RND	부 또는 영	-1.9652
	NITA	부(負; negative)	-2.9640***
	표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.45, 조정 R <sup>2</sup> = 0.44, 회귀분석 F(5,345) = 56.7884***

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 45> 모형 45의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	0.6363***
		RCB	정(正; positive)	0.5965
		CONG	정	0.0865***
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	0.0095
		RND	부 또는 영	-1.4657
		NDT	부(負; negative)	-1.9072***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.34, 조정 R <sup>2</sup> = 0.33, 회귀분석 F(5,345) = 36.2210***		

주: 1) 상수, TFASS, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 46> 모형 46의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	0.6554***
		RCB	정(正; positive)	0.3947
		CONG	정	0.0795***
		TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0023
		GTASS	부 또는 영	-0.0333
		NITA	부(負; negative)	-3.0666***
		TAX	정	0.0777
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.45, 조정 R <sup>2</sup> = 0.44, 회귀분석 F(6,344) = 46.9626***		

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 47> 모형 47의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6757***
	RCB	정(正; positive)	0.4228
	CONG	정	0.0807***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0033
	GTASS	부 또는 영	-0.0331
	NITA	부(負; negative)	-2.9889***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.45, 조정 R <sup>2</sup> = 0.44, 회귀분석 F(5,345) = 56.2103***	

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 48> 모형 48의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6549***
	RCB	정(正; positive)	0.6175
	CONG	정	0.0916***
	TFASS	부(負) 또는 영(零)	-0.0093
	GTASS	부 또는 영	-0.1050
	NDT	부(負; negative)	-1.9292***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.35, 조정 R <sup>2</sup> = 0.34, 회귀분석 F(5,345) = 36.7204***	

주: 1) 상수, TFASS, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 49> 모형 49의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6658***
	RCB	정(正; positive)	0.3987
	CONG	정	0.0802***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0399**
	RND	부 또는 영	-2.3014
	NITA	부(負; negative)	-3.0643***
	TAX	정	0.0789
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.46, 조정 R <sup>2</sup> = 0.45, 회귀분석 F(6,344) = 49.4969***	

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 50> 모형 50의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6860***
	RCB	정(正; positive)	0.4301
	CONG	정	0.0813***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0404***
	RND	부 또는 영	-2.2094
	NITA	부(負; negative)	-2.9869***
	표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.46, 조정 R <sup>2</sup> = 0.45, 회귀분석 F(5,345) = 59.2375***

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 51> 모형 51의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	0.6530***
		RCB	정(正; positive)	0.6175
		CONG	정	0.0894***
		MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0450***
		RND	부 또는 영	-1.6989
		NDT	부(負; negative)	-1.9426***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.36, 조정 R <sup>2</sup> = 0.35, 회귀분석 F(5,345) = 38.3398***		

주: 1) 상수, MED, RND의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 52> 모형 52의 회귀분석 결과

		변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수		DEBT	-	-
설명변수		상수(constant)	-	0.6639***
		RCB	정(正; positive)	0.4265
		CONG	정	0.0805***
		MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0379**
		GTASS	부 또는 영	-0.0068
		NITA	부(負; negative)	-3.0919***
		TAX	정	0.0697
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.46, 조정 R <sup>2</sup> = 0.45, 회귀분석 F(6,344) = 48.6949***		

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

\* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

\*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 53> 모형 53의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6819***
	RCB	정(正; positive)	0.4532
	CONG	정	0.0815***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0385**
	GTASS	부 또는 영	-0.0061
	NITA	부(負; negative)	-3.0224***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.46, 조정 R <sup>2</sup> = 0.45, 회귀분석 F(5,345) = 58.3472***	

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

- \* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

<부표 54> 모형 54의 회귀분석 결과

	변수	회귀계수의 예측부호	추정 회귀계수 <sup>1)</sup>
종속변수	DEBT	-	-
설명변수	상수(constant)	-	0.6589***
	RCB	정(正; positive)	0.6535*
	CONG	정	0.0919***
	MED	부(負) 또는 영(零)	-0.0404**
	GTASS	부 또는 영	-0.0763
	NDT	부(負; negative)	-1.9627***
표본 크기	351	R <sup>2</sup> = 0.36, 조정 R <sup>2</sup> = 0.35, 회귀분석 F(5,345) = 38.3883***	

주: 1) 상수, MED, GTASS의 회귀계수 및 회귀분석의 F-추정치에 대해서는 양측검정(two-sided test), 나머지 회귀계수에 대해서는 단측검정(one-sided test) 함.

- \* 추정된 계수가 10%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\* 추정된 계수가 5%의 유의수준(significance level)에서 유의함.
- \*\*\* 추정된 계수가 1%의 유의수준(significance level)에서 유의함.

## ABSTRACT

# Business Environment and Corporate Financial Structure in Korea

Jung Bum Wee

This paper studies the effect of the government economic policy and the optimizing behaviors of financial institution and business firm on corporate financial structure. Specifically, it analyzes the effect of government financial and industrial policies, firm's cost of financial distress, the agency cost of debt, firm's profitability (under information asymmetry) and corporate tax shields.

The empirical result suggests that government financial policy, characterized by protection and regulation including interest rate regulation, has induced firms to highly depend on debt. The regulation on interest rates, that keeps the actual rates below the market rates to stimulate investment, has lowered the cost of borrowing and, thus, induced firms to issue more debt.

Government protection and regulation in real sector appears to have aggravated firms' dependency on debt, too. Firms are able to maintain stable level of profit under protection and regulation once they enter the market although their freedom of business activity was somehow restricted. Further, the business risk of firm is decreased by the government preventive measure against bankruptcy such as financial bail-out and government-led mergers and acquisition. Thus, a firm considers less seriously the adverse effect of debt-financing on its business risk compared with in the absence of government intervention, and attempts to maximize its value by expanding sales instead of focusing on improvement of operating efficiency.

In addition, the empirical result suggests that Korean firms are inclined to increase asset to use as collateral, and form conglomerates to utilize cross debt guarantee. On the other hand, firms lack financial reserves due to the



heavy burden of financial expenses, and, therefore, have difficulty in raising equity capital from the internal source.