

경영학석사 학위논문

건설업의 자본구조 결정요인에
관한 연구

- 상장기업을 대상으로 -



2011년 2월

부경대학교 경영대학원

경 영 학 과

장 윤 정

경영학석사 학위논문

건설업의 자본구조 결정요인에 관한 연구

- 상장기업을 대상으로 -



부경대학교 경영대학원

경 영 학 과

장 윤 정

장윤정의 경영학석사 학위논문을 인준함

2011년 2월



주 심 경영학박사 김태용 (인)

위 원 경영학박사 최태영 (인)

위 원 경영학박사 홍재범 (인)

<목 차>

제 1장 서 론	1
제 1절 연구배경 및 목적	1
1. 연구배경	1
2. 연구목적	1
제 2절 연구방법 및 구성	2
1. 연구방법	2
2. 연구구성	2
제 2장 건설업현황	3
제 1절 건설업의 정의 및 특징	3
1. 건설업의 정의	3
2. 건설업의 특징	4
제 2절 건설업의 경영현황	4
1. 건설업의 경영현황	4
2. 부채비율의 추이	10
제 3장 이론적 배경 및 연구가설의 도출	12
제 1절 이론적 배경	12
1. 정태적 절충이론	13
2. 자본조달순서이론	14
제 2절 실증연구	15

제 3절 연구가설의 도출	23
1. 기업규모	24
2. 영업위험	24
3. 유형고정자산비율	25
4. 비부채절세효과	26
5. 성장성	26
6. 수익성	27
제 4장 연구방법	28
제 1절 연구표본 구성과 특징	28
제 2절 분석방법 및 주요변수측정	29
제 5장 실증분석 결과	31
제 1절 기초통계량 분석	31
제 2절 실증분석	32
1. 전체기간에 대한 실증분석	32
2. 외환위기 전후에 대한 분석	34
제 6장 결 론	36
참고문헌	38
부록	43
<부록 5-1> 외환위기 전후에 대한 분석결과	43

〈표 목차〉

<표 2-1> 건설업의 경영지표	5
<표 2-2> 연도별 부채비율	11
<표 4-1> 연도별 건설업 상장기업 수	28
<표 4-2> 측정 변수	30
<표 5-1> 측정변수들의 기초통계량	31
<표 5-3> 전체기간에 대한 분석결과	33
<표 5-4> 외환위기 전후에 대한 분석결과	35

〈그림 목차〉

<그림 2-1> 성장성 지표	6
<그림 2-2> 수익성 지표	7
<그림 2-3> 안정성 지표	8
<그림 2-4> 활동성 지표	9
<그림 2-5> 연도별 부채 비율	10

A Study on Determinants of Capital Structure of Listed Construction Companies

Yun-Jeung Chang

*Major in Business Administration, Department of Business Administration,
Graduate School of Business Administration,
Pukyong National University*

Abstract

This research analyzed the of capital structure in listed construction companies as a measure for strengthening competitiveness of the construction industry currently experiencing hardship through overall recession in Korea's construction business. A comparative analysis on business condition has been executed based on corporate management analysis of Bank of Korea and empirical analysis regarding the effect on capital structure of listed construction companies by using level 2 data in KIS-VALUE of KIS Credit Service.

To achieve this, a combination of literature survey and empirical research was executed regarding capital structure determinants. Hypothesis was established based on literature survey and change of total debt ratio was verified before and after the foreign exchange crisis based on listed construction company of 18 years from 1990 to 2007. According to the empirical results, debt ratio largely declined after the foreign exchange crisis. Capital increase, along with debt decrease, played a large role in such debt ratio decrease, and it is judged that the problem is due to such methods as asset re-evaluation or

increasing capital by issuing new stocks rather than capital increase or profit increase from sales activities.

Research results regarding hypothesis verification can be organized as the following. First, corporate size and debt ratio have a positive (+) correlation and supports the hypothesis regarding business size and total debt ratio. Non-debt tax advantage effect has a negative (-) correlation with debt ratio and supports the hypothesis. Although growth and profitability show significant correlation, it presents results that are opposite to the hypothesis of this study. Thus, the main factors deciding capital structure of construction company are corporate size and non-debt tax advantage effect.

Second, differences of capital structure determinants were analyzed by classifying into two periods, before foreign exchange crisis and after foreign exchange crisis, with IMF foreign exchange crisis period as the starting point. According to analysis results, tangible fixed assets showed a negative (-) correlation before the foreign exchange crisis, but presented a positive (+) correlation after the crisis. Thus, tangible fixed assets can be regarded as a significant variable in deciding capital structure of construction companies.

Complete analysis of research results is the following. Financial institutions place more emphasis on tangible fixed assets, which signify the size, profitability, or mortgage value of relative company. Furthermore, investment funds for growth are being delivered through equity capital expansion rather than debt due to activation of the stock market.

A more specific improvement plan is required to be presented in the future by complementing necessary evidence in actual construction company and limits in future research direction.

제 1장 서 론

제 1절 연구배경 및 목적

1. 연구배경

오늘날 급변하게 성장하는 산업전반은 모든 기업에 많은 노력과 변화를 요구하고 있다. 특히 건설업은 과거 우리나라의 빠른 경제성장에 따른 국가 기간망구축, 민간건설호조, 해외건설 사업수주 등 많은 건설사 수요로 인해 최고의 호황기를 누리며 비약적인 성장이 이루어졌고, 이러한 건설업의 비약적 성장은 건설기업의 수를 급격히 늘어나게 하였다.

건설업체가 급격히 확대된 상황에서 경기침체에 따른 건설수요 감소는 건설업 전반에 어려움을 주고 있다. 이러한 상황에서 건설업체들은 자체적인 경쟁력을 배양하여 생존 경쟁에서 살아남을 수밖에 없다. 기업이 성장 발전하는 요인으로서는 많은 것들이 있지만, 비효율적이고 체계적이지 못한 재무구조를 가진 기업은 성장이 아닌 존폐의 기로에 서있다고 해도 무방할 것이다. 따라서 기업의 체계적인 재무관리는 무한경쟁시대에 안정적인 기업경영에 있어서 무엇보다도 중요하다.

2. 연구목적

재무관리의 중요성이 부각되는 가운데 자본구조에 대해 많은 연구가 이루어졌지만 건설업을 대상으로는 이루어 지지 않았다. 이에 본 연구의 목적은 기업의 자본조달결정에 관한 여러 이론을 정리하고 이를 건설업에 적용하여 건설업의 자본구조 요인을 분석하는 데 있다.

제 2절 연구방법 및 구성

1. 연구방법

본 연구는 문헌고찰과 데이터분석을 병행하여 진행한다. 기존 자본구조 결정요인에 대한 연구들을 정리하고 이를 바탕으로 건설업 상장기업을 대상으로 자본구조를 분석하였으며 통계분석 중 회귀분석을 사용하였다. 분석대상 기업은 1990년부터 2007년까지 18년에 걸쳐 총 1,223개의 업체이다. 이는 한국신용평가정보의 KIS-VALUE 데이터 베이스에 수록되어 있다.

2. 연구구성

본 연구논문의 구성은 1장 서론에서는 연구의 배경과 목적을 제시하고 연구범위와 방법을 기술하였다. 2장에서는 건설업체 경영현황을 살펴보고, 3장의 이론적 배경과 선행연구에서는 기존 자본구조에 대한 선행연구를 고찰하였다. 4장의 연구조사방법에서는 연구모형과 연구가설을 설정하고 가설검증을 위한 변수측정방법과 분석방법을 기술하였다. 5장의 실증분석에서는 연구가설 검증과 그 결과를 해석하고 연구결과에 대한 논의를 제시하였다. 6장 결론에서는 본 연구의 주요 연구결과를 요약하고 시사점을 제시하였다.

제 2장 건설업현황

제 1절 건설업의 정의 및 특징

1. 건설업의 정의

한국표준산업분류(통계청 고시)에 의하면 건설업은 건설산업기본법의 규정에 의한 면허를 받아 도급건설공사를 수행하는 도급건설업 뿐만 아니라 주택건설촉진법의 규정에 의한 분양건설업도 포함되어 있다(김찬규, 2000). 도급건설업을 정의할 때 건설산업기본법에 의하면 "건설업이라 함은 건설공사를 수행하는 업을 말한다."라고 규정하고 있다. 여기서 건설공사라 함은 토목, 건축, 기타 대통령령이 정하는 공사를 말하며 도급이란 원도급, 하도급, 위탁, 기타 명칭여하에 불구하고 건설업자가 건설공사를 완성할 것을 약정하고 상대방이 그 일의 결과에 대하여 대가를 지급할 것을 약정한 계약을 말하며, 건설업자라 함은 이 법의 규정에 의한 면허를 받아 건설업을 영위하는 자를 말한다(이택규, 1995).

현재의 건설업이라고 하면 발주자의 주문에 의하여 토목, 건축 및 이에 준하는 공사를 발주자와 합의된 계약조건에 따라 수행하는데 관련되는 일련의 영업활동을 말한다. 그리고 광의의 건설업은 프로젝트 발굴, 기획, 타당성 조사, 시공, 시운전, 인도, 관리 및 유지보수 등을 일컬으며 그 대상은 건물, 고속도로, 항만, 댐 등 규모가 큰 것에서 냉난방, 배관, 전기 등 단순한 것에 이르기까지 매우 다양하다. 분양건설업은 주택건설촉진법 제6조에 의한 등록업자 및 지정업자와 국가·지방자치단체·지방공사 등의 공공사업주체 등이 주택(단독주택, 연립주택 및 아파트), 주상복합건물, 상가

건물, 대지 등을 건설하여 분양함으로써 자체 수익인 분양수익을 실현하는 주택 등의 건설업을 말한다.

2. 건설업의 특징

건설업은 최종생산품이 각각 다양성, 이질성 및 비분화성을 갖고 있어서 규격생산이 곤란하며 결과적으로 타 산업에 비해 기계화가 어려워서 기계장치 등 고정자산의 비율이 낮으며 노동집약적인 특성을 갖고 있다. 게다가 다양하고 개별적인 건설생산품의 특성으로 인해 일률적인 원가율의 파악이 불가능하며 결산시점의 공사원가 및 수익률에 대하여 객관적으로 표준화된 기준이 결여되어 있다(국토개발연구원, 1994).

회계적인 측면에서 보면 손익의 산정에 있어서 발생주의 회계방식을 채택해야 하는데도 대부분의 영세업체는 현금주의 방식을 병용하여 연간 이익의 추정이 어렵다. 수익인식시기도 이원화 되어 있어 공사를 완공하여 인도하는 시점을 기준으로 하지 않고 공사 진행기준을 인정, 실제기간의 연간 이익을 정확하게 산정하기가 곤란하다. 게다가 공사완공기준을 적용할 경우 공사완성년도에 수익이 편중되므로 년도별 이익을 평균화하기 위해 분식 결산하는 사례가 많다. 이러한 경영 및 회계적인 특성을 고려 할 때 오히려 건설기업의 정확한 경영상태의 파악과 기업평가의 필요성이 매우 크다(김철훈, 1999).

제 2절 건설업의 경영현황

1. 건설업의 경영현황

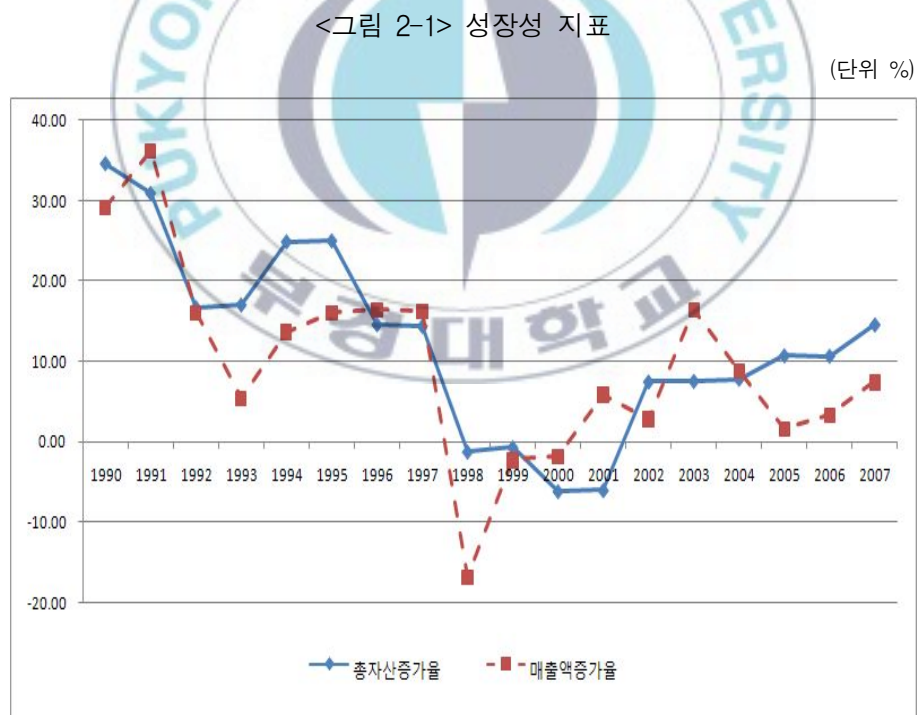
건설업의 기준으로 전국 건설업체의 한국은행 경제통계시스템자료에

등록되어 있는 기업경영분석 자료를 활용하여 1990년~2007년까지의 18개년의 경영지표를 <표 2-1>로 정리하였으며 이후 <그림 2-1>부터 <그림 2-4>까지는 <표 2-1>의 주요경영지표를 항목별로 이해를 돕기 위하여 도식화한 것이다.

<표 2-1> 건설업의 경영지표

경영 지표	성장성(%)		수익성(%)		안전성(%)		활동성(회)	
	총자산 증가율	매출액 증가율	매출액 순 이익률	매출액 영업 이익률	유동 비율	부채 비율	총자산 회전율	자기 자본 회전율
1990	34.53	29.17	1.07	5.27	126.72	473.42	1.07	6.01
1991	30.85	36.21	1.53	5.60	119.93	474.82	1.20	6.69
1992	16.66	16.01	1.38	5.78	121.23	461.58	1.12	6.38
1993	16.97	5.47	1.96	6.39	123.62	432.63	1.16	6.29
1994	24.82	13.67	2.13	6.49	128.55	375.24	1.00	4.86
1995	24.94	16.08	0.63	5.51	121.05	423.82	1.02	5.10
1996	14.53	16.45	0.10	5.13	114.28	562.67	1.01	6.53
1997	14.33	16.29	-0.45	4.67	112.69	655.70	0.93	6.77
1998	-1.30	-16.82	-5.93	2.02	107.12	659.43	0.77	5.58
1999	-0.76	-2.27	-1.73	2.38	136.85	405.94	0.76	4.28
2000	-6.21	-1.83	-8.00	3.03	124.70	625.76	0.90	5.39
2001	-6.08	5.86	0.62	4.28	136.51	352.51	1.07	5.45
2002	7.41	2.85	3.79	4.46	151.34	196.83	1.21	3.86
2003	7.49	16.39	3.24	5.31	153.21	164.96	1.38	3.79
2004	7.75	8.87	3.27	5.14	153.84	165.77	1.35	3.62
2005	10.66	1.60	4.74	6.46	167.68	143.68	1.40	3.47
2006	10.61	3.26	4.58	6.19	174.33	121.84	1.24	2.77
2007	14.50	7.43	4.34	6.07	174.75	131.62	1.11	2.54

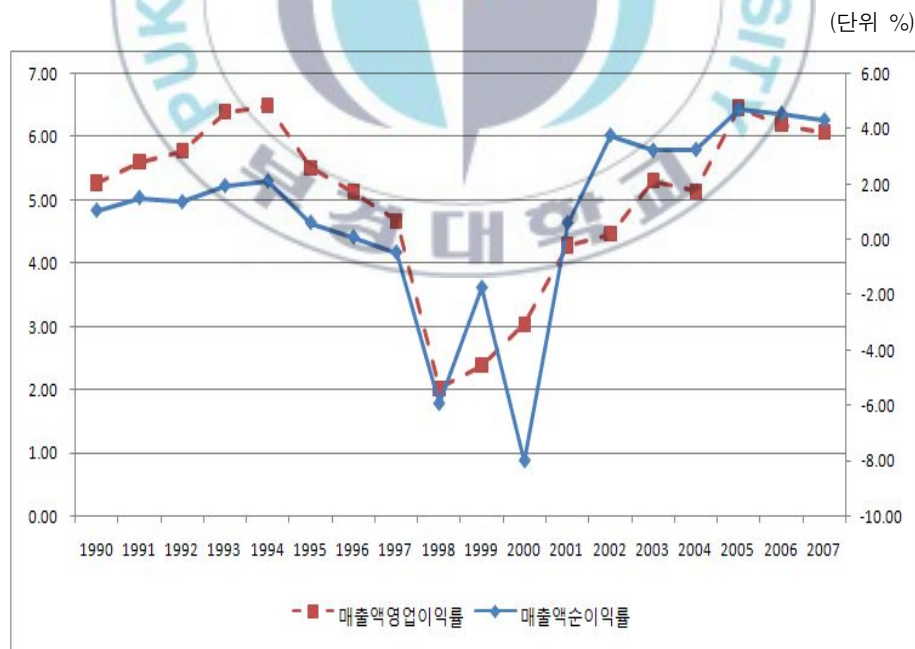
<그림 2-1>은 최근 18년간의 건설업체들의 평균 성장성 지표를 정리한 것이다. 성장성 지표는 일정기간동안 기업의 활동성과를 측정하는 지표이며, 시장점유율의 증가를 의미하므로 경쟁력 변화를 나타내는 척도이다. 성장성 지표 중 총자산 증가율은 기업에 투하 운용된 총자산이 당해 연도에 얼마나 증가하였는가를 나타내는 비율로서 기업 전체적인 성장규모를 측정하는 지표이다. 성장성 지표 중 매출액 증가율은 전년도 매출액에 대한 당해 연도 매출액의 증가율로서 기업의 외형적 신장세를 판단하는 대표적인 지표이다. 총자산증가율과 매출액증가율은 1990년에서 외환위기 까지 계속 급격히 하락하였으며 이후 점진적으로 개선은 되고 있으나 아직은 크게 회복된 상황은 아니다.



출처 : 한국 은행 경제통계시스템 중 통계자료 1997년도~2007년 까지. (2010년 10월)

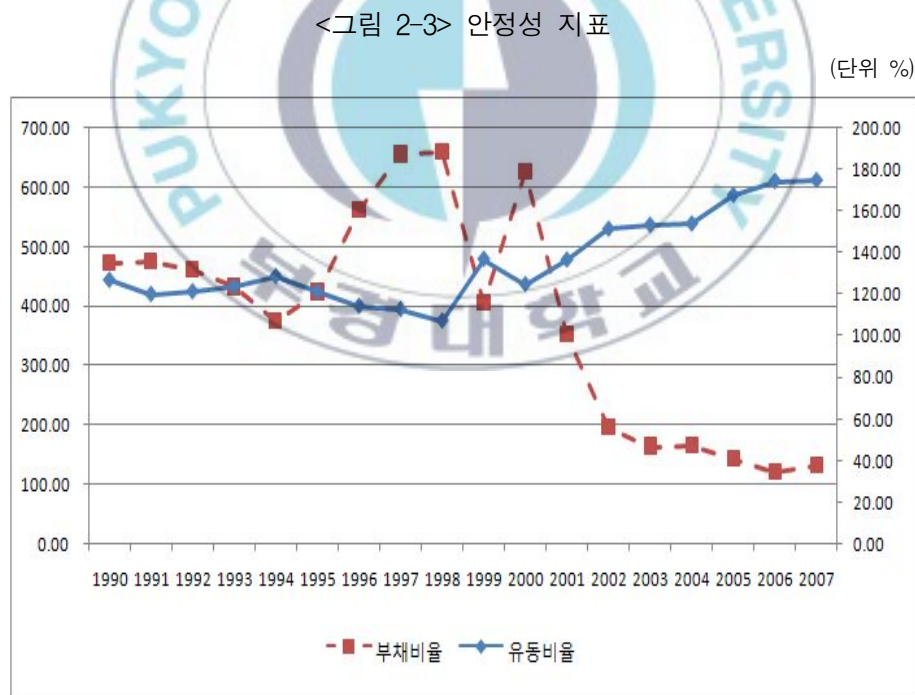
<그림 2-2>는 18년간의 건설업체들의 수익성 지표를 그래프로 정리한 것이다. 수익성 지표는 기업의 생산 활동을 통하여 자산의 효율적 이용의 정도를 나타내는 지표로 기업의 이해관계자들의 의사결정의 중요한 정보가 된다. 수익성 지표 중 매출액영업이익률은 기업의 영업활동에 의한 성과를 판단하기 위한 지표로써 제조 및 판매활동과 직접 관계가 없는 영업외손익을 제외한 순수한 영업이익만을 매출액과 대비한 것으로 영업효율성을 나타내는 지표이다. 매출액순이익률은 매출액에 대한 당기순이익의 비율로 기업의 전체적인 능률과 수익성을 판단하는 비율이고, 이는 기업의 판매능력, 생산효율 등을 측정하기 위해 당기순이익을 매출액으로 나누어 사용한다. 매출액순이익률과 매출영업이익률은 외환위기 전후 급격히 하락하였다가 최근에 들어 양호한 수준을 유지하고 있다.

<그림 2-2> 수익성 지표



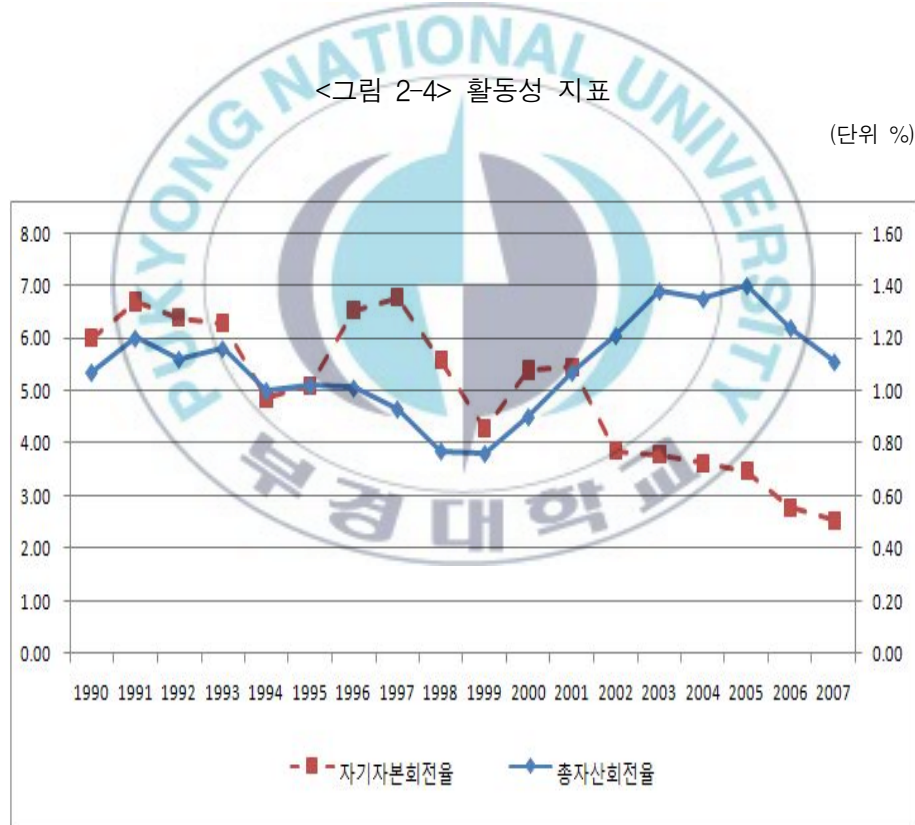
출처 : 한국 은행 경제통계시스템 중 통계자료 1997년도~2007년 까지. (2010년 10월)

<그림 2-3>은 18년간의 건설업체들의 안정성 지표를 그래프로 나타낸 것이다. 유동비율은 유동부채에 대한 유동자산 즉 단기채무에 충당할 수 있는 유동자산이 얼마나 되는가를 나타내는 비율로써 여신 취급시 수신자의 단기지급능력을 판단하는 대표적인 지표이다. 부채비율은 타인자본과 자기자본 간의 관계를 나타내는 대표적인 재무구조지표로써 채권자에 의해서 제공된 자금과 주주에 의해서 제공된 자금의 상대적인 크기에 관한 관계를 나타낸다. 부채비율이 높다는 것은 재무위험이 증가하여 기업의 지급능력이 악화되기 쉽다는 것을 의미하기 때문에 부채비율은 채권자의 위험을 평가하는데 가장 널리 이용된다. <그림 2-3>을 보면 외환위기 이후 부채비율은 하락하고 유동비율은 상승하는 등 전체적으로 기업의 경영상황이 크게 개선되었다.



출처 : 한국 은행 경제통계시스템 중 통계자료 1997년도~2007년 까지. (2010년 10월)

<그림 2-4>는 18년간의 건설업체들의 활동성 지표를 그래프로 나타낸 것이다. 총자산회전율은 총자산이 1년 동안 몇 번 회전하였는가를 나타내는 비율로써 기업에 투하한 총자산의 운용효과를 총괄적으로 표시하는 지표이다. 자기자본회전율은 자기자본의 회전속도 즉 자기자본의 효율성을 측정하는 지표이다. 총자산회전율과 자기자본회전은 외환위기이전의 동일한 회전율을 보이다가 외환위기 이후 총자산회전율은 상당히 상승하였으나 최근 들어 건설경기 부진과 함께 총자산회전율이 하락하고 있으며 자기자본회전율은 부채감소와 함께 자기자본이 증가하면서 현저하게 하락하였다.

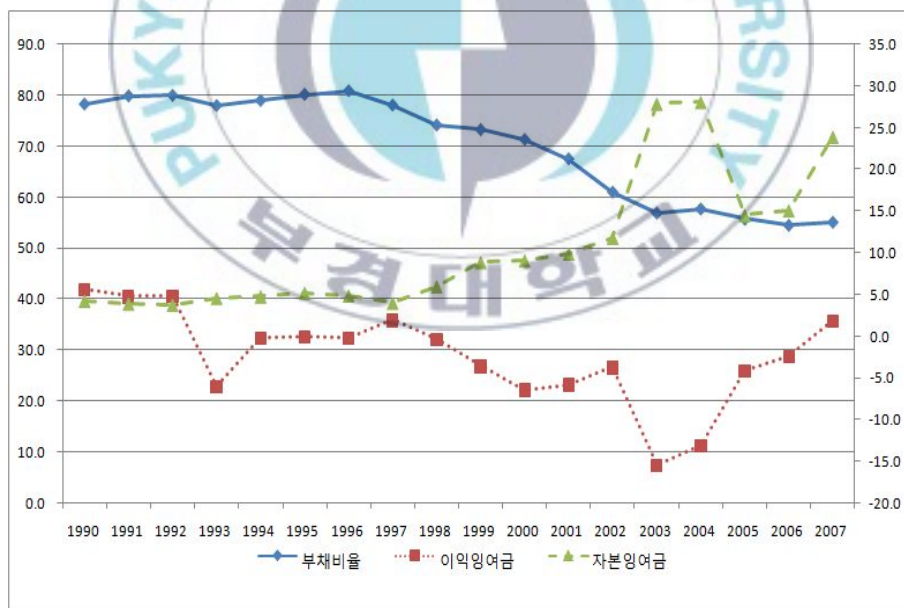


출처 : 한국 은행 경제통계시스템 중 통계자료 1997년도~2007년 까지. (2010년 10월)

2. 부채비율의 추이

외환위기를 전후한 총 부채비율의 변화는 <표 2-2>, <그림 2-5>을 통해 살펴보면 다음과 같다. 외환위기 이전에는 대체적으로 78% 전후에서 매우 완만한 상승세를 보였으나 외환위기 이후에 지속적인 하락세를 보여 2007년에는 약 55%수준으로 크게 낮아졌다. 부채비율이 가장 높았던 1996년 78%에 비하면 2007년 부채비율은 무려 약23%p가 떨어졌다. 총자산에서 이익잉여금과 자본잉여금이 차지하는 비중을 보면 이익잉여금은 감소하고 자본잉여금은 증가하고 있어 부채비율의 감소를 위한 자본 증가의 대부분이 자산재평가나 신주발행을 통한 비영업적인 부분에서 이루어졌음을 알 수 있다.

<그림 2-5> 연도별 부채 비율



출처 : 한신평 KIS-VALUE 1990년도~2007년 까지. (2010년 10월)

<표 2-2> 연도별 부채비율

(단위 %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
부채비율	78.3	79.9	80	78	79	80.2	80.9	78.1	74.2
이익잉여금	5.6	4.8	4.8	-6.0	-0.2	0.0	-0.2	2.0	-0.3
자본잉여금	4.2	3.9	3.7	4.6	4.7	5.2	4.8	4.0	5.9
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
부채비율	73.3	71.4	67.6	61.1	57	57.8	55.8	54.6	55.2
이익잉여금	-3.5	-6.4	-5.8	-3.7	-15.4	-13.0	-4.2	-2.4	1.9
자본잉여금	8.8	9.0	9.9	11.8	27.8	28.0	14.5	15.0	23.9

출처 : 한신평 KIS-VALUE 1990년도~2007년 까지. (2010년 10월)



제 3장 이론적 배경 및 연구가설의 도출

제 1절 이론적 배경

재무구조에 대한 논쟁은 Modigliani and Miller(1958)에서 비롯되는데 그들(이하 MM)은 무관론 이론(irrelevancy theorem)을 통해 재무구조가 기업 가치와 무관함을 주장하였다. 이후 연구들은 MM의 완전자본 시장 조건을 완화하면서 현실의 다양한 모습을 반영하는 방향으로 전개되었다. 이 중에서 법인세 및 개인 소득세를 부채관련 이득이 발생하는 경우, 파산 비용 및 대리인 비용을 부채관련 비용이 발생하는 경우, 정보 비대칭을 해소하는 과정에서 발생하는 이득과 비용이 발생하는 경우와 같이 엄격한 가정들이 완화되는 경우 재무구조가 기업 가치와 관련이 있다.

이러한 기존의 다양한 연구들을 종합하여 부채와 관련된 총 이득과 총 비용을 절충하여 기업의 가치가 극대화되는 지점에서 최적자본구조가 결정된다는 정태적 절충이론(static tradeoff theory)이 성립되었다. 반면 최적자본구조의 존재 유무와 자본조달의 현실성에 대한 상이한 접근을 바탕으로 하며 정보의 비대칭이론을 통해 기업의 자본 조달 행동을 설명하는 자본조달순서이론(pecking order theory)이 대립이론으로 자리 잡게 되었다.

기업의 재무행동을 설명하는 이론으로는 두 이론을 제외하고도 Zwiebel(1996) 등이 주장한대로 경영자들이 기업가치가 높거나 훌륭한 투자 기회가 있을 때 주식을 발행한 뒤 그 재무구조를 유지함으로써 결과적으로 투자자들을 이용한다는 Managerial Entrenchment Theory와 Lucas and McDonald(1990)등이 주장한대로 기업의 재무구조가 과거주식발행의 결과로 결정된다는 Market Timing Theory 등도 있다.

1. 정태적 절충이론

정태적 절충이론은 MM(1963)은 법인세가 존재할 경우 기업은 부채이용에 따라 과세대상소득이 손비로 인정되므로 기업의 법인세 부담이 줄어들게 되며 따라서 부채를 많이 사용할수록 기업가치가 증가한다고 주장하였다. 그러나 현실적으로 채무구조를 100% 부채로만 구성하는 기업은 없는 점을 감안하여 Miller(1977)는 법인세와 함께 개인소득세를 감안할 때 기업의 부채사용이 감소하게 될 것이라고 주장하였다. 이러한 주장은 또한 전체 자본시장에서의 최적자본구조는 존재하나 개별 기업 단위에서의 최적자본구조는 존재하지 않을 수도 있다는 점을 암시하고 있다.

DeAngelo and Masulis(1980)는 법인세와 개인 소득세로 인한 세금 절감 효과 이외에 감가상각, 투자세액 공제 등 비부채 세금절감효과를 동시에 감안할 경우 기업이 부채를 적게 사용할 유인도 존재하므로 개별기업의 최적자본구조가 존재할 수 있다고 주장하였다. Kraus and Litzenberger(1973)는 기업이 일정수준이상의 부채를 사용할 경우 파산비용이 급격히 증가하게 되므로 기업가치가 하락할 수 있다고 주장하였다.

Jensen and Meckling(1976)은 기업의 소유권 구조와 관련하여 지분의 대리인 비용과 부채의 대리인 비용이 발생하며 이들을 합한 총 대리인비용이 최소화되는 점에서 기업의 최적자본구조가 결정된다고 주장하였다. 지분의 대리인비용은 소유경영자가 보통주를 발행하여 소유권의 일부를 신규 주주들에게 매각할 때 발생할 수 있다. 이때 소유경영자가 향유하는 금전적 비금전적 혜택에 따른 비용을 신규주주들과 공동 부담하게 되므로, 소유경영자는 자신의 지분이 감소할수록 대리인 비용을 늘리려 하게 되며 이는 기업 가치의 감소로 이어진다.

Jensen(1986)은 부채비율이 높을수록 소유경영자가 추구하는 혜택이 줄어들게 되므로 부채가 지분의 대리인비용을 감소시키는 수단이 될 수 있다고 보았다. Myers(1977)는 투자안의 순현재가가 0보다 크더라도 그 투자안의 발생수익이 모두채권자에게 귀속될 경우 경영자가 투자안을 실행하지 않는 과소투자 문제를 제시하였으며 경영자와 자본시장 사이에 정보비대칭(informational asymmetry)이라는 시장 불완전 요인이 존재할 경우를 가정하여 신호전달이론(signaling theory)을 제시하였다.

Ross(1977)에 따르면 경영자들이 기업의 진정한 가치에 대한 정보를 시장에 전달하기 위해 재무구조를 사용한다고 하였다. 즉 경영자의 보수가 기업의 가치에 연동되어 있음을 감안하여 부채를 더 많이 사용함으로써 기업의 가치를 높일 때 발생하는 이득과 과다한 부채사용으로 인한 파산 등으로 기업의 가치가 하락할 때 발생하는 비용을 감안하여 최적 자본구조를 유지한다는 것이다. Leland and Pyle(1977)은 내부자의 지분을 기업가치에 대한 신호로 사용하는 신호전달균형모형(signaling equilibrium model)을 제시하였다.

2. 자본조달순서이론

자본조달순서이론은 Donaldson(1961)이 가장 먼저 주장하였다. Donaldson(1961)은 전통적인 정태적 절충이론으로는 기업의 실제적인 자본조달행위를 설명할 수 없다고 하면서 기업은 현실적으로 투자 기회가 있을 경우 처음에는 내부자금을 사용하고 외부자금이 필요할 경우에는 부채발행, 전환사채 등의 증권을 발행하며 마지막으로 주식을 발행한다고 주장했다. 그의 자본조달순서이론은 현실을 잘 설명하고는 있지만 이를 뒷받침할 이론적인 배경이 약했다.

Myers and Majluf(1984)는 기존의 자본조달순서이론에 비대칭 정보 상황을 더하여 수정된 자금조달순서 이론을 제시했다. Myers and Majluf(1984)는 경영자와 주주 사이에 정보의 비대칭이 존재 할 경우 기업은 자본조달원천의 우선순위에 따라 자본을 조달하게 된다고 주장하였다. Myers(1977)는 이를 자본조달순서이론이라고 불렀는데 새로운 투자안을 조달하는 경우 처음에는 내부유보를 사용하고 다음에는 부채를 사용하며 마지막으로 주식의 형태로 자금을 조달하는 과정에서 기업의 재무구조가 결정된다고 보았다. 정태적 절충이론에서는 부채사용의 수익과 비용을 고려하여 최적자본구조가 결정된다고 주장하였으나, 자본조달순서이론에서는 자기 자본에 포함되는 내부유보가 가장 처음에 사용되고 주식발행이 맨 마지막으로 사용되므로 최적자본구조 자체가 무의미한 것이 된다.

Shyam-Sunder & Myers(1999)는 자금조달의 패턴을 분석함으로써 상충가설과 자본조달순위가설을 비교한 후 자본조달순위가설이 더 적합하다고 주장하였다. Chirinko & Singha(2000)는 Shyam-Sunder & Myers(1999)의 분석모형이 자본조달순위가설과 주식발행이 비용이 낮다는 2가지 가설을 공동경쟁이라고 하면서, 자본조달순위모형으로는 자금조달의 순위가 뒤바뀌어도 상충가설과 자본조달순위가설을 구별할 수 없다고 반박하였다. Fama & French(2000)는 과거의 방법론의 문제점을 지적하며 이를 극복하기 위한 새로운 실증방법론은 통해 검증한 결과, 자금조달순위가설이 자금조달형태를 설명하는데 더 부합하는 것으로 평가하였다.

제 2절 실증연구

Modigliani & Miller(1958)는 완전자본시장 하에서 자본구조는 기업의 가치와 관계가 없다고 주장하였다. 이는 타인자본을 사용하면 주주의 위험

을 증가시켜 자기자본비용이 증가하므로 타인자본 사용의 이점이 완전히 상쇄된다는 것으로 이를 MM의 자본구조 무관련 이론이라고 한다. 그러나 현실적으로 채무관리자는 부채 또는 부채비율의 수준을 기업정책으로 결정하게 되며, 이러한 실제의 현상들을 보다 잘 설명하기 위해 세금, 파산비용, 대리비용 등과 같은 시장불완전성의 효과들을 분석하여 왔다. 자본구조 무관련 이론 이후의 자본구조이론은 기업이 최적의 자본구조가 있음을 가정하였다.

Jensen & Meckling(1976)은 높은 부채와 높은 경영자 지분율이 대리인 비용을 완화한다고 하였다. 이들의 논리에 따르면 기업은 의사결정에 따른 위험의 책임이 분리되어 있어서 대리인 상충이 발생하기 쉽다고 한다. 이 경우 이들은 경영자가 과도한 특권적 소비나 기회주의적 행동을 하는 이유로 비용을 경영자가 전적으로 책임지지 않으므로 그러한 행동의 완전한 이익을 볼 수 있다고 한다. Jensen & Meckling(1976)은 이것을 자기자본의 대리인 비용이라고 하였으며 이것은 경영자 지분율을 높이면 완화될 수 있다고 보았다. 따라서 경영자 지분율을 높이는 것은 경영자에게 자신의 행동의 결과에 따른 부의책임을 강제적으로 지게 하는 것이다. 경영자의 주식보유는 외부투자자와 더불어 경영자 자신의 이익과도 직결되며 경영자 자신의 부와 이러한 다양한 이유로 인해 경영자의 잔여 투자가 억제될 수 있다고 보았다.

Deangelo & Masulis(1980)는 해외의 자본구조 연구 중 대표적으로 기업이 부채를 사용할 경우 이자지급에 따른 세금공제효과 이외에 감가상각, 투자 세금 혜택등에 의한 세금혜택이 존재 한다고 한다. 이에 따라 이자지급이외의 요인 등에 의한 세금혜택이 크면 클수록 세금으로 인한 부채의 이익은 감소할 것이므로 부채를 통한 자금조달을 적게 하게 된다고 주장하였다.

Myers(1984)는 기업의 자금조달은 유보이익, 부채, 증자의 순으로 이루어진다고 보았다. 즉, 경영자는 부채나 증자와 같은 외부자금의 조달은 대리인 비용을 수반하므로 이를 회피할 수 있는 유보이익이 우선적으로 이용된다. 이에 따라 배당성향이 높으면 투자 자본으로 이용할 수 있는 내부유보이익과 현금의 적어지게 된다. 그러므로 높은 배당성향으로 인하여 내부유보율이 작아지는 경우에는 부채비율을 증가시킬 수 있다. 즉 투자기회가 많은 기업일수록, 외부자금조달이 어려워질수록 기업은 배당성향을 낮추어 내부금융을 확대하는 정책을 취하게 된다.

Myers & Majluf(1984)는 자본조달 순위이론으로 기업의 자본조달에 영향을 주는 요인에 대하여 설명하였다. 그는 기업내부자와 일반투자자들 사이에 정보 불균형이 존재하는 경우 주주의 부를 극대화하려면 수익성이 있는 투자안의 투자자금을 조달할 때 내부금융, 부채발행, 신주발행의 순으로 조달해야 한다고 주장했다. Long & Malitz(1985)는 무형자산에 대한 투자가 커질수록 부채를 적게 사용하게 된다고 하였으며, Jensen & Meckling(1987)은 자산의 담보가치가 작은 기업일수록 채권자들은 높은 이자율을 요구하기 때문에 부채를 적게 사용하게 된다고 하였다. Titman & Wessels(1988)은 성장성이 높은 기업은 대리인갈등으로 발생하는 과소투자 및 자산대체 문제를 회피하기 위하여 부채발행을 줄인다고 하였다. 이외 이월결손금, 장기기회 등의 변수도 부채비율에 영향을 미치게 된다고 주장하였다.

Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 횡단면 분석을 통하여 내부지분율, 부채, 배당의 결정요인을 연구하였다. 내부지분율, 부채, 배당은 연계되어 있다고 보았으며 실증분석 결과 내부지분율이 높으면 부채비율이 낮아진다고 하였다. 이들의 논리에 따르면, 경영자는 채권자보다는 주주와 이익을 같이 하기 때문에 높은 내부지분율을 가진 기업은 자기자본의 대리인 비용이 낮

고 부채의 대리인 비용이 높다고 한다. 높은 대리인 비용은 채권자의 손실로 볼 수 있으며 이에 채권의 이자율이 상승하여 부채비율이 낮아진다고 제시하였다.

재무구조 결정요인에 대한 국내 연구로는 선우석호(1990), 김원기(1994)가 있다. 기업의 부채수준을 결정하는 변수들과 부채수준과의 관계를 살펴으로써, 최적자본구조 결정요인을 찾고자 하였다. 선우석호(1990)은 부도위험, 자산규모, 성장률, 자산수익률을 설명변수로 하여, 부채수준과의 관계를 살펴보았는데, 연구결과 자산규모를 제외한 모든 설명변수가 유의하게 나타났으며, 자산수익률의 경우 부채수준과 역(-)의 관계를 나타내어 자본조달순위이론(pecking order theory)을 지지한다고 하였다.

선호석호(1990)은 미국 기업들을 대상으로 정태적 절충이론(static trade-off theory)과 자금조달순위이론(pecking order theory)을 비교 연구하였다. 여유자금의 충분성이 외부자금조달에 대한 의사결정에 영향을 미치는지 검토하였는데, 설명변수로는 기업의 여유자금 부족액/초과액을, 종속변수는 기업의 외부자금 조달액을 설정하였다. 이때, 기업의 여유자금이 부족하여 외부자금조달이 필요한 기업의 경우 설명력이 높았는데, 이들 기업의 자금조달이 회사채>주식으로 순서가 있는 것으로 나타났으나, 외부자금조달과정에서, 기업들은 부채비율을 고려하는 것으로 나타나 절충이론(trade-off theory)과 자본조달순위이론(pecking order theory)을 모두 부분적으로 지지하는 것으로 나타났다.

신동령(1993)은 1986년부터 1991년간의 상장 제조기업 200개사를 30대 재벌기업 61개사와 비재벌기업 139개사로 나누어 재무구조결정요인을 규명하였다. 실증연구 결과 비재벌기업의 경우, 1%미만의 유의수준에서 유동성, 수익성이 부채비율과 역(-)의 영향을 미치고 기업규모는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 재벌기업의 경우, 10%의 유의 수준에

서 부채비율에 역(-)의 영향을 미친 수익성변수를 제외하고는 어느 변수도 부채비율에 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나고 있다.

김원기(1994)는 유형고정자산, 무형고정자산과 같이 기업이 보유한 자산의 형태와 수익성을 설명변수로 하여, 부채비율과의 관계를 검증하고자 하였다. 결과적으로 유형고정자산과 부채비율은 정(+)의 관계를 나타냈으며, 무형고정자산과 부채비율은 역(-)의 관계를 나타내었다. 한편 수익성과 부채비율은 정(+)의 관계를 나타내어 절충이론(trade-off theory)을 지지하였다.

황선웅·김종대(1996)는 기업의 유형자산과 무형자산 투자결정이 기업의 부채조달능력을 결정할 수 있는가를 분석하고, 운전자본 증감비율과 수익성에 대하여 자본조달순위이론(pecking order theory)을 검증해 보고자 하였다. 설명변수로는 유형고정자산비율, 운전자본 증감비율, 경상연구개발비율, 광고비율, 수익성을 선정하여 부채비율과의 관계를 살펴보았다. 수익성과 부채비율은 역(-)의 관계를 보여, 자본조달순위이론(pecking order theory)을 지지하는 것으로 나타났다.

김철중(1996)의 연구는 소유권구조, 자본조달정책, 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구에서 재무정책, 내부지분율, 배당비율 간 상호관련성을 실증분석 하였다. 1986~88년, 1989~91년 그리고 1992~94년까지 3개년을 기준으로 한 분석기간 동안 시계열 자료와 횡단면자료를 결합시킨 패널자료를 이용하여 회귀 분석하였다. 소유권구조분석으로부터 재무레버리지는 대체로 양의 영향을 미치는 것으로 확인 하였다. 이외에도 기업규모, 경제적 부가가치 및 성장기회는 내부지분율에 일관되게 음의 관계를 갖고 있었다. 주식분산성과는 내부지분율에 대체로 양의 영향을 갖는 것으로 나타났다.

윤봉한·오규택(1999)은 1990년부터 1997년까지 상장 제조기업 289개사

를 단독기업(237개사)과 재벌기업(52개사)으로 분리하여, 자본구조, 투자, 기업성과의 결정요인을 규명하고자 하였다. 연구결과 독립기업의 경우, 내부자금, 유형자산규모, 경영위험은 부채비율과 유의한 역(-)의 관계를 보이고, 유형자산 지출 및 기업규모변수는 정(+)의 관계를 미치는 것으로 나타났다.

곽세영·한광환(2000)은 투자안을 실행하는데 소요되는 내부자본의 부족이 외부금융에 의한 자본조달을 증가시키고, 외부금융을 통해 자본을 조달할 경우 파산위험이 높은 기업일수록 회사채 발행보다는 보통주발행을 선호할 것이며, 외부금융을 통해 자본을 조달할 경우, 정보비대칭 문제가 클수록 보통주보다는 회사채발행을 선호할 것이라는 자본조달순위이론(pecking order theory)을 실증분석하고자 하였다. 이를 위해 로짓 모형을 사용하여 각 설명변수에 따라 보통주와 회사채 발행을 선호하는 집단으로 구별했다.

연구결과, 기업의 위험이 높을수록 보통주보다 회사채 발행을 선호하는 것으로 나타나 가설과 다른 것으로 나타났다. 반면, 정보비대칭변수인 유형고정자산이나 산업의 총자산성장을 변수 등을 사용할 경우, 자본조달순위이론(pecking order theory)의 예측과 동일하게 정보비대칭이 클수록 보통주발행보다 회사채발행의 가능성이 높은 것으로 나타났다. 따라서, 국내기업들이 보통주에 우선하여 부채를 선호하는 이유에 대해 위험이나 정보비대칭 관련 변수와 함께, 증권시장 접근가능성, 부채사용을 촉진/억제하는 정부정책을 고려해야 한다고 주장하였다.

김병곤·박상현(2001)의 연구는 우리나라 234개 상장기업을 대상으로 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업 다각화에 미치는 영향을 2SLS로 분석하였다. 소유구조와 자본구조 상호관계를 분석한 결과 소유구조와 자본구조정책을 서로 연계하여 결정하는 것으로 나타났으며, 소유

구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향을 분석한 결과 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업 다각화 수준에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이원흠(2001)은 외환위기 시점을 전후로 60대 대기업을 연구하였는데, 1995년부터 1999년 동안 현금흐름은 부채비율과 역(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 자본조달순위이론(pecking order theory)을 지지하는 것으로 나타났다. 그러나 기업규모는 예상과 달리 부채비율에 역(-)의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 배당성향, 연구개발비, 감가상각비 등의 변수는 유의성이 없는 것으로 나타났다.

곽세영(2004)은 우리나라 유가증권시장에 상장된 제조업체를 대상으로 실증분석을 한 결과 유형자산이 증가할수록 부채비율은 감소하였고, 기업 규모가 증가하면 재무레버리지가 감소하는 관계를 나타냈으며, 수익성이 증가함에 따라 부채비율이 감소하는 것으로 분석하여 자본조달순위 이론을 지지하는 결과를 얻었다.

윤봉한(2005)은 수익성이 높은 기업일수록 더 많은 잉여현금흐름을 발생시킨다고 하였다. 기업은 잉여현금흐름에 의해 야기되는 대리인 비용을 통제하기 위하여 이자 전 이익 가운데 부채이자 및 배당금으로 의무적으로 지불되는 비율을 증가 시킬 수 있다. 투자기회를 통제하면 기존자산의 수익성이 높은 기업 일수록 레버리지는 높아진다. 따라서 대리 비용을 고려하면 정태적 절충모델에서 수익성과 레버리지 간 양(+)의 관계는 강화된다. 이러한 가격할인을 예상하여 신규 위험증권으로 자본조달을 행해야만 한다면 수익성 있는 투자 안을 포기할 가능성이 있다. 이에 투자결정의 왜곡을 회피하기 위하여 경영자는 비대칭정보문제가 없는 유보이익이나 비대칭정보문제가 거의 없는 저위험 부채로 투자자금을 조달하고자 하였다.

Leary and Roberts(2005)는 조정비율이 존재할 경우 기업이 자본구조

를 동태적으로 조정하는지를 실증적으로 조사한 결과, 자본구조는 일정한 범위 내에서 최적자본구조를 유지시키기 위해 레버리지를 능동적으로 재조정한다는 것을 제시하였다. 따라서 자본조달의사결정에 내포되어 있는 동기는 레버리지의 동태적 재조정인데 먼저 레버리지가 상대적으로 낮은 수준이라면 기업은 유의적으로 레버리지를 증가시키므로 레버리지를 증가시키려는 기업의 반응은 목표레버리지가 존재한다는 것으로 동태적 자본구조 개념과 일치한다고 하였다.

Flannery and Rangan(2006)은 기본 자본구조를 설명하는 이론들이 관측된 부채비율에 조정비용의 영향을 미치지 못한 실증모형의 한계점을 제기하면서, 얼마나 빨리 목표부채비율로 향하여 조정하고 있는지를 실증 분석한 결과, 기업들은 장기적으로 자본구조를 가지고 있으며 1년에 약 34%의 빠른 속도로 목표 부채비율로 조정하는 결과를 제시하였다.

손승태·이윤구(2007)의 연구에 따르면 대기업은 금융시장에 접근이 용이하고 유리한 조건으로 자본을 조달할 수 있다. 기업규모는 파산 확률에 대한 음(-)의 대용치로 사용되며 파산비용은 소규모기업에서 상대적으로 높게 발생 한다. 따라서 대기업은 높은 부채수용능력을 가지며 법인세절감 효과를 극대화시키기 위해 보다 많은 부채를 차입한다. 규모가 작은 기업은 채권자와 주주의 갈등이 심각하며, 중소기업의 경영자는 대주주인 경우가 많아 투자 안을 변경할 가능성이 높다.

기업규모와 파산확률은 음(-)의 관계가 있으며, 다각화가 안정적인 현금흐름을 창출한다면, 기업규모는 레버리지와 양(+)의 관계가 있다고 예측하고, 한편, 기업규모는 경영자와 자본시장 사이에 존재하는 정보비대칭의 대용치로 여겨진다. 대기업은 정보비대칭이 작고 투자분석가가 관심을 갖고 자주 기업분석을 하며 자기 자본 비용이 낮다고 하였다. 이영수 외(2007)는 기업규모가 클수록 외부 투자자의 정보 비대칭성으로 발생하는

문제가 발생할 가능성이 적어지기 때문인 것으로 정보비대칭이론을 지지하는 측의 주장이다. 기업규모를 측정하기 위해서 매출액에 로그 값을 취하여 사용하였다.

구본일 외(2008)는 수익성이 높은 기업은 기대파산비용이 낮고, 더 많은 세금감면효과를 얻기 위하여 부채를 증가시키며, 레버리지가 높은 기업은 잉여현금흐름으로 부채를 상환하여 대리인 문제를 통제한다. 정태적 절충이론에 의하면 기업의 이익이 증가하면 세금부담 또한 증가하는데 이자의 법인세 감세효과를 위해 타인자본조달의 증가를 가져온다면 수익성과 레버리지는 양(+)의 관계를 가질 수도 있다. 또한 경영자와 외부자 사이에 정보비대칭성이 있을 때 수익성이 높다는 것은 기업의 상황이 양호하다는 것으로 받아들여져 자본조달이 보다 용이하게 되어 타인자본조달이용이 양(+)의 관계가 될 것이다.

자본조달우선순위이론의 주장에 의하면, 정보비대칭과 자본비용의 차이로 인하여 기업은 먼저 이익유보의 내부 금융으로 자본을 조달하며 외부 금융이 필요하면 먼저 부채로 자본을 조달하며, 마지막으로 자기자본으로 자본을 조달한다. 따라서 다른 조건이 동일할 때 수익성이 높은 기업은 자본비용이 가장 저렴한 내부 금융으로 자본을 조달하기 때문에 레버리지와 수익성은 음(-)의 상관관계가 있다고 하였다. 안승철·장승욱·이상휘(2010)는 기업규모와 자본구조 조정속도는 자본구조 조정비용과 정부의 정책 및 자본시장 접근성에 따라 다르게 나타날 것이라 하였다.

제 3절 연구가설의 도출

앞에서 살펴본 자본구조에 관한 이론적 연구에 기초하여 자본구조 결

정요인은 기업규모, 영업위험, 비부채절제효과, 수익성, 성장성, 유형고정자산비율로 다음과 같이 연구가설의 도출한다.

1. 기업규모

부도위험과 관련해 기업규모는 자본구조를 결정하는 주요요인이 될 수 있다. 규모가 큰 기업은 정보의 비대칭성으로 인해 시장에서 보다 유리한 조건에서 장기의 저리자금을 조달할 수 있어 부채를 상대적으로 많이 사용하게 된다. 기업이 부도가 나면 채권자나 투자자들은 자금회수에 어려움을 겪게 되며 최악의 경우 투자하거나 대여한 자금의 대부분을 회수할 수 없게 된다. 따라서 부도위험은 외부의 투자자나 금융기관이 기업에 자금을 공급하기를 꺼려하는 요소가 된다.

기업규모가 클수록 규모가 작은 기업에 비해 보다 다양한 투자대상에 대한 분산투자 및 경영의 다각화로 부도위험은 줄어들게 되고 외부로부터의 자금조달이 용이해진다. 또한 기업규모가 크면 기업정보의 노출이 많아지게 되며, 해당 기업의 경영활동을 외부에서 쉽게 감시할 수 있다. 따라서 자금을 조달하는 금융기관은 부도위험이 적고 경영활동에 대한 감시가 쉬운 규모가 큰 기업을 거래대상으로 선호하게 된다. 이에 따라 기업규모와 총부채비율 간의 가설은 다음과 같이 설정한다.

가설 1 : 기업규모는 총부채비율과 양(+)의 상관관계를 지닌다.

2. 영업위험

영업위험은 미래영업을 통한 현금조달의 불확실성을 말하며, 이러한 불확실성은 기업의 파산확률을 증가시킨다. 파산확률의 증가는 투자기관으

로 하여금 투자를 위축시키며, 기업은 자금조달에 어려움을 겪게 된다. 영업위험은 개별기업의 경영속성에 따라 영향을 받기도 하나 해당 기업이 참여하고 있는 산업에 상당한 영향을 받는다. 예를 들어, 주택건설업은 주택경기여하에 따라 영업이 상당한 영향을 받는다. 분양이 잘되었다 할지라도 입주가 잘 이루어지지 않는다면 사업을 추진한 기업은 입주가 이루어질 시점까지 버틸 수 있는 자금이 있어야 한다. 하지만 향후 입주가 안정적으로 이루어질 지는 당시 경제상황에 상당한 영향을 받는다. 따라서 영업활동을 통한 자금조달이 안정적이지 못할 경우 기업의 부채를 통한 자금조달은 위축될 것이다. 영업위험과 총부채비율과의 가설은 다음과 같이 설정하였다.

가설 2 : 영업위험과 부채 비율은 음(-)의 상관관계를 지닌다.

3. 유형고정자산비율

기업이 어떤 형태로 자산을 보유하고 있는가는 기업의 자본구조에 큰 영향을 미친다. 기업이 유형고정자산을 상대적으로 많이 보유하고 있는 경우, 즉 건물과 토지 같은 유형자산을 많이 보유한 기업일수록 담보가치가 높아지게 되고 외부투자자의 대리인비용을 낮추게 되어 부채를 통한 자금조달이 유리해 진다. 하지만 한국 기업의 현실에서는 기업의 정보를 외부에서 파악하기 매우 어려우며, 유형고정자산은 외부채권자가 쉽게 파악할 수 있는 것으로 정보비대칭성을 감소시켜주는 역할이 클 수 있다. 따라서 유형고정자산비중이 높으면 부채비율은 낮아질 수 있다. 본 연구에서는 이러한 논의에 기초해 유형고정자산비율과 총부채비율과의 가설은 다음과 같이 설정하였다.

가설 3 : 유형고정자산의 비중과 부채비율은 양(+)의 상관관계를 지닌

다.

4. 비부채절세효과

기업은 타인자본을 사용한 대가인 이자에 대해 세금을 내지 않는다. 이러한 부채의 절세효과는 기업으로 하여금 부채이용을 합리화시킨다. 결과적으로 높은 세금을 부담하는 기업은 보다 많은 부채의 이용이 예상된다. 비부채절세수단을 가진 기업은 부채의 세금감면효과를 이용하려는 유인이 감소하며, 그 이유는 기업이 부채를 발행한다면, 비부채절세수단을 모두 이용할 수 없기 때문이며, 비부채절세수단을 가진 기업은 담보자산을 가지고 있어 부채자금조달을 용이하게 된다. 이에 비부채절세효과와 총부채비율과의 가설은 다음과 같이 설정하였다.

가설 4 : 비부채절세수단이 크면 부채비율은 음(-)의 상관관계를 지닌다.

5. 성장성

부채를 통한 자금조달이 증가하면 할수록 기업 가치를 극대화할 수 있는 전략이 있더라도 주주들은 전략에 대한 결과가 채권자의 이익이 될 것이라 판단하여 투자를 기피하게 된다. 즉, 수익이 많이 나는 사업에 대해 선택가능성이 높은 성장 기업일수록 이러한 부채의 대리인비용이 커질 것이므로 부채에 의한 자금조달을 줄이게 되고 대신 필요한 자본을 자기자본으로 대체하려 한다. 또한 성장성이 높은 기업은 부채자본조달에 제약을 받게 되고, 성장기회는 무형자산으로 기업이 파산할 때, 성장기회의 가치는 0이 된다. 한편 부채를 발행한 기업의 경영자는 채권자의 부를 주주에게 이전하고자 하며, 성장기회가 높은 기업일수록 부채를 적게 사용하고자 한

다. 따라서 성장성과 총부채비율과의 가설은 다음과 같이 설정하였다.

가설 5 : 성장성과 부채비율은 음(-)의 상관관계를 지닌다.

6. 수익성

자금조달순위이론에 따르면 내부금융이 외부금융에 비해 거래비용이 적고, 외부금융 중에서도 금융기관을 통한 간접조달방식이 증권시장을 통한 직접조달방식보다 비용이 적기 때문에 기업의 자금조달의 선호가 발생한다. 즉, 기업은 내부자금을 가장 선호하고 이어 외부차입을 선호하고 마지막으로 공개시장에서 자금을 조달한다는 것이다.

수익성이 높은 기업들은 외부금융은 물론 내부금융을 통해 그들이 원하는 시점에 용이하게 필요한 자본은 조달할 수 있으므로 부채비율이 낮고, 수익성이 낮은 기업들은 내부금융을 통한 자본조달이 여의치 않으므로 부채비율이 높아 진다. 기업이 부채 또는 주식발행에 의한 외부금융보다 수익성 중심의 내부금융을 선호하는 것은 외부금융의 경우 채권/주식발행비, 인수기관 수수료 등 각종 직접비용 뿐 아니라 신주발행시 주식의 과소평가에 따른 간접적인 비용이 발생하기 때문이라고 할 수 있다. 수익성과 총부채비율과의 가설은 다음과 같이 설정하였다.

가설 6 : 수익성과 부채비율은 음(-)의 상관관계를 지닌다.

제 4장 연구방법

제 1절 연구표본 구성과 특징

본 연구에서 표본은 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE III 데이터 베이스 자료를 이용하였으며 1990년부터 2007년까지 18개년에 걸쳐 총 1,223개의 업체를 대상으로 코스피와 코스닥에 상장되어 있는 건설기업체 대상으로 하였다. 연구표본에 포함된 업체 수는 1990년도 64개를 시작으로 2007년도에 72개로 총 1223개로 그 내용은 <표 4-1>과 같다.

<표 4-1> 연도별 건설업 상장기업 수

(단위 : 개)

연도	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	전체
빈도	64	64	64	65	65	65	66	69	69	
연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1223
빈도	69	68	68	70	71	71	71	72	72	

출처 : 한신평 KIS-VALUE 1990년도~2007년 까지. (2010년 10월)

제 2절 분석방법 및 주요변수측정

건설기업의 부채구조 결정요인을 분석하였으며 외환위기의 영향을 분석하기 위해서 외환위기의 영향을 가장 많이 받은 1997, 1998년 2개년을 제외하고 1990년에서 1996년까지 7개년과 1999년부터 2007년까지 9개년을 각각 다른 표본으로 구성하였다. 1997, 1998년 2개년을 제외한 것은 외환위기 이후 금융시장이 혼란했던 상황을 분석에서 배제하기 위함이며 본 연구에서 사용한 모형은 (식 1)과 같다.

$$LR = a + \beta_1 * LSIZE + \beta_2 * RISK + \beta_3 * FIXED + \beta_4 * NTD + \beta_5 * SGR + \beta_6 * PROFIT + YEAR + e \quad \dots\dots\dots(\text{식 } 1)$$

종속변수로는 부채비율(LR)을 사용하였는데, 이를 다시 다음과 같이 세분화 하였다. 먼저 전체 부채비율은 총부채를 자산총계와의 대비비율로서 구하였다. 일반적으로 부채비율은 부채/자본으로 측정하고 100% 개념을 일반적으로 사용된다. 하지만 이렇게 측정할 경우 자본이 0이거나 (-)인 '자본잠식' 기업의 경우 측정이 불가능하다. 이는 이종화·이영수(1999)의 연구에서 언급한 바와 같이 '자본잠식' 기업의 자료가 평균값을 구하거나 회귀분석을 하는데 있어 심각한 문제를 초래할 가능성을 배제하기 위함이다. 따라서 본 연구에서는 이러한 문제를 해결하기 위하여 부채/자산으로 부채비율을 측정하였다.

설명변수에는 기업규모, 영업위험, 유형고정자산비율, 비부채절세효과, 수익성, 성장성, 연도더미를 포함하였다. 기업규모는 총자산에 자연로그를 취한 값(LSIZE)으로 측정하였다. 수익성은 현금흐름을 고려하기 위하여 영업이익과 감가상각을 합산 금액(PROFIT)으로 측정하였으며 영업위험

(RISK)은 영업이익의 해당연도를 포함한 이전 3개년의 표준편차로 측정하였다. 비부채절세효과는 Titman and Wessels (1988)의 NTD를 이용한다. NTD는 비부채절세효과금액으로 (영업이익+이자수익-이자비용-법인세액/평균법인세율)을 정의하고 이를 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 여기서 한국에서 최고법인세율은 25%이며 본 연구에서는 유효평균법인세율 17.01%을 적용하였다(위평량 외, 2010). 성장기회는 위정범(1999)과 Titman and Wessels(1988)의 연구에서 사용한 성장성(SGR)으로 측정하였다. 유형고정자산비중(FIXED)은 유형고정자산/자산으로 측정하였다. 해당연도가 미치는 전반적인 영향을 통제하기 위하여 연도는 가변수로 정의하였으며 그 정의와 측정방법은 <표 4-2>에 정리하였다.

<표 4-2> 측정 변수

정의	변수명	측정방법
총부채비율	LR	총부채/총자산*100
기업규모	LSIZE	log(총자산), 단위: 천원
영업위험	RISK	수익성의 과거 3개년간 표준편차
유형고정자산비율	FIXED	유형고정자산/총자산*100
비부채절세효과	NTD	(영업이익 + 이자수익 - 이자비용 - 법인세액/평균법인세율)/총자산*100
성장성	SGR	(당기매출액-전기매출액)/전기매출액*100
수익성	PROFIT	(영업이익+감가상각)/총자산*100
연도별 더미변수	YEAR	1990~1997, 1999~2007에 적용

제 5장 실증분석 결과

제 1절 기초통계량 분석

분석에 사용된 주요 기초 통계량은 <표 5-1>에 정리하였다. <표 5-1>을 보면, 전체표본은 자본구조의 변수에 대한 평균값, 표준편차, 최소값, 최대값과 같은 기초 통계를 나타낸다. 이러한 변수들은 분석 모형을 검정하기 위해 설명변수로 사용된다.

<표 5-1> 측정변수들의 기초통계량

(단위 %)

변수	평균값	표준편차	최소값	최대값
총부채비율	68.79	19.40	5.48	100.00
기업규모	26.18	1.45	22.32	29.86
영업위험	2.96	3.14	0.01	15.03
유형고정자산비율	66.28	16.19	2.21	98.27
비부채절세효과	1.59	8.48	-40.00	27.86
성장성	15.26	31.93	-93.67	100.00
수익성	5.85	5.86	-20.00	20.00

제 2절 실증분석

1. 전체기간에 대한 실증분석

앞에서 설정한 모형을 이용하여 전체 기간 및 외환위기 전후기간의 자본구조 결정요인들의 살펴보았다. 가설검증을 위해 설정한 모형을 이용하여 상장 건설기업의 자본구조 결정요인에 대하여 분석하였다. 또한 각각의 자본구조의 특징을 알아보기 위해 외환위기의 영향을 가장 많이 받은 1997년과 1998년을 제외한 1990~2007년의 전체기간과 1990~1996년과 1999~2007년의 2기간으로 구분하여 기간별 차이를 분석하였다.

먼저 건설업의 상장기업의 전체 기간에 대한 자본구조 결정요인은 <표 5-3>에 정리하였다. 기업규모(LSIZE)와 총부채비율은 양(+)의 상관관계가 있으며 <가설 1>과 같다. 비부채절세효과(NTD)와 총부채비율은 음(-)의 상관관계가 있으며 <가설 4>와 같다. 따라서 건설기업들은 세금절감 효과를 이용하여 부채를 많이 활용하고 있다. 성장성(SGR)과 총부채비율은 양(+)의 상관관계가 있으며, <가설 5>와 반대 결과이다. 이러한 결과는 주식 시장을 통한 자금조달보다는 차입을 통한 자금조달이 용이한 우리의 자본시장환경 때문에 부채사용에 따른 대리인 문제가 그다지 크게 고려되지 않았음을 보여준다. 또한 성장기회가 높은 기업은 투자자금이 유보이익을 초과할 것이고, 추가로 필요한 자본은 부채발행을 통해 조달하게 된다. 선우석호(1990), 이종화 외(1999), 김창배 외(2004) 등의 선행연구에서도 이와 같은 결과를 보이고 있다.

수익성(PROFIT)과 총부채비율은 양(+)의 상관관계가 있어 <가설 6>와 상반된 결과가 나타났다. 그 이유는 수익성이 높은 기업은 이익을 사내에 유보하여 투자자금으로 활용할 뿐 아니라, 외부에서 자금을 조달하는

경우에도 은행차입 또는 채권발행보다 증자를 선호하는 경향을 보이고 있기 때문으로 판단된다.(정태영, 2001)

<표 5-3> 전체기간에 대한 분석결과

구분	계수	표준오차	검정통계량 (t-value)	유의확률 (p-value)
(상수)	-10.122	8.653	-1.170	0.242
기업규모	3.164	0.31	10.199	0.000
영업위험	0.231	0.147	1.569	0.117
유형고정자산비중	0.03	0.027	1.099	0.272
비부채절세효과	-1.455	0.093	-15.569	0.000
성장성	0.038	0.015	2.525	0.012
수익성	0.979	0.134	7.318	0.000

2. 외환위기 전후에 대한 분석

전체 기간을 외환위기를 기점으로 1990~1996년과 1999~2007년의 두 기간으로 구분하여 기간별 차이를 분석한 결과는 <표 5-4>에 정리하였다. 기업규모(LSIZE)를 보면, 외환위기 전·후 기간에 상관없이 총부채비율과 양(+)의 상관관계를 가지며 <가설 1>을 지지한다. 즉, 건설기업의 경우 외환위기를 겪는 동안에도 기업규모가 큰 기업은 부도위험이 적기 때문에 금융기관으로부터의 자금조달이 쉬워, 부채비율이 높은 것으로 보인다.

유형고정자산비율(FIXED)은 외환위기 이전 총부채비율과 음(-)의 상관관계가 있으며, <가설 3>은 지지하지 못한다. 하지만 외환위기 이후 유형고정자산비율과 총 부채비율은 양(+)의 상관관계를 가지며, <가설 3>을 지지한다. 이는 건설업에서 유형고정자산비율이 높다는 것은 보유부동산 등이 많다는 것이다. 외환위기이전에는 규모에 비해 보유부동산비중이 높은 건설기업은 보유 부동산을 건설사업으로 활용하지 못해, 그 기업의 사업이 부진하다고 평가하였으나, 외환위기를 경험한 국내 금융기관들이 보수적인 경영을 하는 건설업체를 선호하고 나아가 유형고정자산을 담보가치로 중시하여, 건설기업에 대한 부채조달이 많아진 것으로 판단된다. 비부채절세효과(NTD)는 외환위기 전·후 상관없이 총부채비율과 음(-)의 상관관계를 가지며, <가설 4>를 지지한다.

성장성(SGR)은 외환위기 전 총부채비율은 양(+)의 상관관계를 가지며, <가설 5>를 지지하지 못하고 있으며, 외환위기 이후에는 유의하지 않다. 외환위기 이전에는 건설기업이 충분한 성장기회가 있더라도 자기자본을 활용할 수 있는 여건이 충분하지 않아, 내부자금의 조달보다는 차입을 통한 자본조달이 이루어졌기 때문으로 설명할 수 있다. 수익성(PROFIT)은 외환위기 전·후 모두 총부채비율은 양(+)의 상관관계를 가지며, <가설 6>과

상반된 결과가 나타났다.

<표 5-4> 외환위기 전후에 대한 분석결과

구분	기간1 (1990~1996)	기간2 (1999~2007)
	계수 (표준오차)	계수 (표준오차)
(상수)	38.815*** (8.415)	-57.070*** (13.690)
기업규모	1.503*** (0.301)	4.400*** (0.487)
영업위험	-0.107 (0.219)	0.342 (0.193)
유형 고정자산비중	-0.094*** (0.027)	0.099* (0.041)
비부채절세효과	-1.599*** (0.177)	-1.389*** (0.119)
성장성	0.055** (0.016)	0.030 (0.022)
수익성	1.316*** (0.190)	0.850*** (0.178)

유의성 : * 0.05 , ** 0.01 , *** 0.001

제 6장 결 론

본 연구에서는 국내 건설경기의 전반적인 침체로 어려움을 겪고 있는 건설업체의 경쟁력 강화 방안으로, 상장 건설기업의 자본구조 결정요인에 대해 분석하였다. 한국은행의 기업경영분석을 바탕으로 경영실태를 비교 분석하고, 한국신용정보평가의 KIS-VALUE에서 2차 데이터를 이용하여 상장 건설기업의 자본구조에 미치는 영향에 대해 실증적으로 분석하였다.

이를 위해 자본구조 결정요인에 관한 문헌연구와 실증연구를 함께 병행하였다. 문헌 연구를 토대로 가설을 설정하고 총부채비율의 변화를 1990년에서 2007년까지 18년간 상장 건설기업을 대상으로 외환위기 이전과 이후로 확인하였다. 분석 결과, 외환위기 이후 부채비율은 크게 하락하였다. 이러한 부채비율의 감소는 부채의 감소와 함께 자본의 증가도 큰 역할을 했으며 문제는 자본의 증가가 영업활동에 의한 이익의 증가보다는 자산재평가나 유상증자와 같은 수단에 의한 것으로 판단된다.

가설검증에 대한 연구 결과는 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 기업 규모와 부채비율은 양(+)의 상관관계가 있었으며 기업규모와 총부채비율에 대한 가설을 지지하고 있다. 비부채절세효과는 부채비율과 음(-)의 상관관계가 있었으며 가설을 지지하고 있다. 성장성과 수익성은 유의한 상관관계를 보이고 있었으나, 본 연구의 가설과 반대되는 결과를 보이고 있었다. 즉, 건설기업의 자본구조를 결정하는 주요요인은 기업규모와 비부채절세효과이다.

둘째, 건설기업의 자본구조 결정요인에 대해 IMF외환위기 기간을 기점으로 외환위기 이전과 외환위기 이후 2기간으로 구분하여 자본구조 결정요인의 차이를 분석하였다. 분석결과, 유형고정자산비중은 외환위기 이전에는 음(-)의 상관관계를 보이고 있으나, 외환위기 이후 양(+)의 상관관계를 보

였다. 즉, 유형고정자산비중은 건설기업의 자본구조를 결정하는데 중요 변수가 될 수 있다.

연구결과를 종합하면 다음과 같다. 외환위기 이후 금융기관이 해당기업의 규모나 수익성 나아가 담보가치를 의미하는 유형고정자산비중을 중시한다는 것이다. 또한 주식시장이 활성화되면서 과거와 같이 성장을 위한 투자자금을 부채보다는 자기자본 확충을 통해 조달하고 있다는 것이다. 본 연구의 한계는 최근 제시되고 있는 자본구조의 동태적인 이슈를 담고 있지 못하다는 것으로 이는 향후 연구과제로 남긴다.



참고문헌

1. 국내 문헌

(1) 저서

- 김찬규 (2000), 「건설공사의 수익인식에 관한 연구」, 한양대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 김창배·홍재범 (2004), 「외환위기 전후의 한국기업의 부채구조와 결정요인」, 한국경제연구원.
- 김철훈 (1999), 「건설업의 재무구조와 개선방안에 관한 연구」, 단국대학교 경영대학원 경영학과 석사학위논문.
- 위정범 (1988), 「한국의 기업환경과 부채구조」, 한국경제연구원.
- 위평량·채이배 (2010), 「상장기업의 실효법인세율에 관한 분석」, 경제개혁연구소.
- 국토개발연구원 (1994), 「건설기업의 경영평가에 관한 연구」, 국토개발연구원.
- 이택규 (1995), 「대한민국 신법전」, 서울: 법률신문사.

(2) 논문

- 곽세영 (2004), “자본조달순위이론에 관한 연구”, *재무관리논총*, 10(1), 215-230.
- 곽세영·한광환 (2000), “자본조달결정 및 금융형태의 선택”, *재무관리논총*,

6(1), 1-22.

구본일·엄영호·김효찬 (2008), “우리나라 기업의 자본구조에 관한 연구: 절출이론과 상충이론의 비교”, *한국경제의 분석*, 14(2), 1-42.

김병곤·박상현 (2001), “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향”, *재무관리연구*, 18(2), 57-79.

김원기 (1994), “자산형태와 자본구조와의 관련성에 관한 실증적 연구”, *재무관리논총*, 1(2), 331-349.

김철중 (1996), “소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호연관성에 관한 연구”, *재무관리연구*, 13(1), 51-78.

선우석호 (1990), “한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용”, *재무연구*, 3(1), 61-80.

손승태·이윤구 (2007), “코스닥 기업의 자본구조 결정요인: 동태적 자본구조 모형을 중심으로”, *재무관리연구*, 24(1), 109-147.

신동령 (1993), “한국제조기업의 재무구조결정요인에 관한 연구”, *경영학연구*, 21(1), 131-152.

안승철·장승욱·이상휘 (2010), “기업특성별 자본구조 조정속도에 관한 연구”, *산업경제연구*, 23(3), 1509-1530.

윤봉한 (2005), “한국 상장기업의 자본구조 결정요인에 대한 장기분석: 정태적 절충모형과 자본조달순위모델간의 비교”, *경영학연구*, 34(4), 973-1000.

윤봉한·오규택 (1999), “투자결정과 자본조달정의 통합적 수행 여부에 관한 실증연구”, *재무연구*, 12(2), 95-124.

이영수·최종일·박순찬·여규현 (2007), “한국 상장기업의 부채구조 연구: IMF 금융위기 전후비교를 중심으로”, *경상논총*, 25(4), 121-140.

이원흠·이한득·박상수 (2001), “대기업집단의 부채비율 조정속도에 관한 연

- 구”, *증권학회지*, 28(1), 87-114.
- 이종화·이영수 (1999), “한국기업의 부채구조 : 재벌기업과 비재벌기업의 비교”, *국제경제연구*, 5(1), 91-118.
- 정태영 (2001), “우리나라 기업의 국제화와 자본구조 결정요인에 관한연구”, *한국경상논총*, 12(1), 85-111.
- 황선웅·김종대 (1996), “우리나라 기업의 투자결정유형이 자본구조에 미치는 영향에 대한 실증분석”, *경영학연구*, 25(4), 311-340.

2. 국외 문헌

- Chirinko, Robert S. and Anuja R. Singha (2000), “Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure : A Critical Comment,” *Journal of Financial Economics*, 58(3), 417-425.
- DeAngelo, Harry and Ronald W. Masulis (1980), “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation,” *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Fama, E. and K. French (2000), “Testing Trade-off and Pecking Order Prediction about Dividends and Debt,” *Review of Financial Studies*, 15(4), 1-33.
- Jensen, M. and W. Mecling (1976), “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jensen, M., Solberg. D. P., and T. S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 517-529.
- Kraus, Robert W. & Litzenberger(1973), "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, 28(4), 911 - 922.
- Leary, M., Roberts, M (2005), "Do Firms Rebalance their Capital Structure?," *Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619.
- Mayers, S (1977), "Determinants of Corporate Borrowings," *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Miller, M. H (1977), "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction," *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S., and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(1), 187-222.
- Myers, Stewart C (1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Ross. S. A (1977). "The Determination of Financial Structure : The Incentive Signaling Approach Bell," *Journal of Economics*,

8(1), 23-40.

Shyam-Sunder, L., Myers, S.C (1999), "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-243.

Titman, S. and R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

Zwiebel, J (1996), "Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment," *American Economic Review*, 86(5), 1197-1215.

3. 관련 Web-Site

대한건설협회(<http://www.cak.or.kr>) 2010년 10

한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr/>) 2010년 10

한국신용평가정보(<http://www.kisinfo.com/>) 2010년 10

부록

<부록 5-1> 외환위기 전후에 대한 분석결과

	전체	기간1 (1990~1996)	기간2 (1999~2007)
구분	계수 (S.E)	계수 (S.E)	계수 (S.E)
d1991	0.74 (2.477)	1.201 (1.532)	
d1992	0.609 (2.492)	1.58 (1.561)	
d1993	-0.381 (2.535)	1.039 (1.662)	
d1994	-0.765 (2.488)	0.691 (1.575)	
d1995	-0.923 (2.502)	1.313 (1.595)	
d1996	-0.185 (2.461)	1.556 (1.556)	
d1999	-10.262 (2.491)		
d2000	-10.138 (2.535)		0.019 (2.758)
d2001	-13.259 (2.498)		-2.883 (2.751)
d2002	-18.349 (2.471)		-7.950 (2.734)
d2003	-20.019 (2.475)		-9.516 (2.741)
d2004	-20.215 (2.452)		-9.684 (2.736)
d2005	-21.431 (2.482)		-11.249 (2.763)
d2006	-22.926 (2.467)		-12.873 (2.75)
d2007	-22.178 (2.483)		-12.553 (2.762)