

외환위기 전후의 한국기업의 부채구조와 결정요인

김창 배·홍재 범

외환위기 전후의 한국기업의 부채구조와 결정요인

1판1쇄 인쇄/2004년 6월 2일

1판1쇄 발행/2004년 6월 9일

발행처 · 한국경제연구원

발행인 · 좌승희

편집인 · 좌승희

등록번호 · 제13-53

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관
전화(대표)3771-0001 (직통)3771-0057 팩시밀리 785-0270~1

<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2004

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0057

ISBN 89-8031-312-8

값 4,000원

발간사

기업의 높은 부채비율이 외환위기의 주요한 원인으로 지적되면서 정부는 부채비율 축소를 기업구조조정의 핵심과제로 삼고 이를 강도 높게 추진하였다. 이러한 정부의 정책 추진으로 우리나라 기업의 부채비율은 외환위기 이후 큰 폭으로 낮아졌으며 이는 기업채무구조 개선이라는 측면에서의 성과를 거두었다는 평가를 받고 있다.

그러나 기업의 재무구조라는 것은 크게 보아 정치·경제·사회의 종속변수의 성격이 강하다는 점을 고려할 때 부채비율 감축이라는 정부의 정책은 외형적인 부채비율 축소뿐 아니라 기업의 부채구조 결정행위 나아가 금융기관의 여신행태에까지 커다란 영향을 주었을 것으로 여겨진다.

본 보고서는 이러한 인식을 배경으로 외환위기라는 구조적 변화 이후 한국기업의 부채구조의 특성과 결정요인이 어떠한 변화를 겪었는지 분석하였다. 한국경제에서 기업의 부채문제가 갖는 중요성과 함께 외환위기를 겪은 지 7년이 지났음에도 이와 관련된 체계적인 연구가 많지 않았다는 점에서 본 연구는 매우 시의적절한 연구라 생각된다.

연구결과에 의하면 외환위기 이후 우리나라 기업의 부채비율 감소가 부채감소보다는 자본증가에, 그리고 자본증가도 수익성제고에 따른 내부유보보다는 자산재평가나 계열사간 출자에 크게 기인한 것으로 나타났다. 기업의 부채비율 축소를 위한 정부의 노력이 외형적으로는 소기의 성과를 거두었으나 실질적인 기업 채무구조 개선 효과는 크지 않았음을 실증적으로 보여 주는 것으로 평가된다. 유형

고정자산이 부채비율에 미치는 영향이 외환위기 이후의 기간 그리고 특히 대규모 기업집단이 아닌 기업군에서 통계적으로 유의한 양의 관계를 보인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외환위기 이후 금융기관의 대출행태가 보다 보수적으로 변화했으며 이것이 부채비율 축소정책과 맞물려 기업의 투자를 위축시키고 결국 기업의 유형고정자산을 감소시켜 성장잠재력을 낮춘 원인 중의 하나임을 시사하고 있다고 본다. 또한 5대기업집단변수의 부채비율과의 관계가 외환위기 이후에는 통계적 유의성이 사라지는 것으로 나타나 기업집단 소속 여부의 영향력은 외환위기 이후 감소한 것으로 평가된다.

이외에도 본 보고서는 외환위기 전후 기업 부채구조의 다양한 결정요인을 분석함으로써 내용 측면에서는 외환위기 이후 변화한 기업행동을 이해하는 데 있어 타 연구자들에게 효과적으로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

마지막으로 이번 연구에 참여하여 처음부터 끝까지 성심성의를 다한 부경대의 홍재범 교수와 본원의 김창배 선임연구원에게 감사드린다. 바쁜 시간임에도 불구하고 원내세미나와 토론과정에서 귀중한 말씀을 해주신 항공대 이영수 교수와 고려대 배기홍 교수께 깊이 감사드리며 이 보고서를 읽고 유익한 조언을 해주신 익명의 서면 논평자에게 감사의 말씀을 드린다. 마지막으로 이 연구의 내용은 연구자들 개인의 견해로 본 연구원의 공식적인 견해와 반드시 일치하는 것은 아님을 밝혀 둔다.

2004년 6월
한국경제연구원
원장 좌승희

제1장 서론 /9

제2장 한국기업의 부채구조 특성 /15

1. 자료의 내용과 특성 /17
2. 부채비율의 추이 /18
 - (1) 전체기업을 대상으로 한 부채비율의 추이 / 18
 - (2) 기업군별 부채비율의 추이 /21
 - (3) 외환위기 전후 두 기간의 부채비율 변화 /27
 - (4) 부채비율 감축방법 /30

제3장 부채구조 결정요인의 가설 도출과 분석모형 설정

/ 37

1. 이론적 배경 /39
 - (1) 정태적 상충이론(static trade-off theory) /39
 - (2) 자금조달순위이론 /41
 - (3) 제도요인 /42
2. 자본구조의 결정요인 / 44
 - (1) 기업규모 /44
 - (2) 영업위험 /45
 - (3) 비부채절세수단(non-debt tax shield) /45
 - (4) 수익성 /46

- (5) 성장기회 / 47
- (6) 자산의 구성비율 / 47
- (7) 기업집단 소속 여부 / 48

제 4 장 실증분석결과 / 49

- 1. 가설의 설정 / 51
- 2. 분석방법 및 주요변수의 측정 / 51
- 3. 결과분석 / 54
 - (1) 기초통계량 및 주요변수간의 상관관계 / 54
 - (2) 실증분석 / 56
 - 가. 전체기업을 대상으로 한 부채비율에 대한 분석 / 57
 - 나. 기업집단별 부채비율에 대한 분석결과 / 63

제 5 장 결 론 / 73

참고문헌 / 79

영문초록 / 87

표 차례

- <표 1> 부채비율 변동 추이 / 28
- <표 2> 부채구조의 변동 / 29
- <표 3> 항목별 부채비율 감축의 기여도 / 32
- <표 4> 내부지분을 변화 / 36
- <표 5> 변수의 측정정의 및 측정방법 / 53
- <표 6> 주요변수의 기초통계량 및 상관관계 / 55
- <표 7> 부채비율 결정요인 추정결과 / 61
- <표 8> 기업군별 부채비율 결정요인 추정결과 / 66
- <부표 1> 부채비율을 종속변수로 추정한 결과에 대한 VIF정리 / 84
- <부표 2> 대차대조표 주요 항목의 자본대비 비중 / 85

그림차례

- <그림 1> 총 부채비율의 추이 / 18
- <그림 2> 국내부채비율과 해외부채비율 / 19
- <그림 3> 장기부채비율과 단기부채비율 / 20
- <그림 4> 기업군별 총 부채비율 추이 / 22
- <그림 5> 기업군별 총 자산순이익률 추이 / 22
- <그림 6> 기업군별 국내부채비율의 변화 / 23
- <그림 7> 기업군별 해외부채비율의 변화 / 24
- <그림 8> 기업군별 장기부채비율의 변화 / 25
- <그림 9> 기업군별 단기부채비율의 변화 / 26

제1장 서론

한국경제의 최대 위기로 일컬어지고 있는 외환위기의 원인에 대한 수많은 연구와 논의가 이루어져 왔으며 기업들의 무분별한 차입에 따른 높은 부채비율이 그 원인 중의 하나로 지적되어 왔다. 동남아 위기의 영향으로 국내 금융기관과 기업에 대한 단기외채 상환요구가 집중적으로 발생하면서 외환위기로 이어졌는데, 그 배경에는 그동안 금융기관의 무분별한 외채도입과 기업들이 과다차입이 있었다는 것이다. 외환위기 이후 정부가 금융부문의 개혁과 함께 기업구조조정 작업을 강도 높게 추진한 것은 이러한 인식을 그 배경으로 하고 있다. 이를 위해 정부는 부채비율을 1999년 말까지 200% 이하로 축소한다는 구체적인 목표까지 제시하며 강도 높은 기업구조정 책을 추진하였다. 이러한 정부 정책 추진은 기업의 부채구조와 금융기관의 여신행태에 변화를 주며 기업들의 부채비율 하락에 상당한 영향을 주었을 것으로 여겨진다.

따라서 본 연구의 목적은 외환위기 이후 강도 높게 추진된 부채비율 축소정책이 실제로 한국기업의 부채구조와 그 결정요인에 어떤 변화를 주었는지 실증적으로 살펴보고자 하는 데 있다. 즉 외환위기 이후 한국경제에 있어 중요한 이슈로 부각된 기업의 부채비율이 외환위기 이후 전체적으로, 기업군별로 그리고 부채종류별로 어떠한 변화를 보였는지, 그리고 과연 어떤 방법으로 기업들이 부채비율을 감축했는지 살펴보고 나아가 재무이론에서 제시하는 부채구조의 결정요인이 외환위기 이후 어떤 변화가 있었는지를 분석하고자 한다.

기업의 부채구조 결정요인에 관한 연구로는 외환위기 이전인 90년대 초 선우석호(1990), 최선희(1990), 신동령(1991) 등을 들 수 있는데 대부분 특정년도 혹은 특정기간의 평균을 이용한 분석으로서 부채구조 및 그 결정요인의 변화에 대한 연구는 다루지 않았다. 외

환위기 이후에는 위정범(1998), 이종화·이영수(1999)의 연구가 있었는데 이 중 이종화·이영수(1999)는 본 연구에서 시도하고자 하는 유사한 방법으로 기업의 부채구조 결정요인에 대한 분석을 시도한 바 있다. 그러나 연구가 외환위기 직후에 이루어진 관계로 인해 외환위기 전기간에 대한 분석에 그쳤을 뿐 아니라 분석에 사용한 자료도 상장기업만을 대상으로 하는 제약점이 있었다. 따라서 본 연구에서는 이종화·이영수(1999)의 연구를 기초로 하되 분석대상을 상장기업을 포함한 외부감사대상 기업으로 확장하고, 분석대상 기간도 1997년에서 2001년까지 5개년 자료를 추가하여 외환위기 이후 자본구조와 그 결정요인이 어떠한 변화를 보였는지 분석하고자 한다.

본 연구에서 구체적으로 시도하고자 하는 것은 다음과 같다. 첫째, 1994년부터 2001년에 걸친 8년간의 기간에 걸쳐 약 3만 5천개의 기업표본을 대상으로 부채비율의 변화를 분석하였으며 부채비율 변화의 방법도 함께 살펴보고자 한다. 즉 부채비율의 감소가 유상증자, 이익잉여금의 증가 등 자본의 증가에 의한 것인지 아니면 차입금의 감소와 같은 부채의 감소에 기인하는 것인지도 함께 분석할 것이다.

둘째, 연구표본을 1~5대 기업집단, 6~30대 기업집단 그리고 기타기업(31대 이상의 기업집단과 기업집단에 속하지 않는 기업을 포함)으로 각각 나누고, 이들 집단에 따른 재무구조의 변화와 결정요인의 차이를 분석하였다. 전체부채비율을 분석할 뿐만 아니라, 국내부채와 해외부채로 나누고, 또 장기부채와 단기부채로 구분하여 부채구조의 특징 및 그 결정요인을 각각 분석하였다.

본 연구는 외환위기라는 구조적 변화 이후 한국기업들의 부채구조와 그 결정요인을 실증적으로 분석하는 거의 처음으로 시도되는

연구라는 데 큰 의의가 있으며 분석대상 기업을 외부감사대상 법인으로 확대함으로써 상장기업만을 대상으로 한 기존 연구들과는 차별성을 갖는다고 본다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제2장에서는 외환위기를 전후한 한국기업들의 부채비율 변화 추이와 외환위기 이후 부채비율 축소 방법을 살펴본다. 제3장에서는 자본구조 결정요인에 대한 이론 및 선행연구를 검토하고 이를 바탕으로 검정할 가설과 분석모형을 설정한다. 제4장에서는 부채비율의 결정요인 분석결과를 보고한다. 마지막으로 제5장에서는 실증분석결과로부터 얻는 시사점과 본 연구의 한계를 정리하였다.

제2장 한국기업의 부채구조 특성

1. 자료의 내용과 특성

본 연구에서는 한국신용평가정보의 데이터베이스의 자료를 이용하였으며 1994년부터 2001년까지 외감법(주식회사의 외부감사에 관한 법률)에 의거 공인회계사로부터 외부감사를 받은 기업들을 대상으로 하였다. 이들 기업 중에서 공인회계사로부터 감사의견을 “적정”으로 받은 기업만을 분석에 포함시켰으며, 연구목적에 부합하지 않는 금융업에 속한 기업은 제외하였다. 기업군별로 분석하기 위해 1~5대 기업집단(이하 5대기업집단기업), 6~30대 기업집단(이하 30대기업집단기업), 그리고 여기에 속해 있지 않은 기업(이하 기타기업)으로 구분하였으며 대규모 기업집단과 그 계열기업 명단은 공정거래위원회에서 매년 발표하는 자료를 활용하여 정의하였다.¹⁾

부채비율 측정을 위한 연구표본에는 1994년(1,909개 기업)~2001년(5,800개 기업)의 총 34,180개 기업이 포함되었다.²⁾ 즉 분석대상 자료는 매년 1,909~5,800개 기업의 횡단면자료와 8개년 시계열 자료를 결합pooling한 패널자료panel data의 형태로 구성하였다. 5대기업집단기업(삼성, 현대³⁾, 대우, SK, LG)으로 분류된 자료는 872개, 30대기업집단기업의 자료는 1,644개 그리고 기타기업의 자료는 31,664개이다. 대규모 기업집단에 속하는 기업 수는 상대적으로 낮은 비율

- 1) 공정거래위원회에서는 2000년까지는 공정자산 개념에서 공정자산 순위 상위 30대기업집단을 대규모 기업집단으로 지정해 왔으나 2001년부터는 공정자산의 크기를 기준으로 일정기준을 정해 대규모 기업집단을 상호출자제한기업집단, 출자총액제한기업집단 및 채무보증제한기업집단으로 구분하여 지정하였으며 과거에 포함시키지 않던 공기업도 이에 포함시켰다. 이에 따라 2001년 상위 30대기업집단은 상호출자제한기업집단, 출자총액제한기업집단 및 채무보증제한기업집단 중 공기업을 제외한 상위 30대기업집단으로 정의.
- 2) 이때, 재무제표의 신뢰성을 고려하기 위해서 공인회계사의 감사의견이 적정인 경우만을 분석에 고려했으며 한정이나 부정적인 경우에는 본 분석에서 배제하였음.
- 3) 현대자동차 계열을 현대로 분류.

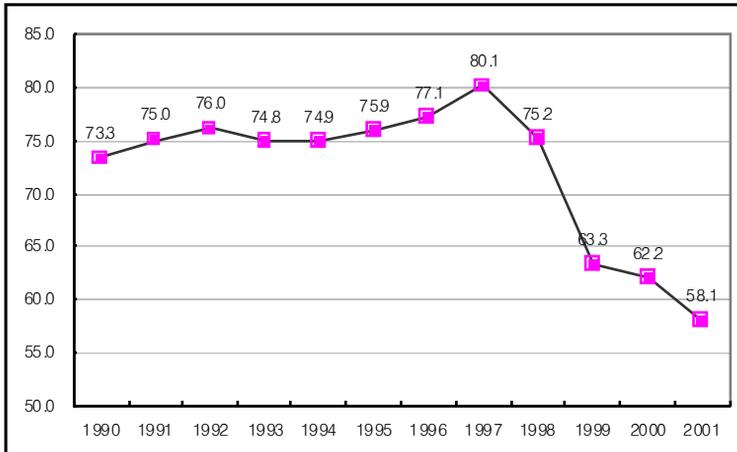
을 차지하고 있으며 참고로 5대기업집단의 연평균 계열기업 수는 22개이며 30대기업집단의 연평균 계열기업 수는 8개인 것으로 나타났다.

2. 부채비율의 추이

(1) 전체기업을 대상으로 한 부채비율의 추이

기업의 부채비율은 통상 자금조달의 원천이 되는 자기자본인 자본과 타인자본인 부채의 비율, 즉 부채/자본으로 정의되지만 본 연구에서는 부채/자산을 부채비율의 개념으로 대체하여 분석하고자 한다. 이는 이종화·이영수(1999)의 연구에서 언급한 바와 같이 ‘자본잠식’ 기업의 자료가 평균값을 구하거나 회귀분석을 하는 데 있어 심각한 문제를 초래할 가능성을 배제하기 위함이다.

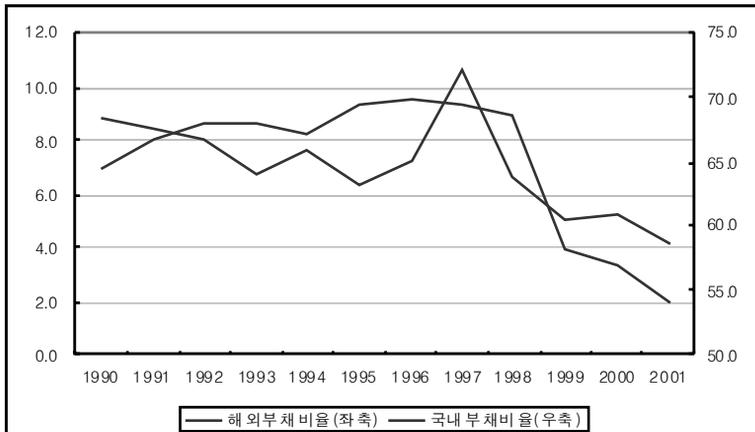
<그림 1> 총 부채비율의 추이



우선 외환위기를 전후한 총 부채비율의 변화를 <그림 1>을 통해 살펴보면 다음과 같다. 외환위기 이전에는 대체적으로 75% 전후에서 매우 완만한 상승세를 보였으나 외환위기 이후에는 지속적인 하락세를 보여 2001년에는 약 58% 수준으로 크게 낮아졌다. 부채비율이 가장 높았던 97년 80.0%에 비하면 2001년의 부채비율은 무려 약 22%p 떨어졌다. 외환위기 이후 정부의 강도 높은 “부채비율 200% 이하 축소” 정책이 외형적으로는 어느 정도 효과를 거둔 것으로 평가된다.

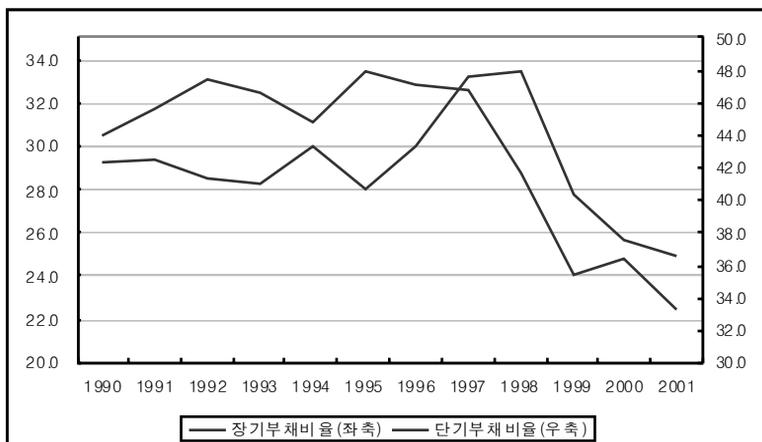
<그림 2>에서는 국내부채비율과 해외부채비율로 구분하여 부채조달 재원에 따라 부채비율의 추이가 어떠한 변화를 보였는지 살펴 보았다. 국내부채비율은 1990년 64.45%에서 1995년 69%대로 매우 완만하게 상승한 이후 1997년까지 대체적으로 69%대를 유지하였다. 그러나 외환위기를 겪으면서 급격히 하락하기 시작하여 2001년에는 약 54%로 하락하였다.

<그림 2> 국내부채비율과 해외부채비율



국내부채비율은 앞에서 살펴본 총 부채비율의 추세와 거의 유사한데 이는 전체부채에서 차지하는 국내부채의 비중이 약 90%에 이르는 국내부채의 성격상 당연한 결과라고 보인다. 이에 반해 해외부채는 1997년을 제외하고는 전반적인 하락세를 보여 주었다. 외환위기를 맞은 1997년 해외부채비율이 10.60%로 급등한 것을 제외하면 1990년 8.83%, 1996년 7.25% 그리고 2001년에는 4.14%로 낮아지는 추세를 지속하였다. 1997년에 해외부채비율이 급등한 것으로 나타난 것은 환율의 급등(97년 말 1,695원/달러)에 따라 해외부채의 원화표시 금액이 크게 높아진 것에 기인하는 것으로 해석된다. 환율 급등효과를 제외한다면 해외부채비율은 1990년 이후 지속적인 하락세를 지속했을 것으로 보인다.

<그림 3> 장기부채비율과 단기부채비율



<그림 3>은 장기부채비율과 단기부채비율의 추이를 보여 준다. 외환위기 이전에는 장기부채와 단기부채가 상호 대체재적 관계를

보이고 있다. 즉 장기부채비율이 상승한 기간(95~97년)에는 단기부채비율이 하락하고 장기부채비율이 하락한 기간(90~93년)에는 단기부채비율이 상승하였다. 하지만 외환위기 이후에는 장단기 부채비율 모두 같은 방향으로 하락하였다. 앞서 본 국내 및 해외부채비율의 추이와 비교해 보면, 장기부채비율 중 국내부채비율과 단기부채비율은 해외부채비율과 매우 유사한 추세를 보이고 있다. 여기서 우리는 해외부채의 대부분이 단기부채에 포함된다는 것을 쉽게 추정할 수 있다.

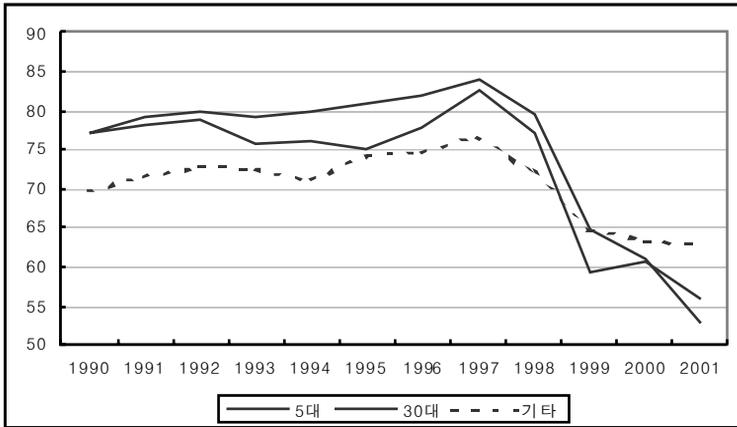
(2) 기업군별 부채비율의 추이

<그림 4>는 5대기업집단기업, 30대기업집단기업 그리고 기타기업의 총 부채비율을 보여 준다. 대체적으로 외환위기 이전 30대기업집단기업 그리고 기타기업의 총 부채비율은 매우 완만한 상승추이를 보였다. 5대기업집단기업의 총 부채비율도 1993~1995년중 소폭 하락하는 모습을 보였지만 추세적으로 볼 때는 완만한 상승세가 이어진 것으로 보인다. 그러나 외환위기를 경험한 1997년 이후에는 5대기업집단기업, 30대기업집단기업, 기타기업 모두에서 총 부채비율은 감소하는 추세를 보이고 있다.

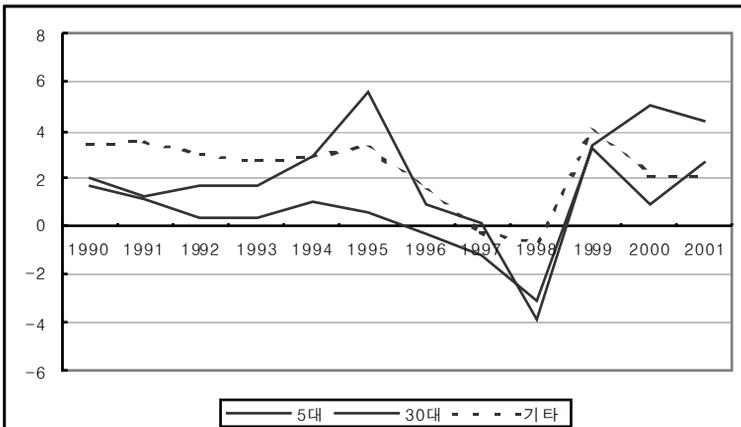
30대기업집단기업의 총 부채비율이 97년 84.09%에서 2001년에는 52.94%로 31.15%p가 하락해 외환위기 이후 가장 큰 하락을 보여 주었다. 그 다음으로는 5대기업집단기업이 97년 82.50%에서 2001년에는 55.86%로 26.64%p가 하락했다. 기타기업은 97년 76.71%에서 2001년에는 62.64%로 13.97%p 하락에 그쳤다. 이에 따라 총 부채비율의 순위는 외환위기 전에는 30대기업집단기업>5대기업집단기업>기타기업 순으로 유지되던 것이 외환위기 이후에는 기타기업

>5대기업집단지업>30대기업집단지업 순으로 변화된 것으로 나타났다. 이는 외환위기 이후 정부의 기업에 대한 부채비율 축소정책이 대규모 기업집단에 상대적으로 강도 높게 추진되었음을 의미한다.

<그림 4> 기업군별 총 부채비율 추이

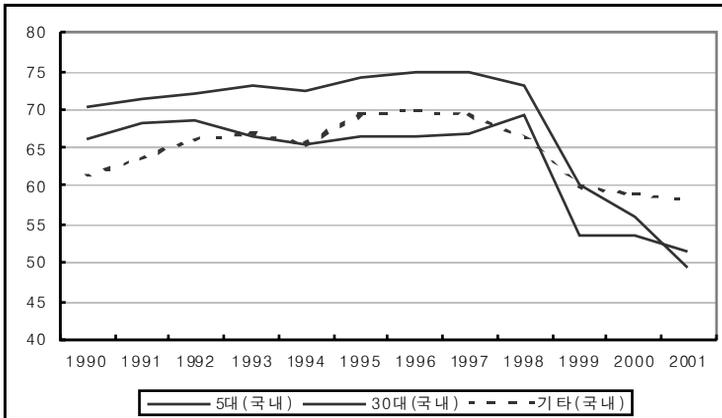


<그림 5> 기업군별 총 자산순이익률 추이



총 자산순이익률의 변화를 기업집단별로 정리하면 <그림 5>와 같다. 총 자산순이익률은 1990년 5대기업집단기업이 2.05%, 30대기업집단기업이 1.72%, 기타기업이 3.50%로 나타났다. 그 이후 전반적인 하락추세를 보이면서 외환위기를 경험한 다음해인 1998년에는 5대기업집단기업이 -3.80%, 30대기업집단기업이 -3.01%, 기타기업이 -0.66%로 크게 하락하였으나 2001년에는 5대기업집단기업이 4.42%, 30대기업집단기업이 2.76%, 기타기업이 2.10%로 상승했다. 외환위기 이후 총 부채비율이 크게 감소한 5대와 30대기업집단기업들의 총 자산순이익률은 외환위기 이전에 비해 높아졌으나 기타기업의 총 자산순이익률은 크게 개선되지 못한 것으로 나타났다.

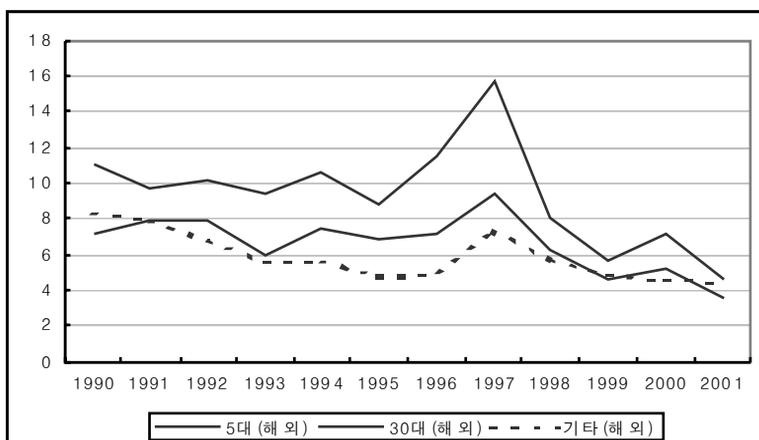
<그림 6> 기업군별 국내부채비율의 변화



<그림 6>은 기업군별 국내부채비율의 추이를 보여 준다. 국내부채는 총 부채의 약 90%를 차지하고 있어 기업군별 국내부채비율과 총 부채비율은 거의 같은 추이를 보여 준다. 즉 외환위기 이전에는

완만한 상승세 그리고 외환위기 이후에는 기업군별로 차이가 없이 모두 하락세를 보이고 있다. 국내부채비율의 절대적 크기도 외환위기 이전에는 30대기업집단기업이 가장 높았으나 외환위기 이후에는 기타기업이 가장 높은 것으로 나타나 기업군별 총 부채비율의 순위와 같은 모습을 보여 주었다.

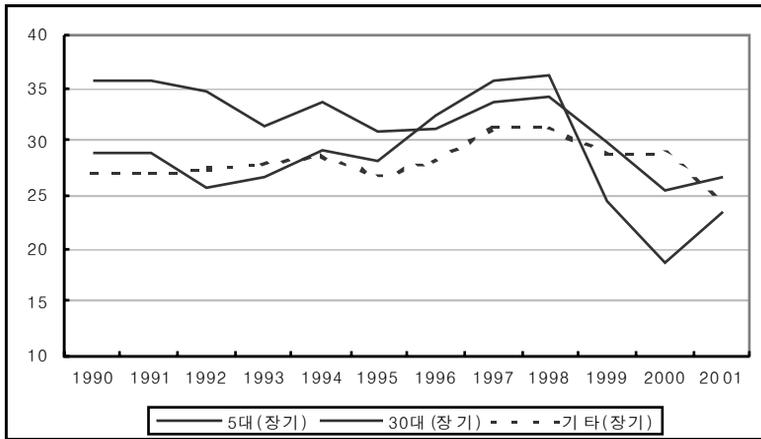
<그림 7> 기업군별 해외부채비율의 변화



<그림 7>은 기업군별 해외부채비율의 추이를 보여 준다. 외환위기 이전에 해외부채비율 추이는 5대 및 30대 기업집단기업과 기타 기업간에 차이를 보이고 있다. 기타기업의 해외부채비율은 완만하나 하락추이를 보이고 있으나 5대기업집단기업과 30대기업집단기업의 해외부채비율은 1990~1996년중 각각 10%와 7% 수준이 유지되고 있다. 1997년에는 환율급등의 원인으로 해외부채비율이 급등하였으나 외환위기 이후에는 기업군별에 관계없이 모두 하락하는 추세를 보였다. 특징적인 것은 5대기업집단기업의 해외부채비율이

30대기업집단기업이나 기타기업에 비해 외환위기 전후기간 모두 가장 높은 것으로 나타났다는 점이다. 이는 5대기업집단 소속 여부가 해외부채의 조달에 있어 다소 유리한 요인으로 작용했음을 말해주는 것으로 해석된다. 한편 외환위기 이후 기업군별 해외부채비율의 차이가 좁혀지고 있는데 이는 국내외 금리차 축소에 따라 해외부채의 매력이 거의 없어졌을 뿐 아니라 해외부채조달에 있어 기업군별 제약성이 상당부분 완화되었기 때문으로 보인다.

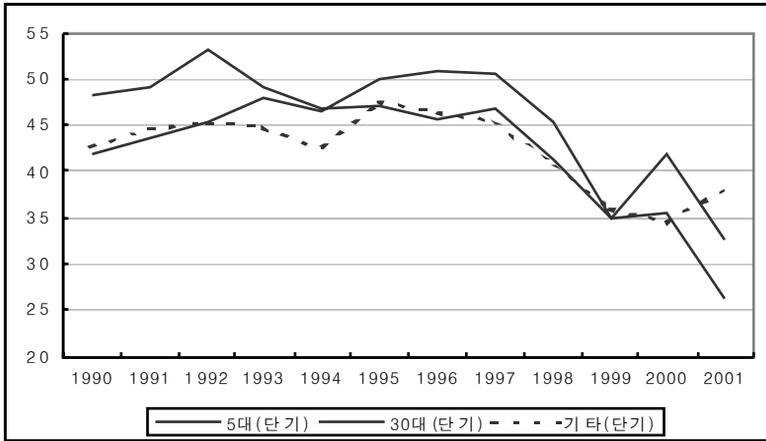
<그림 8> 기업군별 장기부채비율의 변화



<그림 8>은 기업군별 장기부채비율의 추이를 보여 준다. 장기부채비율은 1990년 30대기업집단기업이 35.54%, 5대기업집단기업이 28.94%, 기타기업이 26.92%로 1998년에는 5대기업집단기업이 36.04%, 30대기업집단기업이 34.20%, 기타기업이 31.31%로 나타났다. 따라서 30대기업집단기업과 기타기업의 장기부채비율은 외환위기 이전에 큰 변화는 없었으나 5대기업집단기업은 급격히 상승한

것으로 나타났다. 외환위기 이후 장기부채비율은 모든 기업군에서 하락세를 보였으며 2001년을 기준으로 볼 때 5대기업집단기업이 23.31%, 30대기업집단기업이 26.68%, 기타기업이 24.34%를 나타내 5대기업집단기업이 가장 큰 하락 폭을 보였다.

<그림 9> 기업군별 단기부채비율의 변화



기업군별 단기부채비율을 정리하면 <그림 9>와 같다. 단기부채비율은 1990년 30대기업집단기업이 41.78%, 5대기업집단기업이 48.11%, 기타기업이 42.63%이었다. 이후 1997년에는 5대기업집단기업이 46.89%, 30대기업집단기업이 50.39%, 기타기업이 45.38%로 나타났다. 따라서 단기부채비율은 외환위기 이전 기간인 1990년에서 1997년까지 5대기업집단은 감소추세를 보인 반면 30대기업집단과 기타기업의 경우에는 완만한 상승세를 보였던 것으로 나타났다. 외환위기 이후에는 세 그룹이 모두 외환위기 전보다 낮은 단기부채비율을 보여 주었다. 외환위기 직전에 장기차입금이 증가한 것은 증

시가 활성화되면서 회사채 발행여건이 활성화되었기 때문이다. 재벌을 중심으로 대다수 기업들이 회사채를 발행하여 투자자금을 조달하고 일부는 단기차입금 상환에 나서면서 단기부채비율은 계속 하락하고 장기부채비율은 계속 상승하는 양상이 나타났다. 외환위기 직후 단기부채비율은 상환의 압박으로 인해 1997년부터 하락하기 시작한 반면, 장기부채비율은 시차를 두고 1998년부터 하락하기 시작하였다.

(3) 외환위기 전후 두 기간의 부채비율 변화

이상에서 살펴본 부채비율의 변동 추이를 분석의 편의를 위해 외환위기 전후의 두 기간으로 나누어 <표 1>로 정리하였으며 그 내용은 다음과 같다.

첫째, 전체 국내기업의 총 부채비율은 외환위기 이전 3년간(1994~1996) 평균 75.96%에서 외환위기 이후 3년간(1999~2001)에는 평균 61.18%로 나타나 14.78%p 하락한 것으로 나타났다.

둘째, 외환위기 이후 총 부채비율 하락추세는 모든 기업군에서 동일하게 발생하였으나, 기타기업들에 비해 대규모 기업집단기업의 총 부채비율 하락 폭이 더 큰 것으로 나타났다. 30대기업집단기업의 총 부채비율은 외환위기 이전 3년간 평균 80.93%에서 외환위기 이후 3년간은 59.54%로 21.38p나 하락하였으며 5대기업집단기업의 총 부채비율도 외환위기 이전 3년간은 76.38%에서 외환위기 이후 3년간은 58.49%로 나타나 17.89%p 하락하였다. 반면 기타기업의 총 부채비율은 외환위기 이전 3년간 73.21%에서 외환위기 이후 3년간은 63.51%로 9.70%p 하락하는 데 그쳤다. 따라서 외환위기 이전 3년간 평균 총 부채비율은 <30대→5대→기타>의 순으로 높게 나타

났으나 이후 3년간 평균 총 부채비율은 <기타>→30대→5대>의 순으로 높게 나타났다.

셋째, 5대기업집단기업의 해외부채비율이 가장 많이 하락했으나 외환위기 전후에 관계없이 5대기업집단기업의 해외부채비율은 가장 높게 나타났다.

<표 1> 부채비율 변동 추이

(단위 : %, %p)

구분	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	94~96 (A)	99~01 (B)	(B)-(A)
전체	74.87	75.88	77.12	80.05	75.17	63.25	62.17	58.12	75.96	61.18	-14.78
단기	44.86	47.89	47.14	46.83	41.66	35.48	36.41	33.23	46.63	35.04	-11.59
장기	30.01	27.98	29.99	33.23	33.52	27.77	25.76	24.89	29.33	26.14	-3.19
국내	67.22	69.53	69.88	69.45	68.57	58.27	56.93	53.98	68.88	56.39	-12.49
해외	7.64	6.34	7.25	10.60	6.61	4.99	5.24	4.14	7.08	4.79	-2.29
5대기업집단	76.09	75.21	77.85	82.50	77.23	59.05	60.56	55.86	76.38	58.49	-17.89
단기	46.94	47.16	45.53	46.89	41.19	34.78	41.80	32.55	46.54	36.38	-10.17
장기	29.15	28.05	32.32	35.61	36.04	24.27	18.76	23.31	29.84	22.11	-7.73
국내	65.48	66.43	66.38	66.78	69.17	53.39	53.43	51.30	66.10	52.71	-13.39
해외	10.60	8.78	11.47	15.73	8.06	5.67	7.12	4.56	10.28	5.78	-4.50
3대기업집단	79.97	80.83	81.98	84.09	79.46	64.67	61.03	52.94	80.93	59.54	-21.38
단기	46.41	49.89	50.89	50.39	45.26	34.92	35.59	26.25	49.06	32.25	-16.81
장기	33.56	30.93	31.09	33.70	34.20	29.75	25.43	26.69	31.86	27.29	-4.57
국내	72.54	74.00	74.85	74.68	73.27	60.11	55.80	49.49	73.80	55.13	-18.66
해외	7.43	6.83	7.13	9.41	6.18	4.56	5.22	3.45	7.13	4.41	-2.72
기타기업	71.01	74.10	74.52	76.71	71.95	64.76	63.24	62.54	73.21	63.51	-9.70
단기	42.42	47.45	46.39	45.38	40.64	36.02	34.45	38.20	45.42	36.22	-9.20
장기	28.58	26.65	28.13	31.33	31.31	28.74	28.79	24.34	27.79	27.29	-0.50
국내	65.42	69.39	69.70	69.32	66.30	59.95	58.78	58.12	68.17	58.95	-9.22
해외	5.59	4.71	4.82	7.39	5.65	4.81	4.46	4.42	5.04	4.56	-0.48

부채비율이 하락하면서 부채구조에도 다음과 같은 변동이 나타났으며 이는 <표 2>에 정리하였다.

<표 2> 부채구조의 변동

구분	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	94~96 (A)	99~01 (B)	(B)-(A)
전체	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0
단기	59.9	63.1	61.1	58.5	55.4	56.1	58.6	57.2	61.4	57.3	-4.1
장기	40.1	36.9	38.9	41.5	44.6	43.9	41.4	42.8	38.6	42.7	4.1
국내	89.8	91.6	90.6	86.8	91.2	92.1	91.6	92.9	90.7	92.2	1.5
해외	10.2	8.4	9.4	13.2	8.8	7.9	8.4	7.1	9.3	7.8	-1.5
5대기업집단	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0
단기	61.7	62.7	58.5	56.8	53.3	58.9	69.0	58.3	61.0	62.1	1.1
장기	38.3	37.3	41.5	43.2	46.7	41.1	31.0	41.7	39.0	37.9	-1.1
국내	86.1	88.3	85.3	80.9	89.6	90.4	88.2	91.8	86.6	90.2	3.6
해외	13.9	11.7	14.7	19.1	10.4	9.6	11.8	8.2	13.4	9.8	-3.6
3대기업집단	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0
단기	58.0	61.7	62.1	59.9	57.0	54.0	58.3	49.6	60.6	54.0	-6.6
장기	42.0	38.3	37.9	40.1	43.0	46.0	41.7	50.4	39.4	46.0	6.6
국내	90.7	91.5	91.3	88.8	92.2	92.9	91.4	93.5	91.2	92.6	1.4
해외	9.3	8.5	8.7	11.2	7.8	7.1	8.6	6.5	8.8	7.4	-1.4
기타기업	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0
단기	59.7	64.0	62.3	59.2	56.5	55.6	54.5	61.1	62.0	57.1	-5.0
장기	40.3	36.0	37.7	40.8	43.5	44.4	45.5	38.9	38.0	42.9	5.0
국내	92.1	93.6	93.5	90.4	92.2	92.6	92.9	92.9	93.1	92.8	-0.3
해외	7.9	6.4	6.5	9.6	7.8	7.4	7.1	7.1	6.9	7.2	0.3

첫째, 단기부채가 차지하는 비중은 외환위기 이전 3년간 61.4%에서 외환위기 이후 3년간 57.3%로 4.1%p 하락하였지만 기업군별로는 다른 모습을 보여 주었다. 30대기업집단기업과 기타기업에서는 감소한 것으로 나타났으나 5대기업집단은 오히려 소폭 상승한 것으로 나타났다. 이에 따라 단기부채비중은 외환위기 이전에는 <기타(62.0%)→5대(61.0%)→30대(60.6%)> 순에서 외환위기 이후에는 <5대(62.1%)→기타(57.1%)→30대(54.0%)> 순으로 변화하였다.

둘째, 외화부채가 차지하는 비중은 외환위기 이전 3년간 평균 9.3%에서 외환위기 이후 3년간은 평균 7.8%로 1.5%p 하락하였다. 기업그룹별로는 5대기업집단기업의 해외부채비율이 외환위기 이전의 13.4%에서 외환위기 이후 9.8%로 하락하면서 가장 큰 하락 폭을 보였다. 그러나 기업그룹별 외화부채비중은 외환위기 이후에도 <5대(9.8%)→기타(7.4%)→30대(7.2%)> 순으로 나타나 5대그룹이 여전히 해외부채조달에 유리한 위치에 있음을 시사하고 있다.

(4) 부채비율 감축방법

앞에서 살펴본 바와 같이 외환위기 이후 우리나라 기업의 부채비율은 큰 폭으로 감소했다. 그러나 부채비율은 부채를 자본으로 나눈 수치⁴⁾이기 때문에 부채의 감소 혹은 자본의 증가에 의해 그 수치가 감소하게 된다. 따라서 외환위기 이후 실제로 부채가 감소했는지는 항목별 변화를 살펴볼 필요가 있다.

외환위기를 전후한 부채비율의 감소를 파악하기 위하여 1994~1996년과 1999~2001년의 대차대조표를 이용하여 각 항목의 자본

4) 앞에서와 달리 부채비율을 부채/자본으로 사용한 이유는 통상적으로 언급되고 있는 부채비율(예 : 부채비율 200%)과 비교하기 위한 것임.

대비 비중을 <표 3>에 정리하였다. <표 3>를 보면, 전체기업의 부채비율은 94~96년 평균 319.5%에서 99~2001년에는 157.3%로 외환위기 전후로 162.2%p가 감소한 것으로 나타났다. 그러나 부채비율의 분자항목인 부채총계의 부채비율 감소에 대한 기여도는 오히려 87.6%p로 부채비율을 높인 것으로 나타났다. 단기차입금의 기여도만 -16.6%p로 나타났을 뿐 나머지 부채항목은 모두 증가했다. 이는 외환위기 이후 부채비율이 크게 감소한 것은 부채감소가 아닌 자본의 증가에 의해 이루어졌음을 의미한다. 실제로 자본항목의 기여도는 -196.1%였으며 그 중에서도 자본잉여금 항목인 주식발행초과금과 재평가적립금이 각각 -77.2%p, -90.9%p로 나타나 부채비율 감소에 결정적인 기여를 했음을 알 수 있다. 반면, 이익잉여금은 -71.8%p로 다른 자본항목들에 비해 기여도가 다소 낮은 것으로 나타났다. 따라서 외환위기 이후 부채비율의 감소는 부채의 감소보다는 자본증가에 의해 그리고 이것마저도 내부유보에 의한 것보다는 자산재평가 혹은 유상증가에 의한 바가 매우 큰 것으로 나타났다.

기업군별로도 비슷한 결과를 얻을 수 있었다. 첫째, 부채의 감소를 통한 부채비율 축소는 크지 않았다. 부채항목의 기여도가 30대기업집단기업과 기타기업에서는 플러스로 나타났으며 부채비율 축소 정책이 상대적으로 집중된 5대기업집단기업에서도 소폭의 마이너스에 그친 것으로 나타났다. 둘째, 자본항목 중에서도 재평가적립금 등의 기여도가 매우 높게 나타났다. 특히 외환위기 이후 가장 큰 폭의 부채비율 감소를 보인 30대기업집단기업의 경우, 재평가적립금의 기여도가 무려 -210.1%p로 나타났다.

<표 3> 항목별 부채비율 감축의 기여도

가. 전체기업

항목	94~96(A)	99~01(B)	(B)-(A)	항목별 부채비율 감소기여도(%p)
단기차입금	81.9	25.2	-56.7	-16.6
유동부채	196.6	90.1	-106.5	36.7
사채	41.1	23.5	-17.6	19.7
장기차입금	43.5	22.5	-21.0	14.8
고정부채	122.9	67.2	-55.7	51.0
이연부채	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	319.5	157.3	-162.2	87.6
자본금	38.4	31.0	-7.4	-94.3
자본잉여금	35.5	45.4	10.0	-144.1
주식발행초과금	14.0	17.7	3.7	-77.2
재평가적립금	17.3	22.0	4.8	-90.9
이익잉여금	26.2	21.3	-4.9	-71.8
자본조정	-0.1	2.2	2.4	-17.8
자본총계	100.0	100.0	0.0	-196.1

주 : 각각의 수치는 자본총계에 대한 비중(%)을 나타냄. 따라서 부채총계의 수치는 부채/자본으로 부채비율을 의미함. 기여도는 다른 항목의 금액은 그대로이고 해당 항목의 금액만 변화했다고 가정할 때의 부채비율의 변화를 계산한 것임.

나. 5대기업집단기업

항목	94~96(A)	99~01(B)	(B)-(A)	항목별 부채비율 감소기여도(%p)
단기차입금	75.4	175	-57.9	-37.0
유동부채	197.6	882	-109.4	-4.0
사채	49.1	275	-21.5	11.4
장기차입금	46.6	11.4	-35.2	-21.6
고정부채	127.9	535	-74.4	-10.6
이연부채	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	325.6	141.7	-183.9	-14.6
자본금	36.6	282	-8.5	-65.6
자본잉여금	37.8	47.8	10.0	-130.8
주식발행초과금	20.3	29.1	8.8	-98.8
재평가적립금	15.2	14.1	-1.1	-44.3
이익잉여금	26.5	22.7	-3.8	-61.7
자본조정	-0.9	1.3	2.2	-11.7
자본총계	100.0	100.0	0.0	-177.2

다. 30대기업 집단기업

항목	94~96(A)	99~01(B)	(B)-(A)	항목별 부채비율 감소기여도(%p)
단기차입금	118.9	19.4	-99.6	-47.0
유동부채	261.2	74.7	-186.4	16.5
사채	62.4	29.5	-32.9	47.3
장기차입금	56.2	16.1	-40.1	3.7
고정부채	167.6	65.2	-102.4	74.6
이연부채	0.1	0.0	-0.1	-0.1
부채총계	428.9	139.9	-289.0	91.0
자본금	44.8	23.1	-21.8	-124.5
자본잉여금	46.1	53.3	7.2	-258.7
주식발행초과금	20.6	14.3	-6.3	-105.6
재평가적립금	21.1	31.5	10.5	-210.1
이익잉여금	7.8	22.0	14.2	-182.2
자본조정	1.1	1.6	0.6	-20.6
자본총계	100.0	100.0	0.0	-313.5

라. 기타기업

항목	94~96(A)	99~01(B)	(B)-(A)	항목별 부채비율 감소기여도(%p)
단기차입금	72.9	32.1	-40.8	5.0
유동부채	174.1	99.1	-75.1	65.9
사채	29.6	18.4	-11.2	15.0
장기차입금	37.6	31.4	-6.1	38.6
고정부채	105.0	75.1	-29.9	76.9
이연부채	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	279.2	174.2	-105.0	142.8
자본금	37.2	36.5	-0.7	-94.7
자본잉여금	30.6	40.2	9.6	-111.7
주식발행초과금	8.4	13.8	5.4	-56.0
재평가적립금	17.1	21.0	3.9	-70.6
이익잉여금	32.3	20.3	-12.0	-40.2
자본조정	-0.1	3.0	3.1	-19.3
자본총계	100.0	100.0	0.0	-163.9

셋째, 유상증자 관련 항목(자본금, 주식발행초과금)의 기여도가 매우 높게 나타나고 있는데 계열기업간 출자의 영향이 상당부분 작용한 것으로 추정된다. 즉 <표 4>에 나타나 있는 30대그룹의 내부

지분율의 변화에서 알 수 있듯이 5대그룹의 소속회사 지분율은 94~96년중 38.4%에서 99~2001년에는 41.8%로, 30대그룹은 27.6%에서 33.7%로 높아진 것으로 나타났다.

부채비율 감축의 결과를 종합해 보면, 외환위기 이후 우리나라 기업의 부채비율 감소는 부채감소보다는 자본증가에 의해 그리고 자본증가도 수익성제고에 따른 내부유보보다는 자산재평가나 상호출자에 크게 기인한 것으로 평가된다.

<표 4> 내부지분율 변화

구분		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	94~96 (A)	99~00 (B)	(B)-(A)
5대 그룹	동일인	42	6.0	38	3.3	30	2.0	1.0	46	15	-3.1
	특수관계인	56	5.7	56	5.3	42	2.5	2.1	56	23	-3.3
	소속회사	38.4	38.4	38.3	35.9	39.6	48.9	34.8	38.4	41.8	3.4
	자기주식	0.0	0.3	0.4	0.7	1.1	1.0	1.6	0.3	1.3	1.1
30대 그룹 (5대 제외)	동일인	6.9	9.1	7.5	6.0	4.6	3.8	3.0	7.8	3.4	-4.4
	특수관계인	6.5	7.1	7.4	5.8	7.1	5.3	5.0	7.0	5.2	-1.8
	소속회사	27.4	26.7	28.9	32.0	33.5	37.9	29.5	27.6	33.7	6.0
	자기주식	0.0	0.6	0.6	0.9	0.9	2.7	3.6	0.4	3.2	2.7
전체	동일인	6.4	8.6	6.9	5.5	4.3	3.5	2.7	7.3	3.1	-4.2
	특수관계인	6.4	6.9	7.1	5.7	6.6	4.9	4.5	6.8	4.7	-2.1
	소속회사	29.2	28.6	30.5	32.6	34.5	39.7	30.4	29.4	35.0	5.6
	자기주식	0.0	0.6	0.6	0.9	0.9	2.4	3.3	0.4	2.8	2.5

자료 : 공정거래위원회

제3장 부채구조 결정요인의 가설 도출과 분석모형 설정

1. 이론적 배경

자본구조에 대한 전통적 시각은 타인자본을 적절히 이용함으로써 기업 가치를 극대화시킬 수 있다는 것이다. 이에 대해 Modigliani and Miller(1958)가 일련의 연구⁵⁾를 통해 완전자본시장하에서 기업의 재무구조와 기업가치가 무관함을 제시하면서 이후 일부 학자들이 MM이론의 일부 가정을 완화해도 그들의 주장이 성립됨을 제시하였다.

1970년대 이후 상당수의 학자들이 MM이론이 시장의 불완전성에 따른 시장실패를 충분히 고려하고 있지 못하고 있으며 이러한 시장 불완전성을 고려한다면 최적자본구조는 존재할 수 있다는 의견을 제시하였으며 대표적인 것이 정태적 상충이론(static trade-off theory)과 자금조달순위이론(pecking order theory)이다. 최근 들어서는 금융시장의 세계화·개방화가 급격히 진행되면서 기업의 자본구조를 기업 내부의 특성에 따라 설명하기보다는 기업 외부의 제도적 요인에 의해서 설명해 보려는 시도가 활발히 진행되고 있다.

(1) 정태적 상충이론(static trade-off theory)

정태적 상충이론에서는 파산비용, 非부채세금효과, 대리인비용 등을 고려하면 최적자본구조가 존재할 수 있다고 제시한다. 예를 들어, 기업이 부채를 사용하는 데 따른 세금효과는 일정 수준까지는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 그 이상의 부채이용은 파산비용과 대리인비용 등으로 인해 기업가치를 감소시킬 수 있다.

파산비용에 대한 주요 연구를 정리하면 다음과 같다. Kraus and

5) Modigliani and Miller(1958), Modigliani and Miller(1963), Miller(1977)

Litzenberger(1973)는 상태선호모형(stage preference mode)을 이용하여 파산에 따른 비용과 세금이 고려되면 MM이론은 더 이상 성립하지 않음을 제시하였다. Scott(1977)도 담보가치접근법(collateral value approach)을 통해 MM이론은 더 이상 성립하지 않음을 제시하였다. 즉 기업이 담보자산을 충분히 소유하고 있지 못한 경우 타인자본의 비중이 커지면 기업가치가 감소한다고 주장하였다. 이후에도 이러한 논의를 뒷받침할 실증연구가 Warner(1977)와 Altman(1984)에 의해서 이루어졌다.

대리인비용에 대한 주요 연구는 다음과 같다. Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 위험이 높은 투자안(投資案)을 선택하는 경우, 부채의 대리인비용이 발생한다고 하였다. 즉 부채조달 이후 경영자가 주주이익 극대화를 위해 채권자의 이익(부채가치)을 감소시키는 행동을 하면 채권자는 손실을 입게 된다. 하지만 채권자도 자금제공 후 다양한 방법을 동원하여 자산의 손실을 방어하려 한다. 따라서 경영자가 채권자의 이익을 무시하고 주주의 이익만 고려하면 기업의 가치를 하락시켜 주주의 손실로 이어진다. Myers(1977)는 기업가치를 증대시키나 위험도가 낮아 주주의 부를 증대시키지 않는 투자안을 포기하는 경우에도 부채의 대리인비용이 발생함을 제시하였다

Long and Malitz(1985)는 자본구조를 결정하는 것이 기업이 직면한 투자기회의 유형이라고 지적하고, 위험자산에 대한 투자안 대체와 과소투자문제에서 기인하는 대리인비용의 효과를 검증하였다. 즉 무형자산에 대한 투자의 대응치로 광고비, 연구개발비를 설정하고 유형자산에 대한 투자를 자본적 지출로 설정하여 성장기회는 무형자산과 관련되므로 성장잠재력은 부채비율과 부(-)의 상관관계, 유형자산에 대한 투자는 정(+)의 상관관계가 나타나야 한다고 주장

하였다.

선우석호(1990)는 한국기업을 대상으로 성장기회와 부채비율은 부의 상관관계가 나타나 부채의 대리인비용이 자본구조에 결정요인으로 작용하고 유형고정자산은 차입에 대한 담보로 이용될 수 있어 대리인비용이 소요인으로 작용하였다고 제시하였다.

(2) 자금조달순위이론

자금조달순위이론은 정태적 상충이론이 제시하는 최적자본구조를 염두에 두지 않고 기업은 자금조달시 저렴한 자금부터 우선 조달한다는 것으로 Myers(1984), Myers and Majluf(1984)가 정보비대칭⁶⁾하에서 기업은 자본조달 수단으로 무위험 자금조달 수단인 내부자금, 저위험 부채발행, 고위험 부채발행, 주식발행 순으로 선호한다고 주장하면서 학계의 주목을 받았다.

이들의 주장을 정리하면 다음과 같다. 필요한 자금을 외부에서 조달하기 위해서는 많은 비용이 소요된다. 예를 들어, 주식시장에서 주식발행을 통해 자금을 조달하기 위해서는 주식발행, 인수기관수수료 등 상당한 비용이 발생한다. 따라서, 기업 내부에 여유자금이 있다면 이를 활용하는 것이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 기업이 외부에서 자금을 조달할 경우 주식발행보다는 부채를 통한 자금조달을 선호한다는 것이다. Titman and Wessels(1988)는 기업은 과거 이익을 창출한 경우 내부유보를 할 수 있기 때문에, 유보 가능한 이익규모가 재무구조를 결정한다고 제시하였

6) 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.

다. 따라서 이들에 따르면 내부유보가 많은 기업은 낮은 부채의존도를 유지할 것임을 제시한다.

(3) 제도요인

자본구조에 대한 연구는 국가간 비교가 제도요인을 중심으로 활발히 이루어지고 있다. Stonehill & Stitzel(1969)은 산업요인보다는 국가요인이 각 국가들 기업들의 자본구조에 더 큰 영향을 미친다고 지적하였다. 즉 각국의 상이한 조세제도, 인플레이션, 금융시장의 여건, 위험에 대한 태도 등 해당 국가의 요인이 개별기업의 특성보다는 오히려 자본구조에 더 큰 영향을 미친다는 것이다. Remmers, Stonehill, Wright & Beekhuisen(1974)은 4개의 대표적인 산업을 선택하여 분석한 결과, 일본과 프랑스에서는 산업요인이 중요하게 나타났고, 미국과 노르웨이에서는 중요하지 않게 나타났다. Aggarwell(1981)은 유럽의 500대 기업을 대상으로 분석하여 국가요인이 산업요인보다 이들 기업의 자본구조에 더 큰 영향을 미친다는 결과를 제시하였다.

Errunza(1979)는 중미공동시장내 기업을 대상으로 분석하여 국가요인보다는 산업요인에 의하여 더 큰 영향을 받으며 이러한 결과는 경제적 통합에 기인한다는 결과를 제시하였다. Collins and Sekely(1983)는 이들의 연구를 서유럽과 일본, 미국기업을 대상으로 적용하여 국가간에 자본구조 차이는 존재하나 산업간에 자본구조 차이는 존재하지 않는 것을 발견하였다. Sekely & Collins(1988)는 23개국 677개 기업을 분석하여 산업보다는 국가간에 차이가 크며 이를 문화권으로 분류하여 분석해도 차이가 나타남을 발견하였다. Rajan and Zingales(1995)는 G7국가의 기업을 대상으로 한 분

석에서 이들 국가의 경제발전정도가 유사하여 상대적으로 동질적인 환경임에도 불구하고 세제, 퇴출관련제도, 기업지배시장 등 제도의 차이가 자본구조에 영향을 미친다고 지적하였다.

특정 국가를 대상으로 해서 양자간의 차이를 분석한 연구도 존재한다. Sarathy and Chatterjee(1984)는 일본과 미국의 상이한 회계제도와 금융환경요인이 양국간의 재무구조에 상당한 차이를 발생시키고 있다는 결과를 제시하였다. Hirota(1999)도 역시 Main Bank, 기업집단 소속, 주식시장의 여건 등의 차이가 자본구조에 중요한 영향을 미치고 있다고 지적하고 있다. Miguel and Pindado(2001)는 스페인을 대상으로 한 분석에서 제도적 요인이 자본구조에 상당한 영향을 미친다고 지적하였다. Friedman, Johnson and Mitton(2003)은 신흥시장에서 부채와 지배구조는 대체관계가 있음을 가정하고 지배구조가 나쁜 기업이 부채를 많이 사용한다고 주장하였다.

국내연구 중 제도적 요인에 중점을 둔 연구를 제시하면 다음과 같다. 김영규(1986)는 한국기업들의 재무구조는 산업별로 상이하고, 각 산업의 재무구조는 시간이 경과함에 따라 변화하나 산업별 부채의존도의 순위는 안정적인 결과를 발견하여 산업속성이 자본구조에 상당한 영향을 미치고 있음을 제시하였다. 신동령(1990)은 세제, 인플레이션, 금리변동과 같은 거시경제변수가 자본구조에 상당한 영향을 미친다고 지적하였다. 신승란(1999)은 법인세부담과 같은 조세제도가 자본구조에 상당한 영향을 미치고 있다는 결과를 제시하였으며 이은수(2003)는 호텔산업에 대한 분석을 통해 자산재평가제도가 자본구조에 상당한 영향을 미치고 있음을 제시하였다.

신동령(1991)은 담보제공, 상호지급보증 그리고 금융기관 소유기업의 부채조달을 용이하게 하고 있으며 이러한 제도적 요인이 재벌의 높은 부채비율을 설명하고 있다고 지적하였다. 공재식(1998)은

기존에 확립된 기업과 은행간의 금융관계가 기업의 정보비대칭문제를 완화시킨다는 순기능을 전제로 주거래은행제도가 자본구조에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 주거래은행제도는 기업에 대한 불확실성과 정보비대칭성을 줄여 기업의 외부차입을 용이하게 하고 있는 결과를 발견하였다. 김준경(1999)은 채별이 금융기관을 소유하고 있는 경우, 자기거래를 통하여 고객이 위탁한 자산을 사적 이윤 추구에 사용하고 있다고 지적하였다. 진태홍(2000)은 지급보증관행이 계열사의 연쇄부도를 야기할 수 있고 지급보증을 제공한 기업의 부도위험을 증가시킨다고 지적하면서 자본구조와 기업가치에 지급보증이 상당한 영향을 미치고 있음을 제시하였다.

2. 자본구조의 결정요인

앞에서 살펴본 자본구조에 관한 이론적 연구에 기초하여 자본구조의 결정요인을 제시하면 다음과 같다.

(1) 기업규모

기업규모는 부도위험과의 관련을 통해 부채비율 결정에 영향을 미칠 수 있다. 기업이 부도가 나면 채권자나 투자자들은 자금회수에 어려움을 겪으며 최악의 경우 투자하거나 대여한 자금의 대부분을 회수할 수 없다. 따라서 부도위험은 외부의 투자거나 금융기관이 기업에 자금을 공급할 때 가장 우려하는 요소이다. 일반적으로 규모가 큰 기업이 작은 기업에 비하여 상대적으로 많은 자산을 보유하고 다양한 사업을 영위하고 있으며 이렇게 우월한 자산과 다각화된 사업은 해당기업의 부도위험을 줄여줄 수 있다. 또한, 기업규모가 크

면 기업정보가 외부에 노출되는 경우가 많아 기업 경영활동을 외부에서 감시하는 것이 용이하다. 따라서 투자가나 금융기관은 부도위험이 적고 감시가 용이한 규모가 큰 기업을 거래대상으로 선호한다. 따라서 기업규모는 부채비율과 정(+)의 상관관계를 지닐 가능성이 높을 것으로 예상된다.

(2) 영업위험

영업위험은 미래 영업을 통한 현금조달의 불확실성이다. 영업위험은 개별기업의 경영속성에 따라 영향을 받기도 하나 해당 기업이 참여하고 있는 산업에 상당한 영향을 받는다. 예를 들어, 주택건설 사업을 유지하고 있는 기업의 경우, 주택경기에 따라 영업이 상당한 영향을 받는다. 예를 들어, 분양이 잘되었다고 할지라도 입주가 잘 이루어지지 않는다면 사업을 추진한 기업은 입주가 이루어질 시점까지 버틸 수 있는 자금이 있어야 한다. 하지만 향후 입주가 안정적으로 이루어질지는 당시 경제상황에 상당한 영향을 받는다. 따라서 영업활동을 통한 자금조달이 안정적이지 못할 경우 기업은 부채를 통한 자금조달이 위축될 것이다. 따라서 본 연구에서는 영업활동을 통한 자금조달에 변동성이 커지면 영업위험이 커져 부채비율과 부(-)의 상관관계를 가지는 것으로 예상했다.

(3) 비부채절세수단(non-debt tax shield)

기업이 부채(타인자본)를 사용한 대가는 비용으로 계상되어 세금을 내지 않는다. 이러한 부채의 절세효과tax shield는 기업의 부채 사용을 촉진하는 역할을 한다. DeAngelo and Masulis(1980)는 기업

의 감가상각depreciation, 투자세액공제investment tax credit 등과 같은 비현금비용항목은 이자의 절세효과에 대한 대체적인 수단으로 사용될 수 있다고 제시하였다. 비현금비용항목이 적은 기업은 부채활용을 선호하고 비현금비용항목이 큰 기업은 부채활용에 소극적이라는 것이다.

신승란(1999)은 상장기업을 대상으로 한 분석에서 비부채절세수단과 부채절세수단간에 대체효과가 존재함을 보였다. 이러한 대체효과는 유효법인세율이 낮을수록 그리고 업무무관자산을 많이 보유한 기업일수록 부채비율이 낮다고 지적하고 기업의 자본구조를 개선하기 위해서는 업무무관자산에 대한 지급이자의 손금불산입 규정을 지속적으로 유지·강화하는 것이 중요하다고 지적하였다. 본 연구에서도 기업이 비부채절세수단non-debt tax shield을 많이 가지고 있을수록 부채를 적게 이용하는 것으로 가정하였다.

(4) 수익성

자금조달순위이론에 따르면 내부금융이 외부금융에 비해 거래비용이 적고, 외부금융 중에서도 금융기관을 통한 간접조달방식이 증권시장을 통한 직접조달방식보다 비용이 적기 때문에 기업의 자금조달의 선호가 발생한다. 최선호(1990)는 투자에 필요한 자금을 비하여 여유자금이 있으면 적정자본구조의 유지를 중시하고 여유자금이 부족할 때는 필요한 자금의 조달자체를 중시한다는 결과를 제시하고 기업의 자금조달이나 자본구조는 상황에 따라 우선순위는 달라지지만 항상 동시에 고려되고 있다고 지적하였다. 따라서 본 연구에서는 기업의 수익성이 높으면 내부유보이익이 크고, 따라서 외부금융에 대한 의존도가 낮아 부채비율이 낮아질 것으로 가정했다.

(5) 성장기회

대리인문제는 기업이 다양한 성장기회를 갖고 있을 때 더욱 심각하다. 기업이 부채를 사용하지 않을 경우 투자안의 가치가 (+)이면 투자를 실시하면 된다. 하지만 부채를 사용할 경우 투자안의 가치가 부채의 가치보다 적으면 그 투자로부터 얻어진 수익은 채권자의 몫이 되므로 이러한 경우 주주는 투자를 포기한다. 투자안의 포기는 부채사용기업의 가치를 하락시키므로 합리적인 채권자는 성장기회가 큰 기업에 대해서 높은 프리미엄을 요구하게 되며 이것이 부채의 발행과 관련된 대리인비용이다.

성장기회가 증가하면 주주들은 이러한 대리인비용을 피하기 위하여 부채사용을 회피하게 된다. 따라서 성장기업일수록 수익성 있는 투자를 포기하는 과소 투자문제가 발생할 수 있다. 채권자는 성장기회가 많은 기업에 대해 주주들의 과소 투자문제를 예상하여 보다 높은 보상을 요구하며 이로 인한 비용을 주주가 부담하게 된다. 결국 주주는 이러한 부담을 피하기 위해 부채사용을 줄인다. 따라서 성장기회가 많으면 부채를 적게 사용하는 것으로 가정하였다.

(6) 자산의 구성비율

기업이 소유하고 있는 자산의 구성이 자본구조결정에 영향을 미칠 수 있다. 전체 자산에서 유형고정자산이 차지하는 비중이 높다는 것은 담보로 제공할 수 있는 자산의 규모가 상대적으로 크다는 것이다. 따라서 이러한 담보는 외부채권자의 정보비대칭성⁷⁾을 감소시

7) 정보비대칭(情報非對稱)은 일부 경제주체가 다른 경제주체는 갖지 못한 사적정보(私的情報)를 보유하고 있는 정보의 분포구조를 의미함. 기업재무 분야의 연구에서 정

켜 부채조달을 용이하게 할 수 있다. 한국 현실에서는 기업의 정보를 외부에서 파악하기는 매우 어려운 상황으로 유형고정자산은 외부채권자의 정보비대칭성을 감소시켜주는 역할이 클 수 있다. 따라서 유형고정자산비중이 높다고 해서 반드시 부채비율이 높아지는 것은 아니지만 본 연구에서는 유형고정자산비중과 부채비율은 정(+)의 상관관계를 가지는 것으로 설정하였다.

(7) 기업집단 소속 여부

앞서 분석한 바와 같이 5대기업집단과 30대기업집단에 속한 기업들은 속해 있지 않은 기업들에 비해서 부채비율이 상당한 높게 나타났다. 이러한 이유에 대해서 신동령(1993)은 차입이나 회사채발행시 금융기관의 담보 및 지급보증의 요구, 그리고 재벌기업의 금융기관보유와 같은 제도요인에 있다고 지적하였다. 직접적으로 내부자본시장과 자본구조와의 관계를 분석하고 있지는 않지만 투자와 관련하여 내부금융시장이 큰 영향을 미치고 있음을 신동령(1991), 신현안·박영석(1998), 진태홍(2000)의 연구에서 지적하고 있다.

또한 신동령(1990)이 제시한 바와 같이 세제, 인플레이션, 금리변동 등과 같은 거시경제변수가 개별기업의 자본구조에 상당한 영향을 미칠 수 있다. 이러한 영향을 통제하기 위하여 연도별로 가변수를 설정하였다.

보비대칭(information asymmetry)은 일반적으로 기업 내부자가 외부 투자자에 비해 보다 정확하고 많은 기업정보를 소유한 상황을 의미함. 기업 경영자는 업무수행과정에서 투자계획, 수익성 등에 관해 양질의 정보를 취득할 수 있으므로, 내부자가 외부 투자자에 비해 우월한 정보를 보유하는 것이 일반적임. 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 있음.

제4장 실증분석결과

1. 가설의 설정

부채구조의 결정요인에 대한 이론적 및 실증적 연구결과에 기초하여 이들이 부채구조에 어떤 영향을 미치는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

- 가설 1 : 기업규모가 크면 부채비율이 높다.
- 가설 2 : 영업위험이 높으면 부채비율이 낮다.
- 가설 3 : 비부채절세수단이 많으면 부채비율은 낮다.
- 가설 4 : 수익성이 높으면 부채비율은 낮다.
- 가설 5 : 성장기회가 크면 부채비율은 낮다.
- 가설 6 : 유형고정자산비율이 높으면 부채비율이 높다.
- 가설 7 : 대규모 기업집단 소속일수록 부채비율이 높다.

2. 분석방법 및 주요변수의 측정

한국기업의 부채구조 결정요인을 다음과 같이 분석하였다. 부채를 장·단기부채, 국내·해외부채로 각각 세분화하고 전체 표본도 5대기업집단기업과 30대기업집단기업, 그 외 기타기업으로 구분하여 분석하였다. 외환위기의 영향을 분석하기 위해서 외환위기가 발생한 1997년과 1998년을 제외한 1994년에서 1996년까지 3개년과 1999년부터 2001년까지 3개년을 각각 다른 표본으로 구성하였다. 1997년과 1998년을 제외한 것은 외환위기 이후 금융시장이 혼란했던 상황을 분석에서 배제하기 위함이다.

분석을 위해 횡단면분석자료와 시계열자료를 모두 사용한 패널자료를 사용하였다. 패널자료를 사용하여 분석하는 것은 개별 횡단면

자료의 특성과 연도별 자료의 특성을 모두 고려하고, 또 각각의 효과를 분리하여 추정하기 위함이다. 분석모형은 이중화·이영수(1999)와 같이 고정효과모형fixed effect model을 사용하였다. 본 연구에서 사용한 모형은 다음의 식과 같다.

$$LL = \alpha + \beta_1 * SIZE + \beta_2 * RISK + \beta_3 * NTD + \beta_4 * PROFIT + \beta_5 * SGR + \beta_6 * AD + \beta_7 * RD + \beta_8 * FIXED + \beta_9 * GROUP + INDUSTRY + YEAR$$

종속변수로는 부채비율을 사용하였다. 일반적으로 부채비율은 (부채/자본)으로 정의하지만, 본 연구에서는 부채비율을 (부채/자산)의 개념을 사용하여 분석하였다. (부채/자산)으로 부채비율을 정의한 것은 자기자본이 0이거나 (-)인 '자본잠식' 기업이 존재하기 때문이다.

설명변수에는 기업규모, 영업위험, 비부채절세효과, 수익성, 매출액성장률, 광고비집중률, 연구개발집중률, 유형고정자산비율, 기업집단소속더미, 연도더미를 포함하였다. 이때 독립변수는 3개년간의 평균값을 사용하였으며 영업위험은 이들 기간의 표준편차로 측정하였다. 이렇게 독립변수를 측정하는 이유는 동일한 시점의 자본구조와 기업의 특성을 비교하면 발생할 수 있는 spurious correlation을 피하기 위해서이다.

기업규모는 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정하였다. 영업위험은 (영업이익+감가상각액)/총자산으로 측정하는 영업이익의 해당 연도를 포함한 이전 3개년의 표준편차로 측정하였다. 비부채절세수단은 Titman and Wessels(1988)의 NDT를 이용한다. NDT는 비부채절세 효과금액으로 (영업이익-이자비용-법인세액/평균법인세율)을 정의하고 이를 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 수익성은

영업위험 측정에서 측정한 영업이익으로 측정하였다. 성장기회는 위정범(1998)과 Titman and Wessels(1988)의 연구에서 사용한 매출성장률, 광고비집중률, 연구개발집중률로 측정하였다. 유형고정자산비중은 유형고정자산/자산으로 측정하였다. 기업집단 소속 여부, 연도, 산업을 가변수로 정의하였으며 그 정의와 측정방법은 <표 5>에 정리하였다.

<표 5> 변수의 측정정의 및 측정방법

정의	변수명	측정방법
총 부채비율	L_ALL	총부채/총자산*100
국내부채비율	L_Domestic	국내부채/총자산*100
해외부채비율	L_Foreign	해외부채/총자산*100
장기부채비율	L_Long	장기부채/총자산*100
단기부채비율	L_Short	단기부채/총자산*100
기업규모	SIZE	log(총자산), 단위 : 천원
영업위험	RISK	(영업이익+감가상각)/총자산의 과거 4개년간 표준편차
비부채절세효과	NTD	(영업이익-이자비용-법인세액/평균법인세율)/총자산*100
수익성	PROFIT	(영업이익+감가상각)/총자산*100
매출액증가율	SGR	(당기매출액-전기매출액)/전기매출액*100
광고비집중률	AD	광고비/매출액*100
연구개발집중도	RD	연구개발비/매출액*100
유형고정자산비율	FIXED	유형고정자산/총자본*100
5대기업집단 여부	GROUP05	1-5대 그룹은 =1, 나머지는 =0
30대기업집단 여부	GROUP30	6-30대 그룹은 =1, 나머지는 =0
연도별 더미변수	YEAR	4개 더미변수(1994~1996, 1999~2001)
산업별 더미변수	INDUSTRY	표준산업분류 중분류에 따라 58개 변수

3. 결과분석

(1) 기초통계량 및 주요변수간의 상관관계

분석에 사용된 주요변수들의 기초통계량과 상관관계를 <표 6>에 정리하였다. <표 6>을 보면, 외환위기 이전인 기간 1에는 7,722개 기업이, 외환위기 이후인 기간 2에는 11,577개 기업이 연구에 포함 된 것을 알 수 있다. 이러한 표본 기업 수는 부채비율을 측정했을 때에 비하여 매우 적은 수로 그 이유는 앞서 변수의 정의에서 종속 변수인 부채비율을 t시점에서 측정한 경우 독립변수는 이전 3개년 (t-1, t-2, t-3)의 평균을 활용했기 때문이다. 따라서, 실증분석에 포함시킨 기업은 4개년간 외부감사대상으로 계속 존속한 기업을 대상으로 한정되어 그 수가 줄어든 것이다.

앞서 분석한 바와 같이 외환위기 이후 국내부채와 단기부채를 중심으로 부채비율이 하락한 것으로 나타났다. 성장성과 비부채결제 효과는 하락하고 기업규모, 유형고정자산비중과 영업위험, 연구개발 집중률, 광고비집중률은 상승한 것으로 나타났다.

상관관계를 살펴보면, 수익성과 비부채결제수단간의 상관관계가 높게 나타난 것 외에는 대부분 변수간의 상관관계가 30% 이하로 나타났다. <부표 1>에는 총부채를 대상으로 기간별, 그룹별로 추정하여 각 변수의 VIF(variance inflation factor)를 정리하였다. <부표 1>을 보면 VIF가 3.29보다 작게 나타났다. 따라서 10을 넘어서지 않아 다중공선성에 대한 문제는 크지 않을 것으로 판단된다 (Myers, 1990).

<표 6> 주요변수의 기초통계량 및 상관관계

1. 기초통계량

구분	기간 1(N=7722)		기간 2(N=11577)		차이 (기간 1-기간 2)
	평균	표준편차	평균	표준편차	
1.ALL	72.02	17.55	57.93	21.41	-14.08
2.SHORT	49.79	19.55	41.60	20.83	-8.19
3.LONG	22.23	14.53	16.33	15.79	-5.90
4.DOMESTIC	68.53	18.46	55.13	21.62	-13.40
5.FOREIGN	3.49	6.53	2.80	6.71	-0.69
6.SIZE	12.96	0.98	17.32	1.23	4.36
7.RISK	3.58	3.28	4.93	4.46	0.34
8.NTD	-2.17	3.33	-2.85	5.49	-0.68
9.PROFIT	5.88	4.44	7.36	7.11	1.48
10.SGR	15.50	14.02	11.98	16.93	-3.52
11.AD	0.66	1.30	0.89	1.88	0.23
12.RD	0.18	0.48	0.35	0.99	0.17
13.FIXED	24.79	14.54	35.55	21.60	10.76

2. 전기 (1994년~1996년)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1.ALL	1.00													
2.SHORT	0.70	1.00												
3.LONG	0.27	-0.50	1.00											
4.DOMESTIC	0.94	0.69	0.21	1.00										
5.FOREIGN	0.04	-0.06	0.14	-0.31	1.00									
6.SIZE	0.07	-0.07	0.19	0.01	0.16	1.00								
7.RISK	-0.11	-0.01	-0.13	-0.11	0.01	-0.18	1.00							
8.NTD	0.03	0.00	0.03	-0.01	0.10	0.08	-0.16	1.00						
9.PROFIT	-0.23	-0.13	-0.11	-0.22	-0.01	-0.03	0.13	0.46	1.00					
10.SGR	0.12	0.11	-0.01	0.11	-0.01	0.07	0.07	0.10	0.13	1.00				
11.AD	-0.01	-0.02	0.01	-0.03	0.06	0.06	0.02	-0.02	0.02	-0.05	1.00			
12.RD	-0.07	-0.09	0.04	-0.07	0.02	0.11	0.00	0.12	0.09	0.01	-0.03	1.00		
13.FIXED	-0.03	-0.34	0.41	-0.09	0.17	0.06	-0.02	0.02	-0.09	-0.10	0.13	-0.02	1.00	
14.K_05	0.04	-0.01	0.06	-0.02	0.15	0.36	-0.05	0.07	0.00	0.02	-0.02	0.06	0.06	1.00
15.K_30	0.05	-0.01	0.08	0.03	0.04	0.32	-0.04	0.00	-0.05	0.03	0.01	0.03	0.05	-0.06

3. 후기 (1999년~2001년)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1.ALL	1.00													
2.SHORT	0.72	1.00												
3.LONG	0.41	-0.34	1.00											
4.DOMESTIC	0.95	0.70	0.37	1.00										
5.FOREIGN	0.13	0.04	0.12	-0.19	1.00									
6.SIZE	0.02	-0.12	0.19	0.00	0.09	1.00								
7.RISK	-0.06	0.01	-0.10	-0.06	0.00	-0.10	1.00							
8.NTD	-0.06	-0.02	-0.06	-0.09	0.09	-0.05	-0.28	1.00						
9.PPROFIT	-0.21	-0.06	-0.20	-0.21	0.01	-0.03	0.13	0.51	1.00					
10.SGR	-0.07	-0.06	-0.01	-0.08	0.04	0.12	0.11	0.06	0.18	1.00				
11.AD	0.00	0.02	-0.02	-0.02	0.07	0.04	-0.03	-0.01	-0.02	-0.02	1.00			
12.RD	-0.10	-0.11	0.01	-0.10	0.00	0.07	0.10	0.03	0.05	0.08	-0.05	1.00		
13.FIXED	0.08	-0.19	0.35	0.04	0.10	0.10	-0.17	0.08	-0.14	-0.04	0.09	-0.07	1.00	
14.K_05	0.01	-0.02	0.03	0.00	0.03	0.31	-0.02	0.03	0.05	0.06	-0.02	0.03	0.06	1.00
15.K_30	0.00	-0.01	0.01	0.00	-0.01	0.29	-0.03	-0.01	-0.02	0.04	0.00	-0.01	0.03	-0.03

(2) 실증분석

앞에서 설정한 모형을 이용하여 외환위기 전후기간의 부채비율 결정요인들의 변화를 살펴보았다. 총 부채비율의 결정요인 외에도 부채재원에 따른 차이점을 보기 위해 국내부채와 해외부채비율을 구분하여 추정하고 부채의 만기구조에 따른 차이점을 분석하기 위해 장·단기부채로 구분하여 추정하였다. 또한 산업참여에 따른 결과는 가변수가 너무 많아 결과표에 정리하지 못했으며, 단 산업 가변수를 제외했을 경우 그 모델의 설명력을 제시하였다.

대규모 기업집단 소속 여부가 부채비율에 미치는 영향을 보기 위해 5대 및 30대기업집단 소속 여부를 더미변수로 통제하여 분석하였으며 그 결과를 <표 7>에 정리하였다. <표 8>은 전체기업을 대

상으로 5대 및 30대기업집단 소속 여부를 더미변수로 통제하지 않고 그룹별로 분석한 결과이다.

가. 전체기업을 대상으로 한 부채비율에 대한 분석

기업규모(SIZE)는 기간 1과 기간 2 모두 총부채에 양(+)¹⁾의 관계를 보였으나 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 그러나 기업규모는 기간 1과 기간 2에 관계없이 장기부채와 해외부채비율에 대해서는 양(+)²⁾의 영향을 단기부채와 국내부채비율에 대해서는 음(-)³⁾의 관계를 보이는 등 부채의 성격에 따른 서로 다른 부호를 나타냈다. 따라서 부채항목별로 상반된 효과로 인해 기업규모가 전체부채비율에 미치는 영향은 유의적이지 못했지만 기업규모가 클수록 단기부채보다는 장기부채, 국내부채보다는 해외부채조달에 상대적으로 용이했음을 알 수 있다. 기업규모가 부채비율에 양(+)⁴⁾의 관계를 미친다고 설정한 <가설 1>은 부분적으로 지지되는 것으로 외환위기 이후에도 그 관계는 지속되고 있는 것으로 판단된다.

영업위험은 기간 1에 대해서는 부채비율에 통계적으로 유의한 음(-)⁵⁾의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 부채의 구성항목에 대해서 영업위험은 국내부채 및 장기부채비율에 대해서는 음(-)⁶⁾의 영향을, 해외부채비율에 대해서는 양(+)⁷⁾의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 단기부채비율에 대해서는 통계적으로 유의한 결과를 보여 주지 못했다. 그러나 외환위기 이후인 기간 2에서는 해외부채비율을 제외하고는 통계적 유의성을 찾을 수 없었다. 따라서 영업위험이 높으면 부채비율이 낮다는 <가설 2>는 외환위기 이후 기간에서는 기각되는 것으로 판단된다.

비부채절세수단(non-debt tax shield)은 총 부채비율에 대해 기간 1과 기간 2 모두 양(+)⁸⁾의 부호를 보여 주었을 뿐 아니라 단기·장기·

국내·해외부채비율에 대해서도 비슷한 결과가 나타났다. 이는 비부채절세수단이 많을수록 부채를 통한 절세효과가 적어 부채이용을 줄일 것으로 설정한 <가설 3>과는 상반된 결과이며 신승란(1998)의 연구결과와도 다른 것이다. 수익성변수는 기간 1과 기간 2 모두 음(-)의 부호를 보여 주었으며 단기·장기·국내·해외부채 비율에 대한 분석에서도 모두 음(-)의 부호를 보여 수익성이 높은 기업은 부채를 적게 사용할 것이라는 <가설 4>는 지지되었다.

기업의 성장성을 나타내는 주요 변수로 선정된 매출액성장률, 광고비집중률, 연구개발집중률 등이 기업 부채비율에 미치는 영향은 변수별로 상이한 결과를 보였다. 우선 매출액성장률은 기간 1에서는 전체부채비율뿐 아니라 장기, 단기, 국내부채비율에 유의한 양(+)의 영향을 주었고 기간 2에서는 대부분 통계적으로 유의하지 못한 결과가 나와 <가설 5>가 기각되었다. 기간 1에서 매출액성장률의 부호가 양(+)으로 나타난 것은 선우석호(1990), 김경수 외(1997) 그리고 이종화 외(1999) 등 선행연구와 동일한 결과로 주식시장을 통한 자금조달보다는 차입을 통한 자금조달이 용이한 우리의 자본시장 환경 때문에 부채사용에 따른 대리인문제가 그다지 크게 고려되지 않았음을 보여 준다. 다만, 기간 2에서는 전체부채비율에 대해서 기업의 매출액증가율이 유의한 영향을 주지 못한 반면 국내부채비율에 대해서는 기업매출액 증가율이 음(-)의 영향을 줌으로써 <가설 5>가 일부 지지되는 결과를 보여 주었다. 이는 외환위기 이후 주주중시 경영으로의 전환을 시도하고 있는 국내 자본시장의 변화를 일부 반영하는 결과로 해석된다.

광고비집중률로 본 성장성이 부채비율에 대해 미치는 영향은 기간 1에서는 통계적으로 유의하지 못했으며 기간 2에서는 전체부채비율, 단기부채비율, 국내부채비율에 대해 유의한 양(+)의 부호를

보여 성장성이 높으면 부채비율이 낮을 것이라는 <가설 5>는 기각되었다. 다만 기간 2의 장기부채비율에 대해 음(-)의 부호를 보임에 따라 부채사용에 따른 대리인문제가 장기부채결정에는 영향을 미치지 시작하는 것으로 판단된다. 이에 반해 연구개발집중률은 기간 1과 기간 2에서 모두 음(-)의 부호를 보여 <가설 5>가 지지되었다. 항목별로도 장기부채를 제외하고는 기간에 관련 없이 모두 음(-)의 부호를 나타냈다. 따라서 성장성이 부채비율에 미치는 영향은 측정 변수에 따라 각기 다른 부호를 보여 일관된 결과를 도출하기는 어렵다고 판단된다. 다만 기간 2에 대해 일부 항목에 대해 통계적으로 유의성이 있는 부호가 나타나고 있어 성장성이 높을수록 부채비율이 낮을 것이라는 <가설 5>가 일부 지지됨을 확인할 수 있었다. 유형고정자산비중은 부채비율에 대해 기간 1에서는 통계적 유의성을 보이지 못했지만 기간 2에서는 양(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 기간 1에 있어 전체적으로는 유의한 결과를 보여 주지는 못했지만 구성항목별로 보면 기존 연구와 유사한 결과를 보여 주었다. 즉 기간 1에서 단기부채와 국내부채에 대해서는 유의한 음(-)의 상관관계가 나타나고 장기부채와 해외부채에 대해서는 유의한 양(+)의 상관관계가 나타나 전체적으로 유의한 결과가 나타나지 않은 것이다. 이는 단기부채와 국내부채의 경우, 유형고정자산이 담보가치로서의 역할보다는 기업의 파산확률을 높이는 영업레버리지 역할이 더 크게 작용하였음을 보여 준다. 반면 해외부채나 장기부채의 경우 외부 투자자의 감시가 용이하지 않아 대리인 비용문제가 발생함에 따라 유형고정자산이 담보자산으로서의 역할을 한 것으로 보인다.⁸⁾ 기간 2에 단기부채에서 음(-)의 상관관계가 나타나고 국내부채, 장기부채, 해외부채에 대해서는 유의한 양(+)의 상관관계가 나타나 전체적

8) 이종화·이영수(1999)

으로 유의한 양(+)¹의 상관관계가 나타난 것으로 판단된다. 결국 유형 고정자산비중과 부채비율과의 관계가 외환위기 전후로 변화를 보인 것이 국내부채비율에 미치는 영향이 외환위기 이전에는 음(-)의 방향에서 외환위기 이후에는 양(+)²의 방향으로 변화했기 때문이다. 외환위기 이후 부실기업의 상당수가 퇴출됨으로써 파산위험이 크게 줄어들면서 국내 금융기관들에게 유형고정자산은 영업레버리지 위험보다는 담보가치로서의 의미가 더욱 커졌음을 의미하는 것으로 해석된다. 유형고정자산비율이 높을수록 부채비율이 높을 것이라는 <가설 6>은 외환위기 이후 기간인 기간 2에 더욱 지지된 것으로 평가된다.

기업집단 소속 여부가 부채비율에 미치는 영향은 외환위기 전후로 분명한 변화를 보였다. 기간 1에서는 기업집단 소속 여부가 부채비율에 양의 영향을 주었으나 기간 2에서는 통계적 유의성이 없거나 약화된 것으로 나타났다. 단기부채의 경우는 외환위기 전후기간에 관계없이 기업집단 소속 여부가 부채비율에 정(+)³의 영향을 미쳤으나 외환위기 이후 부채축소정책이 대기업집단에 강도 높게 추진되면서 이들 집단의 부채가 상대적으로 더 크게 감소했기 때문으로 해석된다. 이에 따라 5대 및 30대기업집단의 소속 여부는 장기부채비율에 대해 감소요인으로 작용했으며 해외부채비율에 대해서도 외환위기 전에는 양(+)⁴의 영향을 주던 기업집단 소속 여부가 외환위기 이후에는 그 영향을 찾을 수 없었다. 물론 외환위기 이후 기업경영 행태가 보수적으로 바뀐 데다 기간 2에 해당하는 기간이 소규모 기업중심의 IT산업이 크게 성장하던 시기였음을 감안해 볼 때, 아직까지는 기업집단 소속 여부가 기업의 부채비율에 영향을 미치지 않았다고 속단하기는 어려울 것 같다. 그러나 기간 2에서 통계적 유의성이 사라진 데다 그 부호마저 반대로 나왔다는 점은 기업 부채구조 결정요인으로서의 기업집단 소속 여부의 영향력이 상당부분 감소한 것으로 추정된다.

<표 7> 부채비율 결정요인 추정결과

1. 기간 1 (1994~1996년)

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	73.05 (3.35)**	78.84 (3.48)**	-5.79 (2.56)*	82.69 (3.51)**	-9.64 (1.21)**
SIZE	0.04 (0.23)	-2.64 (0.24)**	2.68 (0.18)**	-0.64 (0.25)*	0.68 (0.08)**
RISK	-0.25 (0.06)**	0.03 (0.06)	-0.28 (0.04)**	-0.33 (0.06)**	0.07 (0.02)**
NTD	0.78 (0.07)**	0.51 (0.07)**	0.28 (0.05)**	0.64 (0.07)**	0.14 (0.02)**
PROFIT	-1.14 (0.05)**	-0.83 (0.05)**	-0.31 (0.04)**	-1.09 (0.05)**	-0.05 (0.01)*
SGR	0.15 (0.01)**	0.12 (0.01)**	0.02 (0.01)*	0.15 (0.01)**	0.00 (0)
AD	0.24 (0.16)	0.42 (0.17)*	-0.18 (0.12)	0.30 (0.17)+	-0.06 (0.05)
RD	-1.61 (0.41)**	-2.22 (0.43)**	0.62 (0.31)+	-1.68 (0.43)**	0.07 (0.15)
FIXED	0.02 (0.01)	-0.31 (0.01)**	0.33 (0.01)**	-0.04 (0.01)*	0.06 (0)**
K_05	3.05 (1.04)**	4.98 (1.08)**	-1.93 (0.79)*	-0.24 (1.09)	3.29 (0.37)**
K_30	1.88 (0.77)*	2.12 (0.8)**	-0.24 (0.59)	1.38 (0.81)+	0.49 (0.28)+
D1995	1.34 (0.52)*	1.45 (0.54)**	-0.11 (0.4)	1.35 (0.55)*	-0.01 (0.19)
D1996	1.23 (0.52)*	1.12 (0.53)*	0.12 (0.39)	0.94 (0.54)+	0.30 (0.18)
R ²	0.1558	0.2764	0.2771	0.1629	0.1960
R ² *	0.1092	0.1718	0.2119	0.0968	0.0695

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R²* : 산업더미를 제외한 경우

2. 기간 2 (1999~2001년)

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	49.87 (3.26)***	73.40 (3.1)***	-23.53 (2.22)***	57.34 (3.29)***	-7.47 (1.02)***
SIZE	0.27 (0.24)	-2.72 (0.22)***	2.99 (0.16)***	-0.34 (0.24)	0.61 (0.07)***
RISK	-0.01 (0.04)	0.03 (0.04)	-0.04 (0.03)	-0.05 (0.04)	0.05 (0.01)***
NTD	0.23 (0.05)***	0.21 (0.05)***	0.02 (0.03)	0.10 (0.05)+	0.13 (0.01)***
PROFIT	-0.79 (0.04)***	-0.47 (0.04)***	-0.32 (0.03)***	-0.72 (0.04)***	-0.07 (0.01)***
SGR	0.00 (0.01)	-0.01 (0.01)	0.01 (0)	-0.02 (0.01)+	0.02 (0)***
AD	0.49 (0.14)***	0.71 (0.14)***	-0.22 (0.1)*	0.43 (0.15)***	0.06 (0.04)
RD	-1.80 (0.26)***	-2.44 (0.25)***	0.63 (0.17)***	-1.71 (0.26)***	-0.09 (0.08)
FIXED	0.16 (0.01)***	-0.17 (0.01)***	0.34 (0.01)***	0.14 (0.01)***	0.03 (0)***
K_05	-0.39 (1.44)	4.58 (1.37)***	-4.97 (0.98)***	-0.77 (1.45)	0.38 (0.45)
K_30	-1.63 (0.96)+	2.81 (0.91)***	-4.44 (0.65)***	-1.18 (0.97)	-0.44 (0.3)
D2000	-2.06 (0.47)***	-0.04 (0.45)	-2.02 (0.32)***	-1.88 (0.48)***	-0.18 (0.14)
D2001	-4.40 (0.47)***	-1.46 (0.45)***	-2.94 (0.32)***	-3.98 (0.47)***	-0.42 (0.14)***
R ²	0.1063	0.1425	0.2349	0.1079	0.1047
R ² *	0.0592	0.0708	0.1839	0.0549	0.0317

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R²* : 산업더미를 제외한 경우

나. 기업집단별 부채비율에 대한 분석결과

기업규모가 부채비율에 미치는 영향은 외환위기 전후로 상당한 변화가 있는 것으로 나타났다. 외환위기 이전(기간 1)에는 5대 및 30대 기업집단기업에서의 기업규모변수가 부채비율에 대해 양(+)¹⁾의 부호를 보였으나 외환위기 이후(기간 2)에서는 유의한 결과를 보여 주지 못했다. 기타그룹에서의 분석에서도 기간 1에서 음(-)의 부호를 보였던 것이 기간 2에서는 유의한 결과를 보이지 못했다. 이것은 앞에서 전체기업을 대상으로 한 분석에서 기간 2에서 기업규모가 유의한 결과를 보여 주지 못한 것과 같은 결과이다. 부채구조별로 외환위기 전후로 변화를 보인 것은 다음과 같다. 5대기업집단의 경우, 기간 1에서 나타난 단기부채비율(-), 국내부채비율(-), 해외부채비율(+)²⁾에 대한 기업규모변수의 영향이 기간 2에서는 통계적인 유의성을 상실했으며 단지 장기부채비율에 대해서만 양(+)³⁾의 부호를 유지했다. 30대기업집단의 경우는 기간 1에서 장기부채비율에 대해 양(+)⁴⁾의 부호를 보였던 기업규모가 기간 2에서는 음(-)의 부호로 바뀌었다. 반면 기타 그룹에서는 기간 1과 기간 2에서 부호가 그대로 유지되었다. 이상을 종합하면 외환위기 이후 기업규모가 기업의 부채구조에 미치는 영향은 상당부분 줄어들고 있으며 이런 현상은 특히 5대기업집단에 속하는 기업들에게서 더욱 두드러진 것으로 나타났다. 이는 외환위기 이후의 부채감소 노력이 대기업에 집중된 결과일 뿐 아니라 대기업집단 내의 대기업일수록 부채감소 노력이 집중되었음을 의미하는 것으로 해석된다.

영업위험이 부채비율에 미치는 영향은 기업집단그룹별로 상이했을 뿐 아니라 외환위기 전후로 변화를 보였다. 5대기업집단에 속하는 기업의 경우 영업위험이 부채비율에 미치는 영향은 기간 1은 물론 기간 2에서도 유의한 결과를 보여 주지 못했다. 즉 5대기업집단

소속 기업들에게 있어 영업위험변수는 여전히 부채구조 결정요인으로 되고 있지 못함을 의미한다. 그러나 30대기업집단에 속하는 기업의 경우는 영업위험의 부호가 기간 2에서 음(-)으로 나타남에 따라 영업위험이 높을수록 부채비율이 낮을 것이라는 <가설 2>가 지지되었다. 즉 외환위기 이후에는 30대기업집단에 속한다는 것이 영업위험을 상쇄시키는 장점이 더 이상 아님을 보여 준다. 결국 외환위기 이후 기업집단의 규모에 따라 영업위험에 대한 가중치가 점차 차별적으로 반영되고 있는 것으로 보인다. 기타그룹에 속하는 기업에게 있어 영업위험은 기간 1에서는 부채조달에 부정적인 영향을 미쳤으나 외환위기 이후에는 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다.

비부채절세수단(non-debt tax shield)은 5대나 30대에서는 유의하게 나타나지 않았으나 개별기업들에서는 부채비율과 기간 1과 기간 2에서 모두 양(+)의 상관관계가 나타났으며 이러한 결과는 단기, 장기, 국내, 해외에서 일관되게 나타났다. 따라서 대규모 기업집단에 소속되어 있는 기업과 다른 기업들간에는 어떤 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 수익성 변수는 5대기업집단과 30대기업집단, 기타기업들에서 기간 1, 2와 장단기, 국내부채, 해외부채에 관계없이 대부분 일관되게 음(-)의 관계가 나타나 수익성이 높으면 부채비율이 낮다라는 <가설 4>는 기업집단별 분석에서도 지지되었다.

매출액증가율이 부채비율에 미치는 영향은 5대기업집단과 30대기업집단의 경우 유의성 있는 결과가 나타나지 않았으며 기타그룹에서도 외환위기 이후에는 통계적 유의성이 없는 것으로 추정되었다. 그러나 외환위기 이후 광고비집중률과 연구개발집중률이 부채비율에 미치는 영향은 부호는 상반되지만 유의한 결과를 보였다. 즉 광고비집중률이 높으면 부채비율이 상승하는 것으로 나타났으며 연

구개발집중률이 높으면 부채비율이 낮은 것으로 나타났다. 이는 전체기업을 대상으로 한 분석과 마찬가지로 성장성 측정변수에 따라 각기 다른 부호를 보여 일관된 결과를 도출하기는 어렵다고 판단된다. 다만 어느 성장성 변수든 5대 및 30대기업집단에 속한 기업들에 있어서는 부채구조 결정에 그다지 중요한 역할을 하고 있지 못하고 있는 것으로 보인다.

유형고정자산비중이 부채비율에 미치는 영향은 외환위기 이후 기간에 대하여 기타기업에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 나타났다. 반면 5대기업집단기업과 30대기업집단기업의 경우 유형고정자산비중이 부채비율에 미치는 영향은 기간 2에서 통계적 유의성을 찾을 수 없었다. 이는 외환위기 이후 기업집단에 속한 기업보다는 그렇지 않은 기업들에게 있어서 유형고정자산은 대출시 담보가치로서의 역할이 더 중시되고 있는 것으로 해석된다.

기업군별로 분석한 바를 종합해 보면, 부채결정요인으로서의 상당수의 변수들이 5대나 30대에서는 유의한 결과가 나타나지 않고 기타에서 유의하게 나타났다. 이는 기업집단 소속 여부가 부채구조에 미치는 영향이 외환위기 이후 감소했지만 여전히 일정정도의 영향은 미치고 있음을 의미한다. 즉 어느 기업이 기업집단에 소속했다는 것은 부채를 공급하는 금융기관의 입장에서는 대출부실의 위험을 축소시켜주는 요소가 되고 있다고 본다.

<표 8> 기업군별 부채비율 결정요인 추정결과

1. 5대기업집단기업 : 기간 1

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	48.42 (9.67)**	66.02 (11.57)**	-17.60 (9.26)+	73.89 (11.51)**	-25.47 (7.17)**
SIZE	1.24 (0.58)**	-1.49 (0.69)*	2.73 (0.56)**	-0.10 (0.69)**	1.34 (0.43)**
RISK	0.24 (0.23)	0.11 (0.28)	0.13 (0.22)	-0.23 (0.27)	0.47 (0.17)**
NTD	0.53 (0.33)	0.12 (0.39)	0.41 (0.31)	0.62 (0.39)	-0.08 (0.24)
PROFIT	-0.62 (0.21)**	0.02 (0.26)	-0.65 (0.21)**	-0.89 (0.26)**	0.27 (0.16)+
SGR	0.06 (0.04)	0.09 (0.05)	-0.03 (0.04)	0.06 (0.05)	0.00 (0.03)
AD	0.08 (1.12)	1.33 (1.34)	-1.25 (1.07)	-1.80 (1.33)	1.88 (0.83)*
RD	-1.29 (1.14)	-1.01 (1.36)	-0.28 (1.09)	-1.20 (1.35)	-0.08 (0.84)
FIXED	0.12 (0.05)*	-0.20 (0.06)**	0.32 (0.05)**	-0.04 (0.05)**	0.16 (0.04)**
D1995	-0.18 (1.62)**	0.38 (1.94)**	-0.56 (1.55)	0.03 (1.93)	-0.20 (1.2)
D1996	-1.09 (1.59)	-1.25 (1.91)	0.16 (1.52)	-1.05 (1.9)	-0.04 (1.18)
R ²	0.3244	0.4348	0.3987	0.3445	0.2958
R ² *	0.0794	0.0785	0.2544	0.0991	0.1883

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R²* : 산업더미를 제외한 경우

2. 5대기업집단기업 : 기간 2

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	38.14 (15.49)*	49.05 (14.68)**	-10.91 (11.58)	45.06 (15.88)**	-6.92 (6.94)
SIZE	1.39 (0.9)	-0.24 (0.86)	1.63 (0.67)*	0.82 (0.93)	0.57 (0.4)
RISK	0.17 (0.26)	0.10 (0.25)	0.07 (0.2)	-0.13 (0.27)	0.30 (0.12)*
NTD	-0.31 (0.4)	-0.08 (0.38)	-0.23 (0.3)	-0.72 (0.41)+	0.41 (0.18)*
PROFIT	-0.17 (0.28)**	0.17 (0.27)**	-0.34 (0.21)	0.00 (0.29)**	-0.17 (0.12)
SGR	-0.03 (0.06)	-0.01 (0.05)	-0.01 (0.04)	-0.05 (0.06)	0.02 (0.02)
AD	-1.17 (1.64)	0.46 (1.55)	-1.63 (1.22)	-3.84 (1.68)*	2.67 (0.73)**
RD	-5.15 (2.05)*	-3.86 (1.95)*	-1.29 (1.53)	-2.23 (2.11)	-2.92 (0.92)**
FIXED	0.01 (0.09)	-0.19 (0.08)*	0.20 (0.06)**	-0.03 (0.09)	0.05 (0.04)
D2000	1.20 (2.24)	4.10 (2.12)+	-2.90 (1.67)+	0.55 (2.29)	0.65 (1)
D2001	0.53 (2.33)	-0.15 (2.2)	0.67 (1.74)	0.79 (2.38)	-0.26 (1.04)
R ²	0.2237	0.1362	0.3762	0.2535	0.2528
R ^{2*}	0.1830	0.1917	0.1872	0.1510	0.1830

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R^{2*} : 산업더미를 제외한 경우

3. 30대기업집단기업 : 기간 1

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	46.66 (9.92)**	60.32 (10.47)**	-13.66 (8.72)	56.85 (10.43)**	-10.19 (3.81)**
SIZE	2.01 (0.66)**	-1.40 (0.7)*	3.41 (0.58)**	1.20 (0.69)+	0.81 (0.25)**
RISK	0.13 (0.23)	0.24 (0.25)	-0.12 (0.21)	-0.11 (0.25)	0.24 (0.09)*
NTD	0.65 (0.24)**	0.02 (0.25)	0.63 (0.21)**	0.36 (0.25)	0.29 (0.09)**
PROFIT	-0.95 (0.2)**	-0.53 (0.21)*	-0.42 (0.18)*	-0.82 (0.21)**	-0.13 (0.07)+
SGR	0.01 (0.03)	0.00 (0.04)	0.00 (0.03)	0.02 (0.04)	-0.01 (0.01)
AD	1.70 (0.76)*	1.15 (0.8)	0.56 (0.67)	2.24 (0.8)**	-0.53 (0.29)+
RD	-3.77 (1.35)**	-3.68 (1.42)*	-0.09 (1.18)	-3.84 (1.42)**	0.07 (0.51)
FIXED	0.12 (0.05)*	-0.06 (0.05)	0.18 (0.04)**	0.09 (0.05)	0.03 (0.02)
D1995	0.61 (1.5)	1.47 (1.59)	-0.85 (1.32)	0.96 (1.58)	-0.35 (0.57)
D1996	0.50 (1.46)	2.32 (1.54)	-1.81 (1.28)	1.31 (1.54)	-0.80 (0.56)
R ²	0.3667	0.3418	0.3035	0.3262	0.3458
R ^{2*}	0.1272	0.1971	0.1872	0.1510	0.1830

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R^{2*} : 산업터미를 제외한 경우

4. 30대기업집단기업 : 기간 2

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	56.17 (11.18)**	82.04 (10.47)**	-25.86 (7.61)**	61.64 (11.12)**	-5.46 (3.17)+
SIZE	0.12 (0.78)	-2.83 (0.73)**	2.95 (0.53)**	-0.28 (0.77)	0.40 (0.22)+
RISK	-0.48 (0.21)*	-0.43 (0.19)*	-0.04 (0.14)	-0.53 (0.21)*	0.05 (0.06)
NTD	-0.42 (0.31)	-0.37 (0.29)	-0.04 (0.21)	-0.47 (0.31)	0.05 (0.08)
PROFIT	-0.33 (0.21)	-0.20 (0.2)	-0.13 (0.14)	-0.37 (0.21)+	0.03 (0.06)
SGR	0.09 (0.04)+	0.07 (0.04)	0.03 (0.03)	0.08 (0.04)+	0.01 (0.01)
AD	0.98 (0.92)	1.54 (0.86)+	-0.56 (0.63)	0.71 (0.92)	0.27 (0.26)
RD	-1.31 (2.16)	1.22 (2.03)	-2.53 (1.47)+	-2.65 (2.15)	1.35 (0.61)*
FIXED	-0.03 (0.06)	-0.33 (0.05)**	0.31 (0.04)**	-0.04 (0.06)	0.01 (0.01)
D2000	-4.09 (1.98)*	-2.44 (1.86)	-1.66 (1.35)	-3.95 (1.97)*	-0.14 (0.56)
D2001	-8.30 (1.94)**	-4.82 (1.81)**	-3.48 (1.32)**	-7.53 (1.93)**	-0.77 (0.55)
R ²	0.2658	0.3287	0.4063	0.2689	0.2216
R ^{2*}	0.0783	0.1871	0.2290	0.0979	0.0638

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R^{2*} : 산업터미를 제외한 경우

5. 기타기업 : 기간 1

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	81.81 (3.86)**	85.47 (4)**	-3.67 (2.91)	88.88 (4.04)**	-7.07 (1.34)**
SIZE	-0.53 (0.27)+	-3.09 (0.28)**	2.56 (0.2)**	-1.03 (0.29)**	0.51 (0.09)**
RISK	-0.28 (0.06)**	0.02 (0.06)	-0.30 (0.05)**	-0.32 (0.06)**	0.03 (0.02)
NTD	0.81 (0.07)**	0.55 (0.07)**	0.25 (0.05)**	0.69 (0.08)**	0.12 (0.02)**
PROFIT	-1.18 (0.05)**	-0.86 (0.05)**	-0.31 (0.04)**	-1.13 (0.05)**	-0.05 (0.01)*
SGR	0.17 (0.01)**	0.14 (0.01)**	0.04 (0.01)**	0.16 (0.01)**	0.01 (0)
AD	0.24 (0.17)	0.46 (0.17)*	-0.22 (0.12)+	0.28 (0.17)	-0.04 (0.05)
RD	-1.66 (0.45)**	-2.18 (0.47)**	0.52 (0.34)	-1.77 (0.47)**	0.12 (0.15)
FIXED	0.00 (0.01)	-0.35 (0.01)**	0.35 (0.01)**	-0.06 (0.01)**	0.06 (0)**
D1995	1.40 (0.57)*	1.49 (0.6)*	-0.09 (0.43)	1.35 (0.6)*	0.05 (0.2)
D1996	1.42 (0.56)*	1.18 (0.59)*	0.24 (0.42)	0.97 (0.59)	0.45 (0.19)*
R ²	0.1569	0.2715	0.2817	0.1635	0.1725
R ^{2*}	0.1108	0.1825	0.2160	0.0987	0.0364

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R^{2*} : 산업더미를 제외한 경우

6. 기타기업 : 기간 2

구분	총부채	단기부채	장기부채	국내부채	해외부채
Intercept	51.14 (3.59)**	75.82 (3.43)**	-24.68 (2.45)**	58.93 (3.62)**	-7.79 (1.12)**
SIZE	0.14 (0.26)	-2.95 (0.25)**	3.08 (0.18)**	-0.50 (0.26)+	0.64 (0.08)**
RISK	0.02 (0.04)	0.06 (0.04)	-0.04 (0.03)	-0.02 (0.04)	0.04 (0.01)**
NTD	0.25 (0.05)**	0.22 (0.05)**	0.03 (0.03)	0.13 (0.05)*	0.12 (0.01)**
PROFIT	-0.82 (0.04)**	-0.49 (0.04)**	-0.33 (0.03)**	-0.74 (0.04)**	-0.07 (0.01)**
SGR	0.00 (0.01)	-0.01 (0.01)	0.01 (0)	-0.02 (0.01)	0.02 (0)**
AD	0.54 (0.15)**	0.75 (0.14)**	-0.20 (0.1)+	0.50 (0.15)**	0.04 (0.04)
RD	-1.75 (0.26)**	-2.47 (0.25)**	0.72 (0.18)**	-1.66 (0.27)**	-0.09 (0.08)
FIXED	0.17 (0.01)**	-0.17 (0.01)**	0.34 (0.01)**	0.15 (0.01)**	0.03 (0)**
D2000	-2.07 (0.49)**	-0.05 (0.47)	-2.02 (0.33)**	-1.87 (0.5)**	-0.19 (0.15)
D2001	-4.33 (0.49)**	-1.30 (0.47)**	-3.03 (0.33)**	-3.94 (0.49)**	-0.40 (0.15)**
R ²	0.1089	0.1416	0.2311	0.1099	0.1043
R ^{2*}	0.0620	0.0679	0.1861	0.0566	0.0286

유의성 : + 0.1, * 0.05, ** 0.01, *** 0.001

R^{2*} : 산업더미를 제외한 경우

제5장 결 론

본 연구에서는 1994년에서 2001년까지 8년간 금융업에 속하지 않는 외부감사대상 기업을 대상으로 외환위기 이전과 이후의 기업의 자본구조 결정요인과 변화를 분석해 보았다. 특히 외환위기의 주범의 하나로 지적되고 있는 재벌이라 지칭되는 대규모 기업집단에 대한 분석도 병행하여 실시하였다. 분석결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 외환위기 이후 총 부채비율 하락추세는 모든 기업군에서 동일하게 발생하였으나, 기타기업들에 비해 5대 및 30대 기업집단기업의 총 부채비율이 더 큰 폭으로 하락함에 따라 외환위기 이후에는 기타기업들의 부채비율이 가장 높은 것으로 나타났다. 외환위기 이후 정부의 부채비율 축소정책이 대규모 기업집단에 집중된 결과로 해석된다. 반면 해외부채비율은 외환위기 전후에 관계없이 5대 기업집단이 가장 높게 나타난 점으로 보아 해외자금조달에 있어 대기업이 여전히 유리한 위치에 있는 것으로 보인다.

둘째, 외환위기 이후 부채비율의 감소는 부채의 감소보다는 자본 증가에 의해, 그리고 이것마저도 실질적인 자본증가보다는 자산재평가에 의한 바가 매우 큰 것으로 나타났다. 특히 외환위기 이후 가장 큰 폭의 부채비율 감소를 보인 30대기업집단기업의 경우, 재평가 적립금의 기여도가 무려 -210.1%p로 나타났다. 정부의 부채비율 축소정책이 실질적인 기업채무구조 개선과는 다소 거리가 있었던 것으로 평가된다.

셋째, 기업규모가 크면 부채비율이 높을 것이라는 가설은 외환위기 전후에 관계없이 기각되었다. 기업군별 분석에서는 외환위기 이전 5대 및 30대 기업집단기업에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 나타났는데 이는 부채조달이 기업집단 내의 대기업에게 집중되었음을 의미한다. 외환위기 이후에는 통계적 유의성을 찾을 수 없었는데 이는 부채축소정책이 대규모 기업집단기업 중에서도 특히 대

기업에 초점이 집중되면서 기업규모가 부채조달에 미치는 양(+)의 효과가 상쇄되었기 때문으로 해석된다.

넷째, 영업위험이 높으면 부채비율이 낮을 것이라는 <가설 2>는 외환위기 이전에만 지지되었다. 그러나 기업군별 분석에서는 30대 기업집단기업과 기타기업은 영업위험이 부채비율에 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났으나 5대기업집단기업에서는 통계적 유의성을 찾을 수 없었다. 이는 외환위기 이전 5대기업집단 소속 기업들은 부채조달에 있어 영업위험과는 무관했음을 보여 준다. 외환위기 이후에는 기업군별에 관계없이 통계적인 유의성을 찾을 수 없었다.

다섯째, 비부채절세수단(non-debt tax shield)을 많이 가진 기업은 절세효과를 기대한 부채사용에 소극적이 될 수밖에 없어 부채비율이 낮을 것이라는 <가설 3>은 오히려 상반된 결과로 인해 기각되었다. 즉 기간 1과 기간 2에서 비부채절세수단이 많은 기업이 부채비율도 높은 것으로 나타났다. 이는 절세수단이 많은 것이 기업가치에 긍정적인 역할로 작용하여 부채조달 측면에서 유리한 지표로 작용했기 때문으로 해석된다. 그러나 5대기업집단기업에서는 통계적으로 유의성이 없는 것으로 나타났는데 이는 5대기업집단 소속성이 여타 부채결정요인을 압도하기 때문인 것으로 보인다.

여섯째, 수익성이 높으면 부채비율이 낮을 것이라는 <가설 4>는 장기·단기·국내·해외부채비율 그리고 기간에 관계없이 지지되었다. 기업군별 분석에서도 대부분 같은 결과를 보여 주었다. 이러한 결과는 기업이 투자를 위한 재원을 조달할 때, 내부자금, 그 다음으로 부채, 마지막으로 주식발행을 이용한다는 자금조달순위이론을 지지하고 있다.

일곱째, 매출액성장률, 광고비집중률, 연구개발집중률 등 성장성과 관련된 변수들과 부채비율의 관계에서는 일관된 결과를 도출하

지 못했다. 매출액성장률은 기간 1에서 유의적인 양(+)¹의 부호를, 광고비집중률은 기간 2에서 유의적인 양(+)¹의 부호를 보임으로써 성장기회가 부채비율과 부(-)¹의 상관관계를 지닐 것으로 설정한 <가설 5>는 기각되었다. 반면 연구개발집중률은 기간 1, 2에서 모두 음(-)¹의 부호를 보여 <가설 5>를 지지하는 것으로 나타났다. 기업군별 분석에서 보이는 중요한 특징은 5대기업집단기업들에 있어 성장성변수는 앞서 본 수익성, 비부채절세수단 등과 마찬가지로 부채결정의 중요한 요인이 아닌 것으로 나타났다.

여덟째, 유형고정자산비중이 부채비율에 미치는 영향은 외환위기 이후 기간에 대해서만 양(+)¹의 상관관계가 나타났다. 즉 유형고정자산이 담보가치로서의 역할을 하여 부채비율을 높일 것이라는 <가설 6>은 외환위기 이후에만 지지되었다. 이는 외환위기 이후 좀더 보수적으로 바뀐 국내 금융환경에 기인하는 것으로 해석된다. 그러나 기업군별 분석에서 외환위기 이후 기간의 기타기업에서만 통계적으로 유의한 정(+)¹의 관계가 나타났는데 이는 기업집단에 속한 기업보다는 그렇지 않은 기업에 있어 유형고정자산이 담보가치로서의 의미가 더욱 커졌음을 보여 주었다. 유형고정자산비중은 부채비율에 대해 기간 1에서는 통계적 유의성을 보이지 못했지만 구성항목별로 보면 기존 연구와 유사한 결과를 보여 주었다. 즉 기간 1에서 단기부채와 국내부채에 대해서는 유의한 음(-)¹의 상관관계가 나타나고 장기부채와 해외부채에 대해서는 유의한 양(+)¹의 상관관계가 나타나 전체적으로 유의한 결과가 나타나지 않은 것이다. 이는 단기부채와 국내부채의 경우, 유형고정자산이 담보가치로서의 역할보다는 기업의 파산확률을 높이는 영업레버리지 역할이 더 크게 작용하였음을 보여 준다. 반면 해외부채나 장기부채의 경우 외부 투자자의 감시가 용이하지 않아 대리인 비용문제가 발생함에 따라 유형

고정자산이 담보자산으로서의 역할을 한 것으로 보인다.

아홉째, 기업집단 소속 여부가 부채비율에 미치는 영향이 외환위기 이후 감소한 것으로 나타났다. 5대기업집단변수의 부채비율과의 관계가 외환위기 이후에는 통계적 유의성이 사라졌으며 30대기업집단변수는 통계적 유의성이 약화되었음이 이를 말해준다.

본 연구에서는 기업집단이 개별기업의 부채구조에 미치는 영향을 간접적으로는 살펴보았을 뿐 기업집단 내부의 상호출자, 상호지급보증 및 금융기관보유 등이 기업의 부채구조에 미치는 영향 등에 대해서 구체적인 분석을 실시하지 못한 아쉬움이 있으며 이를 차후 연구과제로 남긴다.

참고문헌

- 공재식, 「한국의 주거대출은행제도가 기업투자 및 자본구조에 미치는 영향-」, 『증권학회지』 23권, 한국증권학회, 1998, pp.325-383.
- 김영규, 「자본구조의 산업간 동질성에 관한 연구-」, 『성균관대 경영논집 2』, 1986, pp.61-88.
- 김준경, 『금융기관 소유구조 개선방안』, 연구보고서 99-18, 한국개발연구원, 1999.
- 박성태, 「자본구조결정요인에 대한 실증적 연구-」, 『재무관리연구』 7권 제2호, 한국재무관리학회, 1990, pp.81-105.
- 박영석·신현한, 「기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정-」, 『재무연구』 11권 제2호, 한국재무학회, 1998, pp.1-21.
- 선우석호, 「한국 기업의 부채구조 결정요인과 자본비용-」, 『재무연구』 3호, 한국재무학회, 1990, pp.6-12.
- 신동령, 「거시경제요인 변화와 한국기업의 재무구조-」, 『재무연구』 3호, 한국재무학회, 1990, pp.81-100.
- _____, 「한국 제조기업의 부채구조 결정요인에 관한 연구-」, 『경영학연구』 21권 제1호, 한국경영학회, 1991, pp.131-152.
- 신민식, 「우리나라 상장기업의 자본구조 결정요인에 관한 연구-」, 『재무관리연구』 6권 2호, 한국재무관리학회, 1989, pp.33-69.
- 신승란, 「법인세분담이 자본구조에 미치는 영향에 관한 실증연구-」, 『세무학연구』 14권, 한국세무학회, 1999, pp.371-398.
- 심병구, 「우리나라 기업의 자본구조 결정요인에 관한 연구-」, 『서울대 경영논집』 23권 3호, 1989, pp.1-31.

- 위정범, 『한국의 기업환경과 재무구조』, 한국경제연구원, 1998.
- 이종화·이영수, 「한국기업의 부채구조: 재벌기업과 비재벌기업의 비교」, 『국제경제연구』 5권 제1호, 한국국제경제학회, 1999, pp.91-118.
- 이은수, 「자산재평가제도가 호텔기업의 재무구조개선에 미치는 효과」, 『관광정보연구』 13권, 한국관광정보학회, 2003, pp.63-80.
- 장대홍·김우택·김경수·박상수, 「기업의 지배, 조직구조 및 가치」, 『금융학회지』 4권 제1호, 한국금융학회, 1999, pp.107-145.
- 진태홍, 「재벌의 지배구조와 상호지급보증」, 『재무관리연구』 17권 제1호, 한국재무관리학회, 2000, pp.1-12.
- 최선호, 「기업의 자본조달 행태 분석을 통한 자본구조이론과 자본조달이론의 재조명」, 『재무연구』 3권 제1호, 한국재무학회, 1990, pp.45-60.
- 홍영복, 「우리나라 상장기업의 자본구조 결정요인」, 『증권학회지』 9, 1987, pp.227-255.

Aggarwal, R, “International Difference in Capital Structure Norms: An Empirical Study of Large European Companies,” *Management International Review* 21, 1981, pp.75-88.

Alberto de Miguel and Julio Pindado, “Determinant of Capital Structure : New Evidence from Spanish panel data,” *Journal of Corporate Finance* 7, 2001, pp.77-99.

Altman, Edward I., “Introduction: Company and country risk models,” *Journal of Banking & Finance*, Volume 8, Issue 2, 1984, p.151.

- Collins, J. and W. Sekely, "The relationship of Headquarters Country and Industry Classification to Financial Structure," *Financial Management*, Winter, 1983, pp.36-46.
- Errunza, V., "Determinants of Financial Structure in the Central American Common Market," *Financial Management*, Autumn, 1979, pp.72-77.
- Friedman, E., S. Johnson and T. Mitton, "Propping and Tunneling," NBER Working Paper 9949, 2003.
- Jensen, M. C. and W. E. Meckling, "Theory of the Firm : Entrepreneurial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp.305-360.
- Kraus, A. and R. Litzenberger, "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, 1973.
- Long, Michael S. and Ileen B. Malitz, "Investment Patterns and financial Leverage," *Corporate Capital Structures in the United States*, 1985, pp.325-348.
- Miller, M. H., "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32, 1977, pp.261-276.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, 1958, pp.261-297.
- _____, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction," *American Economic Review* 53, 1963, pp. 433-443.
- Myers, Stewart C., "Determinants of Corporate Borrowings,"

- Journal of Financial Economics* 5, 1977, pp.147-175.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor do not Have," *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp.187-221.
- Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data," *Journal of Finance* 50(5), 1995, pp.1421-1460.
- Remmers, L., A. Stonehill, R. Wright and T. Beekhuisen, "Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally," *Financial Management*, Summer, 1974, pp.23-32.
- Sarathy, R. and S. Chatterjee, "The Divergence of Japanese and U.S. Corporate Financial Structure," *Journal of International Business studies*, Winter, 1984, pp.75-89.
- Scott, James, "Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure," *Journal of Finance* 32, 1977, pp.1-19.
- Sekely, W. and J. Collins, "Cultural Influence on international Financial Structure," *Journal of International Business studies*, Spring, 1988, pp.87-100.
- Hirota Shin'ichi, "Are Corporate Financing Decision Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure," *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol.13, 1999, pp.201-229.
- Stonehill A, and T. Stitzel, "Financial Structure and Multi-

national Corporations,” *California Management Review*,
Fall, 1969, pp.91-96.

Titman, S. and R. Wessels, “The Determinants of Capital
Structure Choice,” *Journal of Finance* 43, 1988, pp.1-19.

Waner, Jerold B., “Bankruptcy, absolute priority, and the
pricing of risky debt claims,” *Journal of Financial
Economics*, Volume 4, Issue 3, 1977, pp.239-276.

<부표 1> 부채비율을 종속변수로 추정한 결과에 대한 VIF정리

	기간 1				기간 2			
	전체	5대	30대	기타	전체	5대	30대	기타
Intercept	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
SIZE	1.52	1.47	1.82	1.14	1.37	2.06	1.97	1.10
RISK	1.17	1.39	1.41	1.16	1.32	1.99	2.10	1.30
NTD	1.58	2.61	1.74	1.58	1.80	2.64	2.91	1.78
PROFIT	1.50	2.20	1.87	1.50	1.64	2.75	2.09	1.64
SGR	1.09	1.30	1.25	1.11	1.13	1.56	1.19	1.13
AD	1.28	1.82	1.84	1.28	1.27	2.24	1.81	1.30
RD	1.12	1.40	1.20	1.11	1.11	2.12	1.35	1.11
FIXED	1.63	2.36	2.35	1.60	1.62	2.59	2.21	1.61
K05	1.29				1.20			
K30	1.22				1.16			
D1995	1.83	1.58	1.49	1.89				
D1996	1.84	1.59	1.52	1.90				
D2000					1.42	1.38	1.50	1.42
D2001					1.46	1.53	1.58	1.46

<부표 2> 대차대조표 주요 항목의 자본대비 비중

가. 전체기업

항목	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
단기차입금	71.4	81.7	88.6	103.0	64.6	28.3	26.9	21.2
유동부채	178.5	198.6	206.1	236.4	168.3	96.5	96.2	79.3
사채	42.6	37.2	43.8	55.5	55.5	28.0	21.3	21.8
장기차입금	42.3	41.3	46.3	63.1	43.9	25.4	24.0	18.9
고정부채	119.5	116.0	131.2	167.7	135.4	75.6	68.1	59.4
이연부채	0.1	0.0	0.0	0.7	0.3	0.0	0.0	0.0
부채총계	298.1	314.6	337.4	404.8	304.0	172.1	164.3	138.8
자본금	39.0	38.3	38.1	38.8	36.2	30.5	31.8	30.8
자본잉여금	35.9	33.0	37.4	36.5	47.4	45.1	46.7	44.7
주식발행초과금	15.4	13.2	13.9	14.5	13.1	15.7	16.9	20.2
재평가적립금	16.3	15.8	19.2	18.2	30.1	23.0	23.1	20.3
이익잉여금	24.5	28.0	25.7	23.9	15.9	18.2	21.8	23.5
자본조정	0.7	0.6	-1.2	0.8	0.4	6.2	-0.2	1.1
자본총계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

나. 5대기업집단지업

항목	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
단기차입금	74.1	70.8	80.6	117.8	63.2	16.7	22.1	13.7
유동부채	196.3	190.2	205.6	272.1	181.9	84.9	106.0	73.8
사채	50.2	41.2	55.8	81.8	93.7	33.4	19.1	29.5
장기차입금	45.2	39.7	54.0	82.2	40.0	12.6	13.0	8.4
고정부채	121.9	113.2	145.9	206.6	159.1	59.3	47.6	52.8
이연부채	0.0	0.0	0.0	1.5	0.5	0.0	0.0	0.0
부채총계	318.2	303.4	351.5	480.3	341.5	144.2	153.5	126.6
자본금	40.5	34.2	36.3	35.8	33.5	28.0	28.8	27.8
자본잉여금	40.9	35.4	37.9	37.8	53.4	49.4	53.3	40.4
주식발행초과금	22.4	18.8	20.2	21.7	20.6	30.1	32.9	24.1
재평가적립금	16.5	13.7	15.8	13.4	29.6	14.6	15.7	12.0
이익잉여금	17.7	30.1	29.0	24.6	10.4	14.7	23.3	31.4
자본조정	0.8	0.2	-3.2	1.8	2.7	7.9	-5.4	0.4
자본총계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

다. 30대기업 집단기업

항목	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
단기차입금	100.9	119.0	131.8	150.1	97.7	31.8	24.9	11.1
유동부채	232.7	260.2	282.4	317.5	220.5	98.8	91.3	55.8
사채	61.9	62.0	63.2	63.4	54.7	33.7	27.7	28.6
장기차입금	60.5	53.2	55.8	63.4	54.0	24.1	16.0	12.7
고정부채	168.3	161.3	172.6	212.3	166.6	84.2	65.3	56.7
이연부채	0.4	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
부채총계	401.4	421.6	455.0	530.0	387.2	183.0	156.6	112.5
자본금	45.7	45.5	43.7	44.2	34.7	30.2	27.1	17.9
자본잉여금	41.7	45.2	50.0	48.8	65.7	53.9	52.5	53.5
주식발행초과금	22.2	19.3	20.6	19.6	14.8	11.1	8.6	18.6
재평가적립금	14.8	21.7	25.0	23.8	43.6	30.7	34.7	30.3
이익잉여금	10.8	7.2	6.2	2.7	-0.1	7.1	18.3	30.4
자본조정	1.9	1.8	-0.1	4.3	-0.2	8.7	2.2	-1.7
자본총계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

라. 기타기업

항목	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
단기차입금	57.9	75.7	79.1	82.4	56.2	33.6	29.7	33.4
유동부채	146.1	183.3	182.2	195.6	145.2	102.2	93.7	101.9
사채	30.3	26.8	31.5	39.4	31.7	22.8	19.8	12.3
장기차입금	33.2	38.4	39.4	52.8	43.5	33.0	32.0	29.2
고정부채	98.6	103.0	110.5	135.1	111.8	81.6	78.3	65.0
이연부채	0.0	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
부채총계	244.7	286.2	292.8	331.1	257.2	183.8	172.0	166.9
자본금	35.4	38.2	37.3	38.9	38.3	31.9	34.9	43.0
자본잉여금	30.5	27.8	33.1	32.5	38.6	39.4	41.6	39.4
주식발행초과금	8.4	8.2	8.5	9.4	7.9	9.3	12.8	19.6
재평가적립금	16.7	15.0	19.1	19.3	26.6	24.9	22.1	15.9
이익잉여금	34.0	33.7	30.2	29.3	23.9	24.3	22.4	13.8
자본조정	0.1	0.4	-0.6	-0.7	-0.8	4.4	1.2	3.7
자본총계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Abstract

The Changes of Debt Structure Decision Factors After Foreign Exchange Crisis

Changbae Kim and Jaebum Hong

The purpose of this research is to examine empirically what kinds of changes the government's debt-ratio reduction policy, strongly promoted since the foreign exchange crisis, has made to the Korean corporate debt structure and the real factors in the decisions. This research examined how the corporate debt ratio, an important issue for the Korean economy in the wake of the foreign exchange crisis, has changed on the whole, by business group and by debt type, and how enterprises reduced their debt ratio. Furthermore, it also analyzed how debt structure decision factors as suggested in financial theory have changed since the foreign exchange crisis.

The following are the key findings obtained this research:

First, the government's corporate debt reduction effort achieved the stated objectives superficially. However, with a considerable contribution by asset revaluation, investment between business group firms, etc., however, substantial improvement of corporate financial structure was not obtained.

Second, the hypothesis –if corporate scale is large, the debt ratio would be higher– means debts would be concentrated in the large enterprises within business groups: A statistically positive relationship appeared within the top five and top 30 business groups prior to the foreign exchange crisis. Nevertheless, the same positive correlation could not be found after the crisis. –The interpretation is that the positive (+) effect of corporate scale on debt was offset because the debt reduction policy was focused on large enterprises, in particular, among the top business groups.

Third, the hypothesis –the debt ratio would be lower for higher business risks– could be supported only for the top 30 business group companies and other enterprises before the foreign exchange crisis. No statistical correlation could be found in the top five business group companies, indicating that before the foreign exchange crisis, the debt of these firms had nothing to do with business risks. Meanwhile, since the foreign exchange crisis, no statistical relationship could be found regardless of business group.

Fourth, the hypothesis –the debt ratio of a corporation with many non-debt tax shields would be low as it had to be careful in utilizing debt to achieve a tax saving effect– was rejected based on the results. The interpretation is that is interpreted that more tax shields played an affirmative role in corporate value and served as advantage with respect to debt.

Fifth, the hypothesis –if profitability is high, the debt ratio

would be lower— was supported in the short and long-term, in domestic and overseas debt ratios and regardless of the period.

Sixth, a consistent result could not be found in the relationship between growth-related variables —such as sales growth, advertisement expense concentration ratio, R&D concentration ratio, etc.— and debt ratio. Sales growth and advertisement expense concentration ratio showed a discriminant positive (+) sign in <period 1994~1996> and <period 1999~2001>, respectively. Therefore, the hypothesis that growth opportunity would have a negative (-) correlation with debt ratio was rejected. On the contrary, R&D concentration ratio showed a negative (-) sign in both <period 1994~1996> and <period 1999~2001>, appearing to support the hypothesis.

Seventh, the impact of tangible fixed assets on debt ratio showed a positive (+) correlation only for the period after the foreign exchange crisis. The interpretation is that such a phenomenon was caused by the domestic financing environment that had become more conservative after the foreign exchange crisis. In an analysis by business group, however, a statistically discriminant positive (+) relationship appeared only in other enterprises in the post-foreign exchange crisis period. This implies that the significance of tangible fixed assets as security value became higher for other enterprises than those belonging to business groups.

Eighth, it appeared that the impact of affiliation with

business groups on debt ratio declined after the foreign exchange crisis. This tells us that the statistical correlation between the top five business groups and debt ratio disappeared after the foreign exchange crisis and that it was a weak factor for the top 30 business groups as well.