

韓國製造企業의 財務構造決定要因에 관한 研究

A Study on the Financial Structure Determinants of Korean Manufacturing Firms

신 동 령*

초 록

한국기업의 취약한 재무구조에 대한 개선책을 논의하기 위해서는 재무구조를 결정하는 제반요인에 대한 이해가 선행되어야 한다. 본 연구에서는 먼저 한국기업의 재무환경을 분석하고 실증에 의해 재무구조 결정요인을 규명하고자 하였다. 회귀분석시에는 설명변수 상호간의 상관관계를 다각도로 고려하였다. 128개의 상장제조기업을 표본으로 1977-88기간의 재무자료를 이용한 분석 결과, 기업규모와 유형고정자산규모가 크고 재벌그룹 소속기업일 수록, 그리고 배당성향이 높은 기업일 수록 부채비율이 높았고, 수익성이 좋은 기업과 최근에 성장률이 높은 기업은 부채비율이 낮은 것으로 나타났다.

I. 序 論

1988년말 현재 우리나라 제조기업의 부채비율(부채총계/자산총계)은 74.7%(상장기업은 69.1%)에 달함으로써 재무구조가 아직도 취약한 모습을 보이고 있다. 그런데 이와 같이 재무구조가 취약한 원인과 이에 대한 개선책을 논의하기 위해서는 기업의 재무구조

*단국대학교 사회과학대학 회계학과 부교수

를 결정하는 제반 요인에 대한 이해가 선행될 필요가 있다.

본 연구에서는 한국기업의 재무자료를 이용하여 재무구조의 결정요인을 실증하고자 한다.¹⁾ 이 분야의 기존연구가 지니는 문제점으로서 본 연구에서 개선하고자 노력한 사항은 다음 두 가지이다.

첫째, 한국의 재무환경이 기업의 재무구조결정에 어떤 방향으로 영향을 미칠 것인가를 분석하고자 한다. 둘째, 설명변수 상호간의 상관관계문제를 다각도로 고려할 것이다.

제Ⅱ장에서는 한국기업의 재무환경을 분석하고자 한다. 제Ⅲ장에서는 기존이론과 제Ⅱ장의 분석을 토대로 한국기업의 재무구조를 설명할 수 있으리라고 생각되는 가설을 세우고, 개별기업의 재무자료를 이용하여 이를 실증하고자 한다. 제Ⅳ장은 본 연구에 대한 요약 및 결론이다.

Ⅱ. 韓國企業의 財務環境分析

2.1 韓國企業의 과다한 負債利用을 촉진한 要因

일반적으로 적정한 수준의 부채이용은 세금절감효과가 레버리지 관련비용을 상회함으로써 기업가치를 증가시키게 된다. 그러나 적정수준 이상의 부채이용은 부실위험을 증대시키고, 이에 따른 레버리지 관련비용의 상승으로 말미암아 기업가치를 오히려 떨어뜨리게 된다.

그간 많은 연구자가 지적한 바와 같이 한국기업의 재무구조는 타인자본의존도가 지나치게 높다는 특징이 있다. 한국기업의 재무구조가 취약하게 된 원인에 대해서는 이미 많은 연구가 선행되어 있다.²⁾ 여기서는 선행연구의 결과를 참조하면서, 금융환경, 세제, 소유구조, 자본시장 등의 측면에서 이들 요인을 정리하기로 한다.

1) 한국기업의 경우 과거 정책금융 등에 의해 金融資金의 配分이 이루어짐으로써 기업의 재무결정이 주로 資金의 利用可能性(availability)에 의해 이루어지고, 이에 따라 기업특성을 이용하여 재무구조결정을 설명하려는 연구는 별 의미가 없다는 견해도 있다. 그러나 한국기업의 경우에도 개별기업수준에서 보면 기업의 특성에 따라서 재무구조에 상당한 차이가 있는 것을 볼 수 있다. 이는 재벌그룹소속기업이나 대기업의 경우에도 해당된다. 따라서 본 연구는 한국기업이 부채를 많이 이용하고 있는 것은 사실이지만, 기업특성을 이용하여 재무구조결정요인을 설명하려는 연구도 의미가 있다는 입장에서 출발하고 있다.

2) 중요한 연구로는 서상룡(1985), 선병완과 이우택(1987), 윤계섭(1989), 이영기(1985) 있다.

기업의 부채이용을 촉진한 金融環境은 다음 몇 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 과거 정부가 지속적인 고도성장을 위한 투자촉진 수단으로 저금리의 정책금융을 공급하여, 기업의 차입비용을 크게 낮추어 주었다는 점이다. 예를 들면, 70년대중 정책금융인 수출어음의 할인율은 은행대출이자율의 1/3수준에 머물러 있었다. 그리고 일반은행의 신규총대출액중 정책금융의 신규대출액이 차지하는 비중은 1970-79기간에는 평균 59.6%, 1980-87기간에는 72.5%에 달하고 있다(이근식(1989), pp. 339-343). 여기에다 80년대초까지 지속된 고율의 인플레이션은 차입의 실질비용을 더욱 낮추어 줌으로써 부채이용을 촉진하는 요인으로 작용하였다.

둘째, 이와 같은 低金利政策과 정책금융은 금융기관의 대출심사기능을 약화 내지 무능화시키고, 擔保에 의한 貸出慣行을 일반화하는 원인이 되었다(김영진(1989), pp.55-57).³⁾ 이에 따라 금융자금은 중소기업보다는 대기업에, 그리고 단독기업보다는 상호지급보증이 가능한 재벌그룹기업에 우선적으로 배분되었다.

셋째, 代理理論(agency theory)에 의하면 부채이용은 危險移轉誘引, 즉 기업으로 하여금 성공할 확률은 낮지만 성공할 경우 높은 수익이 돌아오는 투자안을 선택하도록 한다. 정책금융의 경우에는 금융기관이 이러한 유인을 제어할 동기를 갖지 못하도록 함으로써, 70년대후반 중화학공업이나 해외건설업 등에 대한 투자가 방만하게 이루어진 바 있다.

넷째, 부채의존도가 높은 기업이 부실화로 말미암아 도산위기에 처했을 때, 정부가 救濟金融을 지원한 사례가 빈번했다는 점을 들 수 있다. 가장 대표적인 사례로는 1972년에 취해진 「8.3조치」와 1988년에 완료된 「부실기업정리」를 들 수 있다(주간매경 1988. 8. 4일자).

기업의 부채이용을 촉진한 稅制要因은 다음 몇 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 법인세의 과세표준액계산에 있어 차입금의 지급이자 損金으로 처리되고 있다는 점이다(법인세법 시행령 제12조 2항). 또한 공개법인을 기준으로 볼 때, 법인세율은 60년대의 10-35%로부터 70년대에는 25-46.4%로 상승하였다가 1983년 이후 39.8% 수준에 머물러 있다. 그리고 기업공개를 촉진할 목적으로 공개법인에 대한 법인세제상의 우대가 계속되고 있다(법인세법 제22조).

3) 1988년말 현재 일반은행의 담보별 대출금현황은 담보대출이 53.3%, 신용대출이 46.7%로 되어 있다. 그리고 담보대출가운데 부동산담보대출이 80.1%를 차지하고 있다(한국은행, 경제통계연보, 1989, p. 64).

둘째, 1975년 종합과세제도가 도입된 이후 이자소득의 경우에는 私債이자와 巨額社債(발행사채의 3% 또는 1억원 이상)의 이자만이 종합과세되고, 은행예금·국공채·소액사채·환매조건부채권 등에서 발생하는 이자는 모두 분리과세되고 있다. 그러나 소액주주의 배당소득을 제외하고 대주주의 배당소득은 모두 종합과세되고 있다. 공개법인의 대주주에 대해서는 배당소득공제가 허용되고 있으나, 종합소득세율의 누진율이 높아 대주주는 증자를 기피하고 차입을 선호하는 경향이 있다.

기업의 부채이용을 촉진한 또 다른 요인으로는 한국기업의 閉鎖的 所有構造와 이에 따른 기업의 경제력집중이 거론되고 있다.

첫째, 한국기업의 경우 대주주의 지분비율이 상당히 높은 것으로 밝혀지고 있다. 상장기업을 대상으로 조사한 연구결과를 보면, 상위 20인의 대주주가 소유한 평균지분비율은 1986년말 현재 65.6%에 달하는 것으로 나타나 있다(임웅기(1988), p.73). 대주주의 지분비율이 높을 경우 대주주들은 경영권상실의 위험때문에 기업공개나 증자를 꺼리게 된다.

둘째, 위에서 언급한 폐쇄적 소유구조와 이에 따른 차입에 의한 기업의 성장은 소수의 대기업, 특히 재벌그룹에 의해 경제력이 집중되는 결과를 가져왔다. 그런데 이러한 經濟力集中은 기업간의 상호출자 및 대기업에 의한 금융기관소유에 의해 차입의존도를 심화시키는 경향이 있다(장지상(1989), p. 633).

끝으로 한국기업의 부채이용을 촉진한 중요한 요인으로는 자본시장, 특히 株式市場의 未發達을 들 수 있다. 폐쇄적 소유구조를 가진 많은 기업의 소유경영자들이 경영권의 상실위험과 경영내용의 노출로 인하여 기업공개를 꺼리게 되었고, 금융·세제의 기업환경이 차입에 유리하도록 되어 있었다는 점이 이에 대한 주 원인이 될 것이다.

2.2 韓國企業의 과다한 負債利用을 제한하는 要因

전반적으로 볼 때, 한국기업이 과다한 부채를 이용한다는 것은 주지의 사실이고 위에서 분석한 재무환경요인들이 그 원인으로 제시되고 있다. 그러나 개별기업을 보면 부채의 이용정도가 기업마다 상당히 다른 것을 볼 수 있다. 그래서 여기서는 제도적으로 한국기업의 과다한 부채이용을 제한하는 요인을 살펴보기로 한다.

첫째, 「금융기관 여신운용규정」(1982. 7 금통운위 제정)에는 금융기관 총여신이 1,500 억원 이상이 되는 계열기업군 및 그 소속 기업체에 대해서는 여신을 제한하도록 되어 있다.⁴⁾ 또한 동 규정상의 「계열기업군에 대한 여신관리 시행세칙」에는 금융기관이 業種別 自己資本指導比率에 의하여 계열기업군의 재무구조개선을 유도하도록 되어 있다. 자기자본지도비율의 달성유무에 따라 기업투자 및 부동산취득시 자구노력(계열기업정리, 부동산처분, 유상증자 등)에 의한 자금조달기준이 달라진다. 1988년말 현재 30대 계열기업군의 경우 대상기업체 467개중 268개가 자기자본지도비율을 달성하고 있고,⁵⁾ 본 연구의 실증분석에 이용될 128개 표본기업체중에는 106개가 이를 달성하고 있다.

둘째, 금융기관 여신운용규정의 「상업어음할인 및 재할인취급규정」(1981. 2 금통운위 제정)에는 대기업의 경우 企業體綜合評價表의 종합평점이 50점 이상이 되어야 적격업체로 선정될 수 있도록 되어 있고, 동일업체에 대한 적정할인규모도 과거 1년간 받아들여진 금액의 1/4이내로 한정되고 있다.

셋째, 기업의 회사채발행한도는 상법 제470조에 의거 총액이 순재산액(자본금과 준비금의 합계)의 2배 이내로 제한되고 있다.

넷째, 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(1987. 4 개정)에 의하면 기업간 相互出資가 전면 금지되고 있다. 그리고 타법인에 대한 출자총액도 순자기자본(자기자본-계열회사출자금액)의 40%이내로 제한되고 있고, 한도초과분은 1992년 3월말까지 해소하도록 되어 있다.

Ⅲ. 個別企業의 財務資料를 이용한 實證分析

3.1 檢證對象假說의 設定

여기서는 기존연구에서 제시된 이론 및 실증결과, 그리고 앞서 분석된 우리나라 기업의 재무환경을 감안하여 한국기업의 재무상태를 잘 설명할 수 있으리라고 생각되는 몇 가지 가설을 설정하기로 한다. 가설 (1)(2)(3)(4)는 주로 靜態的 折衷理論과 관련이 있

4) 한국은행, 통화신용정책운용관련규정집, 1989.

5) 은행감독원의 국정감사자료(1989. 9. 20 연합통신).

고, 가설 (5)는 주로 페킹오더理論과 관련이 있다.⁶⁾

(1) 기업규모, 세제요인, 경영위험과 관련된 가설

첫째, 상장기업의 경우 규모가 큰 기업이 규모가 작은 기업에 비하여 부채비율이 높을 것으로 예상된다.⁷⁾

둘째, 한국의 稅制는 기업의 차입에 유리하도록 되어 있지만, 재무제표자료에 의해서는 세제요인이 부채비율에 미치는 효과를 분석하기가 곤란하다. 그러나 수익성이 좋은 기업일 수록 실질세율이 높고, 이에 따라 실질법인세율과 부채비율간에 (-)의 관계가 나타날 가능성이 있다.⁸⁾

셋째, 우리나라의 경우 경영위험은 어떻게 정의되던지 간에 부채비율의 결정에 별 영향을 미치지 않을 것으로 예상된다. 왜냐하면 지금까지 기업가들이 부채로 자금을 조달한 대부분의 투자안은 성공을 거두었으며, 특히 대기업의 실패에 대해서는 정부가 구제금융을 지원하여 도산을 면케해 준 경험이 있기 때문이다.⁹⁾

(2) 재벌그룹 소속유무, 금융비용과 관련된 가설

첫째, 소위 財閥그룹에 속한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 부채비율이 높을 것으로 예상된다.

둘째, 차입금에 대하여 높은 금융비용을 부담하는 기업일 수록 부채를 적게 쓸 가능성이 높다. 금융이 자율화된 상황에서는 차입에 적용되는 금리가 재무구조가 양호한 기업일 수록 낮기 때문에, 부채비율과 차입금에 대한 평균이자율은 (+)의 관계를 보일 것이다. 그러나 우리나라와 같은 상황에서는 政策金融 등으로 그와 같은 관계가 나타난다고

6) 정태적 절충이론(static tradeoff theory)은 기업의 최적재무구조가 부채비용에 따른 이득과 손실의 절충에 의하여 결정된다고 설명하고 있다. 페킹오더이론(pecking order theory)은 경영자와 잠재적 투자자간의 정보불균형으로 말미암아 주식발행이 어렵고 필요한 자금은 내부유보나 부채발행으로 조달한다는 이론이다. 기업의 재무구조결정에 관한 기존이론 및 실증연구를 정리한 결과는 신동령(1990), pp. 5-61을 참조바람.

7) 일반적으로 기업규모가 클수록 정보불완전성의 감소로 부채시장에 대한 접근이 용이하며, 신용도가 높기 때문에 중소기업에 비하여 유리한 조건으로 차입이 가능하다(Castanias(1983), p. 1628).

8) 실질세율과 경영위험이 부채비율에 미치는 영향의 부호 및 크기에 관한 가설은 기존이론과는 다르다. 즉, Scott(1976) 및 Kim(1978) 등에 의해 정리된 절세효과와 파산비용의 절충모형(tax shield-bankruptcy cost tradeoff model)에서는 실질세율이 높을 수록 부채비율이 상승하고, 경영위험이 높을 수록 부채비율은 낮아지는 것으로 되어있다.

9) 설문조사에서도 대부분의 기업들은 회사채나 증자냐를 결정함에 있어 사업의 위험정도는 전혀 고려하고 있지 않는 것으로 나타나고 있다(한국신용평가(주), 신평모니터(1989. 8.25), p.11).

보기가 어렵다.

(3) 대주주의 지분비율, 자산의 담보가치, 투자기회와 관련된 가설

첫째, 우리나라의 경우에도 대주주의 持分比率이 높은 기업일 수록(주식의 분산정도가 낮은 기업일 수록) 부채비율이 높을 것으로 예상할 수 있다. 그러나 대주주의 지분비율에 관한 공개된 자료는 신빙성이 없기 때문에 이 가설에 대한 검증결과는 해석이 곤란할 것으로 예상된다.¹⁰⁾

둘째, 우리나라 기업의 경우 금융기관으로부터의 차입이나 회사채의 발행시 擔保의 제공이 성행되고 있다. 이에 비추어 볼 때, 담보로 제공될 수 있는 유형고정자산을 많이 보유한 기업일 수록 부채비율이 높을 것으로 예상된다.¹¹⁾

셋째, 기존연구에서 無形의 投資機會를 대표하는 지표로서 제시되고 있는 광고선전비나 연구개발비에 대한 지출규모는 한국기업의 재무구조를 결정하는 요인이 되기는 곤란할 것이다. 그러나 有形의 投資機會를 대표하는 지표로서 제시되고 있는 유형고정자산에 대한 지출규모는 자산의 담보가치와 밀접한 관련이 있을 것이므로 부채비율과 (+)의 관계를 보일 것이다.¹²⁾

(4) 투자관련비용과 관련된 가설

기존이론이 맞다면, 감가상각비 등 投資關聯費用의 지출이 높은 기업일 수록 부채비율은 낮을 것이다.¹³⁾ 그러나 우리나라의 경우 투자관련비용의 규모가 큰 기업은 기존의 이

10) 대리이론에서는 내부주주의 지분비율이 높을 경우에는 채권계약조항이 준수될 가능성이 높아지고, 이에 따라 부채의 대리비용이 감소하므로 부채이용이 증가할 수 있다고 하고 있다(Kim & Sorenson(1986)). 이에 대하여 Lang(1987)은 다수의 기업에 분산투자가 불가능한 소유경영자는 과다한 부채이용에 따른 파산시 자신의 지분을 모두 상실할 가능성이 있으므로, 부채의 이용을 오히려 최적수준이하로 낮추려한다는 가설을 제시하고 있다.

11) Stulz와 Johnson(1985)은 기업이 차입시 담보로 제공할 수 있는 자산을 많이 보유할 수록 자산대체(asset substitution) 및 과소투자(under investment)에서 발생하는대리비용을 줄일 수 있어 부채이용이 증가한다는 이론을 제시하고 있다.

12) 기업이 보유하는 투자기회의 유형이 부채비율에 미치는 영향에 관한 기존이론은 Myers(1977)에서 찾을 수 있다. 즉, 기업의 투자기회가 관찰이 곤란할 무형의 성장기회에 이루어져 있다면 이기적기만문제(moral hazard problem)의 해결이 어려워 부채발행이 곤란하게 되나, 투자기회가 자본설비와 같은 유형고정자산에 대한 지출의 형태로 되어 있다면 이 문제를 용이하게 해결할 수 있으므로 부채발행에 의한 자금조달이 늘어난다.

13) 여기서의 투자관련비용은 DeAngelo와 Masulis(1980)가 제시한 대체적 세금절감효과를 가져오는 비용항목을 말한다.

론과는 달리 부채비율이 오히려 높게 나타날 것으로 예상할 수 있다. 이는 이 비용항목이 자산의 담보가치를 나타내는 유형 고정자산의 규모와 밀접한 관계가 있을 것이기 때문이다.

(5) 수익성, 배당성향, 자산성장률과 관련된 가설¹⁴⁾

첫째, 收益性이 높은 기업일 수록 내부자금조달비중이 높아 부채비율이 낮을 것이다.¹⁵⁾

둘째, 우리나라 기업의 경우 과거에 公金利수준의 배당률을 유지하도록 요구된 바 있다.¹⁶⁾ 따라서 배당성향이 높은 기업일 수록 부채비율이 높을 것으로 예상된다.

셋째, 기업의 성장에 필요한 자금이 주로 차입에 의하여 조달되고 있다면, 자산의 성장률이 높은 기업일 수록 부채비율이 높을 것이다.

3.2 標本企業의 選定

본 연구에서는 표본기업을 1977년말부터 1988년말까지 계속 증권시장에 상장되어 있는 제조기업으로 한정하였다. 그 결과 일단 169개사가 선정되었는데, 이 중에서 다음에 해당하는 기업들은 분석대상에서 제외시켰다.

- (1) 상장회사총감(상장회사협의회), 상장기업재무분석(동서경제연구소), 상장기업투자분석총람(한국신용평가(주)) 등에서 분석에 이용할 재무제표자료를 얻을 수 없는 기업.
- (2) 합병이나 영업의 일부양도 등으로 인하여 회사의 자산구조에 심각한 변화가 발생한 기업.
- (3) 재무자료가 있다 하더라도 결손의 누적 등으로 기업특성을 나타내는 재무지표를 구할 수 없는 기업. 이와 같은 과정을 거쳐 최종적으로 분석에 이용된 기업은 모두 128개사이다.

14) 수익성, 배당성향, 자산성장률이 부채비율에 미치는 영향에 관한 가설은 Myers(1984)의 페킹오더이론에서 도출된 것이다. 미국의 경우 이 가설은 Baskin(1989)의 연구 등에서 입증되고 있다.

15) 다음 설문조사의 결과를 보면 대기업, 중소기업 모두 수익성저조를 재무구조가 악화된 가장 큰 이유로 보고 있다. 서울대 경영연구소, 한국기업의 특성과 과제, 1985, p. 423.

16) 이에 대한 근거는 資本市場育成에 관한 法律(1968. 12. 9 제정, 1972. 12. 30개정)에서 찾아볼 수 있다. 이 규정은 1987. 12. 28일자로 동 법률의 개정시 폐지되었다.

3.3 分析對象變數의 定義

3.3.1 부채비율

종속변수인 부채비율(장부가치)은 모두 두 가지로 정의하고, 1985-88회계기간의 재무 자료를 이용하여 그 값을 계산하였다.

$$FL = TL/TA \quad AFL = TL/ATA$$

TL : 부채총계의 4개년(1985-88)평균

TA : 자산총계의 4개년 평균

ATA : (자산총계 - 자산재평가적립금)의 4개년 평균

FL은 부채총계를 자산총계로 나눈 것으로 이는 (100% - 自己資本比率)과 같다. 우리나라의 경우 기업에 대한 금융기관의 여신결정 및 재무구조개선유도 등에 관한 사항이 재무지표를 중심으로 이루어지고 있으므로, 기업의 재무담당자들이 중요시할 것으로 보인다. 부채총계에는 만기나 이자의 지급유무와 관계없이 모든 채무가 포함되어 있다.

우리나라의 경우 상장기업은 資產再評價가 허용되고 있다. 자산재평가가 이루어질 경우 자본의 실질적 증가가 없더라도 기업의 재무구조가 좋게 나타난다. 자산재평가의 실시여부가 재무구조에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 정의한 부채비율이 AFL이다. 자산재평가후 자본전입이 이루어진 경우는 재평가적립금이 그대로 존재하는 것으로 가정하여 부채비율을 계산하였다.

3.3.2 설명변수의 정의

기업규모는 자산총계(TA)의 4개년(1985-88)평균에 자연로그를 취하여 계산하였고, 세제요인은 실질법인세율(tc)(법인세/세전이익의 평균)로 계산하였으며, 경영위험은 12년간(1977-88)의 자료를 이용하여 영업이익/매출액(OIS)의 변동계수(SIGMA) 및 회계베타(ABETA)로 측정하였다. 재벌그룹 소속유무는 더미변수(G30)로서 30대 재벌그룹에 속하는 기업에는 1을, 나머지 기업에는 0을 부여하였다. 차입금평균이자율은 지급이자/차입금(사채 + 외국차관 + 기타 장단기차입금)의 평균(IR)으로 계산하였다.

대주주지분비율은 상장회사총감을 이용하여 최대주주 1인의 지분비율(ALPHA1) 및 대주주 전체의 지분비율(ALPHA2)의 두 가지로 측정하였다. 자산의 담보가치를 나타내는 변수도 유형고정자산의 규모(FA)(자연로그를 취함) 및 유형고정자산/자산총계의 평균(FATA)의 두 가지로 계산하였다. 유형의 투자기회는 (유형고정자산의 구입-유형고정자산의 처분)/자산총계의 평균(CETA)으로, 무형의 투자기회는 광고선전비/매출액의 평균(ADVS)과 연구개발비/매출액의 평균(RDS)을 이용하였다. 투자관련비용의 대응지표는 기존연구와 같이 감가상각비/영업이익의 평균(DEPOI)을 이용하였다.

수익성은 기존연구와 같이 영업이익/매출액으로 계산하였는데, OIS는 12년간(1977-88)의 평균수익성을 나타낸다. 배당성향은 배당금/당기순이익으로 계산하였는데, DIV는 12년간의 평균배당성향을 의미한다. 자산성장률(GRA)은 1985-88기간의 자산총계의 평균을 1981-84기간의 자산총계의 평균으로 나누어 계산하였다.

경영위험, 수익성, 배당성향을 제외한 나머지 변수는 모두 1985-88기간의 평균으로 계산하였다.¹⁷⁾ 또 회귀분석시에는 G30, ADVS, RDS, ABETA, SIGMA를 제외하고는 이들 설명변수에 모두 자연로그를 취하여 이용하였다.

4. 分析方法 및 結果

3.4.1 단순회귀분석과 그 결과

이 분야에서 이루어진 기존연구의 대부분에서는 무자료로부터 개별기업의 특성을 나타내는 대응변수를 구한 다음, 대응변수를 독립변수로 하고 부채비율을 종속변수로 하는 중회귀분석을 실시하여 가설을 검증하는 방법을 취하고 있다. 그런데 이 방법의 문제점은 대응변수간에 나타나는 상관관계로 인하여 회귀계수의 부호와 유의수준이 왜곡될 수 있다는 점이다. 여기서는 이 문제를 피하기 위하여 각 대응변수 하나를 독립변수로 하고 두 가지 부채비율을 종속변수로 하는 단순회귀분석을 먼저 실시하였다.

17) 수익성변수, 경영위험변수 및 배당성향변수를 12년간의 평균으로 측정한 것은 과거의 수익성, 경영위험 및 배당정책이 현재의 부채비율에 영향을 미칠 것임을 감안한 것이다. 자산성장률은 1985-88기간의 평균성장률로 간주할 수 있을 것이다.

그 결과는 <표 1> 및 <표 2>와 같으며, 회귀계수의 부호와 유의수준만을 표시하기로 한다.

<표 1>은 가설 (1)~(4)에 대한 검증결과를 보여주고 있다. 첫째, 부채비율을 어떻게 정의하느냐에 관계없이 많은 설명변수에 대한 회귀계수의 부호가 예상대로 나타나고 있고, 유의수준도 매우 높다.

둘째, 再評價積立金を 조정하여 부채비율을 정의한 AFL의 경우, 각 설명변수의 회귀계수는 유의수준에 있어 이를 조정하지 않은 경우에 비하여 보다 의미있는 결과를 보이고 있다.

<표 1> 회귀계수의 부호와 유의수준(I)

설명변수	FL	AFL
TA	(+) ^A	(+) ^A
tc	(-)	(-)
SIGMA	(-)	(+)
G30	(+) ^A	(+) ^A
IR	(-) ^C	(-) ^B
ALPHA1	(-) ^B	(-)
ALPHA2	(-)	(-)
FATA	(+) ^A	(+) ^A
FA	(+) ^A	(+) ^A
CETA	(+) ^B	(+) ^A
ADVS	(-)	(-)
RDS	(+)	(+)
DEPOI	(+) ^A	(+) ^A
ABETA	(+) ^B	(+) ^B

주: 기호 A는 $\alpha=0.01$, B는 $\alpha=0.5$, C는 $\alpha=0.10$ 에서 통계적 유의성이 있음을 의미함.

셋째, 가장 의미있는 설명변수는 기업규모(TA), 재벌그룹 소속유무(G30), 자산의 담보 가치(FATA & FA) 등으로 나타나고 있고, 그 다음으로는 유형의 투자기회(CETA), 투자관련비용(DEPOI), 차입금평균이자율(IR) 등으로 나오고 있다.

기업규모가 큰 기업일 수록 그리고 재벌그룹 소속기업일 수록 부채비율이 높다는 것은, 이들 기업이 금융기관으로부터 여신을 받기가 쉽다는 사실을 반영한다. 그리고 자산의 擔保價値가 높은 기업일 수록 부채비율이 높다는 것은, 토지나 건물과 같은 유형고정

자산이 차입에 대한 담보로 주로 제공되고 있음을 의미한다. 또한 차입금평균이자율이 높은 기업은 정책금융의 혜택을 받지 못하는 등 부채발행을 제한당하기 때문에, 부채비율이 낮다는 해석이 가능하다. 유형의 투자기회나 투자관련비용의 代用變數가 통계적 의미를 보인 것은 이들 변수가 자산의 담보가치를 나타내는 변수와 밀접한 관계가 있기 때문으로 풀이된다.

넷째, 경영위험은 어떻게 정의하느냐에 따라 회귀계수의 유의성이 달라지고 있다. ABETA로 측정된 경우에는 위험이 높은 기업은 예상과 달리 부채를 많이 이용하는 것으로 나타나고 있다. 그러나 SIGMA로 측정된 경우에는 부채비율과 관련이 없는 것으로 나타나고 있다. 따라서 경영위험변수는 결과가 어떻게 나오던지 경제적 의미를 부여하기 어렵다. 세제변수는 회귀계수가 모두 음수로 나타나고 있으나 통계적 유의성은 없다.

다섯째, 無形의 投資機會를 나타내는 설명변수의 회귀계수는 유의성이 없거나 부호가 가설과는 반대로 나타나는 경우가 많았다. 광고선전비의 지출(ADVS)에 대한 회귀계수는 유의성이 없는데, 이는 한국의 경우 광고선전비가 업종과 깊은 관계가 있으며 무형의 성장기회를 대표하기는 곤란할 것이라는 예상과 일치한다. 연구개발비의 지출(RDS)이 부채비율의 변동을 설명하지 못하는 것은, 이 계정의 비중이 기업간에 별 차이가 없거나 금액적으로 미미하기 때문일 것이다.

여섯째, 대주주의 지분비율에 대한 회귀계수는 모두 음수로 나타나고 있으며, 최대주주 1인의 지분비율(ALPHA1)이 이용된 FL의 경우 5%의 유의성이 있다. 따라서 이는 우리의 예상과는 다르나 Lang(1987)의 가설과는 일치한다. 그러나 이를 토대로 대주주의 지분비율이 높은 기업이 부채를 적게 이용하고 있다는 해석은 지분비율의 통계에 문제가 있으므로 주의를 요한다.

〈표 2〉는 가설 (5)에 관한 검증결과를 제시하고 있다. 첫째, 과거 및 현재의 수익성이 높은 기업은 부채를 적게 이용한다는 사실이 강하게 나타나고 있다.

둘째, 配當性向이 높은 기업이 부채비율이 높다는 가설이 강하게 입증되고 있다.

셋째, 資產成長率이 높은 기업은 가설과는 반대로 부채를 적게 쓰는 것으로 나타나고 있다. 따라서 본 연구의 표본기업에 한해서는 성장속도가 빠른 기업이 필요한 자금을 주로 차입으로 조달하고 있다는 주장은 할 수 없다. 이와 같은 결과가 나온 것은 최근

〈표 2〉 회귀계수의 부호와 유의수준(Ⅱ)

설명변수	FL	AFL
OIS	(-) ^A	(-) ^A
DIV	(+) ^A	(+) ^A
GRA	(-) ^A	(-) ^A

주 : 기호 A는 $\alpha=0.01$, B는 $\alpha=0.05$, C는 $\alpha=0.10$ 에서 통계적 유의성이 있음을 의미함.

에 자산성장률이 높은 기업은 내부자금이나 유상증자로 자금을 조달하였기 때문이라는
예상을 해 볼 수 있다. 그러나 만일 이 변수를 무형의 투자기회를 나타내는 변수로 볼
수 있다면, 이 결과는 대리이론을 지지하는 증거로 해석할 수도 있을 것이다.¹⁸⁾

3.4.2 중회귀분석과 그 결과

3.4.2.1 설명변수간의 상관관계

기존의 실증연구와 마찬가지로 여기서는 부채비율을 종속변수로 하고, 재무구조의 결
정요인으로 제시된 기업특성변수들을 설명변수로 하는 중회귀분석을 실시하기로 한다.
이 경우 먼저 설명변수간의 상관관계를 파악해 볼 필요가 있다.

<표 3>은 각 이론에서 제시된 결정요인을 대표하는 것으로 단순회귀분석에서 통계적
유의성을 나타낸 설명변수간의 相關係數行列이다. 위 표에서 볼 때, 자산총계(AT)와 유
형고정자산의 규모(FA) 및 재별그룹 소속유무(G30)간에, 그리고 유형고정자산과 관련이
있는 변수인 FA, FATA, CETA, DEPOI 상호간에 비교적 높은(+의 상관관계가 나타나
고 있다. 또한 기업규모나 유형고정자산의 규모가 큰 기업은 차입금평균이자율(IR)이 낮
은 것으로 나타나고 있다. 그러나 수익성, 성장성, 배당성향을 나타내는 세 변수와 나머
지 변수간에는 높은 상관관계가 관찰되고 있지 않다.

3.4.2.2 회귀분석결과

여기서는 설명변수간의 상관관계를 다각도에서 고려하면서 중회귀분석을 한 결과를 제
시하기로 한다. 먼저, 종전의 연구와 같이 FL과 FATA의 두 변수를 별도로 포함하는 4

18) 1982-86기간을 대상으로 한 선우석호(1990)의 연구에서도, 제조업의 경우 매출액성장률이 높은 기
업은 부채비율이 낮은 것으로 나타나고 있다.

〈표 3〉 주요 설명변수간의 상관계수행렬

	TA	G30	FA	FATA	CETA	DEPOI	IR	OIS	GRA	DIV
TA	1.00									
G30	0.59	1.00								
FA	0.94	0.59	1.00							
FATA	0.33	0.29	0.62	1.00						
CETA	0.36	0.23	0.54	0.71	1.00					
DEPOI	0.34	0.35	0.53	0.71	0.53	1.00				
IR	-0.40	-0.27	-0.45	-0.32	-0.21	-0.33	1.00			
OIS	-0.02	-0.05	-0.05	-0.10	0.01	-0.29	-0.04	1.00		
GRA	0.07	0.07	0.04	-0.04	0.10	0.05	-0.21	-0.01	1.00	
DIV	0.06	0.20	0.11	0.21	0.05	0.19	-0.09	-0.15	-0.13	1.00

〈표 4〉 OLS 회귀분석의 결과 : FL

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	13.7 (0.8)	73.8 ^A (5.4)	29.8 ^B (2.0)	52.9 ^A (3.3)	99.1 ^A (5.0)	60.6 ^A (4.2)	54.7 ^A (3.6)
TA	5.0 ^A (5.5)						
G30		10.1 ^A (4.2)					
FA			4.1 ^A (5.4)				
FATA				4.7 ^C (1.9)			
IR					-10.8 ^B (-2.4)		
CETA						4.2 ^A (2.9)	
DEPOI							3.2 ^B (2.1)
OIS	-9.2 ^A (-3.5)	-9.2 ^A (-3.3)	-8.8 ^A (-3.3)	-8.9 ^A (-3.1)	-9.7 ^A (-3.4)	-9.5 ^A (-3.4)	-7.6 ^A (-2.6)
GRA	-0.1 ^A (-3.2)	-0.1 ^A (-3.1)	-0.1 ^A (-3.1)	-0.1 ^B (-2.5)	-0.1 ^A (-3.0)	-0.1 ^A (-2.9)	-0.1 ^A (-2.7)
DIV	5.7 ^B (2.2)	4.2 (1.5)	5.0 ^C (1.9)	5.6 ^C (1.9)	5.8 ^B (2.0)	6.1 ^B (2.2)	5.6 ^C (1.9)
Adj. R ²	0.32	0.25	0.31	0.17	0.18	0.20	0.18

주 : 1) 괄호안은 t값임.

2) 기호 A는 $\alpha=0.01$, B는 $\alpha=0.05$, C는 $\alpha=0.10$ 에서 통계적 유의성이 있음을 의미함.

개의 OLS 회귀식을 추정하여 보았다. 공통적으로 들어가는 설명변수는 G30, IR, CETA, DEPOI, OIS, GRA, DIV이다. 분석결과는 어느 회귀식에서든지 일관되게 의미있는 변수로 나타나고 있는 것은 수익성(OIS), 성장률(GRA)과 배당성향(DIV) 뿐이었다. 단순회귀분석에서 유의수준이 높았던 TA, G30, FA, FATA, IR, CETA, DEPOI 등의 변수는 이들 상호간의 상관관계, 즉 多重共線性(multi-collinearity)으로 인하여 일부 모형의 경우에만 설명력이 나타나거나, 전혀 설명력이 나타나지 않고 있다.

다중공선성이란 설명변수간의 강한 상관관계로 인하여, 각 설명변수가 종속변수에 미치는 개별효과를 분리하기 어려운 상황을 말한다(Maddala(1977), p.183). 다중공선성이 심각한 상황에서는 회귀계수의 표준오차가 대단히 커서 회귀계수의 통계적 유의성이 없어지는 경우가 많다. 그리고 몇 개의 관찰치를 추가하거나 회귀식에서 의미가 없는 변수를 제거하면, 회귀계수의 크기, 부호 및 유의수준이 매우 민감하게 변하는 경우가 많다.

다중공선성이 제기되었을 때 이를 완벽하게 해결할 수 있는 방법은 없으나, 이를 통계적으로 해결할 수 있는 한 가지 방법이 稜線回歸分析(ridge regression)이다(Maddala(1977), p. 190). 능선회귀분석은 평균자승오차(mean square error : MSE)의 기준에서 최소자승추정량 $b=(X'X)^{-1}X'Y$ 에 비하여 더 우수한 능선투정량 $b(k)=(X'X+kI)^{-1}X'Y$ 을 이용하여 회귀계수를 구하는 방법이다. 본 연구에서는 앞에서 추정했던 4개의 회귀모형에 $k=0.01, k=0.1, k=0.5$ 등을 적용하고 능선회귀를 수행하여 본 결과¹⁹⁾, 모형의 전체적인 설명력에는 큰 변화가 없으나 회귀계수의 유의수준이 강화되는 것으로 나타났다. 그러나 OLS에 의한 회귀분석에서 유의성이 없었던 변수들인 G30, IR, CETA, DEPOI 등의 회귀계수는 여전히 개선되지 않는 것으로 나타났다.

다중공선성문제를 완화할 수 있는 방법의 하나는 문제가 있다고 생각되는 변수를 제외하면서 회귀분석을 하는 것이다. 여기서는 단순회귀분석에서 유의성이 있었던 AT, G30, FA, FATA, IR, CETA, DEPOI 등을 하나씩 포함시키는 방식으로 OLS 회귀분석을 실시하였다. FL과 AFL을 종속변수로한 추정결과가 <표 4> 및 <표 5>에 제시되어 있다.

단순회귀분석에서는 유의성이 있었으나 앞서의 중회귀분석에서 유의성이 없었던 모든 변수들이 원래의 통계적 유의성을 되찾고 있음을 볼 수 있다. 대표적인 변수가 G30, IR, CETA, DEPOI 등의 4변수이다. 이는 중회귀분석에서 다중공선성문제를 적절히 고려하

19) ridge regression의 수행에는 RATS 3.0 프로그램을 이용하였다. 이에 대해서는 Doan과 Litterman (1988)을 참조바람.

〈표 5〉 OLS 회귀분석의 결과 : AFL

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	14.8 (1.0)	74.8 ^A (5.6)	27.9 ^B (2.1)	46.2 ^A (3.1)	104.5 ^A (5.6)	62.3 ^A (4.6)	52.4 ^A (3.7)
TA	5.1 ^A (6.0)						
G30		8.8 ^A (3.8)					
FA			4.5 ^A (6.6)				
FATA				7.7 ^A (3.5)			
IR					-11.9 ^A (-2.8)		
CETA						4.5 ^A (3.2)	
DEPOI							4.4 ^A (3.2)
OIS	-11.6 ^A (-4.7)	-11.6 ^A (-4.4)	-11.1 ^A (-4.6)	-11.1 ^A (-4.1)	-12.2 ^A (-4.5)	-11.9 ^A (-4.4)	-9.4 ^A (-3.4)
GRA	-0.1 ^A (-3.3)	-0.1 ^A (-3.0)	-0.1 ^A (-3.2)	-0.1 ^B (-2.6)	-0.1 ^A (-3.1)	-0.1 ^A (-2.9)	-0.1 ^A (-2.8)
DIV	8.3 ^B (3.4)	7.1 ^A (2.6)	7.5 ^A (3.1)	7.4 ^A (2.7)	8.3 ^A (3.0)	8.7 ^A (3.2)	7.8 ^A (2.9)
Adj. R ²	0.41	0.31	0.43	0.30	0.28	0.29	0.29

주 : 1) 괄호안은 t값임.

2) 기호 A는 $\alpha=0.01$, B는 $\alpha=0.05$, C는 $\alpha=0.10$ 에서 통계적 유의성이 있음을 의미함.

지 않을 경우, 분석결과의 해석이 잘못될 수도 있음을 보여주는 좋은 사례가 된다.

회귀분석시에 설명변수의 수가 많을 경우, 설명변수간에 상관관계문제를 해결하면서 종속변수를 잘 설명할 수 있는 모형을 구성할 수 있는 분석방법이 段階別回歸分析 (stepwise regression)이다(Afifi & Azen(1979), pp. 171-182). 이 방법에서는 보통 최대한 허용할 수 있는 유의수준을 정하고 이를 통과하는 설명변수만을 모형 속에 선택하게 된다.

〈표 6〉은 후보설명변수를 TA, G30, FA, FATA, IR, CETA, DEPOI, OIS, DIV, GRA를 선정하고, $p=0.1$ 의 유의수준을 통과하도록 하여 모형을 추정한 결과이다. 종속변수는 FL과 AFL이다.

회귀식 (1)과 (2)에서 공통적으로 유형고정자산의 규모, 수익성, 성장률, 배당성향이 선택되고 있다. 두 회귀식에서는 모두 자산의 담보가치를 나타내는 유형고정자산의 규모(FA)가 설명력이 가장 높은 것으로 나타나고 있다. 만약 자산성장률을 무형의 투자기회를 나타내는 변수로 해석할 수 있다면, 代理理論에서 제시된 두 변수(FA, GRA) 및 폐킹오더이론에서 제시된 두 변수(OIS, DIV)가 한국기업의 재무구조결정을 가장 잘 설명하는 셈이 된다.

〈표 6〉 단계별회귀분석의 결과

	업종더미가없는 경우		업종더미가있는 경우	
	FL(1)	AFL(2)	FL(3)	AFL(4)
Constant	29.8(2.0) ^B	27.9(2.1) ^B	23.7(1.4)	19.5(1.3)
FA	4.1(5.4) ^A	4.5(6.6) ^A	4.0(4.9) ^A	4.5(6.2) ^A
OIS	-8.8(-3.3) ^A	-11.1(-4.6) ^A	-7.7(-2.3) ^B	-9.8(-3.3) ^A
GRA	-0.1(-3.1) ^A	-0.1(-3.2) ^A	-0.1(-2.5) ^B	-0.1(-2.0) ^B
DIV	5.0(1.9) ^C	7.5(3.1) ^A	5.3(1.9) ^C	6.9(2.9) ^A
N / c. f.	128 / 123	128 / 123	128 / 115	128 / 115
Adj. R ²	0.31	0.43	0.33	0.47
R ²	0.33	0.45	0.39	0.52

주 : 1) 괄호안은 t값임.

2) 기호 A는 $\alpha=0.05$, B는 $\alpha=0.05$, C는 $\alpha=0.01$ 에서 통계적 유의성이 있음을 의미함.

회귀식 (1)에서는 조정된 결정계수가 0.31로 나타나고 있고, 자산재평가적립금을 조정하여 부채비율이 계산된 회귀식 (2)에서는 조정된 결정계수가 0.43으로 나타나고 있다.

회귀식 (3)과 (4)는 회귀식 (1)과 (2)에 8개의 업종더미를 추가하여 추정한 것이다. 당초 의미가 있었던 4개 변수의 설명력은 그대로 유지되고 있고, 조정된 결정계수는 0.33과 0.47로 각각 상승하고 있다.

참고로 조정된 결정계수를 이용하지 않은 기존연구의 결과와 비교하기 위해서 회귀식 (1)과 (4)까지에 대해서 결정계수(R²)를 제시하였다. 표본기업의 수가 적은 점에 비추어 볼 때, 회귀모형의 설명력은 기존의 실증연구 결과에 비하여 상당히 우수한 것으로 평가된다.

IV. 要約 및 結論

본 연구에서는 개별기업의 재무자료를 이용하여 한국기업의 재무구조결정요인을 실증하였다. 실증에 앞서 금융환경·세계·소유구조·자본시장 등의 측면으로 나누어 과도한 부채이용의 배경이 되었다고 생각되는 재무환경을 분석하였다. 아울러 이와 같은 과도한 부채이용에 대해 제한을 가하고자 하는 규정과 제도에 대해서도 알아 보았다.

이러한 분석을 토대로 기존이론에서 제시한 재무구조의 결정요인과, 한국기업의 재무구조를 설명할 수 있으리라고 생각되는 요인들을 이용하여 실증을 하였다. 실증에 있어서는 설명변수간의 상관관계를 감안하기 위하여, 단순회귀분석, 중회귀분석, 능선회귀분석, 상관관계를 고려한 중회귀분석, 단계별회귀분석을 실시하였다. 128개의 상장 제조기업을 표본으로 한 분석의 결과는 두 가지로 요약된다. 첫째, 기업규모, 유형고정자산의 규모와 투자지출의 규모, 수익성, 배당성향, 자산성장률 등 기존이론에서 제시된 변수 및 재벌그룹소속유무, 차입금평균이자율 등의 기업특성요인이 한국기업의 재무구조결정에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 다중공선성문제를 다각도로 고려할 필요가 있다는 것이다.

이상의 분석결과가 한국기업의 재무구조개선에 대하여 주는 示唆點은 다음과 같다. 첫째, 기업규모가 큰 기업이나 재벌그룹 소속기업일 수록 부채비율이 높은 것으로 나오고 있다. 이것은 대기업 및 재벌그룹 소속기업에 대하여는 여신을 제한하고 필요한 자금을 내부유보나 유상증자로 조달하도록 유도해야 한다는 것을 의미한다.

둘째, 토지나 건물 등 유형고정자산의 규모가 큰 기업일 수록 부채비율이 높다는 것은 금융기관이 與信決定에 있어 유형고정자산을 담보로 취득하는 것이 慣行으로 되어있다는 점과 관계가 깊다. 따라서 이는 부동산투기억제와도 관련이 있지만, 기업의 재무구조개선을 위해서는 담보제공을 통한 여신은 지양되어야 한다는 것을 의미한다.

셋째, 수익성이 높은 기업일 수록 부채비율이 낮은 것으로 결과가 나오고 있다. 이것은 한국기업이 수익성이 높을 수록 負債수용능력이 커져 부채이용을 늘린다는 정태적 절충이론대로는 행동하지 않음을 의미한다. 따라서 재무구조개선을 위해서는 기업으로 하여금 신제품개발, 핵심부품의 개발, 원가절감 등으로 수익성향상을 기하도록 지원할 필요가 있다.

넷째, 배당성향이 높은 기업일 수록 부채비율이 높게 나타나고 있으므로, 재무구조개선을 위해서는 配當性向을 낮추는 것이 바람직하다는 결론이 나온다. 그러나 이것은 내부 유보를 통한 자금조달을 강화하자는 것이므로 각 기업의 배당수준은 나름대로의 여건을 감안하여 정하도록 하고, 과거와 같이 법률에 의해 획일적으로 유도하는 것과 같은 정책은 피하는 것이 좋을 것이다.

본 연구의 限界點은 최근에 상장되어 있는 제조기업의 수에 비추어 볼 때 표본기업의 수가 적다는 것이다. 분석대상기간을 최근 5년정도로 한정하고 표본기업을 상장기업과 비상장기업으로 대폭 확대한다면, 한국기업의 재무구조결정요인에 대하여 깊이 있는 이해가 가능할 것으로 생각된다.

참 고 문 헌

1. 김영진, 금융산업규제에 관한 연구, 한국신용평가(주), 1989.
2. 김홍식, “대리비용이 자본구조결정에 미치는 영향”, *신평저널*(1989 여름호), pp. 26-37.
3. 박정식, 현대재무관리(서울:다산출판사), 1989.
4. 서상룡, “우리 기업의 재무구조,” *상장협*(1985 추계호), pp.14-17.
5. 서울대 경영연구소, 한국기업의 현황과 과제, 1985.
6. 선병완, 이우택, 자본시장육성을 위한 조세정책방향, 한국조세연구소, 1987. 3.
7. 선우석호, “한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용,” *재무연구*(1990. 12), pp.61-80.
8. 신동령, 한국기업의 재무구조결정요인에 관한 연구, 서울대학교 경영학 박사학위논문(1990. 8).
9. 윤계섭, “기업의 재무구조”, 변형윤편 한국경제론(유봉출판사, 1989), pp.561-586.
10. 윤봉환, “우리나라 제조업의 자본구조결정요인에 관한 실증적 연구”, *신평저널*(1989 봄호), pp.38-57.
11. 이근식, “금융”, 변형윤편 한국경제론(유봉출판사, 1989), pp.318-365.
12. 이영기, “기업금융의 외부효과와 공공정책의 방향,” *한국개발연구*(1985 가을호), pp. 33-57.
13. 임용기, 기업소유구조와 자본시장발전, 한국신용평가(주), 1988.
14. 장지상, “경제력집중,” 변형윤편 한국경제론(유봉출판사, 1989), pp. 587-648.
15. A. Afifi and S. Azen. *Statistical Analysis: A Computer Oriented Approach* (N.Y.: Academic Press), 1979.
16. J. Baskin, “An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis,” *Financial Management* (Spring 1989), pp.26-35.
17. R. Castanias, “Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure,” *Journal of Finance*, 38 (December 1983), pp. 1617-1635.
18. H. DeAngelo and R. Masulis, “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal

- Taxation," *Journal of Financial Economics*, 8 (March 1980), pp. 3-29.
19. T. Doan and R. Litterman, *RATS USER'S Manual* (MN.: VAR Econometrics), 1988.
 20. E. Kim, "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Debt Capacity", *Journal of Finance*, 33 (March 1978), pp. 45-63.
 21. W. Kim and E. Sorenson, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 (June 1986), pp. 131-144.
 22. L. Lang, "Managerial Incentives and Capital Structure: A Geometric Note," *Working Paper No. 23* (Rodney White Center: Univ. of Pennsylvania), 1987.
 23. G. Maddala, *Econometrics* (Tokyo: McGraw-Hill), 1977.
 24. S. Myers, "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5 (November 1977), pp. 147-175.
 25. ———, "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 39 (July 1984), pp. 575-592.
 26. J. Scott, "A Theory of Optimal Capital Structure," *Bell Journal of Economics*, 7 (Spring 1976), pp. 33-54.
 27. R. Stulz and H. Johnson, "An Analysis of Secured Debt," *Journal of Financial Economics*, 14 (December 1985), pp. 501-521.

