

水産企業의 資本調達과 資本構造 決定要因에 관한 研究*

An Empirical Study on the Financing Behavior and Capital Structure Determinants of Fisheries Firms

最初 論文 接受日 : 92. 10.

修正本 接受日 : 92. 11.

論文 掲載 確定日 : 93. 2.

鄭 炅 樹**

초 록

본 연구는 수산기업의 재무구조와 자본조달실태를 분석하고, 자본구조결정요인을 검증하였다. 재무구조는 성장성 수익성 안전성면에서 매우 열악한 실정에 있으며 자금조달은 은행 제2금융기관 등을 통한 외부자금조달이 중심을 이루고 있다. 자금조달시 애로사항으로는 담보물부족과 대출한도의 부족이 가장 큰 문제점으로 지적되고 있다.

자본구조 결정요인에 대한 실증분석에서 98개 수산기업을 대상으로 1987-91년동안의 재무자료를 분석한 결과 수산기업의 자본구조는 기존의 재무이론에 의해 설명될 수 없는 요인이 있으며, 기업경영상의 특수성으로 인하여 일반기업과는 다른 재무구조적 특성을 가지므로 수산기업에 대한 별도의 재무정책이 시행 되어져야 한다.

* 이 논문은 1991년 교육부지원 한국학술진흥재단의 자유공모(지방대학육성)과제 학술연구조성비에 의해 연구되었음.

** 麗水水産大學 水産經營學科 副教授

I. 序 論

기업은 적정한 자본구조를 유지하면서 투자활동에 필요한 자본을 원활하게 조달할 수 있을 때 성장 발전하게 된다. 자본구조는 투자활동에 필요한 재무자원의 원천으로써 자기자본과 타인자본의 구성형태로 인식되고 있다. 최근의 재무이론에서 자본구조는 자본조달활동의 누적된 결과라는 주장이 資金調達順位理論(pecking order theory)과 함께 제기되고 있다(Myers, 1984). 이 이론에서는 기업의 투자활동에 필요한 자금은 우선적으로 내부자금을 이용하게 되며 내부자금 부족시 외부자금을 조달하게 되고 외부자금중에서도 안전한 증권인 부채에 의해 우선적으로 자금을 조달하게 된다고 주장한다. 또한 代理人費用理論이나 破産費用理論 등이 최적자본구조를 설명하는데 적용될 수 있다는 주장이 전개되고 있다.

우리나라의 기업은 그동안 지속적인 경제성장과 함께 많은 변화를 하여 왔음에도 자본구조의 취약성은 여전히 계속되고 있다. 그중에서도 水界에 서식하는 水産資源을 경영활동의 대상으로 하는 수산기업은 일반 제조기업과 비교하여 불 때 자본구조, 수익성, 성장성 등 기업활동의 전반적인 면에서 현저히 열악한 수준에 있다. 또한 수산기업의 모체라 할 수 있는 수산업에서도 생산량이 1986년을 정점으로 감소추세에 있으며 전체수출에서 수산물이 차지하는 비중도 계속 감소추세에 있다.

지금까지 우리나라의 수산업은 그 규모면에서 선진국으로서의 위치를 점하고 있었으며 또한 국가산업적 측면에서도 국민식량 중 동물성 단백질의 供給源으로서 중요한 비중을 차지하여 왔다. 이와 같은 수산업의 중요성과 국민경제에 미치는 영향을 고려할 때, 수산물 생산의 중심이 되고 있는 수산기업의 안정적 성장과 발전이 요청되며 또한 지속적인 생산 투자활동을 위한 자금조달이 뒷받침 되어야 한다.

자본구조에 관한 기존의 연구들은 대부분 일반기업을 대상으로 자본구조의 결정요인을 실증하고 있으나 수산기업은 일반기업과는 다른 수산경영상의 특성이 있으므로 이에 관한 별도의 연구가 필요하다. 따라서 본 연구의 목적은 수산기업에 대한 재무구조적 특성과 자본조달 실태를 파악하고 자본구조의 결정요인을 분석하는데 있으며 특히 다음과 같은 점에 중점을 둔다.

첫째, 수산기업의 재무구조와 자본조달실태를 파악하고 자본조달상의 문제점과 개선방안

을 모색코자 한다. 수산기업은 일부 소수의 대기업을 제외하고는 그 규모와 경영면에서 영세성을 면치 못하고 있으며 만성적인 자금부족 현상에 있다. 따라서 자본조달 과정상의 취약성을 파악하여 보고 이의 개선책을 검토해 보고자 한다.

둘째로, 자본구조 결정요인을 분석하여 수산기업의 자본구조가 기존의 재무이론에 의하여 설명될 수 있는가를 검증하며 이의 결과를 기초로 자본구조 개선을 위한 정책적 시사점을 모색하고자 한다.

이를 위하여 본 연구는 이론적 연구와 함께 실증적 분석을 실시한다. 이론적 연구에서는 최근의 재무이론에서 제기되고 있는 제이론을 정리하고, 이들 이론에서 제시되는 자본구조의 결정요인이 자본구조에 미치는 영향을 고찰하여 본다. 실증분석에서는 자본조달실태와 문제점에 관하여 설문조사를 실시하며, 자본구조 결정요인에 관해서는 재무자료를 중심으로 統計的分析을 실시하여 수산기업의 資本構造決定에 미치는 영향을 검증한다.

II. 水産企業의 財務構造와 資本調達實態

2.1 수산업의 生産動向

수산업은 어업·어획물운반업 및 수산물제조업으로 분류할 수 있으나, 일반적으로 수산업은 어업을 의미하는 경우가 많으며 어업이 그 중심이 되고 있다. 따라서 本節에서는 어업을 중심으로 수산물의 생산구조와 수산업계의 환경변화에 관하여 고찰하고자 한다. 어업은 수산동식물을 포획 채취 또는 양식하는 사업(수산업법 제2조)이며, 그 대상 및 근거지에 따라 연근해어업(일반해면어업), 원양어업, 양식어업, 내수면어업으로 구분된다.

2.1.1 수산업의 생산구조

우리나라의 수산물생산은 1960년대의 개발기를 거쳐 1970년대 이후에는 비약적인 발전을 거듭하여 世界上位의 水産先進國으로 자리잡게 되었다. 그동안 수산물 생산의 신장추세를 보면 1965년 63만톤에서 1970년에는 93만톤으로, 1980년에는 241만톤으로 증가하였으며 1986년도에는 366만톤으로 증가하여 20여년동안 年평균 6.5%이상의 증가율을 보여왔다. 이러한

생산추세는 1989년 기준으로 세계수산물총생산 9,953만톤중 283만톤¹⁾으로 세계 8위를 유지하고 있으며 세계 전체 생산량의 2.8%를 차지하고 있다.

〈표 2-1〉에서와 같이, 부분별로 생산량이 대체적으로 증가하는 것으로 나타나고 있으나, 생산량비율에 있어서는 연근해어업과 내수면어업이 감소추세에 있으며 반면에 원양어업과 양식어업부문은 증가추세를 보이고 있다. 즉 원양어업과 양식어업은 연평균 10%이상의 증가율을 보여 왔으나 연근해어업은 3.7%의 비교적 낮은 증가추세를 보여 왔다. 그 결과 1965년 총생산의 87%를 차지하던 연근해어업의 구성비는 1990년에 47%로 낮아졌으며 원양어업과 양식어업의 비중은 크게 상승하였다. 이러한 구조변화는 노동집약적 어업의 퇴조와 기술 및 자본집약적 어업의 浮上을 의미한다고 볼 수 있다.

〈표 2-1〉

水産物 生産推移

(단위 : 천 M/T)

년도별 구분	1965	1970	1975	1980	1985	1990	년평균 증가율(%)
연 근 해	554(87)	726(78)	1,209(57)	1,372(57)	1,495(48)	1,542(47)	3.7
원 양	9(1)	90(10)	566(27)	458(19)	767(25)	925(28)	12.3
양 식	74(12)	119(12)	351(16)	541(22)	788(25)	773(24)	10.3
내 수 면	-	-	9(0)	39(2)	53(2)	35(1)	8.6
계	637	935	2,135	2,410	3,103	3,275	6.5

주 : ()는 구성비

자료 : 농수산부, 농림수산통계연보, 각년도.

수산물 수출에 있어서도 역시 높은 성장을 가져 왔으며 1970년의 9천만달러에서 1980년에는 8억 7천만달러, 1990년에는 16억 3천만달러로서 금액적으로는 18배 이상의 증가를 가져왔다. 또한 수산물 수출의 국제적인 위치에 있어서도 1976년도에 세계 16위의 수출국이었으나 1986년에는 4위로, 1989년에는 6위의 수출국으로 부상하였으며 수산업에 관한 한 세계의 주요 선진국임을 확인할 수 있다. 국민경제에 있어서도 동물성단백질 공급의 50%이상을 담당하여 왔으며 1차산업중에서 유일하게 높은 국제수지 흑자를 기록하여 왔다.〈표 2-2 참조〉

1) FAO의 Yearbook of Fishery Statistics(1989)에 의거 고래, 물개 기타 수산포유동물 및 수산식물을 제외한 것임.

<표 2-2>

최근 10년간 수산물 무처수지표

(단위 : 천 \$)

년도별	수 출(A)	수 입(B)	무역수지(흑자)	B/A(%)
1981	1,050,763	56,812	993,951	5.4
1982	946,760	54,694	892,067	5.8
1983	907,413	52,133	855,280	5.7
1984	955,232	64,770	890,462	5.9
1985	969,992	83,229	886,763	8.6
1986	1,384,105	111,764	1,272,341	8.1
1987	1,731,352	214,855	1,516,497	12.4
1988	2,047,306	291,646	1,755,660	14.2
1989	1,821,183	321,610	1,499,573	17.7
1990	1,636,669	368,095	1,268,564	22.5

자료 : 수산청, 수산업동향에 관한 연차보고서, 각년도

2.1.2 수산업계의 환경변화

그러나 이러한 발전에도 불구하고 1980년대에 들어서면서 가중되고 있는 수산여건의 악화를 고려 할 때 앞으로도 우리의 수산업이 지금까지와 같이 계속 발전해 갈지 의문시 되고 있다. 埋立 干拓과 沿岸汚染에 의한 沿近海 漁業資源의 枯渴과 함께 중국·일본 등 인접국과의 조업경쟁은 날로 심화되어 가고 있다. 또한 70년대 중반 이후부터 세계 연안국들의 자국영토 확대와 해양자원보호라는 명분으로 200해리 管轄水域을 선포함으로써 遠洋漁業의 생산활동에 막대한 제약을 받고 있다. 이러한 상황하에서 수산물생산은 1986년을 정점으로 계속 감소 추세에 있으며, 수출에 있어서도 생산량감소에 따른 수출물량 확보의 어려움과 국내수요가격 및 임금상승으로 수출채산성이 악화되어 총수출에서 수산물이 차지하는 비중이 1979년의 6.2%에서 1990년에는 2.5%로 감소되고 있다. 이와 같은 수산환경의 변화를 가져오는 요인은 대내적 요인과 대외적 요인으로 설명되어질 수 있다. 대내적으로, 첫째 무분별한 남획과 불법 어업이 연근해어업에 있어서 자원감소현상을 가져 왔다. 이는 자원보호를 고려치 않는 생산 중심의 어업정책과 어민보호를 위한 높은 수산물가격정책이 수산자원의 체포만을 촉진시켜

오늘날과 같은 심각한 자원고갈상태를 초래하였다.

둘째 국토의 효율적 이용이라는 명분아래 干拓 埋立 등에 의한 沿近海 漁場利用의 제약을 들 수 있다. 연안의 도시화·산업화와 함께 해상교통량의 증가는 해양오염을 증대시키고 있으며 연안의 매립 간척으로 연안어장이 축소되고 환경의 변화를 초래하여 수산 생태계의 위협이 되고 있다. 이러한 어장의 환경변화로 인하여 유용고급어종이 감소일로에 있으며, 참돔, 조기, 새우류 등 각종 기호 수산물의 수입이 증가추세에 있다.

대외적으로, 세계연안국은 영해 漁業專管水域 經濟水域 등의 형태로 2백해리 수역을 선포하고 있으며 연안국의 操業規制가 강화되고 있다. 1977년 이후 1989년말까지 경제수역을 선포한 나라는 총 144개 연안국중 113개국이며 이들 국가는 어업자원의 자국화 정책의 강화에 따라 타국에 비하여 매우 배타적인 어업정책을 시행하고 있다.

최근에는 공동어업물량(JVP)의 대폭적 축소에 의한 북양트롤의 어장상실, 북양과 남태평양연안국들의 公海 流刺網 조업규제 및 어항부진으로 어로환경이 악화일로에 있을 뿐 아니라 경쟁국의 浮上마저 이에 가세하고 있다. 특히 미국수역에서는 그동안 한·미 어업협정을 통하여 쿼타조업 및 공동사업 형태로 조업을 하여 오던 것이 87년에 쿼타조업, 90년에 공동사업이 종결되었다.

또한 入漁料의 부담증가와 入漁條件의 강화도 조업환경을 악화시키고 있다. 입어료는 어업 생산성과 관계없이 지불되는 고정성비용이며 연안국의 과다한 입어료 인상은 어업경영환경 및 국제경쟁력의 저하요인으로 작용하고 있다. 입어료 인상과 함께 어획물 일부의 現地揚陸 冷蔵加工施設 등 수산개발 및 경제지원을 요구하고 있다.

한편, 수산업계 내부적 문제로는 1987-88년의 급격한 원화절상과 임금인상, 선박의 노후화와 선원인력의 부족 등을 지적할 수 있으며 이러한 여러요인이 가중되어 수출경쟁력이 크게 약화되고 있다. 특히 수출지역이 일본과 미국에 편중되어 있으므로 환율변동이 영업수지를 좌우하는 요인이 되고 있다.

이러한 환경변화에 대응하기 위하여 수산업계에서는 캄차카어장을 비롯하여 신규어장의 참여확대를 위해 현지법인 설립 및 합작투자를 적극적으로 추진하는 한편 노후선박의 교체와 어선증강을 서두르고 있다. 또한 脱漁撈를 지향하기 위해 가공식품사업을 비롯하여 냉동·냉장사업 등에 진출하여 내수시장의 적극적 참여와 사업다각화를 시도하고 있다.

2.2 수산기업의 재무구조적 특성

수산업은 水界에 서식하고 있는 수산자원을 목적 대상으로 하는 사업이므로 수산업을 경영하는 수산기업은 공업이나 농업을 경영하는 일반기업과는 경영활동이 내용에 있어서 여러가지 차이점을 갖게 된다. 즉 수산기업의 경영상의 특성으로는 경영활동의 水界에서 이루어지므로 水界가 갖는 자연적 인위적요인에 의한 危險性, 수산자원과 더불어 경영활동의 수행장소를 이동하게 되는 移動性, 각종 요인에 의한 생산활동의 中斷性, 어획량의 不確實性, 노동시간의 不規則性 등을 들 수 있다.(장수호, 1987)

이러한 수산기업의 특수성으로 인하여 우리나라는 천혜의 수산국이면서 수산기업의 경영형태는 일부소수의 대기업을 제외하고는 대부분의 경영체가 영세성을 면치 못하고 있으며, 漁家 또는 個人企業形態로 지배되고 있다.²⁾ 또한 최근 10년간의 재무자료에 의한 재무상태도 일반기업에 비해 현저히 열악한 수준에 있다.

2.2.1 成長性

수산기업의 성장성에 관한 특성으로서 첫째, 어획량의 불확실성에 의해 매출액신장세가 심한 기복현상을 보이고 있으며, 80년대 후반기 이후 지속적인 둔화현상을 보이고 있다. 1980년에는 각국의 어로규제조치의 강화에 따른 어로활동의 부진과 油價상승에 따른 출어비상승으로 원양업계의 침체현상이 계속되었다. 1981년에는 연근해 및 원양어업의 好調로 대폭적인 매출액증가를 실현하였으나 1982년에는 국제어가의 하락과 원양어업의 수출부진으로 매출액이 감소하여 (-)증가를 가져왔다. 1986년에는 양식업의 好調와 원양어업의 적극적인 시장개척, 漁價上昇으로 매출액이 크게 증가하였으며 87년까지는 유례없는 호황을 누리게 되었으나, 88년부터 연안국의 조업규제로 인한 漁場縮小와 쿼터배정의 중단 등으로 어획고감소 국제시장의 어가하락 수출둔화 등으로 매출신장세가 감소추세에 있다.

둘째, 주요 연안국의 조업규제로 인한 어장감소를 극복하기 위하여 업종다변화를 시도하고 있으며 88년이후 성장성 및 부가가치가 높은 수산가공식품분야에 대한 진출이 확대되고 있

2) 1990년말 漁船勢力別 분포에서 5톤 미만의 소형어선이 전체척수의 87.5%를 차지하며 50톤 이상의 대형어선은 3.4%에 지나지 않는다. 또한 양식어업에서도 개인경영체와 어촌계 및 수협경영체가 전체양식어업경영체의 73%를 차지하며, 협업경영체는 27%에 불과하다. 원양어업에서도 1~2척의 원양어선을 보유한 소규모 업체가 전체 원양어업 경영체 210個社중에서 146個社로 70%를 차지하고 있다.

다. 설비투자동향을 나타내는 유형고정자산증가율 및 총자산증가율이 86년 이후 크게 증가하였으며, 이는 어획부문의 환경악화에 따라 원양업체의 수산가공업에 대한 신규참여를 반영한 것이다. 수산기업은 원양업계의 어획물량 감소로 인한 사업위험을 분산시키기 위하여 신어장 개척과 함께 內需 水産加工食品市場의 지속적인 확대로 영업규모가 확대되고 있다. 수산가공 식품시장은 신제품개발 및 품질고급화, 풍부한 잠재수요기반에 비추어 향후 성장전망이 매우 양호하다고 볼 수 있다.

〈표 2-3〉 수산기업의 주요 재무비율 (단위 : %)

항목별	년도별							
	1976-80	1981-85	1986	1987	1988	1989	1990	
매출액증가율	16.2	12.5	30.9	15.8	8.1	2.7	-1.6	
총자산증가율	16.9	9.1	22.8	9.2	26.0	26.8	18.4	
유형고정자산증가율	10.2	2.7	38.0	3.9	29.0	13.3	0.5	
매출액경상이익율	-2.2	-2.5	4.8	6.8	4.3	2.3	-4.6	
총자본경상이익율	-1.5	-2.1	4.8	7.3	3.9	1.8	-3.6	
매출액영업이익율	5.5	4.5	10.2	10.0	6.2	5.9	-0.2	
자기자본비율	2.4	6.6	11.3	18.2	22.9	26.5	14.9	
유동비율	84.4	64.5	72.3	73.8	77.4	78.2	72.8	
고정장기적합율	107.5	162.0	140.4	126.6	123.1	117.6	144.2	

자료 : 한국은행, 기업경영분석, 각년도

2.2.2 收益性

수산기업은 80년대 전반기에 매출액 부진에 따른 심한 적자경영 현상을 보였으며, 후반기에는 매출액 신장과 함께 수익성이 다소 개선되는 추세를 보였으나, 연안국들의 조업규제 강화로 다시 악화되고 있다. 수익성의 특징으로 첫째, 조업여건 악화와 인건비 상승, 내수경쟁 등 환경변화로 인하여 수익율 변화의 편차가 심하다. 1980년대 전반기에는 수산자원의 자국화 경향속에서 어장확보문제로 침체일로에 있었으며, 매출액 감소로 수익성이 크게 악화되었다. 1985년말부터 3低效果를 기반으로 恩貨強勢로 인한 수출증가와 원가절감으로 영업상황이 전반적으로 好轉되기 시작하였으며, 1987년까지 油價下落 및 漁價上昇 등의 영향으로 유례없는 호황을 누리게 되어 수익성이 크게 호전되었다. 그러나 1987년 이후에는 연안국의 조업규제 강화로 인한 어획고 감소, 원화절상에 의한 수출둔화 등으로 수익성이 다시 악화되기

시작하였으며 영업환경이 불투명한 상태에 있다.

둘째, 환경변화의 내부적 요인으로서 내수가공부문의 참여업체가 증가함에 따라 이부문에 있어서 경쟁과열현상은 수익성 저하를 가속화시키고 있다. 내수가공부문이 시장규모 확대 고부가가치로 업계의 수익성유지에 기여하고 있으나, 다른 한편으로 다수업체 참여는 가격경쟁과 광고비지출증대, 조업물량 부족 등의 현상을 유발하여 수익성 악화를 심화시키고 있다.

셋째, 금융비용부담의 가중으로 영업외수지가 크게 악화되고 있다. 매출액에 대한 영업이익율은 최근 10년동안 평균 5.49%이나, 금융비용 등 영업외수지를 반영한 매출액경상이익율은 0.1%에 지나지 않는다. 경상이익율의 감소는 대규모의 설비자금 조달을 위한 차입금증가와 금융비용부담의 가중에 기인한 것이다. 또한 1990년의 경우, 지급이자율 控除하기 전의 경상이익을 총자본과 對比한 기업경상이익율이 2.01%인데 비하여 차입금에 대한 평균이자율은 11.42%로써 외부자금 조달의 효율성이 매우 낮게 나타나고 있다.

2.2.3 안전성

수산업계는 80년대 전반기에 수익성악화 현상을 반영하여 취약한 재무구조를 가졌으나 후반기에 들어서 다소 개선되는 추세를 보이고 있다. 이러한 상황에서 재무구조의 특징으로 첫째, 과대한 부채비용으로 인한 재무구조의 취약성을 들 수 있다. 이러한 취약성은 매출부진과 수익성저하로 인한 자금압박을 해소하기 위하여 타인자본에 의존한 결과로 보여 진다. 수산기업의 장기적 안정세를 나타내는 자기자본비율이 최근 10년 평균 12.68%에 지나지 않으며, 제조업의 자기자본비율 22.9%에 비하여 절반수준에 그치고 있다. 또한 과대한 부채비용의 결과 매출액에 대한 금융비용율이 1990년의 경우 7.21%이며 이는 제조업의 5.1%에 비하여 현저히 높은 수준에 있다. 이러한 현상은 과중한 금융비용으로 인하여 수산기업이 심각한 자금압박 상황에 있음을 보여주는 것이라 할 수 있으며, 불황시 대외경쟁력을 상실하게 되므로 시급히 개선되어야 한다.

둘째, 과다한 설비투자 및 자본배분의 불균형 현상을 보이고 있다. 국내 수산업의 규모의 영세성과 선박구입시 부채의존의 불가피성을 고려한다 하여도 고정장기적합율의 지표가 10년 평균 146%를 보이고 있다. 자본축적이 없는 장치산업의 경우라 하여도 선박등의 고정자산은 자기자본과 고정부채의 합인 長期資本의 한도내에서 조달되어야 한다. 고정장기적합율이 100%를 초과한다는 것은 고정자산의 조달을 일부 단기차입금으로 충당했음을 의미하며

이러한 현상은 경기불황시 자금압박을 가중시키게 된다.

셋째, 80년대 후반기에 높은 수익성을 반영하여 자본구조가 개선되는 추세에 있으나, 실질적 개선노력보다는 대부분이 자산재평가에 의존하고 있어 質的 개선에는 미흡한 실정이다. 1987년의 경우에는 收益性 向上과 함께 활발한 增資에 힘입어 자본구조가 다소 개선되었으나 1988년이후에는 재평가적립금의 증가와 주식발행초과금 등 외형적으로 개선된 것이다.

2.3 資本調達實態

2.3.1 資金調達構造

수산기업의 1980년 이후 資金調達 構成推移를 보면 <표 2-4>와 같으며, 소요자금을 內部資金보다는 주로 外部資金에 의존하여 왔다고 볼 수 있다. 내부자금의 비중은 1983년과 84년, 87년의 3개 년도를 제외하고는 계속 낮은 수준에 있으며, 특히 1988년이후에는 감소되는 추세에 있다. 내부자금의 감소추세는 내부유보 감가상각충당금 등이 모두 감소된 것에 기인한다. 외부자금은 수산기업의 주요자금원으로서 지난 10년간 큰 비중을 차지하여 왔으며 1988년 이후 계속 증가추세에 있다.

내부유보는 1970년대 후반기부터 1980년대 중반에 이르기까지 어황부진과 매출액 감소로 인한 수익성 저하로 계속 그 비중이 하락하였으나, 1985년이후에는 원양업계의 적극적인 시장개척과 수출호조, 어가상승으로 매출액이 호조를 보이면서 이익잉여금이 증대하여 내부유보의 비중이 다소 증대하였다. 그러나 1989년에는 수익성저하에도 불구하고 자산재평가와 주식발행초과금을 중심으로한 자본잉여금의 증가에 기인하여 내부유보액이 증가하였다. 감가상각비는 수산기업의 성격상 고정자산의 비중이 크고 대부분이 상각대상 자산이므로 내부자금중 큰 비중을 차지하고 있다. 그러나 최근 그 비중이 감소되고 있으며 이는 1985년 이전까지 어황의 부진으로 설비투자가 활발하지 못한데 원인이 있다고 볼 수 있다.

외부자금은 수산기업의 자금조달에 있어서 주요 자금원천이 되어 왔으며, 외부자금중에서도 증자에 의한 자기자본보다는 차입금에 의한 타인자본에 의존하여 왔다. 1980년대 전반기에는 수익성저하로 인하여 소요자금을 주식발행에 의존하여 왔고, 후반기에는 증자비용이 감소하고 있으나 1987년에는 주식시장의 호황으로 증자를 통한 자기자본의 조달비중이 크게 상승하였다. 또한 장기차입금중 社債는 그 비중이 증가추세에 있으나 외부자금중 주요한 자금

원천으로 이용되어 왔으며, 외국차관을 비롯한 기타장기차입금의 비중은 계속 감소되어 왔다. 외부자금을 전체적으로 볼 때 수산기업은 증자를 통한 자금조달보다는 차입금이 주요 자금조달 원천이 되어 왔으며, 1980년대 전반기에는 주로 단기차입금의 비중이 크고 후반기에는 장기차입금의 비중이 커지고 있는 것이 수산기업의 자금조달상의 특징이라 할 수 있다.

<표 2-4>

자금조달 구성추이

(단위 : %)

자금원	년도별									
	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90
내부자금	38.7	34.3	60.2	59.5	40.7	36.7	75.8	47.4	38.2	19.7
내부유보	-18.7	-35.6	-14.4	1.3	0.4	8.1	24.7	8.9	12.1	-11.1
감가상각	57.0	72.1	73.6	56.9	39.3	26.3	49.0	37.5	25.3	30.2
총 당 금	0.4	-2.2	1.0	1.3	1.0	2.3	2.1	1.0	0.8	0.6
외부자금	61.3	65.7	39.8	40.5	59.3	63.3	24.2	52.6	61.8	80.3
증 자	3.7	6.3	7.3	0.9	1.8	0.0	8.8	1.9	3.6	-0.9
장기차입 ¹⁾	7.0	-33.3	-1.9	-16.2	8.0	25.0	-1.7	21.6	37.8	11.3
단기차입	16.5	80.7	2.9	42.5	28.5	7.5	-3.4	18.8	10.3	43.2
기 타 ²⁾	34.1	12.0	31.5	13.3	21.0	30.8	20.5	10.3	10.1	26.7

주 : 1) 사채 외국차관 기타장기차입금 포함

2) 매입채무 등

자료 : 한국은행, 기업경영분석(각호)

<표 2-5>

자기자본 구성 변화

(단위 : %)

항목별	년도별									
	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90
자기자본	4.9	2.7	8.5	4.6	12.3	11.3	18.2	22.9	26.5	14.9
납입자본금	10.2	11.0	9.4	10.3	13.0	9.8	8.4	9.3	7.9	6.7
자본잉여금	5.4	8.5	9.5	9.6	6.2	5.3	4.8	8.7	11.7	4.3
이익잉여금	-10.7	-16.8	-10.3	-15.3	-6.9	-3.8	5.0	4.9	6.8	3.9

자료 : 한국은행, 기업경영분석(각호)

이와같이 외부자금의 조달비중이 큰 가운데 주식발행과 잉여금의 증가로 인하여 수산기업의 자기자본비율은 1981년의 4.9%에서 1989년에는 26.5%까지 상승하여 자본구조가 상당한 수준으로 개선되고 있다(표 2-5 참조). 자기자본의 구성내역을 보면 납입자본금의 비중은 1985년까지 꾸준한 증가추세를 유지하여 왔으나 1986년이후에는 그 비중이 하락하는 추세를 보이고 있다. 그러나 수익성 개선으로 이익잉여금의 비중이 현저히 높아지고 있으며, 또한 1988년과 89년에는 자산재평가와 주식시가제도의 확대에 의하여 주식발행초과금이 증가함에 따라 자본잉여금의 비중도 커지고 있다.

2.3.2 資金調達 實態分析

2.3.2.1 조사개요

수산기업은 所要資金의 대부분을 외부자금에 의존하고 있으며 외부자금중에서 자기자본보다는 주로 他人資本에 의존하고 있으므로, 이러한 자본조달과정에 있어서 문제점 및 애로사항을 파악하고 개선책을 모색하기 위하여 設問調査를 실시하였다. 이를 위하여 上場 및 登錄企業과 中小企業을 포함한 수산기업중 자산규모순으로 170개 기업을 표본으로 선정하여 설문지를 발송한 결과, 74개 기업으로부터 설문지가 회수되었다.

조사내용은 資金調達과 資本構造部門 및 수산관계기관의 역할에 한정하였으며, 조사내용중 중요도에 따라 우선순위를 표시토록한 문항에 대하여는 逆順位加重值를 부여하여 구성비를 산출하였다. 자료처리는 統計패키지 SAS를 이용하였으며 주로 사용된 통계기법은 빈도분석과 상관분석이다.

2.3.2.2 분석결과

수산기업의 최근 2-3년간 경영상태는 일반제조업과 마찬가지로³⁾ 조사대상기업의 90.5%가 어려운 편이라고 응답하여 대부분의 기업경영상태가 어려운 것으로 분석되었다. 이러한 경영상태에 대한 기업내적 요인으로는 자금조달(33.3%), 인력확보(20.5%), 판매부진(15.9%), 원자재확보(9.68%) 등의 순으로 애로를 겪고 있으며, 자금조달이 기업경영에 가장 심각한 영향을 주고 있음을 알 수 있다.

3) 대한상공회의소가 종업원 20인이상 일반 제조기업 1,500개를 대상으로 1990년 5월에 실시한 "기업경영애로요인 및 관련정책조사결과"에 의하면 조사대상기업의 53%가 기업의 경영상태가 전반적으로 어려운 편이라고 응답하였다.

가. 자금조달의 애로정도와 업종다양화

자금조달문제는 <표 2-6>에서와 같이 조사대상 기업의 70.3%가 자금조달이 어려운 편이라고 응답하고 있으며 4%만이 양호한 편이라고 응답하고 있으므로 수산기업이 심각한 자금난을 겪고 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 자금조달문제는 경영상태 개선을 위해 수산가공부문의 진출 등으로 업종다양화를 기하고 있는 기업체 일수록 영업성적이 호전되어 자금압박을 적게 받고 있는 것으로 나타나고 있다. 즉 <표 2-7>에서와 같이 수산가공부문의 비중과 자금조달문제간의 상관계수가 5%수준에서 (-)적인 유의성을 보이므로 업무다양화가 자금조달에 영향을 미친다고 볼 수 있다. 또한 수산가공업의 비중과 주식발행 또는 사채발행실적과의 상관관계가 10%수준에서 유의한 (-)관계를 나타내고 있는데 이는 수산가공업 등 업무다양화의 비중이 클수록 경영상태가 양호하여 자금조달의 압박을 적게 받고 있어 외부자금조달의 필요성을 적게 느끼고 있는 것으로 볼 수 있다. 따라서 수산기업은 자금조달로 인한 경영상의 문제점에 대한 타개책으로 업무다양화를 위한 경영전략을 구사할 필요가 있다고 하겠다.

<표 2-6> 자금조달의 애로정도

항 목	매우양호	양 호	보 통	어 려 움	매우 어려움
응답수(%)	0(0)	3(4.05)	19(25.68)	41(55.41)	11(14.86)

<표 2-7> 상관분석의 결과

상 관 변 수	상관종류	상관계수	P 값
수산가공업의 비중과 자금조달문제	피어슨상관	-0.21875	0.0244
수산가공업의 비중과 주식발행실적	피어슨상관	-0.17246	0.0747
수산가공업의 비중과 사채발행실적	피어슨상관	-0.22490	0.0559

나. 자금조달의 방법

수산기업은 여러가지 방법으로 자금조달을 하고 있는데 일반적으로 銀行借入(42.12%)을

가장 많이 이용하고 있으며 그 밖에 제2금융기관차입(20.05%), 내부자금(18.02%), 私債(7.88%) 등 다양한 조달방법을 이용하고 있는 것으로 나타났다(표 2-8 참조). 株式(0.45%)과 會社債(2.25%)의 이용도가 낮은 것은 수산기업이 대부분 영세하고 비상장기업이며 또한 수산기업의 위험성으로 인하여 資本市場을 통한 直接金融의 이용이 불가능하기 때문으로 볼 수 있다. 또한 대부분이 個人企業의 형태를 취하고 있으므로 경영권 유지를 위해서도 자본의 분산을 회피하고 있는 것으로 볼 수도 있다.

〈표 2-8〉 자금조달의 이용방법

항 목	내부자금	주식발행	회사채발행	은행차입	제2금융기관차입	私 債	기 타
비 율	18.02	0.45	2.25	42.12	20.05	7.88	9.23

외부자금조달시 조달된 자금은 주로 운전자금(36.5%), 설비투자(17.12%), 원자재조달(15%) 등을 위해 사용하고 있으며, 금융비용지급을 위한 사용이 11.7%를 차지하고 있는 바 이는 자본구조의 취약성이 수산기업의 자금압박을 가중시키고 있음을 의미한다.

다. 자금조달상의 문제점과 해결방안

수산기업이 자금압박을 받고 있는 가운데 금융기관을 통한 자금조달시 느끼는 애로사항으로는 〈표 2-9〉에서와 같이 은행대출한도의 부족(24.77%)과 담보물부족(23.65%), 신용대출의 부족(19.14%)과 수산기업의 위험성(13.06%) 등을 들고 있다. 이러한 현상은 우리나라의 금융관행이 아직도 信用本位로 이루어지지 않고 담보물확보 등 物的爲主로 대출이 이루어지는 등 금융의 후진성을 그대로 보여주는 것이라 할 수 있다. 특히 수산기업은 일반기업과는 달리 토지 건물 등의 고정자산 보다는 고도의 어로기술이나 경험을 가진 선원을 중요시하며, 고정자산은 감각성이 빠른 선박을 보유하고 있으므로 담보력에 한계가 있다. 특히 어업경영에 있어 생산시설은 漁船과 漁具가 대표적이며 이러한 시설은 자연재해를 받을 가능성이 많고 漁具 魚網 등은 소모율이 높기 때문에 담보물건으로서 인정받기가 곤란하다(장수호, 1987), 수산업은 漁期에 따라 수시로 조업이 행하여지므로 다른 산업에서 보다 계절적인 운영자금을 특히 필요로 한다. 이러한 특성을 고려할 때 우리나라의 대출관행에서와 같이 자금대출시 채권의 물적확보에만 치중한다면 담보력이 약한 중소수산기업은 適期에 소요자금을

사용하지 못하는 경우가 있게 된다. 따라서 담보력이 부족한 중소기업에게 이러한 대출관행이 시정되어 信用貸出이 확대되어야 한다.

〈표 2-9〉 자금조달시 애로사항

항 목	담보물부족	이용절차의 복잡성	신용대출의 부족	대출한도의 부족	수산기업의 위험성	중소기업의 불리성	기 타
비 율	23.65	6.08	19.14	24.77	13.06	9.01	4.28

이와같은 자금조달상의 문제점을 해결하기 위하여 필요한 대책으로는 우선적으로 신용대출을 확대(23.20%)하고 수산기업의 위험성과 산업적 위치를 고려하여 수산기업에 대한 정책적 배려(20.05%)가 필요하다. 그외에 필요한 사항으로는 〈표 2-10〉에서와 같이 金利引下(18.69%)와 자금공급한도의 확대(18.24%)도 필요한 조치로 지적되고 있다. 신용대출의 확대는 담보물확보를 우선으로 하는 금융관행에 있어 필요하고도 당연한 조치이며 수산업의 발전과 경영상의 특수성을 고려하여 수산기업에 대한 정책적 배려가 있어야 할 것이다. 지금까지 우리나라의 대출관행에서는 수산기업의 특성을 고려함이 없이 자금대출이 시행되어 왔다. 이러한 사실은 조사대상기업의 72.4%(61개기업)가 자금조달시 수산기업으로 인하여 일반기업보다 불리한 대우를 받거나 애로를 느낀 경험이 있다고 응답하고 있으며 다만 13%(10개기업)만이 애로를 느끼지 않는다고 응답한 사실에서 알 수 있다. 따라서 국가 정책적 차원에서 수산기업의 경영체질을 강화하여 수산업발전과 국제 경쟁력을 높이기 위한 적극적 지원이 필요하다.

〈표 2-10〉 자금조달문제에 대한 해결방안

항목별	금리인하	자본시장의 활성화	신용대출의 확대	대출업무의 개선	자금한도의 확대	담보평가의 현실화	수산기업의 정책적배려	기 타
비 율	18.69	3.60	23.20	8.78	18.24	5.63	20.05	1.80

라. 자본구조의 결정요인

수산기업이 일반기업에 비하여 과다한 부채를 보유하며 자본구조상의 취약성을 갖게된 것은 비상장기업으로 인한 직접금융의 이용불가(26.58%)를 가장 큰 원인으로 지적되고 있으며 또한 수산기업의 위험성(20.50%)과 부채이용의 편리성(13.74%)도 상당한 원인을 제공하고 있다. 이러한 요인들은 자금조달의 이용방법에서와 같이 수산기업의 비상장과 영세성으로 인하여 자본시장을 통한 직접금융이 어렵기 때문인 것과 같은 내용으로 볼 수 있으며, 수산기업의 위험성과 낮은 수익성으로 인하여 銀行借入과 私債 등을 이용하게 되고 그 결과 과다한 부채비율을 갖게 된 것이라 볼 수 있다. 그러나 특기할 만한 일은, 일부 경영자들은 일반 재무이론에서와는 달리 부채의 세금감면효과를 얻기 위하여 부채를 많이 이용하게 된다고 인식하고 있지 않다는 사실이다.

〈표 2-11〉

과다한 부채이용의 원인

항 목	부채이용의 편리성	지분권 집중	부채의 세금효과	주식발행의 복 잡	수산기업의 위험성	직접금융의 이용불가	기 타
비 율	13.74	7.66	5.63	7.43	20.50	26.58	18.47

자금관리자의 입장에서 기업의 자본구조에 영향을 주는 요인으로는 〈표 2-12〉에서와 같이 收益性(24.77%)을 가장 중요하게 인식하고 있는 것으로 나타났으며 그 다음으로 企業規模(15.31%), 危險性(13.06%), 有形固定資産의 비율(10.58%)의 순이다. 이러한 결과는 전통적인 재무이론에서 주장하는 내용과 유사하다. 그러나 유의해야 할 점은 자본구조 결정에 관한 기존의 이론적·실증적 연구에서 유의하다고 제시되고 있는 목표부채비율(0.45%), 산업평균비율(2.25%), R&D비율(0.90%) 등의 요인에 대하여 재무담당자들이 자본구조 결정요인으로서 그다지 중요하게 인식하지 않고 있다는 사실이다. 이는 수산기업이 일반제조업에 비하여 기술수준이나 경영상태 등이 열악한 수준에 있기 때문에 이들 요인에 대한 중요성을 인식하지 않고 있는 것으로 풀이된다. 따라서 수산기업은 자체적인 기술개발 노력과 함께 수산업계 전체적인 발전을 위해 노력해야 할 것이며 정부차원에서도 수산업발전을 위하여 수산기업에 대한 제도적인 뒷받침이 있어야 할 것으로 보인다.

<표 2-12>

자본구조의 결정요인

항 목	규 모	위험성	수익성	세금효과	성장성	유형 자산의 비 율	경영자 지분율	유동성	이자율	기 타
비율	15.31	13.06	24.77	2.70	6.30	10.58	3.37	7.65	3.15	13.21

Ⅲ. 資本構造 決定에 관한 諸 理論

3.1 자본구조와 관련된 諸 理論

자본구조이론은 자본조달이 기업가치에 영향을 미칠 것인가, 영향을 미친다면 기업가치를 극대화할 수 있는 最適資本構造가 존재할 것인가를 중심으로 발전되어 왔다. 즉 타인자본을 적절히 이용함으로써 기업가치를 극대화할 수 있다는 전통적 자본구조이론에 대하여 자본구조가 기업가치에 영향을 미칠 수 없다는 MM이론(1958)은 자본구조 논쟁에 관한 계기가 되었다. M.M이후 일부 학자들은 그들 이론의 일부가정을 완화하여도 MM이론이 여전히 성립함에 증명하였다.

그러나 70년대 이후 최근 연구의 경향을 보면, 많은 연구에서 MM이론이 여러가지 현실적인 市場不完全要因들을 고려하지 못하고 있다고 비판하고 이들을 고려하였을 때 최적자본구조의 존재가 가능하다고 주장하였다. MM이후 제기되고 있는 주요 자본구조이론으로 情態的 相反關係理論(static trade-off theory)과 資金調達順位理論(pecking order theory)을 들 수 있다.

3.1.1 정태적 상반관계이론

이 이론에서는 시장불완전성과 관련된 변수들 - 破産費用 非負債稅金效果 代理人費用 등 - 을 고려하면 최적자본구조가 존재할 수 있다고 주장한다. 기업의 부채이용에 따른 稅金效果 (tax shield)와 財務的 困境費用(costs of financial distress)과의 相反關係에 의하여 최적자본구조가 존재할 수 있다. 부채이용의 이자지급에 의한 세금효과로 일정수준까지는 기업이

치가 증가될 수 있으나 그 이상의 부채이용시 오히려 파산비용과 대리인 비용 등의 재무적 곤경비용으로 기업가치가 감소하게 되므로 부채이용으로 인한 이익과 비용이 균형을 이루는 레버리지 수준에서 기업가치를 극대화 시킬 수 있다는 것이다.

3.1.1.1 破産費用

MM의 자본구조이론에 대한 비현실성이 제기된 이후 많은 연구에서 파산시 발생하는 파산비용(bankruptcy costs)이 최적자본구조의 결정요인이 될 수 있다고 주장하였다. 즉 부채이용을 증가시키면 이자비용에 대한 減稅效果가 증가되지만 동시에 파산가능성의 증가로 인하여 파산비용도 증가하므로 限界破産費用과 限界法人稅效果가 일치하는 점에서 최적자본구조가 존재하게 된다.

기업가치의 결정모형에 감세효과와 파산비용을 공식적으로 도입한 것은 Kraus와 Litzenberger(1973)가 처음이다. 그들은 파산에 따른 비용과 세금이 고려되면 MM의 무관계이론은 더이상 성립하지 않음을 狀態選好模型(stage preference model)을 이용하여 나타냈다. 기업의 자본구성에 따라 지급불능의 상황이 발생할 수 있다는 가정하에서 기업가치는 자본구조에 따라 변화되며 상태에 따른 最適레버리지 수준이 존재할 수 있다고 하였다. 이들의 결정모형에 의하면 부채를 이용하는 기업가치는 부채를 이용하지 않는 기업가치에 세금이득을 더하고 파산비용의 가치를 공제하여 결정된다.

Scott(1976)는 파산비용을 인정할 경우 최적자본구조가 존재한다는 것을 擔保價值接近法(Collateral value approach)으로 나타냈다. 기업가치는 레버리지에 대하여 類似오목함수(quasi-concave function)이므로 기업이 부채를 補填하는데 필요한 담보자산을 충분히 소유하지 못한 경우에는 레버리지가 일정수준이상으로 증가하면 오히려 기업가치가 감소하게 된다. Kim(1976)은 확률적 파산비용과 법인세를 가정하고 CAPM모형을 이용하여 ① 파산비용존재시 기업의 負債收容能力(debt capacity)은 100% 레버리지 이전에 도달하며 ② 최적자본구조는 負債收容能力보다 적은 부채수준에서 이루어 진다고 하였다. Turnbull(1979)은 OPM을 이용하여 파산관련비용 존재시 자본구조모형과 부채수용능력을 표시하였다. 그의 연구결과는 Kim(1976)의 모형과 동일한 내용이다.

파산비용의 중요성에 관한 주장이 개념적으로 빈번하게 논의된 것과는 달리 이에 대한 실증적 조사는 이보다 늦게 1980년을 전후하여 이루어졌다. 실증적 연구에서 파산비용의 규모가 크기 때문에 자본구조의 결정요인이 될 수 있다는 주장과 파산비용이 세금효과와는 비교

될 수 없을 정도로 적다는 주장이 있다.

Warner(1977)는 11개 철도회사를 대상으로 파산비용을 조사한 결과, 파산직접비가 파산직전 기업가치의 5.3%이며 파산비용은 규모효과를 갖는다고 하였다. 그는 파산비용의 규모가 자본구조결정에서 제외될 정도로 작은 것은 아니지만 감세효과보다는 분명히 작다고 하였다. Altman(1984)은 파산직접비와 파산간접비의 측정방법을 설명하고 실증조사 결과 파산비용 대 기업가치의 비율이 17.4-23.7%로 비교적 높게 나타나며 기대세금이득의 현가와 기대파산비용의 현가와 상반관계에 의하여 최적자본구조가 결정될 수 있다고 하였다.

3.1.1.2 代理人費用

70년대 후반에 대리인비용(agency costs)을 이용하여 기업의 최적자본구조를 설명하려는 시도가 이루어졌다. 그러나 대리인이론은 이보다 일찍 Spence와 Zeckhauser(1971)에 의해 전개되었다. 그들은 기업을 둘러싸고 있는 이해관계자간의 명시적 묵시적 계약관계를 보다 구체적으로 委任者(principal)와 代理人(agent)사이의 계약관계로 파악하고 위임자와 대리인사이에서 발생하는 이해상충의 문제를 대리인문제로 인식하여 이를 最適補償契約의 관점에서 설명하고 있다.

Jensen과 Meckling(1976)은 대리인이론을 이용하여 기업의 所有權構造(ownership structure)의 결정과정에서 대리인비용의 중요성을 설명하고 있다. 그들은 稅制上으로 부채의 稅金特惠가 제공되기 전부터 기업이 현실적으로 부채를 이용하고 있었다는 사실을 중시하고 최적자본구조는 자금조달원천을 다양화함으로써 얻게 되는 이득과 동시에 발생하는 대리인비용간의 상반관계에 의하여 결정된다고 하였다.

기업의 자본조달과 관련하여 발생하는 대리인관계는 경영에 참여하는 내부주주 즉 소유경영자와 경영에 참여하지 않는 외부주주, 채권자와의 상호관계로 요약할 수 있다. 이 중에서 외부주주와 채권자는 위임자가 되고 내부주주는 대리인이 되며, 이들간에 이해관계의 대립 즉 대리인문제로 인하여 대리인비용이 발생하게 된다. 이때 외부주주와 내부주주사이의 대리인문제로 인하여 발생하는 비용이 持分の 代理人費用(agency costs of equity)이며, 주주(외부, 내부)와 채권자사이의 대리인문제로 인하여 발생하는 비용이 負債의 代理人費用(agency cost of debt)이다.

지분의 대리인비용은 경영자가 기업을 부분적으로 소유하는 경우에 발생한다. 즉 경영자는 ① 過度한 非金錢的 이득(non-pecuniary benefits) 또는 特權(perquisites)을 소비하려는 誘

인(incentives)이 있으며 ② 소유권이 감소됨에 따라 자신의 능력을 최대한 발휘하여 기업의 부를 극대화 시키려는 誘因이 적어지기 때문에 발생한다. 이러한 대리인비용은 소유경영자가 자신의 지분중 일부를 시장에 처분하므로써 외부주주의 지분율이 증가하게 되면 더욱 커지게 된다. 왜냐하면 특권소비의 비용과 노력회피로 인한 기업가치의 감소는 외부주주와 공동부담하게 되므로 소유자 지분율이 감소할 수록 외부주주들은 더욱 높은 보상을 요구하게 되어 지분의 대리인비용은 더욱 커지게 된다.

부채의 대리인 비용은 주주와 채권자간의 다음과 같은 대리인문제로 인하여 발생한다. 첫째, 주주의 유한책임으로 인하여 주주들은 投資案 代替(asset substitution)에 의하여 낮은 위험의 투자안을 높은 위험의 투자안으로 대체하여 채권자의 부가 주주에게 이전될 수 있다. 둘째, 부채를 이용하는 기업의 경영자는 투자안의 NPV가 0보다 크지만 부채의 가치보다 낮은 투자안을 선택하지 않는 過少投資問題(under-investment problem)가 발생하여 비최적적인 투자결정을 할 수 있다. 셋째, 기업의 추가적 채권발행에 의하여 기존 채권자의 請求權 稀釋化(claim dilution)로 인하여 주주와 채권자의 이해가 상충될 수 있다. 넷째, 부채에 의한 자본조달이 증가함에 따라 파산가능성과 관련하여 기업가치가 감소되어 채권자의 부가 주주에게 이전될 가능성이 있다.

대리인이론을 기초로 자본구조의 결정요인을 밝히려는 연구는 그 수가 극히 제한되고 있는 실정인데 이는 대리인비용과 관련된 대응치를 찾아내기가 비교적 어렵기 때문이다. 실증적 연구에서 대리인 비용의 대응치로 成長機會 內部者持分率 資產構成의 類型 등이 이용되고 있으며, 실증연구 결과는 이들이 자본구조의 결정에 유의한 영향을 미친다고 주장한다. Long과 Malitz(1983)는 재무레버리지를 결정하는 것은 기업이 직면하는 투자기회의 유형이라고 주장하고, 危險資產에 대한 投資案代替와 過少投資問題에서 기인하는 대리인비용의 효과를 검증하였다. 그들은 企業特有의 무형자산 투자에 대한 대응치로 광고비와 R & D비용, 유형자산 투자의 대응치로 자본적 지출을 이용하였다. 성장기회는 유형자산보다 기업특유의 무형자산과 관련되므로 성장잠재력은 부채비율과 負(-)의 관계를 가져야 하며, 유형자산에 대한 투자는 正(+)의 관계를 가져야 한다는 것을 분석한 결과 이론적 예측과 동일하였다.

Friend와 Hasbrouk(1985)는 자본구조의 결정요인으로서 주주와 경영자사이의 이해상충 관계를 고찰하였다. 경영자는 부채비율의 증가에 따라 支配權의 상실위험 때문에 보다 적은 부채를 이용하게 되므로 內部者持分率과 負債比率사이에는 負의 관계가 성립함을 나타내었

으며 이는 경영자와 주주의 이해관계가 대립될 때 경영자의 이해관계에 따라 부채비율이 결정됨을 의미한다고 주장하였다. 그러나 Kim과 Sorensen(1986)은 내부자지분율과 부채비율 사이의 관계를 검증한 결과, 내부자지분율이 높은 기업일수록 채권계약조항이 준수될 가능성이 높아지며 이에 따라 부채의 대리인 비용이 감소하므로 자기자본보다는 부채를 선호하게 된다고 하였다.

선우석호교수(1987)는 증권소지자간의 이해대립 즉 대리인 문제가 次善의 투자정책을 가져올 수 있으며 이로 인한 대리인비용이 자본구조의 결정에 영향을 주는가를 검증하였다. 성장기회가 증가할수록 과소투자문제와 투자안대체문제로 인한 대리인비용이 발생하게 되므로 부채를 적게 이용하게 된다. 분석결과 성장기회와 부채비율은 유의한 부의 관계를 갖으므로 대리인 비용이 자본구조의 결정요인이 될 수 있다고 하였다. 한편 유형고정자산은 차입에 대한 담보로 이용될 수 있으므로 대리인 비용의 감소요인으로 작용할 수 있다고 하였다.

3.1.2 자금조달순위이론

이 이론에서는 情態的 相反關係理論에서 주장하는 최적자본구조라는 개념이 없이 자금조달시 가장 비용이 저렴한 자금부터 우선적으로 활용된다고 주장한다. 이러한 논리는 Donaldson(1961)의 대기업 자금동원형태의 연구에서 이미 주장된바 있으나, 현대재무이론에서 이론적 배경을 찾을 수 없다는 이유때문에 Myers(1984)와 Myers & Majluf(1984)의 연구가 있기까지는 그다지 인정을 받지 못하였다.

자금조달순위이론을 정태적 상반관계이론과 비교하여 설명하면 다음과 같다. 첫째, 기업은 자금조달이 필요한 경우 內部資金을 선호한다. 둘째, 기업의 배당이 고정적(sticky)이고 가치있는 투자기회의 변화에 따라 배당성향이 점진적으로 조정된다. 셋째, 고정적인 배당정책과 예측하기 어려운 수익성 및 투자기회들은 내부에서 동원할 수 있는 자금이 투자액보다 크기도 하고 작기도 할 수 있음을 의미한다. 넷째, 외부자금조달이 필요시 기업은 가장 안전한 증권을 먼저 발행한다. 즉 부채를 먼저 발행하고 그 다음에 전환사채와 같은 혼합형 채권을 발행하며 마지막으로 주식을 발행하게 된다.

이러한 논리에 따르면 기업은 어떤 목표부채비율도 없게 되는데, 이는 내부적으로 조달 가능한 자금 즉 社內留保額과 외부적으로 조달 가능한 주식 모두가 자본에 속하기 때문이다. 따라서 기업의 실제 부채비율은 그 기업의 누적된 외부자금조달의 필요성을 반영한 것이며, 정

태적 상반이론에서와 같이 최적자본구조를 도달하기 위하여 株式이나 社債를 발행한 것은 아니다.

이 이론에서는 각 경제주체들이 完全資本市場에서와 같이 완전한 정보를 共有하고 있는 것이 아니며 미래에 대한 불확실성하에서 의사결정을 하고 있다고 가정한다. 특히 기업의 경영자는 외부 투자자에 비하여 기업내의 투자기회 위험 미래수익흐름에 대해 보다 많은 정보를 가지고 있으며 그 정보가 기업내에서 가지는 의미와 가치를 보다 정확히 평가할 수 있다. 이러한 정보비대칭(informational asymmetry)하에서 기업의 자본조달과 기업가치에 관한 자금조달순위이론을 요약하면 다음과 같다.

어떤 투자기회의 순현재가치(y)와 투자기회를 포기했을 경우 기업보유가치(x)를 내부경영자만이 알고 있으며 일반투자자들은 다만 확률변수로 이루어진 결합확률(\bar{x}, \bar{y})만을 알고 있다고 가정한다. 신주발행시 기업의 실질가치($N1$)와 시장가치(N)의 차이를 ΔN 이라고 하면 과대 또는 과소 평가책은 $\Delta N = N1 - N$ 이다. 경영자는 $y > \Delta N$ 일 때 즉 투자기회로 부터 순현재가치가 신주의 가치평가차액보다 클 경우에만 신주를 발행하여 투자할 것이다. 왜냐하면 시장에서 過大評價되고 있을 경우 신주발행시 신규주주들의 부가 기존주주들의 부를 극대화시킬 수 있기 때문이다. 경영자가 이러한 행태로 움직인다면 신주발행은 시장에서 과대평가되고 있음을 의미하므로 신규주주들에게 불리한 뉴스로 작용할 것이다.

신주발행전 기업의 시장가치를 V , 신주발행시 기업의 시장가치를 $V1$, 투자안에 필요한 자금을 N 이라 할 때 合理的 期待均衡(rational expectation equilibrium)은 다음과 같다.

$$V = E(\bar{x} | \text{신주발행포기}) = E(x | y < \Delta N)$$

$$V1 = E(\bar{x} + \bar{y} + N | \text{신규주식발행}) = E(\bar{x} + \bar{y} + N | y > \Delta N)$$

이 조건에서 신규주식발행액은 일정하지만 발행주식수는 시장가치에 따라 달라질 수 있다. 예컨대 신규주식발행시 신규주주들의 지분율은 $N/V1$ 이므로 신규주주들의 자본가치는

$$N1 = \frac{N}{V1} (x + y + N)$$

따라서 N , x , y 가 주어지면 株價가 높을수록 (시장에서 가치평가가 클수록) 신규주주들의 몫은 줄어들고 ΔN 도 감소된다. 이러한 논리에서 기존주주들의 부를 극대화 시키며 자금조

달순위이론에서는 다음과 같은 점을 알 수 있다.

첫째, 외부금융보다는 내부금융이 유리하다는 것이다. 외부금융으로 조달시 통상적으로 소요되는 주식발행비 모집비 인수기관수수료 등에 주식의 과소평가에 따른 비용이 포함된다. 다만, 기업이 가치있는 투자안에 투자할 만큼 충분한 기업의 여유자금(financial slack)을 확보하고 있다면 이러한 비용은 회피할 수 있다. 여유자금은 (+)의 순현재 가치를 갖는 투자기회를 시장평가와 관계없이 채택할 수 있도록 하므로 중요한 재무적 역할을 한다.

둘째, 투자기회에 조달할 기업의 여유자금이 부족하여 외부자금을 조달하게 된 경우 기업은 주식발행보다 부채발행을 더 선호하게 된다. 투자안의 순현재가치가 평가차이(ΔN)보다 크거나 같다면 기업은 신주를 발행하여 투자하게 될 것이다. 만일 평가차이가 더 크다면 (+)의 현재가치를 가진 투자안을 포기하지 않기 위하여 경영자는 보다 안전한 금융자산으로 부채를 이용하게 된다. 경영자의 내부정보가 시장에 전달될 때 부채가치가 주식가치보다 변동이 적게 되므로 부채조달시 발행비용을 줄일 수 있게 된다. 만일 기업이 무위험부채를 발행한다면 결코 가치있는 투자안을 포기하지 않을 것이다. 어느정도의 위험이 따른다 해도 대부분의 부채발행비용은 주식발행비용보다 작을 것이므로 경영자가 유리한 정보를 가졌는데도 과소평가되고 있다면 기업은 주식보다 부채로서 자본을 조달하게 된다.

3.2 資本構造의 決定要因

자본구조에 관하여 지금까지 전개된 이론들의 내용을 종합하여 보면 MM의 無關係理論이 적용된다고 보다는 자본시장에 현실적으로 존재하는 여러가지 불완전요인으로 인하여 최적 자본구조가 존재할 수 있다는 견해가 지배적이다. 특히 기업관계를 위임자-대리인간의 계약관계로 파악하는 대리인이론이 자본구조에서 중요시 되고 있다. 대리인 이론이 현대에 와서 중요시 되는 이유는 대리인관계가 경제활동 전반에 보편적으로 존재하고 있으며 거래의 중요한 구성요소로 인식하기 때문이다.

실증적 연구에서는 자본구조를 실제로 결정하는 요인이 무엇이며 이들 요인이 어느정도로 영향을 미칠 것인가의 문제를 중심으로 資本構造의 決定要因을 검증하여 왔다. 실증연구의 내용을 종합하면 기업이 환경에 적응하면서 企業屬性(firm attributes)에 의하여 자본구조를 선택하게 된다고 한다. 실증연구에서 기업속성은 직접적으로는 관찰이 불가능한 추상적 개념이

므로 적절한 代用值(proxy)를 선정하여 추정되므로 연구자에 따라 상이한 내용의 변수가 선정될 수 있다. 따라서 자본구조에 관한 지금까지의 理論的 實證的 研究에서 자본구조의 결정에 중요하게 고려되는 요인은 다음과 같다.

3.3.1 企業規模

기업규모가 자본구조 즉 부채비율의 결정에 미치는 효과는 投資와 資本調達의 2가지 측면에서 고찰할 수 있다. 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비하여 업종의 多樣化(diversification)를 쉽게 이룰 수 있다. 즉 여러가지 투자대상에 대한 分散投資를 가능하게 하며 이로 인하여 기업의 위험감소를 가능하게 한다. 따라서 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비하여 위험을 감소시킬 수 있으므로 보다 큰 負擔收容能力을 갖게 된다. 자본조달의 측면에서도 대기업은 자본시장에서 收益力이나 公信力이 상대적으로 유리하고 신용등급이 우량하며 안전한 투자대상으로 평가될 수 있으므로, 기업규모는 부채비율과 正(+의 상관관계를 갖을 것으로 예상된다.

그러나 이와 반대로 규모가 적을수록 자본시장에서 증권의 발행비용이 상대적으로 높고, 경영권의 지배관계 때문에 자본의 발행을 꺼리게 되어 부채를 선호하게 될 수도 있다. 따라서 소규모 기업은 대기업보다 부채비율이 높게 되며, 장기부채보다는 단기부채를 이용하게 되어 규모와 부채비율이 부(-)의 관계를 갖게 될 수 있다.

일반적으로 규모를 나타내는 변수는 總資産의 크기, 總賣出額, 기업의 市場價値 등이 이용될 수 있으며 規模效果가 미치는 영향을 고려하여 自然代數로 변경하여 사용한다.

3.2.2 營業危險

영업위험은 기업이 어떤 사업에 투자하였는가에 대한 투자결정에 따라 발생하는 위험이며 미래 영업이익의 不確實性을 의미한다. 미래 영업이익의 불확실성이 커지면 기업은 고정적인 財務費用을 지급하는데 어려움을 겪게 되며 만일 고정비용을 지급하지 못하면 기업은 파산위험에 처하게 된다. 따라서 영업위험이 큰기업은 파산에 따른 비용을 고려하여 파산가능성을 감소시키기 위하여 부채비율을 감소시키게 된다.

자본제공자의 입장에서 보면 그들은 기업에 대한 請求權의 확보가 가장 큰 관심사이므로 영업위험이 높은 기업에 자본을 제공하지 않게 되며 만일 자본제공을 한다면 위험을 보상받

을 수 있을 정도의 높은 보상을 요구하게 된다. 그 결과 영업위험이 큰기업은 높은 재무비용을 부담하게 되며 낮은 재무비용으로는 부채조달이 어려워 지므로 보다 적은 부채를 이용하게 된다. 그러므로 높은 영업위험을 갖는 기업은 보다 적은 부채수용능력을 갖게 되므로 영업위험은 負(-)의 관계에 있다고 볼 수 있다.

그러나 Myers(1977)는 이같은 전통적인 재무이론과는 다른 주장을 전개하였다. 투자위험이 적을수록 채권자에게 富의 이전이 크게 되며 주주에게 불리하므로 次善的인 투자기회가 증가하게 된다. 따라서 영업위험이 클수록 기업가치를 높이게 되며 보다 많은 부채를 이용하게 된다는 것이다.

일반적으로 기업의 최적부채수준은 수익변동성의 감소함수라 할 수 있으며 영업위험을 나타내는 지표로는 總資産에 대한 EBIT비율의 편차, 영업이익변화율의 편차 등이 이용될 수 있다.

3.2.3 非負債稅金利得

기업채무에서 세금의 존재는 減稅效果(tax shield)로 인하여 부채이용을 합리화시키므로 결과적으로 높은 세금을 부담하는 기업은 보다 많은 부채이용이 예상된다. 이와같이 부채의 이자지급이 세금감면효과를 가져오지만 減價償却費, 投資稅額控除(investment tax credit) 등의 非現金費用項目이 利子の 減稅效果에 대한 代替的 수단으로 작용할 수 있다. 즉 부채에 대한 이자지급을 고려하지 않더라도 비현금비용항목의 세금효과로 인하여 최적자본구조의 존재가 가능하게 된다. 비현금비용항목이 적은 기업일수록 보다 많은 부채를 이용하는 경향이 있으며, 많은 기업일수록 부채로 인한 세금공제 효과의 필요성이 감소된다. 따라서 기대현금흐름에 비하여 보다 큰 비부채세금이득을 갖는 기업은 그들의 자본구조에서 보다 적은 부채를 이용하게 되므로 비부채세금공제 항목과 부채비율은 負(-)의 관계가 예상된다.

비부채세금이득에 대한 代用値는 總資産에 대한 감가상각비의 비율, 투자세액공제액의 비율, 총자산에 대한 비부채세금이득의 직접적 추정치⁴⁾ 등이 이용될 수 있다.

4) 비부채세금이득(non-debt tax shields:NDT)의 직접적 추정치는 다음의 식을 이용하여 산출할 수 있다 (Titman & Wessels, 1988)

$$T=tc(OI-I-NDT)$$

OI=영업이익, I=이자지급액, T: 법인세, tc: 법인세율
이를 NDT에 대하여 정리하면

$$NDT=OI-I-T/tc$$

3.2.4 收益性

투자수익율이 높은 기업은 비교적 적은 부채를 이용하는 경향이 있다. 이러한 사실은 현실적으로 볼 때 수익성이 높은 기업은 많은 금액을 社內에 留保시킬 수 있으며 소요자금의 대부분을 留保額에 의하여 조달할 수 있기 때문에 부채를 상대적으로 적게 필요로 한다. 기업은 자금조달순위이론(Myers, 1984)에서와 같이 (1) 留保利益, (2) 負債借入, (3) 持分發行의 순서에 의해 자본을 조달하게 된다. 이는 주식발행과 관련된 비용절약의 이점외에도 기존주주들의 支配權을 손상시킬 위험도 없기 때문에 新株發行에 의한 자금조달이 유보이익이나 부채에 의한 자금조달보다 순위가 낮게 나타난다.

대부분의 실증적 연구 결과에 의하면 기업의 수익성이 높을수록 부채비율이 낮아진다고 하고 있으며 자본구조의 주요 결정요인이 될 수 있다고 하였다. 수익성을 나타내는 대용치로는 總資產營業利益率 賣出額營業利益率 등이 이용될 수 있다.

3.2.5 成長機會

기업이 투자액의 일부를 부채로 조달함에 따라 주주(소유경영자)들은 수익성 있는 투자안을 포기하는 誘因이 커지게 되고 그 결과 채권자의 富가 주주에게 이전될 가능성이 있게 된다. 이러한 투자안 포기유인은 부채의 증가와 함께 커지게 되며 成長産業에 속한 기업일수록 커지게 된다.

기업이 부채(D)를 사용하지 않으면 주주들은 투자안의 순현재가치가 (+)인 경우, 즉 $V(s) > I$ 이면 투자를 실현하게 된다. 그러나 부채를 이용하게 되면 투자안의 순현재 가치가 (+)이나 부채가치 보다 적다면 즉 $V(s) < I+D$ 이면 투자로 부터 기대되는 미래현금흐름이 모두 채권자의 몫이 되므로 주주는 이러한 투자안 즉 성장기회를 포기하게 된다. 투자안의 포기는 부채사용기업의 가치를 감소시키므로 합리적 채권자들은 성장기회를 많이 갖는 기업에 대해 보다 높은 프리미엄을 요구하게 되며 이것이 부채발행과 관련된 代理人費用이다. 성장기회의 증가에 따라 주주들은 이러한 대리인비용을 더 많이 부담하게 되므로 부채를 보다 적게 발행하여 이들 비용을 감소시키고자 한다.

투자안 포기유인은 성장성이 높은 기업일수록 높게 나타나며 그 결과 많은 대리인비용이 발생하게 되는데 이는 성장기업일수록 투자안의 選擇 또는 不選擇에 대한 柔軟性(flexibility)이 높기 때문이다. 따라서 성장기업은 부채를 이용함으로써 수익성 있는 투자안을 포

기하는 過小投資問題(under-investment problem)가 발생한다. 채권자들은 이와같은 주주들의 非最適(sub-optimal)投資決定을 예상하여 보다 높은 보상을 요구하며 이로인한 대리인비용은 주주들이 부담하게 된다. 따라서 주주들은 이러한 대리인비용을 감소시키기 위하여 부채를 적게 이용하게 되므로 성장기회와 부채는 (-)관계가 예상된다.

그러나 성장성이 높은 기업일수록 외부의 부채에 크게 의존한다는 주장이 있다. 즉 普通株發行에 따르는 비용이 債券發行에 수반되는 비용보다 클 경우 기업은 부채를 조달하게 되며 특히 성장성이 높은 기업은 내부유보자금이상으로 투자자금이 필요하므로 부채를 많이 이용하게 된다(Brigham, 1986)

현실적으로 대부분의 기업은 어느정도 성장기회를 갖고 있으며 높은 성장기회를 갖는 기업은 채권자들에게 비최적투자결정을 하게될 유인을 갖는다. 이러한 성장기회의 지표로는 賣出額增加率, 總資産增加率, 廣告費 및 R&D와 賣出額의 비율⁵⁾ 등이 이용될 수 있다.

3.2.6 자산의 構成形態

기업이 소유하는 자산의 구성형태가 자본구조에 영향을 줄 수 있다. 유형고정자산에 투자하는 기업은 채권자들이 투자활동을 감시하기 쉽고 자산의 擔保能力(collateral value of assets)이 있으므로 부채의 보유능력이 커지게 된다. 그러나 주주들에게 위험투자안 대체유인이 있거나 담보능력이 없는 무형자산에 투자하는 경우 채권자들은 이를 감시할 능력이 없으므로 높은 수익율을 요구하게 되어 기업의 부채보유능력은 적어지게 된다.

기업이 危險資産에 투자하는 경우 채권자들은 일정한 이자수익만을 얻게 되지만 주주들은 이자부분을 제외한 잔여수익을 얻게 되므로 채권자의 부가 주주에게 이전될 가능성이 있다 (Galai and Masulis, 1976). 즉 부채발행기업의 주식은 일종의 유럽형 콜옵션(European call option)으로 이해되므로 투자안의 미래현금흐름에 대한 분산이 크고 부채의 액면가치가 클수록 주식의 가치는 증가하게 되고 채권의 가치는 감소한다. 채권자들은 주주들의 이러한 투자전략을 예측하고 위험자산으로 전환하지 않을 것을 요구하며 투자활동을 감시하게 된다.

그러나 주주들은 채권자들의 감시활동을 피하고 자신들의 富를 증가시키기 위하여 채권자

5) R&D, 광고선전비 등은 기업의 미래 투자기회를 산출하는 활동이며 경영자의 임의적 투자(discretionary investment)에 보다 많이 의존하는 투자기회이므로 성장기회의 지표로 이용될 수 있다.(Titman & Wessels, 1988)

들에게 감시되지 않는 투자기회를 선택하게 되며 주로 無形資產(intangible assets)이나 전문생산활동에 필요한 企業特有的 자산(firm's specific assets)과 같은 危險資產에 투자하게 된다. 일반 채권자들은 이러한 위험자산을 쉽게 감시할 능력이 없으므로 부채에 대하여 높은 보상을 요구하게 되며 그 결과 감시·보증비용의 형태로 代理人費用이 존재하게 된다.

그러므로 기업이 직면하는 投資機會의 유형에 따라 부채보유능력이 달라진다. 유형고정자산을 많이 보유하는 기업은 담보능력이 크게 되어 채권자들이 기업의 투자활동을 감시하기 쉽기 때문에 부채보유능력이 크게 된다. 반면에 무형자산을 많이 보유하는 기업은 채권자의 감시능력이 떨어지게 되어 대리인비용이 발생하게 되므로 보다 적은 부채보유능력을 갖게 된다. 따라서 유형고정자산과 부채비율간에는 (+)관계가 예상되고, 무형자산과는 (-)관계가 예상된다. 자산구성의 유형을 나타내는 대응치로는 有形固定資產과 總資產과의 비율, 無形固定資產의 비율, 在庫資產·設備資產의 합과 總資產과의 비율 등이 이용될 수 있다.

3.2.7 内部株主의 持分率

내부주주(소유경영자)가 외부자에게 지분의 일부를 판매하게 되면 特權(perquisites)또는 非金錢의 利得(non-pecuniary benefits)의 과도한 소비유인이 발생한다. 즉 내부주주는 특권소비에 따른 이득을 전부 누리게 되지만 특권소비의 비용은 일부만 부담하게 되므로 내부주주의 지분율이 낮을수록 이같은 소비유인은 커지게 된다. 외부자들은 내부주주의 이같은 소비유인을 예상하고 그에 따른 不偏推定值를 주식에 반영하여 割引買入하게 되므로 기업가치는 하락하게 된다. 이것이 持分の 대리인비용이며 내부주주의 지분율이 낮을수록 크게 된다. 따라서 내부주주는 지분의 대리인 비용을 감소시키기 위하여 부채를 선호하게 된다. 또한 내부지분율이 높을수록 지분의 대리인비용이 적게 되어 외부지분에 의한 자본조달을 선호하게 되므로 내부지분율과 부채비율은 (-)관계에 있게 된다.

그러나 이와는 반대로 부채비율과 내부자지분율 사이에는 (+)관계가 있다는 주장이 있다. 기업이 외부금융을 이용하게 되면 부채와 지분의 대리인비용이 존재하게 되지만 소유권집중화에 따라 부채의 대리인 비용이 감소하게 되므로 내부자지분율이 높을수록 부채를 선호하게 되어 이들 간에는 正(+)의 관계가 성립된다는 것이다(Kim and Sorensen, 1986).

내부자지분율은 情報非對稱이 일반화된 자본시장에서 투자안의 질을 상대적으로 평가할 수 있는 신호로써 작용한다(Leland & Pyle, 1977). 이러한 信號表示假說에 의하면 내부자지

분율이 투자안의 질을 나타내는 신호로써 작용하므로 지분율이 높을수록 부채 수요능력이 높게 된다.

대리인비용이론에 의하든 신호표시가설에 의하든 내부자지분율이 부채비율과 유의한 관계라면 내부자지분율은 자본구조의 결정요인으로 작용한다고 볼 수 있다. 즉 부채비율과 (-) 관계이면 지분의 대리인 비용이 자본구조의 결정에 유의한 영향을 미치며, (+) 관계이면 신호표시가설이 성립하여 역시 자본구조의 결정요인이라고 볼 수 있다. 내부자지분율을 나타내는 지표는 기업의 의사결정에 실질적 영향을 미치는 이사·감사 등 임원들의 지분율, 대주주의 지분율 등이 이용될 수 있다.

IV. 資本構造決定要因에 관한 實證分析

4.1 가설의 설정

자본구조의 결정요인에 관한 이론적 및 실증적 연구결과를 기초로 이들 요인이 수산기업의 자본구조의 결정에 유의한 영향을 주는가를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다. 다만 내부자지분율에 대하여는 수산기업의 대부분이 비상장된 중소기업이므로 자료의 수집이 不可하여 검증에서 제외한다.

(1) 規模가 큰 수산기업은 사업의 다양화 및 자본시장에서 유리하게 평가되므로 부채를 많이 이용할 수 있다.

(2) 수산기업의 營業危險은 영업이익의 변동성을 크게 하고 파산가능성을 증가시키므로 危險性이 큰 기업일수록 부채보유능력이 낮아진다.

(3) 非負債稅金利得項目은 부채의 세금공제효과에 대한 대체적 수단으로 이용되므로 이들 항목의 금액이 클수록 적은 부채를 이용하게 된다.

(4) 成長機會는 부채의 대리인 비용을 발생시키므로 높은 성장기회를 갖는 기업은 낮은 수준의 부채를 이용한다.

(5) 有形固定資産에 투자하는 기업은 자산의 담보가치로 인하여 높은 부채보유능력을 갖게 되나 무형의 투자기회를 갖는 기업은 부채의 대리인 비용으로 인하여 낮은 수준의 부채를

이용하게 된다.

(6) 收益性이 높은 기업은 자금소요시 많은 내부 유보액을 이용할 수 있으므로 부채를 적게 이용한다.

4.2 標本企業의 선정과 變數의 정의

4.2.1 표본기업의 선정

본 연구의 분석대상기간은 1987년부터 1991년까지 5년간이며, 이 기간을 1987-88, 1989-91년의 두개의 하위기간으로 구분하였다. 분석기간을 2개로 나눈 이유는 우리나라 수산업계가 85년이후 3低현상과 신어장개발로 약 3년간 활황을 구가하였으며 최근 다시 조업환경이 악화되고 있으므로 88년을 기준으로 구분하였다. 분석대상 기업은 다음기준에 의거 선정하였다.

- ① 수산업에 종사하는 자산규모 10억원이상의 기업(91년기준)
- ② 연속 2년이상 결손이 없는 기업
- ③ 본 연구에 필요한 회계자료를 얻을 수 있는 기업

수산기업은 대부분 기업규모가 영세하고 비상장기업이므로 자료의 수집이 어려울 뿐 아니라 회계처리의 신뢰도 등에서 상장기업과는 비교할 수 없을 정도로 열악하기 때문에 지금까지 대부분의 연구에서 제외되고 있다. 특히 수산기업은 영업자체의 위험성과 경영상의 특수성으로 인하여 연구가 全無한 실정이나, 이러한 조건하에서 상장기업과 등록기업을 포함하여 위 기준에 적합한 98개 水産企業을 선정하고 대기업과 중소기업으로 구분하여 분석에 이용하였으며, 표본기업의 주요 재무적 특성치는 <표 4-1>과 같다.

분석에 필요한 자료는 한국신용평가(주)의 Data Base를 주로 이용하였으며, 기타 필요한 사항에 대하여는 해당기업에 직접 설문조사 하였다.

<표 4-1>

표본기업의 주요 재무적 특성치(1987-91)

(단위 : 백만원)

재무항목	평균	표준편차	최대치	최소치
유동자산	6,256	13,481.52	173,121	5.69
투자 및 기타자산	2,558	14,472.01	210,807	0.17
고정자산	5,845	11,557.41	104,107	0.24
자산총계	14,655	36,335.97	443,892	170.71
유동부채	7,729	16,826.24	246,880	17.13
고정부채	4,270	11,792.13	155,732	0.5
자본금	1,404	3,166.53	37,180	50.00
매출액	15,774	28,846.43	340,072	2.98
영업이익	869	3,020.04	37,007	-9,216.59
경상이익	150	1,914.03	9,117	-17,073.45
당기순이익	70	1,553.85	8,895	-16,194.05

4.2.2 변수의 선정

4.2.2.1 종속변수

從屬變數인 資本構造比率(부채비율)은 측정목적과 방법에 따라 여러가지 측정치가 이용될 수 있다. 일반적으로 총부채/총자산, 자기자본/총자산, 장기부채/총자산, 총부채/자기자본, 장기부채/투자자본⁶⁾, 장기부채/자기자본 등으로 구분될 수 있다. 이러한 측정방법중 기업의 자본구조를 올바르게 나타내는 것은 어느 비율인가? 이에 대하여는 각 비율 나름대로 이론적 근거와 의미를 가지고 있으므로 어느 특정비율만이 기업의 자본구조를 적절히 나타낸다고 보기는 어렵다.

자본구조비율의 측정에서 또하나 문제가 되는 것은 장부가치와 시장가치중 어느 것으로 측정해야 하는가의 문제이다. 자본구조는 시장가치를 기준으로 측정하는 것이 논리적이라 할 수 있으나, 비상장기업에 대한 자료수집의 한계로 장부가치의 관점에서 부채비율을 측정하며 대부분의 실증적 연구에서 장부가치를 사용하고 있다. 또한 장부가치와 시장가치사이의 횡단적 상관관계가 매우 크기 때문에 장부가치를 사용해도 오류는 적다.(Bowman, 1980)

6) 투자자본 = 장기負債 + 보통주 + 우선주

그러므로 본 연구에서는 각 기업의 장부가치를 이용하여 자본구조비율을 6가지 방법으로 측정하여 因子分析(Factor Analysis)중 主成分分析(principal component analysis : PCA)을 실시하고⁷⁾ 그 결과 因子적재값(factor loadings)이 가장 큰 측정치를 대표적 자본구조로 이용한다. 인자분석은 여러변수간의 상호관계로 부터 공통변량을 구하고, 측정치의 중복성을 찾아내어, 몇개의 기본적인 변수집단을 추출해 내는데 이용되는 기법이다. 인자분석의 주요 목적 가운데 하나는 많은 변수들을 좀더 기본적인 몇개의 변수집단으로 줄이고자 할 때 사용된다. 따라서 많은 수의 변수들로부터 회귀분석이나 상관관계분석 또는 판별분석 등의 통계 방법에 사용할 적절한 변수를 가려낼 수 있다. 이때 사용할 변수들을 선택하는 근거로는 인자적재값을 이용한다.

PCA결과 3개의 요인들이 추출되었으며 요인 1(Factor 1) 중에서 총부채/총자산의 인자적재값이 가장 크므로 이를 분석에 이용한다. 자본구조의 측정방법에 따른 인자적재 값은 <표 4-2>와 같다.

<표 4-2> 자본구조의 주성분분석

자본구조 비율	FACTOR 1	FACTOR 2	FACTOR 3
총부채 / 총자산	0.98587	0.03314	0.16417
총부채 / 자기자본	0.03131	0.96984	-0.00178
자기자본 / 총자산	-0.98585	-0.03314	-0.16424
장기부채 / 총자산	0.16385	0.00012	0.91703
장기부채 / 투자자산	0.14241	0.04197	0.92035
장기부채 / 자기자본	0.03062	0.96848	0.04440

* $\sum h^2=5.61928$ 이며 Factor 1은 총부채비율을, Factor 2는 자기자본대 부채비율, Factor 3은 장기부채비율을 의미한다.

4.2.1.2 독립변수

說明變數에 관한 기존연구의 접근방법은 관찰불가한 理論的 屬性(unobservable theoretical attributes)에 대한 代用值(proxies)를 이용하여 회귀방정식을 추정하는 것이었다. 그러

7) 본 연구에서는 주성분분석은 회전방법(rotation method)으로 가장 일반적으로 이용되는 Varimax를 이용하였다.

나 이러한 접근법은 몇가지 문제가 있을 수 있다. 즉 측정하고자 하는 속성의 유일한 대응치가 있을 수 없고, 특정속성에 대하여 많은 대응치가 있을 수 있으며, 어떠한 이론적 근거없이 단순한 통계적 適合度의 기준에 의하여 변수를 선정할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 자본구조 결정에 관한 이론적·실증적 연구에서 유의하다고 인정되는 6가지 속성의 변수를 47가지 방법으로 측정하여 主成分分析(PCA)을 실시하고 각 요인에 속하는 측정방법중 인자적재값이 가장 큰 측정치를 해당 속성의 변수로 이용하였다.⁸⁾

PCA결과 각 요인의 중요도를 나타내는 아이겐값(eigen value)이 1이상인 요인이 분석대상 전체기업은 11개, 대기업은 6개, 중소기업은 10개로 분류되었다. 이들 요인중 유사성을 갖는다고 판단되거나 해당인자가 전체 인자구조에서 차지하는 비중이 낮다고 인정되는 요인을 제외하고 각 기업집단의 요인중 7개를 선정하여 검증에 이용하였다. 선정된 자본구조 결정요인의 변수를 정리하면 <표 4-3>과 같다.

<표 4-3> 설명변수와 예상부호

기업 속 성	대 응 변 수	예 상 부 호
기업규모	총자산평균의 자연대수(A3)	+
	총자산의 자연대수(A1)	+
수 익 성	총자산순이익율(P7)	-
	매출액순이익율(P8)	-
	자기자본순이익율(P9)	-
세금 및 비부채세금이득	실질법인세율(D1)	+
	감가상각율(N4)	-
	감가상각/EBIT(N7)	-
	감가상각/총자산(N8)	-
영업위험	매출액영업이익율의 편차(R1)	-
	EBIT의 변동계수(R5)	-
	EBIT변화율의 편차(R6)	-
성장기회	EBIT성장율(G3)	-
	매출액증가율(G4)	-
	고정자산증가율(G8)	-
자산의 구성형태	유형고정자산의 규모(F1)	+
	유형고정 자산율(F2)	+

8) 주성분분석에 이용된 47개 대응변수들의 기술통계치와 인자적재값(factor loading)에 대하여는 <부표-1, 2>를 참조바람.

4.3 분석결과

자본구조비율을 종속변수로 하고 요인분석을 의하여 선정된 기업 속성요인을 독립변수로 하여 회귀분석을 실시하여, 기업 속성요인이 자본구조 결정에 어떤 영향을 미치는가 분석하기 전에 독립변수 상호간의 상관관계를 분석하여 보면 그 결과는 <표 4-4>와 같다. 만약 독립변수간에 상관성이 높다면 多重共線性(multicollinearity)으로 인하여 회귀모형의 설명력이나 유의성이 낮아질 수 있다. 이러한 경우 독립변수를 다른 변수로 대체하거나 표본의 크기를 크게함으로써 다중공선성은 제거할 수 있다. 표에서 보는 바와 같이 변수 상호간의 상관계수가 비교적 낮게 나타나고 있다. 본 연구에서는 요인분석에 의해 집단간에 차이가 있는 변수를 선정하였으므로 이러한 다중공선성의 문제는 상당히 제거되었다고 본다.

<표 4-4> 독립변수간의 상관계수(전체기업)

	A3	P7	D1	N8	R1	G4	F1
A3	1.0000						
P7	0.0819	1.0000					
D1	0.0325	-0.0569	1.0000				
N8	0.1672	0.0583	0.1335	1.0000			
R1	0.0529	-0.0798	0.0785	-0.1440	1.0000		
G4	0.0470	-0.0322	-0.0640	-0.2262	0.3810	1.0000	
F1	0.2105	-0.1046	0.0067	0.3179	-0.0208	-0.0742	1.0000

要因分析에 의해 선정된 변수를 이용하여 수산기업의 자본구조에 관한 多重回歸分析을 실시한 결과는 <표 4-5>와 같다. 분석결과, 일부 변수들이 재무이론의 주장과는 다른 결과를 보이고 있다. 즉 수익성과 세금변수는 전분석기간에 있어 이론적 고찰에서와 동일하게 자본구조에 유의한 영향을 미치지만, 기업규모와 비부채세금이득, 성장기회변수는 이론적 고찰과는 다른 유의한 관계를 보이며, 영업위험 자산의 구성형태변수는 일부기간에서만 유의한 관계를 보이고 있다.

企業規模(A3, A1)의 회귀계수는 전체기업의 경우 이론적 고찰과는 달리 유의한 (-)관계

를 보이므로 기업규모가 클수록 높은 부채비율을 갖는다고 볼 수 없다. 일반적으로 기업규모가 클수록 분산투자가 용이하고 시장접근능력이 있으므로 시장에서 長期低利의 유리한 평가를 받게 되어 보다 많은 부채수용능력을 갖게 된다고 예상할 수 있다.

그러나 우리나라 수산기업의 경우 (+)관계가 예상되는 대기업은 유의한 (-)관계를 보이고 (-)관계가 예상되는 중소기업은 (+)관계를 보이고 있다. 이처럼 이론적 예측과는 다른 관계를 보이는 것은 대기업의 경우 자금소요시 수익성이 높기 때문에 내부유보액을 이용하거나 주식발행을 통한 자금조달의 결과이며 중소기업의 경우 증권발행비용과 경영에 대한 지배권의 분산을 방지하기 위하여 부채를 많이 조달한 결과로 볼 수 있다. 이는 우리나라 수산기업이 일반기업과는 다른 재무구조적 특성을 갖는다는 현상의 하나로 볼 수 있다.

收益性(P7,8,9)과 자본구조는 유의적인(-) 관계를 보이므로 수익성이 높은 기업일수록 부채비율은 낮아진다고 볼 수 있다. 이러한 현상은 높은 수익율로 인하여 소요자금의 대부분을 社內留保로 충당할 수 있으므로 부채조달의 필요성을 느끼지 않기 때문이라고 볼 수 있으

<표 4-5> 자본구조에 관한 다중회귀분석의 결과

1. 전체기업(N=98개)

설명변수	회 귀 계 수		
	전기간(87-91)	1987-88	1989-91
A3	-0.0970(-1.821)*	-0.0122(-0.229)	-0.0399(-1.039)
P7	-1.3549(-3.222)***	-0.7681(-2.024)**	-0.1385(-0.342)
D1	0.2021(2.943)***	-0.0132(-0.181)	0.1487(2.580)**
N8	0.0193(4.158)***	0.0075(4.165)***	-0.0436(-3.559)***
R1	-0.1953(-0.373)	-0.0321(-0.071)***	-0.9793(-1.883)*
G4	0.0183(0.413)	0.1776(1.551)	0.0712(2.003)**
F1	0.0032(2.380)**	0.0029(0.853)	0.0013(1.768)*
F-value	4.148(0.0007)	2.760(0.0169)	3.723(0.0019)
Adj.R ²	0.2181	0.1803	0.2116

2. 대기업(N=23개)

설명변수	회귀계수		
	전기간(87-91)	1987-88	1989-91
A3	-0.1277(-5.196)***	0.0083(4.372)***	-0.0848(-5.058)***
P9	-4.9118(-3.120)***	-4.3713(-3.237)**	6.8122(1.181)
D1	0.1880(2.449)*	0.0023(0.026)	0.1270(2.215)*
N7	1.8296(2.700)**	-0.5252(-0.654)	0.7821(1.914)
R6	-0.1475(-1.503)	0.0321(0.500)	-5.4041(-2.450)*
G3	-0.0284(-0.999)	0.4056(4.708)***	-0.0333(-0.302)
F1	0.0299(1.780)	0.0693(3.255)**	0.1291(3.796)***
F-value	4.957(0.0362)	5.242(0.0319)	9.106(0.0254)
Adj.R ²	0.3304	0.2129	0.2295

3. 중소기업(N=75개)

설명변수	회귀계수		
	전기간(87-91)	1987-88	1989-91
A1	0.1608(0.861)	0.1196(0.612)	0.0654(0.453)
P8	-1.6362(-2.941)***	-1.6325(-2.627)***	-1.7683(-4.334)***
D1	0.1511(2.093)**	-0.0202(-0.257)	0.1812(3.218)***
N4	-0.0045(-0.898)	-0.0079(-0.706)	-0.0001(-0.048)
R5	0.0319(0.586)	0.0404(0.735)	0.0616(0.618)
G8	0.4740(2.440)**	0.2715(0.902)	0.2428(2.064)**
F2	-0.1582(-1.996)**	0.0747(0.539)	-0.0360(-0.303)
F-value	3.592(0.0029)	3.395(0.0040)	4.788(0.0004)
Adj.R ²	0.2209	0.2099	0.3175

*** $\alpha \leq 0.01$, ** $\alpha \leq 0.05$, * $\alpha \leq 0.1$, ()은 t 값

며 자금조달순위이론에서 주장하는 바와 일치한다고 볼 수 있다. 이러한 결과는 성장기회 변수중 EBIT성장율의 회귀계수가 (-)이므로 수익성이 높을수록 부채를 적게 이용한다는 내용과도 일치한다. <표 4-5>에서와 같이 대기업의 일부기간(89-91년)을 제외하고 전분석기간에 걸쳐 유의한 (-)관계이다.

税金變數(D1)는 전체분석기간에서 기업규모에 관계없이 유의한 (+)관계를 보이고 있다. 이는 세율이 높을수록 이자비용에 대한 減稅效果가 커지므로 부채를 많이 사용할 것이라는 이론적 예측과 동일한 현상을 보이고 있다. 그러나 非負債税金利得의 변수(N4,7,8)는 부채비율과 유의한 (+)관계를 보이고 있다. 이는 감가상각 또는 감모상각비 등의 비현금지출비용이 부채의 세금이득의 필요성을 감소시키므로 부채비율과는 (-)관계를 갖는다는 이론적 주장(DeAngelo와 Masulis, 1980)에 의문을 제기하고 있다. 중소기업의 경우 (-)관계를 갖지만 유의성이 낮기 때문에 부채비율의 결정에 영향을 준다고 볼 수 없다. 따라서 우리나라 수산기업의 경우 비부채세금이득의 항목이 부채를 적게 사용하도록 유인을 제공하고 있지 못하며 오히려 대기업의 경우 유의한 (+)관계이므로 부채를 많이 사용하도록 하는 요인이 되고 있다.

營業危險의 변수(R1,5,6)는 부채비율과 유의수준이 낮지만 전체기업과 대기업에서(-)관계를 보이므로 영업위험이 부채비율의 결정에 감소요인으로 작용한다고 볼 수 있다. 전체기업과 대기업이 全期間分析에서는 유의성이 낮지만 일부기간(89-91년)에서는 유의한 (-)관계를 보이고 있으며 이는 이론적 예측과 동일한 결과이다.

영업위험이 커지면 미래수익의 변동가능성이 커지고 파산위험이 증가하므로 기업은 부채를 적게 이용하게 된다. 특히 수산기업의 경우 일반 제조업이나 육상에서 운영되는 영업과는 달리 경영활동이 水界에서 이루어지고 있으므로 위험성이 높다고 볼 수 있으며 이러한 위험성은 수산기업의 자본조달시 애로요인으로 작용하고 있음을 알 수 있다. 그러나 중소기업의 경우 이론적 예측과는 달리 (+)관계를 보이므로 영업위험이 자본구조의 감소요인이라고 볼 수 없다. 이러한 현상은 대부분의 수산기업이 영세하고 담보력이 약하기 때문에 금융기관 등이 營業危險이나 元利金回收可能性을 고려하지 않고 자금대출이 이루어지고 있다는 것을 의미한다. 또한 이러한 자본구조와 위험성과의 (+)관계는 여신의 자율성이 보장되지 않는 상황에서 수산기업의 산업구조적 중요성과 영세성에 비추어 정부의 정책금융에 따른 결과일 수도 있다.

成長機會를 나타내는 변수(G3, 4, 8)는 이론적 고찰과는 반대로 자본구조와 (+)관계를 보이고 있다. 이는 대리인이론에서 주장하는 바와 같이 성장기회가 높은 기업일수록 미래의 任意的 投資機會(discretionary investment opportunity)를 갖으며 수익성 있는 투자안 포기의 유인이 높아지고 그 결과 부채의 대리인비용이 발생하므로 기업은 이를 감소시키기 위해

부채를 적게 이용한다는 가설을 채택할 수 없음을 의미한다. 이처럼 수산기업에서 성장기회 변수가 자본구조와 (+)관계를 보이는 것은 다음 두가지로 해석하여 볼 수 있다. 첫째는 수산기업의 대부분이 비상장기업이므로 기업의 비최적투자결정에 대한 기업가치 감소분을 부채 가격에 정확히 반영할 효율적인 시장메카니즘이 형성되지 못한데서 기인한다고 볼 수 있다. 둘째는 기업의 이익성장율이 높기 때문에 미래수익발생능력이 상대적으로 증대하고 시장에서 경쟁력지위의 확보가 빠를 것으로 평가되기 때문에 부채조달이 용이하다고 볼 수도 있다.

資産의 構成形態變數(F1, 2)는 부채비율과 유의한 (+)관계이므로 자본구조 결정에 영향을 미치고 있음을 보여 주고 있다. 이는 이론적 고찰에서와 같이 유형고정자산에 투자하는 것은 자산의 담보가치(collateral value of assets)가 커지고 채권자들이 투자활동을 감시하기 쉽기 때문에 부채를 많이 이용할 수 있다는 假說을 채택할 수 있음을 의미한다.

그러나 수산기업에서 이와 같이 유형고정자산과 부채비율과의 (+)관계는 대리인이론의 차원보다는 금융기관의 자금대출이 기업의 자산구성형태 즉 담보력 위주로 실시되고 있음을 의미한다. 이러한 대출관행은 減價性 및 消耗性資産을 많이 보유하여 담보력이 부족하고 영세한 규모의 수산기업 현실에 있어서 자금조달시 가장 큰 문제점으로 지적되고 있으므로 시정되어야 할 과제이다.

한편 중소기업의 경우 유의한 (-)관계를 보이는 것은 중소기업이 보유하는 유형고정자산의 담보력이 빈약하기 때문에 자산의 담보가치 여부와는 관계없이 자금대출이 이루어지고 있음을 의미한다. 다른 한편으로 유형고정자산의 비중과 자본구조가 (-)관계를 갖는 것은 영업레버리지효과에 기인한다고 볼 수 있다. 즉 유형고정자산의 비중이 클수록 기업이 부담하는 고정영업비용이 증대되어 영업레버리지가 높아지며 이로 인하여 영업이익의 변동성이 커지게 되므로, 영업레버리지는 기업의 부채규모를 제한하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 유형고정자산의 크기와 부채비율은 (-)관계를 갖는 것으로 볼 수도 있다.

V. 要約 및 結論

기업가치를 극대화시키는 最適資本構造의 존재에 관하여 많은 이론들이 발표되었고 資本構造 決定要因에 관하여 실증적으로 검증되어 왔다. 최근의 재무이론에서 자본구조는 자본조달활동의 누적된 결과라는 주장이 資金調達順位理論과 함께 제기되고 있으며 세금효과와 재무비용을 고려한 情態의 相反關係理論이 전개되어 왔다. 그러나 최적 부채수준에 대한 의문점과 함께 무엇이 자본구조를 실질적으로 결정하는가에 대하여 뚜렷한 증거를 제시하지 못하

고 있다.

본 연구는 우리나라의 水産企業이 소수의 대기업을 제외하고 규모와 경영면에서 영세성을 면치 못하고 있으며 자본구조의 취약성이 심화되고 있는 현실을 감안하여 수산기업의 재무구조와 자본조달실태를 분석하고 아울러 자본구조 결정요인을 실증적으로 검증하였다. 즉 수산기업의 재무구조적 특성과 함께 자본조달상의 문제점을 살펴보고 수산기업의 재무구조가 기존의 재무이론에 의해 설명될 수 있는가를 검토하였다.

우리나라의 수산업은 80년대까지 비약적인 발전을 거듭하여 수산선진국으로서의 위치를 지켜왔다. 그러나 연근해 어자원의 고갈과 함께 해양자원보호의 명분으로 연안국의 조업규제 강화, 인접국과의 조업경쟁 등 어로환경의 변화가 심화되고 있는 가운데 수산기업의 재무구조는 다음과 같은 특성을 갖는다.

첫째, 어획량의 불확실성으로 매출액신장세가 심한 기복현상을 보이고 있다. 즉 매출액 증가율의 변화가 일반제조업에 비하여 큰 폭으로 변화하고 있다. 둘째, 연안국의 조업규제 및 어장감소로 매출액 신장세가 둔화되고 있으며 이를 극복하기 위하여 식품가공업분야의 진출 등 업종다변화를 시도하고 있다. 수산가공부문은 풍부한 잠재수요기반과 고부가가치로 수익성유지에 기여하고 있다. 셋째, 조업여건의 악화와 내수가공부문의 경쟁과열은 수익성저하를 가속화시키고 있다. 넷째, 과도한 부채비용으로 재무구조의 취약성이 심화되고 있으며, 금융비용 부담의 가중으로 경상수지가 크게 악화되고 있다.

자금조달에 있어서는 소요자금의 대부분을 内部資金보다는 外部資金에 의존하여 왔으며, 増資를 통한 자기자본보다는 차입금이 주요 자금조달원천이 되어 왔다. 한편 자본조달상의 문제점과 애로사항을 파악하고 개선책을 모색하기 위하여 74개 수산기업을 대상으로 설문조사를 실시하였다. 조사대상기업의 70%가 자금조달에 애로를 느끼고 있으며, 이러한 자금조달상의 애로와 水産加工業의 비중은 유의한 (-)관계이므로 수산가공업으로 진출한 기업일수록 자금조달압박을 적게 받는다고 할 수 있다. 따라서 자금조달 문제에 대한 타개책으로 업종의 多樣化 戰略이 필요하다고 볼 수 있다.

수산기업이 자금조달시 느끼는 애로사항으로는 銀行貸出限度의 부족과 담보물부족, 信用貸出의 부족, 수산기업의 危險性 등의 순으로 나타나고 있다. 이는 금융기관이 담보물 확보 등 물적위주로 대출이 이루어지고 있음을 의미하며 감가성자산 및 소모성자산을 많이 보유하는 수산기업은 담보력에 한계가 있다. 이러한 문제점을 해결하기 위한 대책으로 신용대출의 확대와 함께 수산기업의 위험성과 산업적 위치를 고려하여 수산기업에 대한 정책적 배려가 필요하며, 금리인하, 자금공급한도의 확대 등이 필요한 조치로 지적되고 있다.

자본구조 결정요인의 검증에서는 기존의 이론적·실증적 연구에서 중요하다고 고려되는 요인에 대하여 47가지 방법으로 측정하고 인자분석기법중에서 主成分分析(PCA)을 실시하여 代用值를 선정하였다. 선정된 변수를 이용하여 87-91년까지 98개 수산기업을 대상으로 多重回歸分析(MRA)을 실시한 결과, 이들 요인이 자본구조결정에 미치는 영향은 다음과 같다.

收益性和 税金要因은 재무이론에서 주장한 바와 같이 자본구조와 유의한 관계를 갖는다. 수익성은 자본구조와 유의적인 (-)관계이며 이는 수익성이 높은 기업일수록 소요자금을 내부자금으로 충당할 수 있으므로 부채를 적게 이용하게 된다는 자금조달순위이론과 일치한다. 세금요인의 (+)관계는 이자비용에 대한 감세효과로 인하여 세율이 높을수록 부채를 많이 이용하게 됨을 의미한다.

企業規模와 非負債税金利得, 成長機會의 변수는 이론적 고찰과는 다른 관계를 보이고 있다. 규모변수는 전체기업과 대기업에서 유의한 (-)관계이므로 규모가 클수록 부채를 적게 이용하고, 중소기업의 경우 (+)관계는 지배권유지와 함께 자본시장을 이용할 수 없는 현실에서 부채를 보다 많이 이용한 결과로 볼 수 있다. 비부채세금이득은 유의한 (+)관계이므로 부채의 세금효과에 대한 대체적 수단으로 작용하지 못하고 있다. 대리인비용을 나타내는 성장기회는 이론적 예측과는 달리 (+)관계이므로 수산기업에서는 투자안 포기로 인한 대리인비용이론이 성립하지 않는다고 볼 수 있다.

營業危險은 기업의 규모에 따라 자본구조와 다른 관계를 갖는다. 전체기업과 대기업의 경우 유의수준이 낮지만 (-)관계이므로 부채비율의 감소요인이며, 중소기업의 경우 (+)관계는 담보력이 약한 수산기업의 영세성에 비추어 정책금융의 결과로 볼 수 있다. 따라서 자금대출시 규모에 따라 다른 정책을 실시해야 할 것이다.

資産構成形態의 변수는 부채비율과 유의한 (+)관계이므로 자본구조결정에 영향을 주고 있으며 이는 자금대출이 物的인 담보위주로 실시되고 있음을 의미한다. 이러한 담보위주의 대출관행은 담보력이 부족하고 대부분 영세규모에 있는 수산기업의 현실에 있어서 신용위주의 대출로 전환되어야 할 것이다.

본 연구의 限界點으로는 대부분의 수산기업이 영세한 중소기업이므로 자료수집과 이용상의 한계로 인하여 標本數가 적고 分析對象期間이 단기간이었다는 점이다. 또한 중소기업의 財務資料는 상장기업이나 대기업에 비하여 신뢰성에 차이가 있게 된다. 이러한 한계점을 극복하여 표본기업을 확대하고, 충분하고 신뢰성있는 재무자료의 이용이 가능하다면 우리나라 수산기업에 대한 보다 정확한 분석과 함께 다양한 통계적기법을 적용하여 유용한 연구결과를 기대할 수 있을 것이다.

<부표 1>

대용변수의 기술통계치(전체기업)

변 수 명	평 균	표준편차	최 대 치	최 소 치
G1 총자산증가율	0.0215	0.8046	8.3045	-1.0000
G2 EPS 성장율	-0.4400	1.5164	3.1111	-4.8077
G3 EBIT 성장율	-0.2970	14.8148	93.9944	-41.6566
G4 매출액증가율	0.2583	2.4899	46.2500	-1.0000
G5 설비투자증가율	0.1369	1.3955	13.4571	-1.0000
G6 R&D비율	0.0004	0.0006	0.0025	0.0001
G7 R&D·광고비비율	0.0050	0.0125	0.1105	0.0001
G8 고정자산증가율	0.1513	0.1567	0.9960	0.0011
G9 순이익증가율	-2.3524	16.4342	28.5356	-74.9245
G10 경상이익증가율	-1.1628	9.4637	58.0646	-64.5498
A1 총자산자연대수	6.9931	0.4426	8.4859	6.0737
A2 매출액자연대수	6.9297	0.5419	8.3017	4.3866
A3 총자산평균자연대수	5.9704	1.2181	7.6475	0.0000
A4 매출액평균자연대수	6.0443	0.5449	7.5324	0.0000
D1 실질법인세율	0.2397	0.7498	4.2961	-11.9705
N2 평균이자율	0.1300	0.1292	2.3435	0.0003
N3 투자관련비용율	0.9151	8.0042	25.6132	-27.5679
N4 감가상각율	0.1803	0.1573	1.2755	0.0006
N5 비부채세금이득율	0.7136	5.8525	28.9113	-4.1826
N6 감모·감가상각율	0.2085	0.2839	4.8533	0.0008
N7 감가액/EBIT	1.1984	2.0656	44.9516	-8.5095
N8 감가액/총자산	0.0706	0.0666	0.4971	0.0005
N9 감가·감모액/총자산	0.0714	0.0673	0.4981	0.0002
R1 매출액영업이익율의 편차	0.6438	2.9641	33.0478	0.0200
R2 매출액영업이익율변동계수	1.8779	3.3926	30.7812	0.4548
R3 매출액증가율의 편차	1.2908	5.2635	56.2481	0.0787
R4 매출액의 변동계수	0.9075	0.5003	2.4161	0.5019
R5 EBIT변동계수	2.0300	4.1369	36.6221	0.5111
R6 EBIT변화율의 편차	6.2843	24.0607	223.7833	0.0877
R7 영업이익의 변동계수	2.3313	4.2698	35.6809	0.5160
R8 현금흐름의 편차	5.9397	0.5107	7.1987	4.5496
F1 유형자산규모	6.5490	0.5000	7.8700	5.0100
F2 유형고정 자산율	0.4303	0.2144	0.9796	0.0003
F3 무형고정 자산율	0.0097	0.0247	0.2157	0.0001
F4 유형고정 자산투자기회	0.1318	0.1621	0.9960	-0.5027
F5 재고설비 자산율	0.6136	0.1896	0.9945	0.0003
F6 고정 자산율	0.4325	0.2140	0.9796	0.0003
P1 매출액영업이익율	-0.0309	0.0710	0.4053	-23.5740
P2 총 자산영업이익율	0.0391	0.1334	0.4650	-1.6994
P3 총 자산EBIT율	0.0564	1.1306	0.4374	-1.6673
P4 자기 자본경상이익율	-0.7183	10.8983	9.6583	-59.3832
P5 배당율	0.1182	0.1152	0.8000	0.0100
P6 배당성향	0.4508	0.7513	4.8673	-1.0328
P7 총 자산순이익율	-0.0067	0.1259	2.2577	-1.7611
P8 매출액순이익율	-0.0752	0.5822	0.3059	-6.0961
P9 자기 자본순이익율	-0.4381	7.8328	9.5885	-5.0866
P10 경영 자본영업이익율	-0.0309	1.0710	0.4053	-0.5740

〈부표 2〉

전체기업 주성분분석표

	FACTOR 1	FACTOR 2	FACTOR 3	FACTOR 4	FACTOR 5	FACTOR 6
G1	.19283	-.10642	-.11623	-.23501	.73475	.31796
G2	.21352	.01829	.00528	.12891	.68275	.28791
G3	-.00137	.27305	-.16386	-.25811	.63514	.03845
G4	-.02311	.00604	-.13401	.18073	.79816	.87972
G5	-.00289	.06570	-.40622	-.36454	.78191	-.09037
G6	.51819	.12829	.01827	.20291	.31091	.01729
G7	.63513	.14486	.00529	-.18112	-.12762	.24555
G8	-.03418	-.16968	.30765	.26896	-.02483	.04204
G9	-.12224	.55876	.05878	-.25504	-.11124	.24093
G10	-.18708	.62451	.08618	-.10495	-.00445	.11508
A1	.96860	-.04818	.05583	-.02920	.06910	-.15565
A2	.92545	-.06215	.01696	-.19381	-.00919	-.21396
A3	.97085	.04472	-.00449	-.09524	.02997	-.07236
A4	.94096	.00510	-.06730	-.17328	-.08193	-.02194
D1	.05077	.14540	.08025	.02077	-.10091	-.05715
N2	-.08460	-.00740	.77968	-.02102	-.00581	.06044
N3	.02819	.16121	.64110	-.02186	-.15966	-.17050
N4	.16211	-.17056	.81728	-.14165	-.04604	-.16598
N5	.04899	.12240	.61040	.02842	-.84884	-.19848
N6	-.02742	.10473	.78789	-.16780	.04879	-.06005
N7	-.15008	-.24094	.28530	.15485	-.09229	-.16063
N8	.11018	-.21737	.82976	.23586	-.07681	-.13701
N9	.13227	-.22133	.82682	.22801	-.07104	-.15539
R1	.00135	.59492	.00851	.50096	.31378	.91875
R2	.12871	.21189	.06591	.21791	.15011	.71028
R3	-.18235	-.06236	-.07169	.15309	.26574	.84474
R4	-.20202	.13395	-.18390	.06194	-.01602	.77454
R5	.01602	-.57531	.15257	.14153	.58484	.00522
R6	-.24696	-.19378	.04111	.16879	.03855	-.07196
R7	.75628	.15729	.05610	.25719	.15762	.05569
R8	.86005	-.00431	.39681	.10368	.13471	-.02505
F1	.91465	-.04674	.10058	.90392	.02885	-.08903
F2	-.05370	.01880	.05772	.89904	-.09456	.19831
F3	.01928	.09918	.10289	.51829	.01229	.12582
F4	.01921	-.07872	.20662	.28299	-.05285	.12781
F5	-.21168	.06061	-.43734	.64121	-.11513	-.04207
F6	-.06666	.01925	.08177	.89737	-.06497	.20240
P1	.03694	.80755	-.12530	.36213	-.15768	.10928
P2	.01733	.91200	-.16893	.03133	-.03821	-.01648
P3	-.06662	.76267	.02110	-.03962	.13367	-.13947
P4	.02199	.27438	.20151	-.10435	.50847	-.00023
P5	.05812	.65929	.25681	.11928	.22591	.00658
P6	.01128	.71028	.15920	.02298	.15929	.15822
P7	-.00934	.92750	-.05691	-.09453	-.40308	-.10130
P8	.06017	.53955	-.07471	-.08169	-.56294	-.20983
P9	-.04282	.77231	.12819	.04828	.12694	.05969
P10	.09605	.91648	-.13889	.00057	-.02782	.00817

	FACTOR 7	FACTOR 8	FACTOR 9	FACTOR 10	FACTOR 11
G1	.25319	.00036	-.01225	-.00449	.04718
G2	.12781	.19938	.20187	.02821	.41209
G3	-.04637	-.03666	.04398	-.30274	.75369
G4	.14811	-.03339	.01253	-.06384	.02693
G5	.47335	-.03532	-.07572	.06664	-.08914
G6	.31181	.02172	.12719	.08291	.21178
G7	-.10982	.14265	-.01780	.11958	.39152
G8	.84608	.05800	.00069	.09564	-.10520
G9	.13528	-.01881	-.00773	.48942	.11998
G10	-.29889	.33507	-.06674	.06858	-.13363
A1	-.03005	-.01915	-.00978	-.05778	-.03220
A2	-.06978	-.06572	.00280	.02175	-.07525
A3	.10542	.05464	-.07114	-.10723	-.03122
A4	.02576	-.06004	-.06039	-.03069	-.05405
D1	.94835	.93808	-.04096	.09163	-.02017
N2	-.01103	-.07522	.86355	-.00320	.06012
N3	.19801	.17751	.37366	-.33311	-.13397
N4	.11073	.10740	.11297	.09699	.00810
N5	.21265	-.14077	.08648	-.04388	-.05332
N6	-.06874	.00102	-.05365	-.03004	-.04307
N7	-.04024	.06702	.00363	.77726	-.06074
N8	.30727	.10164	.08763	.12773	-.03079
N9	.30377	.10224	.06847	.13128	-.01300
R1	-.14977	.12498	-.02314	.10318	.14739
R2	.01721	.01892	.11092	.15681	.15628
R3	-.05827	-.01195	.06594	-.03189	.02756
R4	.02571	.05123	-.08180	.03183	-.05844
R5	-.20354	.06401	.04161	-.36975	-.06242
R6	-.12051	-.01350	-.03898	.22744	.73913
R7	.15720	.15929	.08812	.16019	.52810
R8	-.05393	.01217	.07882	-.05800	-.07423
F1	.09827	.00627	-.00925	-.04072	-.09282
F2	.27947	.04481	.00498	.02588	-.09372
F3	.05822	.15829	.05821	.15201	.05890
F4	.87869	.06726	.02608	-.12220	-.06430
F5	-.02528	-.07356	-.16122	.00967	.17373
F6	.26470	.04356	-.00007	.04208	-.09783
P1	.05180	.04550	-.06890	-.11700	.14784
P2	-.03700	.03507	-.02036	-.23941	.04920
P3	-.22339	-.03416	.41608	.18401	-.14639
P4	.06190	-.21929	.33338	-.13384	-.08977
P5	.05721	.15810	.15829	.02258	.08819
P6	.04458	.05829	.15215	.11252	.05827
P7	-.07619	.13808	.45281	.05454	-.15953
P8	.09787	.12622	.42017	.09193	-.07234
P9	.05450	.92314	.00340	-.08090	.00740
P10	-.02415	.02706	-.04417	-.22948	.03089

참 고 문 헌

1. 김성민, 국내기업의 자금조달구조에 관한 실증분석, *신평저널*, 1990 여름, pp.4-16.
2. 김병수 외 3인, SPSS를 이용한 통계자료분석, 박영사, 1987.
3. 오택섭, 사회과학데이터분석법, 도서출판 나남, 1984.
4. 장수호, 수산경영학, 친학사, 1987.
5. 정경수, 자본구조 결정에 있어서 대리인비용의 효과에 관한 연구, 전남대학교 경영학 박사 학위논문, 1990.2.
6. 홍영복, 우리나라 상장기업의 자본구조 결정요인, *증권학회지*, 제9집, 1987.
7. 농림수산부, 농림수산통계연보, 1965-1991.
8. 수산청, 수산업동향에 관한 년차보고서, 1985-1991.
9. 한국신용평가(주), 한국기업재무총람, 1986-1991.
10. 한국은행, 기업경영분석, 1981-1991.
11. Altman, E.I., "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Costs Question", *Journal of Finance*, September 1984, pp.1067-1089.
12. Asquith, Paul. and David.W.Mullins, "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics*, (Jan /Feb. 1986), pp.61-90.
13. Barnea,A., Haugen and L.W.Senbet, "An Equilibrium Analysis of Debt Financing Under Costly Tax Arbitrage and Agency Problems", *Journal of Finance*, June 1981, pp.569-581.
14. Baskin J., "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, (Spring 1989), pp.26-35.
15. Brealey R. and S.Myers, *Principles of Corporate Finance*, 2nd ed. McGraw-Hill Book Co. 1984, Chap.14.
16. Bowman, J., "The Importance of a Market Value Measurement of Debt in Assessing Leverage." *Journal of Accounting Research* (Spring 1980), pp. 242-254.

17. Copeland, Thomas E., and J.Fred Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, third ed., Addison-Wesley Publishing Co., 1983.
18. Dann, L.Y. and W.H.Mikkelson, "Convertible Debt Issues, Capital Structure Change and Financing-Related Information:Some New Evidence", *Journal of Financial Economics* (June, 1984), pp.157-86.
19. DeAngelo, H. and R.Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, (March 1980), pp.3-30.
20. Friend, I.and J.Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure", R.White Center Working Paper #13, 1985.
21. Galai,D. and R.Masulis, "The Option Pricing Model And Risk Factor of Stock", *Journal of Financial Economics*, (March 1976), pp.53-81.
22. Jensen, M.C. and W.H.Meckling, "Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, (October 1976), pp.305-360.
23. Kim,E.H., "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", *Journal of Finance* (March 1978), pp.45-64.
24. Kim,W.S. and E.H.Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (June 1986), pp.45-64.
26. Long,M. and E.B.Malitz, "Investment Patterns and Financial Leverage", NBER Working Paper, 1983.
27. Masulis, Ronald W. and Ashok N.Korwar, "Seasond Equity Offerings:An Empirical Investigation", *Journal of Financial Economics*, (Jan./Feb 1986), pp. 91-118.
28. Myers,S.C., "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, (July 1984), pp. 575-592.
29. Myers,S.C. and N.S.Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*(June 1984), pp.187-221.

30. Scott, J.H., "A Theory of Optimal Capital Structure", *Bell Journal of Economics*, (Spring 1976), pp.33-54.
31. Stulz, R. and H. Johnson, "An Analysis of Secured Debt", *Journal of Financial Economics*, (December 1985), pp.501-521.
32. Sonu, Sukno, "Economic Determinants of Optimal : Capital Structure : Empirical Tests on Agency Cost, Product Market Condition and Signaling Hypotheses, Unpublished Ph.D. Dissertation at the University of Pennsylvania, 1987.
33. Taggart, R.A., "Corporate Financing: Too Much Debt?", *Financial Analyst Journal*, (1986), pp.35-42.
34. Titman, S. and R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance* (March 1988), pp.1-19.
35. Turnbull, S.M., "Debt Capacity", *Journal of Finance*, (September 1979), pp. 931-939.
36. Warner, J.B., "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *Journal of Finance*, (May 1977), pp.337-347.