

국가효과가 외국인투자기업의 자본구조 결정에 미치는 영향에 관한 연구

김기현

영남대학교 상경대학 무역학과 조교수
kikhkim@ynucc.yeungnam.ac.kr

본 논문은 국가효과가 국내에 투자한 외국인투자기업의 자본구조 결정에 미치는 영향에 관하여 실증적 분석을 하였다. 따라서 제조업에 투자한 미국 및 일본국적의 외국인투자기업들을 대상으로 하여 이들 기업들의 자본구조가 모기업이 속한 본사국 규범에 영향을 받아 차이가 나는지를 검증하고, 또한 국가요인, 기업특성적 요인, 산업요인으로 나누어 이들 변수와 자본구조간의 관계에 대하여 분석하였다.

실증분석 결과, 미국기업의 한국자회사는 일본기업의 한국자회사보다 낮은 부채비율을 가지고 있고, 국가요인이 미국 및 일본 투자기업체의 부채비율에 통계적으로 상당히 유의한 영향을 주었다. 또한 외국인투자기업의 지분율이 높을수록 부채비율이 낮아지므로 미국 및 일본국적의 외국인투자기업들은 한국기업보다 상대적으로 낮은 부채비율을 선호하는 것으로 나타났다. 이것은 모기업이 속한 본사국의 규범 등으로 인한 국가효과가 외국인투자기업의 자본구조 결정에 상당한 영향을 미친 결과로 해석할 수 있다. 한편 기업규모나 수익성변수는 일본기업의 한국자회사의 자본구조에 영향을 미치는 중요한 요인이지만, 미국기업의 한국자회사 자본구조와는 통계적으로 유의한 관계를 보이고 있지 않았다. 산업요인도 외국인투자기업의 자본구조에 별 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

I. 서 론

미국이나 일본 등의 외국기업들에 비해 한국기업들의 부채에 대한 높은 의존도는 기업의 재무상태를 위협하게 하는 요인이 되고 있다. 최근 IMF체제하에서 부채비율이 높은 국내기업들은 경영부실화로 인해 도산 혹은 도산 위기에 처해 있는 등 상당히 취약한 재무구조를 가지고 있는 실정이다. 기존의 국내연구에서 국내기업의 부채비율과 관련하여 이에 영향을 미치는 요인들에 대하여 많은 실증분석이 행해져 왔다 (윤봉환:1989, 김성민·이은모:1990, 선우석 호:1990, 신동령:1993, 황선웅·김종대:1996 등).

국제경영적 측면에서는 다국적기업의 자본구조와 순수국내기업의 자본구조의 차이에 대한 연구가 활

발히 진행되어 왔다. 국제다각화이론의 입장에서 볼 때, 다국적기업은 전세계적으로 영업을 다각화하여 안정적인 현금흐름을 확보함으로써 기업의 파산위험을 줄일 수 있기 때문에 순수국내기업보다 더 높은 부채비율을 유지할 것으로 예상할 수 있으나, Lee & Kwok (1988), Fatemi (1988) 등은 부채의 대리인비용 등의 영향으로 미국의 다국적기업이 순수국내기업보다 더 낮은 부채비율을 유지하고 있다는 결과를 제시하였다. 또한 Burgman(1996)의 연구도 이들과 일치하는 결과를 보여주고 있다.

또한 국가간 기업들의 자본구조에 관한 비교연구도 상당히 이루어져 왔다. 모기업 본사가 속한 각 국가별 기업들간의 자본구조는 국가간의 상이한 경영환경 및 경영위험, 세율, 금융제도, 위험에 대한 태도 등으로 인하여 이들 기업들간의 자본구조는 다를 수

있으며, 이러한 국가요인이 그 나라 기업들의 자본구조를 결정하는 데 있어서 중요한 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 국가별 기업을 대상으로 자본구조를 분석한 기존의 연구에서 자본구조결정의 중요한 요인으로서 국가효과 (Country Effect)를 제시하고 있다(Stonehill & Stitzel:1969, Remmers, Stonehill, Wright & Beekhuisen:1974, Errunza:1979, Aggarwal:1981, Collins & Sekely:1983, Sekely & Collins:1988 등).

그러면 이러한 국가효과가 우리나라에 투자한 외국인투자기업들의 자본구조 결정에 영향을 미치는가 하는 것이다. 외국인투자기업과 관련한 기존의 국내연구는 외국인투자기업의 한국내 기업경영과 관련하여 미국 및 일본기업을 대상으로 경영구조의 결정요인과 투자성격의 차이를 분석한 연구(정구현:1990)와 외국인투자기업의 경영실태를 국내대응기업표본과 비교 분석함으로써 외국인투자기업의 전반적 경영상 특성을 분석한 연구(이재유, 나인철, 최종연:1993) 등이 있다. 특히 이재유, 나인철, 최종연의 연구에서 외국인투자기업과 국내기업의 자본구조를 비교하였는데, 국내기업은 외국인투자기업에 비하여 부채차입에 대한 의존도가 지나치게 높다는 결과를 제시하고 있다.

그러나 이와 같이 국내기업과 외국인투자기업간의 자본구조를 비교한 일부 연구는 있으나, 국내에 투자한 다른 국적의 외국인투자기업들간의 자본구조 차이 및 결정요인에 관하여 분석한 실증연구는 거의 없다. 비록 외국인투자기업들이 국내기업보다 부채비율이 낮다고 하더라도 이들 기업의 자본구조는 모기업이 속한 국가요인에 의해 영향을 받을 수 있기 때문에 외국인투자기업들간에도 본사국의 규

범(Country Norm)에 의해 국가별로도 자본구조가 다를 수 있는 것이다. 그렇다면 외국인투자기업들은 모기업이 속한 국가요인에 영향을 받아서 국가별 다른 자본구조를 가지는가 아니면 현지국의 관행을 따르기 때문에 별 다른 차이가 존재하지 않는가에 관한 문제이다.

기존의 연구에서 일본기업의 자본구조는 미국기업과 상당히 다르다는 결과를 제시하고 있고(Sarathy & Chatterjee:1984, Kester:1986, Prowse:1990 등), 국내 제조업에 투자한 외국인 직접투자중에서 국별 기준으로 미국 및 일본의 투자건수 합계가 전체 투자건수의 80.3%를 차지하고 있기 때문에,¹⁾ 본 연구는 제조업에 투자한 미국 및 일본국적의 외국인투자기업들을 대상으로 하여 이들 기업간의 자본구조 차이 및 자본구조 결정에 영향을 주는 요인들에 관해서 실증 분석하는 데 그 목적이 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 국가별 기업의 자본구조의 차이 및 결정요인에 관한 기존의 주요연구를 검토한다. III장에서는 자료와 표본기업선정, 그리고 연구모형 및 가설설정에 대하여 설명하고, IV장에서 외국인투자기업의 자본구조 결정요인에 관한 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 V장에서는 본 연구의 결과에 대한 정리 및 향후 연구방향에 대하여 논의한다.

II. 기존연구의 검토

국가별로 경영환경과 경영위험, 세율, 인플레이션,

1) 1962년부터 1997년 11월 30일 현재까지의 누계투자건수인데, 미국이 전체의 22%이고 일본은 58.3%임 (재정경제원 대외경제국의 '국제투자 및 기술도입 동향 (1997)' 참조).

금융제도, 자본시장의 발달정도 등이 다르기 때문에 기업들의 자본구조는 모기업이 속한 국가별로 다를 수 있다는 것이다. 초기의 연구로서 Stonehill & Stitzel (1969)은 동일산업에 속하는 각 국가의 기업들의 부채비율을 비교해 볼 때 산업요인보다는 국가요인이 각 국가의 기업들의 자본구조결정에 보다 중요한 영향을 미친다는 점을 지적하였다. 각 국의 상이한 세금규제, 인플레이션, 국가별 금융기관발달 정도, 위험에 대한 각국의 태도 등의 경제적 요인들이 이러한 각국의 기업들의 자본구조에 영향을 준다는 점을 제시하였다. 또한 이들은 해외자회사의 자본구조는 정치적 위험을 줄이기 위하여 현지국 관행을 따를 필요가 있다고 주장하였다. Remmers, Stonehill, Wright & Beekhuisen (1974)은 4개의 대표적 산업을 선택하여 각 국가별 부채비율의 차이를 검정하였는데, 일본과 프랑스에서 산업요인이 자본구조결정에 중요한 영향을 주지만, 미국, 노르웨이, 네델란드에서는 중요한 요인이 아닌 것으로 나타났다. 또한 기업규모도 자본구조 즉 부채비율결정에 미치는 효과는 중요하지 않다는 결과를 제시하였다. 그러나 기업규모를 세 개의 군으로 분류하여 비교하였기 때문에 상대적으로 가장 작은 기업규모를 가진 군에 속한 기업들도 전체적으로 볼 때 기업규모가 작지 않을 수 있기 때문에 기업규모를 정확히 측정했다고는 볼 수 없다. Aggarwal (1981)은 유럽의 500대기업을 대상으로 국가요인, 산업요인, 기업규모가 자본구조결정에 중요한 요인으로 보고 이 변수들의 영향을 분석하였다. 국가요인과 산업요인이 자기자본비율에 영향을 주지만, 선진국기업의 자본구조에 있어서 국가요인이 산업요인보다 더 중요한 결정요인이라는 점을 제시하였다. 또한 기업규모의 대용변수로서 매출액, 이익, 종업원 수를 각각 사용하여 자본구조와의 관계를 분석하였는데, 이 대

용변수들 모두가 자본구조의 결정요인이 아니라는 결과를 제시하였다.

기존의 연구들이 선진국기업들을 대상으로 분석한 데 반하여, Errunza(1979)는 선진국기업들이 아닌 개발도상국인 중미공동시장(Central American Common Market)내 국가의 기업들을 대상으로 자본구조를 분석하였다. 그는 각 국가별 산업요인이 자본구조결정에 영향을 미치는 변수이지만, 국가요인은 산업요인만큼 자본구조결정에 큰 영향을 미치지 않는다는 결론을 내리고 있는데, 그 이유는 이들 공동시장의 경제적 통합에 기인한다고 해석하였다.

Collins & Sekely (1983)는 Stonehill & Stitzel의 연구의 연장선에서 서유럽국가, 일본, 미국기업들을 대상으로 모기업이 속한 국가별, 산업별로 자본구조 차이를 분석하였는데, 국가들간에는 자본구조 차이가 존재한 반면, 산업간에는 별 차이가 발견되지 않았다는 결과를 제시하였다. 자본구조 결정에 영향을 주는 이러한 국가요인은 각국의 상이한 금융제도와 금융시장, 위험에 대한 상이한 태도 등에서 비롯된다는 점을 강조하였다. 이러한 결과는 Errunza의 결과와는 상반되고, Stonehill & Stitzel의 연구와 일치되는 것이다. 또한 자산규모, 수익률, 세율과 부채비율과의 관계도 분석하였는데, 이 중에서 수익률만이 부채비율과 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. Sekely & Collins (1988)의 23개국 677개 기업을 대상으로 한 연구에서 산업그룹별 자본구조는 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았지만, 국가별 자본구조는 통계적으로 상당히 유의한 차이를 나타내었다. 또한 이 국가들을 7개의 문화권으로 구분하여 자본구조를 분석하였을 때, 이들 문화권 간에도 상당한 차이가 나타났다. 따라서 이들은 국가별 자본구조의 차이는 부분적으로 문화적 차이에

기인한다고 주장하였고, 이러한 문화적 차이가 금융제도의 발달정도, 위험에 대한 태도 혹은 부채에 대한 태도에 영향을 미칠 수도 있다고 해석하였다.

한편, 미국과 일본의 기업만을 대상으로 하여 양국 기업간의 자본구조를 직접 비교·분석한 연구들은 주로 양국간의 경영환경, 금융시장환경, 금융제도, 회계제도 등의 차이 등으로 인한 자본구조의 차이를 설명하고 있다. Sarathy & Chatterjee (1984)는 일본과 미국의 상이한 회계제도 및 금융환경적 요인에 의해 양국기업들간의 재무구조는 통계적으로 유의한 차이가 존재한다는 결과를 보여주었다. 미국기업에 비해 일본기업은 부채비율이 높는데, 특히 은행으로부터의 단기부채에 크게 의존하고 있고, 주주의 지분은 미국기업의 약 절반정도이고, 장기성대여금이나 투자유가증권과 같은 투자자산은 미국기업보다 약 2배정도 많이 보유하고 있다는 것이다. Kester (1986)는 일본과 미국제조업체 기업들의 자본구조를 비교·분석하였는데, 수익성, 성장성, 기업규모, 산업 등의 변수들을 통제한 후에도 일본기업의 부채비율이 미국기업보다 상당히 높은 것으로 나타났다. 이러한 자본구조는 일본제조업체중에서도 High-tech 산업이나 경공업산업보다는 자본집약적인 중공업 산업분야에서 두드러지게 나타났는데, 이것은 이들 산업이 일본은행과 밀접한 유대관계가 있기 때문이라는 것이다.

Prowse (1990)는 일본과 미국간의 금융제도적 차이에 주목하여 일본기업이 미국기업보다 부채비율이 높은 이유를 부채의 대리인비용 관점에서 분석하였다. 즉 미국의 금융기관들은 동일기업에 대하여 주주인 동시에 채권자가 되는 것이 허용되지 않지만, 일본의 금융기관들은 자금을 빌려주는 일본기업에 대하여 지분도 함께 공유할 수 있기 때문에 부채의 대리인비용이 낮다는 것이다. 이러한 요

인을 회귀분석을 통하여 직접 검정하였는데, 부채의 대리인비용에 관한 대용변수들은 미국기업들의 부채비율에 통계적으로 유의한 음(-)의 효과를 미치는 반면 일본기업들의 부채비율에는 별 영향을 미치지 않는다는 결과를 제시하였다. 한편 부채비율에 영향을 미치는 다른 독립변수들은 양국기업간에 비슷한 결과를 나타내었지만, 예상과 달리 과거 수익성은 미국기업의 부채비율과는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보인 반면, 일본기업의 부채비율에는 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다. 이에 대하여 그는 일본기업의 경영자와 외부투자자들간의 정보비대칭이 심각하지 않은 때문이라고 해석하였다.

국내연구에서 이재유, 나인철, 최종연 (1993)은 국내투자 지분율이 10%이상인 외국인투자기업을 대상으로 한 경영실태분석의 일부로서 외국인투자기업과 국내기업의 재무구조를 비교 분석하였다. 국내기업은 외국인투자기업에 비하여 자기자본비율이 낮고 유동부채비율은 훨씬 높아져서, 국내기업들의 과도한 부채차입 의존도와 이에 따른 높은 금융비용부담이 국내기업의 수익성을 악화시킨다는 결과를 제시하고 있다. 그러나 외국인투자기업은 국가별 혹은 투자지분율에 따라 다른 자본구조를 가질 수도 있는데 이에 대한 구체적 구분은 하지 않았다.

지금까지 살펴본 바와 같이, 국가간 기업의 자본구조는 기업고유의 특성요인외에 본사국요인 및 산업요인 등에 영향을 받는 것으로 나타났다. 따라서 국내에 투자한 미국 및 일본국적의 외국인투자기업의 부채비율은 이들 기업의 모기업이 속한 국가요인에 의해 영향을 받을 수 있을 것이다. 또한 미국기업과 일본기업들의 한국자회사의 자본구조가 모기업국가의 규범, 관행, 또는 여러 제도적 요인에 의해 영향을 받는다고 해도 자회사 자체의 기업특

성 즉 기업규모, 수익성, 투자지분을 등에 영향을 받을 수 있고, 이들 기업이 속한 산업별 특성 등도 자본구조에 영향을 미치는 요인들로 논의되어 왔기 때문에 본 연구는 크게 국가요인, 기업특성적 요인, 산업요인으로 나누어 이들 변수와 자본구조간의 관계에 대하여 살펴보고자 한다. 따라서 본 연구에서는 우리나라에서 영업활동을 하고 있는 미국기업 및 일본기업의 자회사의 자본구조 차이에 대한 점정 및 이에 영향을 줄 수 있는 여러 변수들에 대하여 분석한다.

III. 자료, 연구모형 및 가설설정

1. 자료 및 표본기업 선정방법

본 연구를 위한 외국인투자기업은 단독투자나 혹은 한국기업과 합작투자한 지분이 10%이상인 미국 및 일본기업만을 대상으로 한다. 따라서 재무부의 '외국인투자기업현황'(1991. 4.30) 및 매일경제신문사가 발간한 '회사연감'을 참조하여 외국인투자기업중 농·수·광업, 건설업, 서비스업 및 금융·보험업종을 제외한 일본과 미국국적의 제조업체로서 지분율이 10%이상인 외부감사 대상법인(등록법인 및 일반법인)이면서 등록일이 1990년

이전인 업체를 대상으로 선정하였다.²⁾

본 연구에 필요한 1991년부터 1996년까지의 기간동안의 재무제표 자료는 한국신용평가의 '한국기업총람'과 매일경제신문사의 '회사연감'으로부터 구하였다.

표본기업의 선정에 있어서 다음의 경우에는 표본에서 제외하였다. (1) 한국기업과 처음에는 합작투자하였으나 외국기업의 투자지분을 내국인이 양수하여 국내법인으로 전환한 기업, (2) 재미교포나 재일교포, 또는 외국인 개인이 투자한 경우, (3) 외국인투자기업의 지분율이 10%이하이며, 비제조업체인 기업, (4) 미국기업과 일본기업의 특성을 정확히 판단하기 힘든 경우 즉 미국기업과 일본기업이 동시에 합작한 기업, 또는 일본기업과 다른 외국기업, 미국기업과 다른 외국기업과의 합작기업, (5) 연속적으로 자본잠식한 외국인투자기업이나, 본 연구에 필요한 재무제표 자료를 구할 수 없는 기업.

이상의 기준에 의하여 선정된 표본기업은 모두 295개이며, 이 중에서 미국기업이 87개, 일본기업이 208개이다.³⁾

2. 연구모형 및 가설설정

외국인투자기업의 자본구조에 영향을 미치는 요인

2) 본 연구의 목적이 미국과 일본기업의 한국자회사의 부채비율이 다른가를 알아보고, 그 결정요인을 찾아내는 데 있다. 상장기업을 포함하지 않은 이유는 미국과 일본기업의 한국자회사 대부분이 상장되어 있지 않으며, 상장기업의 수에서 양국간에 현격히 차이가 나고 있고, 상장기업을 등록법인 및 일반법인의 표본과 함께 포함할 경우 상장요건등에 의한 기업의 재무적 특성에 차이가 생길 수 있기 때문에 표본의 균질성을 위하여 상장기업을 제외하였다. 참고로 97년 2월말 현재 한국내 상장기업중 외국기업 지분참여 혹은 합작회사형태로 직접투자한 상장회사는 63개인데, 국가별로는 일본 54개, 미국 6개, 독일 3개이며, 업종별로는 제조업 45개, 금융업 15개, 기타 3개이다 (97년 3월 13일자 매일경제신문 참조).

3) 표본기업의 국적별 지분율평균을 살펴보면 미국국적의 외국인투자기업은 68.38%이고, 일본국적의 외국인투자기업은 53.41%이다. 또한 지분을 범위에 따른 국적별 기업수는 100%의 경우는 미국이 24개, 일본이 19개이며, 51%에서 99%사이에는 미국이 23개, 일본이 31개이다. 또한 50%의 동등합작투자는 미국이 25개, 일본이 44개이며, 10%에서 49%까지의 범위에는 미국이 15개이고 일본은 114개이다.

들을 파악하기 위하여 부채비율을 종속변수로 하고, 국가요인, 외국기업지분율, 과거수익성, 기업규모, 산업요인을 독립변수로 하는 회귀분석을 실시한다. 만약 독립변수간에 다중공선성(multicollinearity) 문제가 발생하면 이 변수를 제거하거나 다른 대용변수로 대체하여 분석하고, 다중공선성의 문제가 없으면 다음의 회귀식을 이용하여 분석한다.

$$\text{LEVERAGE} = f(\text{CNY, SIZE, PROF, FOEQ, IND}i)$$

2-1. 부채비율 (LEVERAGE)

일반적으로 자본구조를 측정하기 이용되는 부채비율로서는 총부채/총자산, 고정부채/총자산, 혹은 총부채/자기자본 등의 비율이 자주 사용된다. 본 연구에서는 Stonehill & Stitzel(1969), Remmers, Stonehill, Wright & Beekhuisen(1974), Errunza(1979), Titman & Wessels(1988), Pro-wse (1990) 등의 기존연구에서 자주 사용한 총부채/총자산 비율을 자본구조 측정을 위한 변수로서 이용한다.

부채비율은 단기간에는 목표하는 자본구조로부터 벗어날 가능성이 있기 때문에 본 연구에서는 93년부터 96년까지 3년동안의 총부채/총자산의 평균비율을 사용한다. 한편 자본구조에 있어서 자기자본은 장부가치 및 시장가치 모두를 기준으로 측정해 보는 것이 바람직하지만, 본 연구에서의 외국인투자기업들은 모두 비상장기업이기 때문에 자기자본의 시장가치를 측정하는 것이 불가능하므로 자기자본은 장부가치를 이용하였다. 기존연구에서 시장가치나 장부가치 기준으로 하였을 때 자본구조 결정요인에 별 차이가 없는 것으로 나타났다. 또한 Stonehill,

Beekhuisen, Wright, Remmers, Toy, Pares, Shapiro, Egan & Bates (1975)는 그들이 인터뷰한 조사대상 국가의 모든 재무담당 경영자들은 장부가치 기준에 의한 목표자본구조에 더 많은 주의를 기울인다는 것이다.

2-2. 외국인투자기업의 자본구조 결정요인

(1) 국가요인 (CNY)

외국기업의 해외자회사들의 자본구조가 이들이 경영활동을 하고 있는 국가, 즉 현지국의 규범 혹은 관행을 따른다면, 외국인투자기업들간의 자본구조에는 별로 차이가 없을 것이다. 그러나 해외자회사는 모기업의 일부이며, 기본적으로 해외자회사의 독립적인 자본비용은 존재하지 않고 모기업전체의 자본비용을 최소화해야 한다는 관점에서, 부채비율이 현지국에서 적정하다해도 모기업이 속한 본사국의 기준에서 볼 때 적정수준 이상으로 높을 수가 있기 때문에 해외자회사의 자본구조도 본사국의 규범을 따르는 모기업의 최적자본구조정책을 준수하여 결정되는 것이 기본원칙이다 (Eiteman, Stonehill & Moffet:1995, 강호상:1995, 최생림, 정태영, 김동순:1995).

또한 모기업이 해외자회사의 부채에 대하여 지급보증을 한 경우에는 모기업은 해외자회사의 부채비율을 지속적으로 감시하여야 한다. Stobaugh (1970), Business International(1979, 1986)의 조사에 의하면, 비록 모기업이 법적인 지급보증을 하지 않은 경우라도 해외자회사의 채무불이행은 모기업 및 다른 해외자회사의 자금조달에 불리한 영향을 미칠 가능성이 있기 때문에 이를 허용하지 않을 것이라는 서베이결과를 제시하고 있다.⁴⁾

따라서 본사국의 전반적인 규범 혹은 관행에 따

라 모기업전체의 부채비율을 적정수준에서 유지하기 위해서는 모기업이 해외자회사의 자본구조 결정에 영향을 줄 수 있을 것이다. 또한 기존의 연구에서 상이한 경영환경, 금융시장환경, 금융체도로 인한 국가요인때문에 일본기업의 부채비율이 대체로 미국기업보다 높다는 결과를 제시하고 있으므로, 한국에 투자한 외국인투자기업들이 모기업이 속한 국가요인에 영향을 받는다는 관점에서 보면 일본기업의 한국자회사는 미국기업의 한국자회사보다 높은 부채비율을 가질 것으로 예상된다.

본 연구에서는 외국인투자기업의 국가별 부채비율 차이 및 국가효과를 분석하기 위하여 더미변수를 이용한다. 즉 미국기업의 한국자회사는 1, 일본기업의 한국자회사는 0의 값이 부과된다.

(2) 외국인투자기업의 지분율 (FOEQ)

외국인투자기업의 지분율과 부채비율의 관계를 통하여 현지국의 관행을 따르는지 또는 본사국의 관행을 따르는지를 분석해 볼 수 있다. 국가별로 전반적인 부채비율에 차이가 있는데, 최근 자료에 의하면 우리나라 제조업의 기업들은 미국이나 일본 제조업체보다 부채비율이 상당히 높은 자본구조를 가지고 있는 것으로 나타났다.⁵⁾ 또한 한국에 투자한 외국인투자기업의 자본구조와 관련하여 이재유, 나인철, 최종연(1993)의 연구에서도 외국인투자기업의 자기자본비율이 국내기업에 비해 상당히 높다는 결과를 제시하고 있다.

본 연구에서의 외국인투자기업은 미국기업과 일

본기업의 단독투자나 혹은 한국기업과 합작투자한 미국 및 일본기업만을 대상으로 하고 있는데, 특히 한국기업과 합작투자한 미국과 일본국적의 외국인 투자기업들의 경우에는 지분율이 높을수록 한국측 기업파트너의 경영권남용을 방지하고 경영의사결정 과정의 통제권행사가 강화되므로 자본구조의 결정에 적극적으로 개입할 것이며 한국측 파트너의 높은 부채선호도를 견제할 수 있게 된다. 따라서 미국이나 일본기업의 부채비율은 평균적으로 한국기업보다 낮기 때문에 외국인투자기업의 지분율이 높을수록 부채비율과 음(-)의 관계를 나타낼 것으로 예상할 수 있다.

외국인투자기업의 지분은 미국과 일본국적의 외국인투자기업들이 국내에 투자한 지분율을 사용한다. 만약 지분율에 변동이 있는 경우에는 부채비율의 계산에서처럼 1993년부터 1996년 기간동안의 평균지분율을 사용한다.

(3) 기업규모 (SIZE)

규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비하여 분산투자에 의한 위험감소효과가 비교적 크기 때문에 파산위험이 낮아지게 된다. 따라서 규모가 큰 기업은 상대적으로 보다 높은 부채비율을 수용할 능력을 갖게 될 수 있으며, 또한 규모가 큰 기업은 금융시장에서의 공신력이 상대적으로 높기 때문에 보다 안정적인 투자대상으로 평가될 수 있다.⁶⁾ 그러므로 외국인투자업체의 기업규모도 부채비율과 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

4) 이 연구결과들의 내용은 Levi(1996, p.534)에서 재인용하였음.

5) 한국, 미국, 일본제조업의 총부채비율(총부채/총자산)을 살펴보면, 한국은 1994년과 1995년에 각각 75.57%와 75.19%인 반면, 미국은 62.48%와 61.91%이고, 일본기업은 67.67%와 67.35%로 한국기업이 제일 높고, 그 다음이 일본기업이며, 미국기업은 이들 양국가에 비해 가장 낮게 나타났다. (한국산업은행의 '재무분석'(1997) 참조)

6) 윤봉한(1989), 신동령(1993), Scott & Martin(1975), Long & Malitz (1985), Crutchley & Hansen(1989) 등은 기업규모가 부채비율과 정(+)의 관계에 있다는 결과를 보여주어서 규모가 큰 기업일수록 부채수용능력이 높은 것으로 나타났다.

일반적으로 규모를 나타내는 변수는 총자산의 크기 또는 총매출액 등이 이용될 수 있으며 규모효과가 미치는 영향을 고려하여 자연대수로 변경하여 사용한다. 본 연구에서는 기업규모의 대용변수로서 총자산의 자연로그 평균을 이용하였다. 신동령(1993)과 Titman & Wessels(1988) 등의 연구처럼 과거의 수익성과 기업규모간의 의사상관관계(spurious correlation problem) 즉 과거수익성이 높았던 기업은 규모가 커지는 경향에서 생기는 상관관계를 피하기 위하여, 기업규모의 측정치를 부채비율의 측정기간이전의 과거기간 즉 1991년부터 1993년동안의 과거수치를 이용하였다.

(4) 수익성 (PROF)

수익성이 높을수록 내부자금의 여유가 많기 때문에 기업의 수익성은 부채비율에 음(-)의 영향을 미칠 수 있다. Myers(1984), Myers & Majluf (1984)의 자본조달순위이론(Pecking Order Theory)에 의하면 정보비대칭의 존재 하에서 기업은 유보이익, 부채차입, 지분발행의 순서에 의해 자본을 조달하게 된다. 전통적 자본구조이론이 부채사용에 의한 감세효과와 이에 따른 재무적 곤경과 관련된 비용 즉 파산비용 혹은 대리인비용간의 정태적 상관관계를 강조한 반면, 자금조달순위이론은 기업의 동태적 자본조달행위를 설명한다. 즉 기업은 과도한 부채로 인한 파산비용을 회피하기 위하여 먼저 유보이익을 사용한 후 부채를 차입하게 되며, 외부금융을 이용하는 경우에도 부채의 절세효과, 주식발행과 관련된 비용의 절약, 기존주주들에 대한 지배권위협회피 등의 이유로 부채조달이 신주발행보다 우선하게 된다. 따라서 과거의 수익성이 높은 기업일수록 많은 금액을 사내에

유보시킬 수 있으므로 소요자금의 대부분을 유보이익에 의하여 먼저 조달할 수 있기 때문에 부채비율이 낮을 것으로 예상된다.⁷⁾

Titman & Wessels (1988), Prowse (1990) 등의 연구에서와 같이, 부채비를 측정기간의 수익성을 사용하면 자기자본의 증가를 통한 부채비율의 하락을 가져올 수 있기 때문에 기업의 과거 수익성을 측정하기 위하여 부채비율의 측정기간이전의 과거기간 즉 1991년부터 1993년동안의 매출액영업이익률을 이용하였다.

(5) 산업요인 (IND_i)

Scott(1972), Scott & Martin (1975), Bowen, Daley & Huber (1982)의 미국기업들을 대상으로 한 자본구조 분석에서 이들 기업이 속한 산업별로 부채비율의 상당한 차이가 존재한다는 결과를 제시하였다. Errunza(1979)도 중미공동시장내 국가의 기업들을 대상으로한 자본구조결정에 관한 연구에서 산업요인이 큰 영향을 끼친다고 하였다. 그러나 Stonehill & Stitzel (1969), Collins & Sekely (1983), Sekely & Collins (1988) 등은 산업요인이 각 국가별 기업의 자본구조 결정에 중요한 영향을 미치지 않는다는 결과를 제시하였다. 한편 Remmers, Stonehill, Wright & Beekhuisen (1974)의 연구에서는 국가별로 산업요인의 영향이 다르게 나타났다. 이와 같이 기존의 연구는 산업요인이 각 국가별 기업의 부채비율에 미치는 영향에 대해서는 상이한 결과를 제시하고 있고, 산업별 특성에 따라서도 다른 영향을 미칠 수도 있을 것으로 예상할 수 있다.

표본기업이 속한 산업이 그 기업의 부채비율 결정에 어떤 중요한 영향을 미치는지에 관한 산업요

7) Hurdle(1974), Carleton & Silberman (1977), Nakamura & Nakamura(1982), Collins & Sekely (1983), Titman & Wessels (1988) 등의 연구결과에 의하면 기업의 수익성과 부채비율은 음(-)의 관계를 가진다고 하였다.

과를 분석하고, 산업효과를 통제 한 후 다른 독립변수와 부채비율과의 관계를 보기 위하여 유사산업군별로 분류하여 더미변수로 처리한다. 즉 표본기업이 속한 산업에 1, 그 외 산업에 0을 부과한다.

유사산업군은 산업분류코드 두자리를 기준으로 구분하였는데, 한국신용평가(주)의 '한국기업총람'과 매일경제신문사의 '회사연감'에서 분류한 산업코드를 토대로 유사산업군을 한 데 묶었다. 즉 코크스, 석유정제품 및 핵연료(2300: n=2), 화합물 화학제품(2400: n=61), 고무 및 플라스틱(2500: n=19)은 전체를 묶어 석유화학산업군으로 분류하였고, 제1차금속(2700:n=8)과 조립금속제품(2800: n=14)을 금속산업군으로, 기타기계 및 장비(2900: n=33), 사무계산 및 회계용 기계(3000: n=6), 기타전기기계 및 변환장치(3100: n=25)를 기계산업군으로 분류하였다. 또한 자동차 및 트레일러 (3400: n=26)와 기타운송장비(3600: n=1)를 함께 묶어 운송산업군으로 분류하였다. 그리고 이들 4개 산업군과 음·식료품(1500: n=14), 영상·음향 및 통신장비(3200: n=43), 그리고 의료·정밀·광학기기 및 시계(3300: n=15)의 3개의 산업군과 함께 7개의 산업군으로 분류하였다.⁸⁾

지금까지 외국인투자기업들의 자본구조결정에 영향을 미칠 주요요인으로서 살펴본 국가, 산업, 기업 특성변수에 관한 이와 같은 논의를 종합적으로 정리하면, 횡단면 회귀분석의 결과에 의한 각 독립변수의 회귀계수는 <표 1>에서 제시하는 다음과 같은 부호를 가질 것으로 예상된다.

<표 1> 독립변수의 예상부호

독립변수	CNY	FOEQ	SIZE	PROF	IND _i
예상부호	(-)	(-)	(+)	(-)	(?)

IV. 외국인투자기업의 자본구조결정요인에 관한 실증분석 결과

먼저 미국국적 및 일본국적의 외국인투자기업 즉 미국기업 및 일본기업의 한국자회사의 자본구조에 차이가 나는지를 분석한 다음, 외국인투자기업 전체표본 및 일본과 미국기업의 한국자회사를 대상으로 한 회귀분석을 통해 자본구조에 영향을 미치는 요인들에 관한 실증분석 결과를 제시한다.

4-1. 미국과 일본기업의 한국자회사 부채비율의 차이검정

우리나라에 투자한 외국인투자기업들 중 미국과 일본국적의 제조기업들의 한국자회사들의 자본구조에 차이가 있는지를 알아보기 위하여 두 표본기업군간에 부채비율의 차이검정을 실시하였다.

<표 2> 미국·일본기업의 한국자회사 부채비율 차이 검정결과

	N	부채비율 평균	표준편차	t 값	윌콕슨 P값
일본 외투기업	208	63.95	20.05	3.8285	0.0001
미국 외투기업	87	54.21	19.58		

8) 섬유(1700: n=8), 의복 및 모피(1800: n=4), 가죽·가방·마구류 및 신발(1900: n=1)을 묶어 동일산업군으로 분류하여도 여기에 속하는 표본이 모두 일본국적의 외국인투자기업이므로 산업변수 대상에서 제외하였다.

〈표 2〉에서 보는 것처럼, 미국과 일본기업의 한국 내 자회사들의 총부채비율(총부채/총자산)은 각각 54.21%와 63.95%이며, 두 표본집단간의 부채비율에 대한 차이를 분석한 t-test의 결과 t값은 3.83으로 1%수준에서 유의한 것으로 나타났다. 즉 일본기업의 한국자회사들의 평균부채비율이 미국기업의 한국자회사보다 부채비율이 높다. 또한 윌콕슨순위합 검정에서도 p값은 0.0001이므로 두 그룹간의 평균부채비율에 차이가 존재한다고 할 수 있다. Sarathy & Chatterjee (1984), Kester (1986), Prowse (1990) 등의 연구에서 미국과 일본간의 금융시장환경, 금융제도적 요인 등으로 인하여 일본기업의 부채비율이 미국기업보다 높다는 결과를 제시하였는데, 현지국의 해외자회사 즉 한국내 이들 기업의 자회사도 모기업이 속한 본사국과 유사하게 일본기업의 한국자회사의 부채비율이 미국기업의 한국자회사보다 높다는 결과는 이들 국가의 현지 자회사들이 현지국의 규범보다는 모기업이 속한 본사국의 일반적 규범을 따른다고 볼 수 있다.

4-2. 외국인투자기업 전체표본의 회귀분석 결과

외국인투자기업들인 미국과 일본기업의 한국자회사를 모두 포함하는 전체표본기업을 대상으로 하여 외국인투자기업들의 부채비율에 영향을 미치는 요인들을 회귀분석을 통하여 알아본다. 총부채비율을 종속변수로 하고, 국가요인, 기업규모, 수익성, 외국인투자기업의 지분율 및 산업요인을 독립변수로 하는 회귀분석의 결과가 〈표 3〉에 나타나있다.

$$\text{LEVERAGE} = f(\text{CNY, SIZE, PROF, FOEQ, IND}i)$$

전체표본의 Model A는 국가요인 및 외국인지분변수를 제외한 기업규모와 과거수익성변수와 회귀분석결과를 나타내고 있고, Model B는 외국인지분변수를 포함하였을 경우이며, Model C는 미국자회사에는 1을 부여하고 일본자회사에는 0을 부여하는 더미변수인 국가요인을 추가한 경우의 회귀분석 결과이다. 이것은 양국가의 외국인투자기업간 자본구조차이를 국가요인이 설명해 줄 수 있는가를 분석하기 위한 것이다. Model D는 산업요인을 통제한 후 각 독립변수의 영향 및 산업군별 부채비율과의 관계를 보여준다.

먼저 회귀분석모델 전체적으로 볼 때, 기업규모는 5% 혹은 1%유의수준에서 부채비율과 정(+)의 관계를 보여주고 있다. 따라서 규모가 큰 외국인투자기업은 규모가 작은 기업보다 상대적으로 더 높은 부채비율을 수용할 능력을 가지고 있다고 볼 수 있다.

또한 자금의 조달행태를 알아보기 위하여 과거의 수익성요인과 부채비율과의 관계를 살펴보았다. Myers의 자본조달순위이론을 검증했는데, 예상한 바와 같이 부채비율과 부(-)의 관계를 나타내고 있지만 통계적인 유의성은 없다.

Model B에서 외국인투자기업의 지분율변수를 포함시킨 경우, Model A에서 0.018인 수정결정계수가 0.1488로 상당히 증가하는데, 이것은 외국인투자기업의 지분율이 부채비율의 결정에 많은 영향을 미치고 있다는 것을 보여준다. 외국인투자기업의 지분율과 부채비율은 부(-)의 관계를 갖고 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났는데, 이 결과는 외국인투자기업체의 지분율이 높을수록 미국 및 일본기업의 한국자회사의 부채비율이 낮아진다는 점이다. 이것은 역으로 한국측 합작파트너의 지분율이 높을수록 높은 부채선호도를 보인다고 볼 수 있으며, 따라서 외국인투자기업의 지분율이 높을수

〈표 3〉 미국 및 일본 외국인투자기업 전체표본의 회귀분석 결과

	Model A		Model B		Model C		Model D	
	Coeff.	t-ratio	Coeff.	t-ratio	Coeff.	t-ratio	Coeff.	t-ratio
SIZE	2.798	2.618**	2.450	2.445**	2.841	2.811***	2.378	2.336**
PROF	-0.032	-0.522	-0.076	-1.306	-0.078	-1.343	-0.091	-1.583
FOEQ			-0.276	-6.348***	-0.245	-5.384***	-0.216	-5.390***
CNY					-5.741	-2.225**	-5.250	-1.996**
IND _i								
IND1							3.280	0.530
IND2							-7.482	-1.584
IND3							-4.764	-0.889
IND4							-4.807	-1.119
IND5							2.327	0.505
IND6							-0.971	-0.161
IND7							5.000	0.990
상수	34.839	3.384***	53.746	5.326***	49.954	4.914***	56.994	5.303***
Adj. R2	0.018		0.1488		0.1609		0.1811	
F-value	3.585		16.156		13.527		6.556	

주) ***는 1%, **는 5%, *는 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함

IND1: 음식료품

IND2: 코크스, 석유정제품 및 핵연료 / 화합물 및 화학제품 / 고무 및 플라스틱

IND3: 제1차금속 / 조립금속제품

IND4: 기타기계 및 장비 / 사무계산 및 회계용 기계 / 기타전기기계, 변환장치

IND5: 영상, 음향 및 통신장비

IND6: 의료, 정밀, 광학기기 및 시계

IND7: 자동차 및 트레일러 / 기타운송장비

록 외국인투자기업의 경영통제권이 강화되므로 부채비율이 낮아진다는 것을 의미하고 있다.

Model C에는 국가요인변수를 추가하여 일본기업과 미국기업간의 국가요인이 이들 한국자회사의 부채비율에 다른 영향을 미치는가를 분석하였다. 외국기업의 현지자회사들이 경영활동을 하고 있는 현지국의 규범 혹은 관습을 따른다면, 국가요인은 부채비율에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않을

것이며, 일본기업의 한국자회사와 미국기업의 한국자회사들간에 부채비율에 별 차이가 없을 것이다. 그러나 앞에서 언급하였듯이, 외국인투자기업들이 모기업이 속한 본사국요인에 영향을 받아서 일본기업의 한국자회사가 미국기업의 한국자회사보다 부채비율이 높을 것으로 예상하였다. 기업규모, 수익성, 외국인투자기업의 지분율변수들을 통제한 후에도 국가변수는 5%의 유의수준에서 부채비율과

음(-)의 관계를 보여주고 있으므로 일본기업의 한국자회사가 미국기업의 한국자회사보다 부채에 대한 더 높은 선호도를 보이고 있는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 일본기업과 미국기업을 대상으로 자본구조를 직접 비교한 선행연구에서 지적하였듯이, 양국가간의 서로 다른 경영환경, 금융시장환경, 금융제도 등에서 비롯된 국가요인이 일본기업의 부채비율이 미국기업보다 높은 이유를 설명하고 있는데, 이러한 국가효과가 한국내에서 영업활동을 하는 미국 및 일본 외국인투자기업의 자본구조결정에 영향을 주어서 일본기업이나 미국기업의 한국자회사는 전반적으로 현지국 즉 한국의 규범 혹은 관행을 따르고 있지 않고, 모기업의 본사국규범을 따르고 있다는 것을 의미한다.

전체표본의 Model D에서 산업효과를 통제한 후에도 국가요인, 자산규모요인, 외국인지분요인은 부채비율에 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있다. 또한 산업간의 부채비율의 차이를 보기 위해 산업별 가변수를 사용하였는데, 산업별로 부채비율과 정(+)과 부(-)의 관계를 보여주지만 통계적 유의성은 없기 때문에 산업별로 자본구조에 미치는 영향은 별 차이가 없는 것으로 나타났다. 이 결과는 Stonehill & Stitzel(1969), Collins & Sekely(1983), Sekely & Collins(1988) 등의 기존 연구와 일치하는 것이다.

4-3. 미국기업 및 일본기업의 한국자회사의 회귀분석 결과

〈표 4〉는 전체표본을 일본국적의 외국인투자기업 즉 일본기업의 한국자회사와 미국국적의 외국인투자기업 즉 미국기업의 한국자회사로 나누어 부채비율에 영향을 미치는 요인에 대한 회귀분석 결과이

다. 전체표본을 이와 같이 두 그룹으로 나누어 회귀분석한 결과, 전체표본의 회귀분석 결과에서 나타난 기업규모변수와 수익성변수의 통계적 유의성에 상당한 차이를 보이고 있다. 즉 전체표본에서는 기업규모변수가 통계적으로 상당히 유의한 정(+)의 관계를 나타내지만, 일본기업 및 미국기업의 한국자회사로 구분한 경우, 일본기업의 한국자회사는 기업규모가 부채비율과 상당히 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보여주는 반면 미국기업의 한국자회사는 기업규모가 부채비율과 정(+)의 관계는 보여주지만 통계적으로 전혀 유의하지는 않다. 또한 수익성변수의 경우에도 전체표본을 대상으로 했을 때는 전혀 통계적으로 유의하지 않았다. 그러나 일본기업과 미국기업의 한국자회사로 표본을 나누었을 때는 수익성변수가 일본기업의 한국자회사의 부채비율에 1%의 유의수준에서 음(-)의 영향을 주고 있지만, 미국기업의 한국자회사의 자본구조와는 통계적으로 전혀 유의하지 않은 관계를 나타내고 있다. 따라서 미국기업의 한국자회사 표본때문에 전체표본에서 수익성변수가 부채비율과 전혀 통계적으로 유의하지 않은 관계를 나타낸 결과로 볼 수 있다.

일본기업의 한국자회사의 경우에는 과거의 높은 수익률을 가진 기업은 소요자금의 조달에 있어서 부채차입에 우선하여 사내유보이익으로 충당한다는 Myers의 자본조달순위이론의 주장과 일치하는 결과를 보여주고 있지만, 이것은 Prowse(1990)의 분석결과와는 정반대의 결과이다. 그러나 Prowse는 본사국의 일본과 미국기업의 부채비율을 조사한 데 반해, 본 연구는 이들 기업의 한국자회사의 부채비율을 분석한 것이기 때문에 직접적인 비교는 곤란하다.

외국인투자기업의 지분율변수는 일본기업의 한국

(표 4) 미국기업 및 일본기업의 한국자회사 회귀분석 결과

	일본기업의 한국자회사				미국기업의 한국자회사			
	Model A		Model B		Model A		Model B	
	Coeff.	t-ratio	Coeff.	t-ratio	Coeff.	t-ratio	Coeff.	t-ratio
SIZE	3.364	2.792***	2.879	2.368**	1.127	0.631	0.769	0.416
PROF	-0.428	-3.222***	-0.408	-3.090***	-0.003	-0.041	-0.007	-0.105
FOEQ	-0.216	-4.106***	-0.229	-4.259***	-0.297	-3.551***	-0.275	-3.103***
IND _i								
IND1			16.752	1.158			-5.364	-0.528
IND2			-7.874	-1.450			-6.171	-0.890
IND3			-3.356	-0.588			-16.690	-1.091
IND4			-4.745	-0.993			-3.437	-0.364
IND5			0.689	0.137			8.014	0.720
IND6			1.371	0.207			-10.480	-0.777
IND7			5.933	0.983			5.345	0.540
상수	45.683	3.752***	52.768	4.197***	64.315	3.409***	69.353	3.131***
Adj. R2	0.1631		0.1896		0.1167		0.1204	
F-value	12.989		5.654		4.610		2.122	

주) ***는 1%, **는 5%, *는 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

자회사와 미국기업의 한국자회사로 표본을 나누는 경우에도 전체표본의 결과와 동일하게 모두 1%의 유의수준에서 부채비율과 통계적으로 상당히 유의한 음(-)의 관계를 나타내고 있다. 최근자료에서 나타났듯이 미국이나 일본 제조기업의 평균부채비율은 한국기업보다 낮는데, 양국가의 외국인투자기업 지분율이 높을수록 부채비율이 각각 낮아진다는 결과는 미국이나 일본기업의 한국자회사가 현지국의 관행을 따르지 않고 모기업이 속한 본사국의 규범을 따르며, 이러한 국가효과가 외국인투자기업의 자본구조에 영향을 주고 있다고 해석할 수 있다. 즉 단독투자기업이나 한국기업과 합작투자한 미국과 일본국적의 외국인투자기업들은 지분율이 높을수록 경영권행사가 용이하므로 높은 부채선호도를

가진 한국기업의 일반적 관행을 꺼리게 되며, 모기업이 속한 본사국규범에 따라 상대적으로 낮은 부채비율을 유지하려고 한다고 볼 수 있다.

또한 일본기업의 한국자회사와 미국기업의 한국자회사의 표본 각각에 대하여 산업효과를 통제 한 후에도 부채비율 결정요인의 전반적 영향은 변하지 않고 있으며, 각 산업별로도 자본구조와 관계에서 통계적 유의성이 없기 때문에 미국과 일본기업의 한국자회사의 부채비율결정에 별 영향이 없는 것으로 보인다.

위의 결과를 요약하면, 일본기업의 한국자회사의 경우에는 기업규모요인, 수익성 및 지분율요인 모두가 부채비율에 영향을 주는 통계적으로 상당히 유의한 중요요인으로 나타났다. 그러나 미국기업의

한국자회사의 경우에는 기업규모요인이나 수익성요인은 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않고 지분율요인만이 부채비율 결정에 중요한 변수가 된다는 점이다.

한편 독립변수간에 상관성이 높다면 다중공선성으로 인하여 회귀모형의 설명력이나 통계적 유의성이 낮아질 수 있는데, 독립변수간에 존재할 가능성이 있는 다중공선성의 여부를 분산팽창요인(Variance Inflation Factor: VIF)을 이용하여 확인해 본 결과, 전체표본이나 일본 및 미국국적의 외국인투자기업 각각을 대상으로 한 회귀분석에서 모두 1.01에서 3.4사이의 값을 갖고 있어서 다중공선성의 문제는 없는 것으로 나타났다.

또한 본 연구의 독립변수들간의 피어슨상관계수도 <표 5>에서 보는 바와 같이 다중공선성을 야기할 만큼 높지 않았다.

<표 5> 주요 독립변수간 피어슨상관계수

	CNY	SIZE	PROF	FOEQ
CNY	1.0000			
SIZE	0.1335	1.0000		
PROF	0.1237	0.0470	1.0000	
FOEQ	0.3068	0.0196	-0.0503	1.0000

V. 결 론

본 논문은 제조업에 투자한 미국 및 일본국적의 외국인투자기업들을 대상으로 이들 기업간에 자본구조 차이가 있는지를 검증하고, 이들 기업의 자본구조 결정에 영향을 주는 요인들에 대하여 분석하

였다. 미국 외국인투자기업과 일본 외국인투자기업은 상이한 자본구조를 갖고 있는 것으로 나타났으며, 또한 국가요인이 미국 및 일본국적의 외국인투자기업체의 부채비율에 통계적으로 상당히 유의한 영향을 주었다. 즉 기존의 선행연구에서 각 국가의 상이한 경영환경이나 금융제도 등으로 인한 국가효과가 국가별 기업의 자본구조차이를 설명하는 중요한 요인이라고 제시하였는데, 본 논문에서 나타난 미국기업의 한국자회사가 일본기업의 한국자회사보다 부채비율이 더 낮다는 연구결과는 모기업이 속한 본사국의 규범 등으로 인한 국가요인이 해외자회사의 자본구조결정에 중요한 영향을 주었다고 해석할 수 있다.

외국인지분변수는 미국 및 일본 외국인투자기업에 모두 예측된 방향으로 1%의 강한 통계적 유의성을 나타내고 있다. 외국인투자기업의 지분이 높을수록 부채의존도가 낮아진다는 결과를 보여주고 있는데, 이것은 한국파트너기업보다 경영권통제력이 높아질수록 이들 외국인투자기업들은 부채차입에 신중하게 대처한다는 점에서 외국인투자기업과 동일한 환경에서 경영활동을 하고 있는 국내기업들의 자본구조 개선의 필요성에 대하여 시사하는 바가 크다고 할 수 있다.

미국 및 일본 외국인투자기업의 전체표본을 대상으로 한 경우에 기업규모는 5%이내의 유의수준에서 부채비율과 정(+)의 관계를 나타내고, 수익성은 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 관계를 보여 주었다. 그러나 전체표본을 미국 외국인투자기업과 일본 외국인투자기업으로 나누었을 때 상당히 다른 결과를 나타내고 있다. 즉 기업규모와 과거의 수익성이 특히 일본기업의 한국자회사의 자본구조를 잘 설명해 주고 있는데, 일본기업의 한국자회사는 기업규모가 클수록 높은 부채비율을 수용하는 능력을

갖고 있고, 또한 과거의 수익성이 부채비율과 통계적으로 상당히 유의한 음(-)의 관계를 보여주고 있으므로 전통주의자들이 주장하는 것과는 달리 자본조달순위이론(Pecking Order Theory)과 일치하는 결과를 나타내고 있다. 그러나 미국기업의 한국 자회사의 자본구조에 대하여 기업규모와 과거수익성이 예상한 부호를 나타내었지만, 통계적으로 전혀 유의하지 않았다.

또한 산업효과를 통제한 후에도 부채비율 결정요인의 전반적 영향은 변하지 않고 있으며, 산업별로 부채비율과 정(+)과 부(-)의 관계를 보여주지만 통계적 유의성은 없기 때문에 산업요인은 외국인투자기업의 자본구조결정에 별 영향이 없는 것으로 나타났다.

본 연구는 국내에 투자한 다른 국적의 외국인투자기업들간의 자본구조 차이 및 자본구조 결정에 영향을 주는 요인들을 파악하기 위한 실증적 분석을 처음 시도하여 몇 가지 의미있는 결과를 제시하고 있다는 점에 그 의의가 있다고 하겠다. 즉 본사국의 국가규범 혹은 관행, 제도적 차이 등으로 인한 국가효과가 미국 및 일본 외국인투자기업들의 자본구조결정에 영향을 준다는 점, 그리고 미국기업 및 일본기업으로 구분하여 분석하였을 때, 미국기업과 일본기업의 한국자회사의 자본구조 결정에 영향을 주는 요인이 다르다는 점이다.

그러나 본 연구는 자료수집의 제약 때문에 모기업의 특성적 요인이 해외자회사의 자본구조에 미칠 수 있는 영향을 구체적으로 파악하지 못하였다. 예를 들면 모기업의 규모나 모기업의 다국적성 등이 해외자회사의 자본구조결정에 영향을 미칠 가능성도 있을 것이다. 즉 모기업의 신인도에 따른 해외자회사에 대한 지급보증능력과 시장의 불완전성을 이용하여 모기업의 전체적인 입장에서 자본비용을 최소화

할 수 있는 모기업의 국제적 영업활동정도 등이 해외자회사의 자본구조에 영향을 줄 수 있는데, 이러한 모기업의 특성적 요인을 고려할 수 없었다는 점이 본 연구의 한계점으로 볼 수 있으며, 향후 모기업의 특성적 요인과 해외자회사의 자본구조간의 관계를 파악하는 연구가 계속되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 강호상 (1996), **국제기업재무론**, 법문사.
- 김성민, 이은모(1990), "우리나라 기업의 자금조달 및 운용구조 분석," **조사통계월보**, 한국은행, 3월, 3-28.
- 선우석호 (1990), "한국기업의 재무구조 결정요인과 자본비용," **재무연구**, 제 3권, 61-80.
- 신동령(1993), "재벌기업과 비재벌기업의 재무구조 결정요인," **금융연구**, 7권 1호, 113-144.
- 윤봉한 (1989), "우리나라 제조업의 자본구조결정요인에 관한 실증적 연구," **신평저널**, 봄호, 38-57.
- 이재유, 나인철, 최종연 (1993), "외국인투자기업의 경영실태분석," **경영학연구**, 제22권 제2호, 339-362.
- 정구현 (1990), "한국내의 다국적기업의 경영행태분석," **산업과 경영**, 연세대학교, 1990.1. 335-349.
- 최생림, 정태영, 김동순 (1995), **국제재무관리론**, 법문사.
- 황선웅 · 김종대 (1996), "우리나라 기업의 투자결정유형이 자본구조에 미치는 영향에 관한 실증분석," **경영학 연구**, 제25권 4호, 311-339.
- Aggarwal, R. (1981), "International Differences in Capital Structure Norms: An Empirical Study of Large European Companies," *Management International Review*, Vol.21. 75-88.
- Bowen, R., L. Daley and C. Huber (1982), "Evidence on the Existence and Determinants of Inter-industry Differences in Leverage," *Financial Management*, Winter, 10-20.

- Burgman, T.A. (1996), "An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure," *Journal of International Business Studies*, 27(3), 553-570.
- Business International (1979), "Policies of MNC's in Debt/Equity Mix," Money Report.
- Business International (1986), "Determining Overseas Debt/Equity Ratios," Money Report.
- Carleton, W. and I. Silberman (1977), "Joint Determinant of Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis," *Journal of Finance*, June, 811-821.
- Collins, J. and W. Sekely (1983), "The Relationship of Headquarters Country and Industry Classification to Financial Structure," *Financial Management*, Autumn, 45-51.
- Crutchley, C. and R. Hansen (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Financial Management*, Winter, 36-46.
- Eiteman, D., A. Stonehill, & M. Moffett (1995), *Multinational Business Finance*, 7th ed., Addison-Wesley Publishing Co.
- Errunza, V.(1979), "Determinants of Financial Structure in the Central American Common Market," *Financial Management*, Autumn, 72-77.
- Fatemi, A. (1988), "The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy," *Journal of Business Research*, 16, 17-30.
- Hurdle, G. (1974), "Leverage, Risk, Market Structure and Profitability," *Review of Economics and Statistics*, November, 478-485
- Kester, W. C. (1986), "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations," *Financial Management*, Spring, 5-16.
- Lee, K. C., and C. Kwok (1988), "Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure," *Journal of International Business Studies*, 19(2), 195-217.
- Levi, M. (1996), *International Finance*, 3rd Ed., McGraw-Hill, Inc.
- Long, M. and E. Malitz (1985), "Investment Patterns and Financial Leverage," In B. Friedman(ed.), *Corporate Capital Structures in the United States*, Chicago, University of Chicago Press.
- Martin, L. and G. Henderson (1984), "Industry Influence on Financial Structure: A Matter of Interpretation," *Review of Business and Economic Research*, 19(2), 57-67.
- Myers, S. (1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nakamura, A. and M. Nakamura (1982), "On the Firm's Production, Capital Structure, and Demand for Debt," *Review of Economics and Statistics*, August, 384-393.
- Prowse, S. (1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan," *Journal of Financial Economics*, March, 43-66.
- Remmers, L., A. Stonehill, R. Wright, and T. Beekhuisen (1974), "Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally," *Financial Management*, Summer, 23-32.
- Sarathy, R., and S. Chatterjee (1984), "The Divergence of Japanese and U.S. Corporate Financial Structure," *Journal of International Business Studies*, Winter, 75-89.
- Scott, D. (1972), "Evidence of the Importance of Financial Structure," *Financial Management*, Summer, 45-50.
- Scott, D. and J. Martin (1975), "Industry Influence on Financial Structure," *Financial Management*, Spring, 67-73.
- Sekely, W. and J. Collins (1988), "Cultural Influences on International Capital Structure," *Journal of International Business Studies*, Spring, 87-100.
- Stobaugh, R. (1970), "Financing Foreign Subsidiaries of U.S.-Controlled Multinational Enterprises,"

- Journal of International Business Studies*, 43-64.
- Stonehill A., T. Beekhuisen, R. Wright, L. Remmers, N. Toy, A. Pares, A. Shapiro, D. Egan and T. Bates (1975), "Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries," *Financial Management*, Autumn, 27-41.
- Stonehill A. and T. Stitzel (1969), "Financial Structure and Multinational Corporations," *California Management Review*, Fall, 91-96.
- Titman, S. and R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, March, 1-19.
- Toy, N., A. Stonehill, L. Remmers, R. Wright, and T. Beekhuisen (1974), "A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, November, 875-886.

Country Effect on Financial Structure of Foreign Firms Operating in Korea

Ki-Hyun Kim*

Abstract

This paper investigates country influence on capital structure of foreign manufacturing firms operating in Korea. Prior studies have examined factors that affect the debt ratio for domestic firms; however, the effect of country norms on capital structure of foreign firms in Korea have not been tested. This paper uses multiple regression analyses to find factors that influence capital structure of such foreign firms as U.S. and Japanese subsidiaries operating in Korea. Using sample of 295 firms, this paper finds following results. (1) U.S. subsidiaries have lower debt ratios than Japanese subsidiaries, indicating that home country norms affect capital structure of these foreign subsidiaries operating in Korea. (2) debt ratios of both U.S. and Japanese subsidiaries are negatively related to the degree of foreign equity share. (3) size and profitability are important factors to explain debt ratios of Japanese subsidiaries. (4) industry effects on capital structure are not found in both U.S. and Japanese subsidiaries in Korea.

* Assistant Professor, Department of International Business & Economics, Yeungnam University.