

---

---

# 韓國企業財務構造 決定要因에 관한 理論 및 實證的 考察

崔 洗  
河 泰 亨

▷ 目 次 ◁

I. 머 리 말
II. 理論的 分析
III. 實證的 檢證
IV. 맺 음 말

## I. 머 리 말

資本主義 經濟體制下에서 生産활동의 주체인 企業들이 個個 企業의 발전을 위해서 그리고 전체 國民經濟의 안정을 위해서 건전한 體質을 갖는 것이 필요하다. 企業體質과 관련하여 최근 가장 많이 논의되는 것은 높은 負債比率로 특징되는 韓國企業의 財務構造惡化 現象이다. 企業財務構造의 惡化原因 및 이의 改

---

---

善方案에 대하여는 그 동안의 많은 논의에도 불구하고 原因糾明 및 對策마련이 이루어지지 않고 있는 가운데 韓國企業의 財務構造는 점차 惡化되고 있는 실정이다.

企業의 財務構造란 廣義로는 資金의 調達과 運用의 側面을 모두 포함하여 貸借對照表上的 借邊·貸邊 兩邊의 구성을 지칭하며, 狹義로는 貸借對照表의 貸邊 즉 資金調達 側面만을 나타낸다. 本論文에서는 企業의 財務構造를 협의로 해석하여 우리나라 기업들의 資金調達 類型을 살펴 보기로 하는바 <表 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 韓國企業(製造業)의 財務構造는 계속 惡化되어 왔다. 즉 1960年代初·中盤에 100~150%이던 負債比率가 1980年代에는 400%까지 상승하고 있다. 또한 <表 2>에 나타난 바와 같이 우리나라 기업은 다른 나라의 기업에 비하여 투자에 필요한 財源을 지나치게 自己資本보다 他人資本에 의존하고 있다.

企業財務構造의 惡化要因 및 이의 改善方案

---

筆者：崔洗—韓國開發研究院 研究委員 河泰亨—韓國科學技術院 碩士課程 修了

\* 原稿草案을 읽고 유익한 助言을 해준 本院의 郭泰元 博士와 李永琪 博士에게 誠摯한 謝意를 표하며, 本論文의 내용에 남아 있는 어떤 미비한 점도 전적으로 筆者들의 책임임을 밝히려 한다.

을 논의할 때 가장 많이 언급되는 것은 稅制改編인데 그 이유는 稅制의 改編이 가장 손쉬운 政策代案中的 하나라는 점과 稅制改編으로 企業財務構造의 改善을 쉽게 달성할 수 있다는 一般의 信念에 기인한다. 借入利子の 損費 許容에 따라 稅制가 財務構造를 악화시키고 稅制가 財務構造에 큰 영향을 미치므로 稅制의 改編이 企業財務構造改善에 크게 기여하리라는 一般의 信念에 필자들도 원칙적으로 전적으로 동의한다<sup>1)</sup>.

그러나 財務構造의 惡化 및 改善策을 稅制上的의 요인만으로 논의하는 것은 문제를 오히려 악화시키는 診斷이라 판단되는데 이는 韓國企業의 財務構造惡化를 稅制要因만으로 설명하는 데는 다음과 같은 두 가지 중요한 實證的 問題가 제기되기 때문이다. 그 첫째는 지난 20年間に 있어서 우리나라 稅制에서 企業財務構造에 영향을 미치는 措置와 관련하여서는 기본적으로 큰 변동이 없었던 데도 企業財務構造는 계속 惡化되어 왔다는 점이다. <表 1> 및 <附表>에서 볼 수 있는 바와 같이 1960年代에 있어서 利子所得에 대한 個人所得稅率 그리고 1970年代에 있어서의 法人所得稅率 등의 경우 큰 변동이 없었던 데도 企業의 負債比率는 시간이 지남에 따라 계속 상승하여 왔다. 이는 곧 企業財務構造의 惡化가 稅制外的의 요인에 의하여도 영향을 받고 있음을 의미한다.

企業財務構造와 관련하여 제기되는 또 하나의 의문은 왜 韓國企業의 財務構造가 다른 나

1) 崔洸(1984)은 法人所得稅率, 個人所得稅率, 配當稅額控除率, 資本利得稅率 등이 企業의 財務政策에 주된 영향을 미치며, 借入金에 대한 利子支給의 損費認定이 허용되는 한 借入에 의한 資金調達이 新株發行이나 社內留保의 사용 등 自己資本 활용의 경우보다 훨씬 유리함을 밝히고 있다.

<表 1> 韓國製造業의 財務構造

(단위 : %)

	他人資本比率 <sup>1)</sup>		自己資本比率 <sup>2)</sup>	負債比率 <sup>3)</sup>
	流動負債	固定負債		
1961	35.7	21.9	42.4	135.9
1962	42.7	17.8	39.5	153.5
1963	33.2	14.8	52.0	92.2
1964	20.7	20.4	49.9	100.5
1965	28.9	19.5	51.6	93.7
1966	37.4	16.7	45.9	117.7
1967	41.1	19.1	39.8	151.2
1968	37.6	23.2	33.2	201.3
1969	41.9	31.1	27.0	270.0
1970	43.7	33.0	23.3	328.4
1971	43.7	36.1	20.2	394.2
1972	38.1	37.7	24.2	313.4
1973	38.1	35.1	26.8	272.7
1974	43.0	33.0	24.0	316.0
1975	44.2	33.0	22.8	339.5
1976	46.3	32.2	21.5	364.6
1977	46.1	32.5	21.4	350.7
1978	45.8	32.8	21.4	366.8
1979	49.3	29.7	21.0	377.1
1980	52.0	31.0	17.0	487.9
1981	52.0	29.9	18.1	451.5
1982	49.8	29.6	20.6	385.8
1983	50.2	28.1	21.7	360.3

註 : 1) 他人資本比率 =  $\frac{\text{他人資本}}{\text{總資本}} \times 100$

2) 自己資本比率 =  $\frac{\text{自己資本}}{\text{總資本}} \times 100$

3) 負債比率 =  $\frac{\text{流動負債} + \text{固定負債}}{\text{自己資本}} \times 100$

資料 : 한국은행, 『기업경영분석』, 各年度.

라 企業의 財務構造와 비교하여 더 큰 脆弱性을 보이고 있느냐 하는 점이다. <表 2>에 나타난 바와 같이 우리나라 企業의 自己資本比率는 20.6%로서 미국의 48.5%, 서독의 31.1%, 대만의 36.3%보다 훨씬 낮으며 일본의 23.7%와는 비슷한 수준이다. 이들 다섯 나라에 있어서 財務構造의 차이를 설명할 만한 法人所得稅 및 個人所得稅上的의 구조적 특징을 발견할 수 없으므로 결국 한국과 일본에 공통적인 稅制外的인 요인이 두 나라의 負債比率과

自己資本比率을 다른 세 나라의 그것과 다르게 하게끔 한다고 결론지을 수밖에 없다.

企業財務構造에 관한 어떠한 理論 및 實證的 分析도 위에서 제기한 두 가지 문제 즉 時系列(time-series)에 있어서의 韓國企業財務構造의 持續적 惡化 문제 그리고 橫斷的(cross-section) 比較上에 있어서의 韓國企業財務構造의 相對的 脆弱性 문제를 동시에 설명할 수 있을 때에 분석 자체의 妥當性이 수용될 수 있으며 이를 바탕으로 유용한 政策代案의 제시가 가능해진다.

本論文의 주된 목적은 企業財務構造 決定要因을 분석·검토할 수 있는 模型을 우리나라 현실을 고려하면서 설정하고 이를 기초로 韓國企業財務構造의 惡化要因을 규명·설명하려는 데 있다. 물론 이 과정에서 앞서 제기된 두 가지 의문에 대한 해답이 적어도 부분적으로는 제공될 것이다. 설정된 模型이 비교적 단순하여 나름대로의 利點도 있으나 韓國企業財務構造 決定의 보다 완벽한 분석을 위해서는 本論文에서 다루지 않은 變數들을 포함하는 보다 포괄적인 模型이 정립되고 이에 대한 實證的 分析이 수반되어야 할 것이다.

## II. 理論的 分析

### 1. 模型의 定立

本論文의 주된 목적은 한국기업의 財務構造 특히 높은 負債比率에 대한 原因규명에 있는 바 本節에서는 기업의 最適負債量을 決定하는 要因을 파악하고 이들 要因이 기업의 負債比率에 미치는 영향을 이론적으로 분석하고자 한다. 필요에 따라 추가로 도입되는 假定外에 模型의 單純化를 위해 다음과 같은 假定을 도입하기로 한다.

1. 法人所得稅 및 利子所得에 대한 個人所得稅의 稅率은 單一比例稅率이다.
2. 株主의 소득은 資本利得의 형태로만 발생한다.
3. 個人 및 企業段階에서 稅金의 裁量的 調整(tax arbitrage) 現象은 존재하지 않는다.
4. 기업은 1人株主로 구성되어 있다.

模型의 設定과 이론적 전개를 위해 다소 假

〈表 2〉 財務構造의 國際比較

(단위 : %)

	韓 國		臺 灣		日 本		美 國		西 獨	
	1975	1982	1975	1981	1977	1982	1976	1982	1975	1981
他人資本比率	77.2	81.9	55.8	55.2	81.3	75.8	46.3	51.5	47.5	68.5
流動負債	44.2	52.0	41.2	45.7	55.3	53.7	23.5	25.3	32.4	35.5
固定負債	33.0	29.9	14.6	9.5	26.0	22.1	22.8	26.2	15.1	33.3
自己資本比率	22.8	20.6	38.4	36.3	17.4	23.7	53.8	48.5	32.1	31.1
負債比率	339.5	385.8	160.3	175.9	474.0	320.5	85.9	106.2	212.0	221.7
借入金依存度	47.0	45.9	—	36.3	39.9	35.7	21.5	29.8	—	—

資料 : 한국은행, 『기업경영분석』, 1979, 1983.

想的인 경우를 상정하여 보기로 하자. A라는 회사는 올림픽 福券에 세번 當籤되는 행운을 안은 甲이 설립한 회사로서 지금까지 전혀 外部借入없이 運營되어 오고 있다. 올림픽 特化商品의 개발에 따라 새로운 投資機會가 주어져서 새로운 施設投資 목적으로 B만큼의 資金이 추가로 필요한 경우, 唯一한 株主인 甲이 B만큼 有償增資를 함으로써 施設資金을 조달할 수 있고 또는 同一金額을 은행으로부터 借入하거나 또는 社債發行의 방법으로 調達할 수 있다.

法人所得稅率을  $t_c$ , 課稅前 法人源泉所得을  $Y$ , 增資所得控除率을  $p$ 라 하면 B만큼의 施設資金을 有償增資의 방법으로 조달하는 경우 株主인 甲에게 歸屬되는 최종소득  $X_1$ 은 다음과 같다<sup>2)</sup>.

$$X_1 = Y - (Y - p \cdot B) t_c = (1 - t_c) Y + p B t_c \dots \dots \dots (1)$$

韓國金融市場의 가장 중요한 특징은 二重金利構造에 있다. 즉 借入의 형태에 따라 이에 적용되는 金利가 다른바, 크게 나누어 會社債와 私債 등 비교적 시장에서 자유로이 결정되는 金利와 은행을 위시한 公金融機關으로부터

2) 한국기업의 財務構造와 관련한 稅制上의 特別措置에는 紙上配當稅, 配當稅額控除, 增資所得控除 등이 있으나 株主의 소득이 모두 資本利得의 형태로만 발생한다고 하면 紙上配當稅制度和 配當稅額控除制度는 무시할 수 있다.

3) 기업의 자금조달이라는 측면에서 볼 때 우리나라의 金利構造는 金融機關으로부터의 借入時 적용되는 金利, 會社債發行에 따르는 金利, 그리고 私債에 의한 借入에 적용되는 金利 등 3重構造라고 보는 것이 보다 正確한 것이나, 本論文에서는 會社債가 制度金融內에서의 實勢金利를 비교적 잘 반영하고 私債가 制度金融外에서의 實勢金利를 반영한다는 共通性을 감안하여 會社債 및 私債들에 적용되는 金利를 하나로 묶어 金利의 二重構造를 살펴 보기로 한다.

4) 機會費用,  $r_2 B(1 - t_c)$ , 항목 式(1)에 포함시켜 論理를 전개할 수도 있으며(李永琪博士의 지적), 이 경우에도 論議 結果로 얻어지는 결론은 같아진다.

의 借入 및 外國借款 등에 적용되는 補助的 性格이 큰 金利가 병존하고 있다<sup>3)</sup>. 最適資本構造論 등 서구의 企業財務構造에 관한 이론은 借入形態를 會社債發行을 중심으로 하여 논리를 전개하고 있으나 우리나라 企業財務構造分析에서는 金利의 二重構造를 반영하기 위해 借入形態를 구분하여 분석하는 것이 妥當하며 또한 현실적이다.

公金融機關으로부터의 借入에 적용되는 政策金利를  $r_1$ , 會社債發行 또는 私債에 의해 조달되는 자금에 적용되는 自律市場金利를  $r_2$ 라 하고 政策金融支援에 의해 조달되는 자금액을  $B_1$ , 市場金利가 적용되는 市場調達資金의 규모를  $B_2$ , 합계  $B(=B_1+B_2)$ 만큼의 借入이 있을 경우 利子所得에 대한 個人所得稅率을  $t_i$ 로 표시하면 株主 甲에게 歸屬되는 최종소득  $X_2$ 는 다음과 같다.

$$X_2 = Y - (Y - r_1 B_1 - r_2 B_2) t_c - r_1 B_1 - r_2 B_2 + r_2 B(1 - t_i) - L_1(B) = (1 - t_c) Y + r_2 B_2 (t_c - t_i) + B_1 [r_2 (1 - t_i) - r_1 (1 - t_c)] - L_1(B) \dots \dots \dots (2)$$

式(2)에서  $r_1 < r_2$ 이며  $L_1(B)$ 는 負債關聯費用(leverage-related cost)으로서 그 내용은 破産費用(bankruptcy cost), 去來費用(agency cost) 등 負債에 수반되는 비용으로서  $\partial L_1 / \partial B > 0$ 의 관계가 성립한다. 또  $r_2 B(1 - t_i)$  항목은 일종의 機會費用으로서 우리의 假想的 會社 A의 株主 甲의 입장에선 有償增資에 의하지 않고 借入에 의해 資金調達하는 경우  $B(=B_1+B_2)$ 에 市場金利  $r_2$ 가 적용되므로  $r_2 B$ 만큼의 利子所得 획득이 가능하며 納稅後의 純利子所得은  $r_2 B(1 - t_i)$ 가 된다<sup>4)</sup>.

式(1)과 式(2)를 調整, 聚合하면 다음과 같은 관계가 성립한다. 즉

$$\begin{aligned} X_2 &= X_1 + r_2 B_2 (t_c - t_i) + B_1 [r_2 (1 - t_i) \\ &\quad - r_1 (1 - t_c)] - L_1(B) - p B t_c \\ &= X_1 + r_2 B_2 (t_c - t_i) + B_1 [r_2 (1 - t_i) \\ &\quad - r_1 (1 - t_c)] - L(B) \end{aligned}$$

단,  $L_2(B) = p \cdot B t_c$ ,  
 $L(B) = L_1(B) + L_2(B) \dots\dots(3)$

式(3)이 나타내는 바는 負債에 의해 投資財源을 조달하는 것이 有價增資에 의한 자금조달의 경우보다  $r_2 B_2 (t_c - t_i) + B_1 [r_2 (1 - t_i) - r_1 (1 - t_c)]$ 만큼 상대적인 利得을 얻는 반면  $L(B)$ 만큼 상대적으로 損失을 보고 있다는 사실이다.  $L(B)$ 는 式(3)에 나타난 바와 같이 앞서 언급한 負債關聯費用,  $L_1(B)$ ,와 租稅減免의 喪失(potential loss of non-debt tax shield),  $L_2(B)$ ,의 합이다<sup>5)</sup>.

기업의 目標은 企業의 價値를 극대화하는 것인바 株主가 1인인 A會社의 경우 企業價値의 극대화는 곧 株主의 富의 극대화를 의미하므로, 株主에게 귀속되는 最終所得  $X_2$ 를 극대화하는 最適負債量,  $B^*$ ,가 곧 企業의 價値를 극대화하는 負債量이 된다. 最適負債量을 구하기 위하여 式(3)의  $X_2$ 에 대한 1次導函數를 구하면서 극대화의 1次條件(first-order condit-

ion)을 적용하면

$$\begin{aligned} \frac{\partial X_2}{\partial B} &= \frac{\partial r_2}{\partial B} B_2 (t_c - t_i) + r_2 \frac{\partial B_2}{\partial B} (t_c - t_i) \\ &\quad + \frac{\partial B_1}{\partial B} [r_2 (1 - t_i) - r_1 (1 - t_c)] \\ &\quad + B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B} (1 - t_i) - \frac{\partial L}{\partial B} \\ &= \frac{\partial r_2}{\partial B_2} B_2 (t_c - t_i) + r_2 (t_c - t_i) \\ &\quad + [r_2 (1 - t_i) - r_1 (1 - t_c)] \\ &\quad + B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1 - t_i) - \frac{\partial L}{\partial B} \\ &= 0 \dots\dots\dots(4) \end{aligned}$$

이 된다.

$r_2 = f(B_2)$ 의 관계가 성립하며  $l = \partial L / \partial B = g(B)$ 라 하면 適正限界負債費用,  $l^*$ ,는 다음과 같이 구해진다. 즉

$$\begin{aligned} l^* &= \frac{\partial r_2}{\partial B_2} B_2 (t_c - t_i) + r_2 (t_c - t_i) \\ &\quad + [r_2 (1 - t_i) - r_1 (1 - t_c)] \\ &\quad + B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1 - t_i) \dots\dots\dots(5) \end{aligned}$$

$l = \partial L / \partial B = g(B)$ 에서  $B$ 는  $l$ 의 逆函數로 표시할 수 있으므로 適正限界負債費用  $l^*$ 가 구해지면 最適負債量  $B^*$ 는 쉽게 구해진다. 式(5)의 결과 및 지금까지의 導出過程에서 얻어지는 결론은 어떤 기업이든지 適正限界負債關聯費用,  $l^*$ ,에 도달할 때의 負債量이 곧 最適負債量,  $B^*$ ,가 된다는 것이다<sup>6)</sup>.

式(4) 및 式(5)의 결과는 複雜하여 式의 의미를 정확히 把握하기 힘드므로 式의 의미보다 뚜렷하게 浮刻시키기 위해, 그리고 借入形態의 差異에 따른 相異한 結果를 對照하기 위해 借入의 두 가지 형태 즉 첫째, 全的으로 公金融機關으로부터의 借入에 의존하는 경우

5)  $L_1(B)$ 의 概念은 외국 문헌에 나타나 있으나  $L_2(B)$ 의 概念은 우리나라 제도상의 특성 때문에 처음 도입되는 것이다.

6) 式(5)에서 도출한 適正限界負債關聯費用,  $l^*$ ,는 모든 기업이 만족해야 한다. 그러나 모든 기업이  $l^*$ 를 만족해야 한다는 것이 곧 모든 기업에 있어서 最適負債量이 같아야 함을 의미하는 것은 아니다. 기업에 따라 限界負債關聯費用函數  $l = g(B)$ 가 다를 것이므로 똑 같은  $l^*$ 에 도달하기 위한 最適負債量,  $B^*$ ,는 달라지게 된다. 예컨대  $l^*$ 에 비교적 빨리 도달하게 되는 기업은 借入에 적게 의존하게 될 것이며  $l^*$ 에 늦게 도달하는 기업은 負債를 많이 쓰게 될 것이다.

둘째, 全的으로 會社債 및 私債에 의존하는 두 경우로 나누어 분석하고자 한다.

먼저 負債사용을 公金融機關으로부터의 借入인  $B_1$ 에 의존하는 경우, 式(2)에서  $B=B_1$ ,  $B_2=0$  이므로,

$$\begin{aligned} \frac{\partial X_2}{\partial B_1} &= r_2(1-t_i) + r_1 t_c - r_1 - \frac{\partial L}{\partial B_1} \\ &= r_2(t_c - t_i) + (r_2 - r_1)(1 - t_c) - \frac{\partial L}{\partial B_1} \\ &= 0 \dots \dots \dots (6) \end{aligned}$$

式(6)의 첫번째 等式에 포함되어 있는 경제적 의미는 公共機關으로부터 借入을 한 단위 증가시킴에 따라 株主는 그렇지 않았으면 有價增資해야 할 한 단위의 資金을 딴 곳에 투자할 경우  $r_2(1-t_i)$ 만큼 收益이 발생하고 利子控除로 인한 稅負擔의 輕減은  $r_1 t_c$ 만큼 된다. 그리고 利子  $r_1$ 을 지불하고 한 단위 借入하는 데 所要되는 負債關係費用  $l_1 = \partial L / \partial B_1$ 을 부담한다. 따라서 適正限界負債關係費用  $l_1^*$ 는 다음과 같이 표시된다.

$$l_1^* = r_2(t_c - t_i) + (r_2 - r_1)(1 - t_c) \dots \dots (7)$$

式(7)의 우변을 살펴 보면  $r_2(t_c - t_i)$ 는  $r_2$ 의 利子率로 借入하였을 경우 얻게 되는 利得을 의미하고  $(r_2 - r_1)(1 - t_c)$ 는 金利補助의 納稅後 可處分所得을 의미한다. 따라서 公金融機關으로부터의 借入만에 의존하는 경우 最適負債量은 適正限界負債關係費用,  $l_1^*$ 가  $r_2(t_c - t_i) + (r_2 - r_1)(1 - t_c)$ 와 같아질 때 결정된다.

7) 式(9)를  $l_2^* = (r_2 + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2}) t_c - (r_2 + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2}) t_i$ 로 정리하면  $(r_2 + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2}) t_c$  항은 私債利子에 대한 稅金控除 惠澤을 나타내며  $(r_2 + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2}) t_i$ 는 私債利子에 대한 個人所得稅 부담을 나타낸다.

다음으로 自律市場金利의 적용을 받는 會社債發行方法만에 의하여 借入을 하는 경우 式(2)에서  $B=B_2$ ,  $B_1=0$ 이므로

$$\begin{aligned} \frac{\partial X_2}{\partial B_2} &= r_2(t_c - t_i) + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (t_c - t_i) \\ &\quad - \frac{\partial L}{\partial B_2} \dots \dots \dots (8) \\ &= 0 \end{aligned}$$

이 되고 式(8)에서  $l_2 = \partial L / \partial B_2$ 라 하면 最適負債量을 결정하는 조건은

$$l_2^* = r_2(t_c - t_i) + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (t_c - t_i) \dots \dots (9)$$

가 된다.

式(9)의 경제적 의미를 살펴보면 會社債 한 단위 증가에 따른 負債關係費用,  $l_2$ ,가 有價增資에 의한 것보다 會社債發行에 의한 資金調達에 따른 惠澤水準이 같게 되는 선에서 最適 會社債發行량이 결정된다는 것이다. 會社債發行에 의한 資金調達로 얻게 되는 惠澤은 두 가지인데 첫째는 會社債를 한 단위 發行함에 따라 株主는 餘裕資金을 다른 投資機會에 사용하여  $r_2(1-t_i)$ 만큼의 收益을 올리고 利子の 損費處理 認定에 따라 稅負擔輕減을  $r_2 t_c$ 만큼 받으며 借入단위당  $r_2$ 만큼의 이자를 지급하므로  $r_2(1-t_i) + r_2 t_c - r_2 = r_2(t_c - t_i)$ 만큼의 수익을 얻는다. 한편 會社債의 금리는 시장기능에 의해 결정되므로 부채가 증가하면 이에 따른 支給不能 危險을 반영하여 利子率이 높아지게 된다는 사실에 注目하면서 이와 같은 위험에 대한 「프리미엄」(premium)으로서의 利子率 증가분을  $\partial r_2 / \partial B_2$ 라 하면 會社債發行에 따른 두 번째 혜택은 利子率 증가로 인한 稅負擔輕減의 惠澤으로서  $B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (t_c - t_i)$ 가 된다<sup>7)</sup>.

式(5), (7), (9)에서  $l_1^*$ ,  $l_1^*$  및  $l_2^*$ 의 관계를

도출하면

$$l^* = l_1^* + l_2^* + B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1 - t_i) \dots\dots\dots(10)$$

이 된다. 式(10)에서  $B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1 - t_i)$ 는 公金融機關 借入에 따라 발생한 餘裕資金이 높은 自律金利의 적용을 받을 경우 追加로 얻는 納稅後 收益을 의미한다.

$$l = \frac{\partial L}{\partial B} = g(B), \quad l_1 = \frac{\partial L}{\partial B_1} = h(B_1),$$

$$l_2 = \frac{\partial L}{\partial B_2} = j(B_2) \dots\dots\dots(11)$$

의 관계에서 最適負債量,  $B^*$ ,  $B_1^*$  그리고  $B_2^*$ 는 각각 適正限界負債費用,  $l^*$ ,  $l_1^*$  그리고  $l_2^*$ 의 逆函數이므로 式(10)에 나타난 適正限界負債費用 관계식을 最適負債量 관계식으로 표현하면 다음과 같이 된다.

$$B^* > B_1^* + B_2^* \dots\dots\dots(12)^{8)}$$

式(12)가 의미하는 바는 한 종류의 借入形態에 의존할 경우의 最適負債量과 여러 종류의 借入形態에 의존할 경우의 最適負債를 비교할 때 前者가 後者보다 적음을 의미한다. 즉 정책적으로 市場金利以下 水準의 金利 적용을 받는 公金融機關으로부터의 借入과 市場金利의 적용을 받는 會社債 및 私債에 의한 借入이 동시에 가능한 경우의 最適負債量은 두 가지 방법중 어느 한 가지 방법에 의한 最適負債量보다 항상 높다. 式(12)는 借入形態에 따라 相異한 金利가 적용되는 경우, 즉 二重金利

8) 式(12)에 나타난 結果 이외에도  $B_1^* > B_2^*$ ,  $B^* > B_1^*$ , 그리고  $B^* > B_2^*$ 의 관계가 성립한다.

9)  $l = \frac{\partial L}{\partial B} = g(B)$ 에서  $\frac{\partial l}{\partial B} = \frac{\partial^2 L}{\partial B^2}$ 이므로 本假定은  $\frac{\partial l}{\partial B} > 0$ 을 의미한다. 이는 또한  $\frac{\partial B}{\partial l} > 0$ 임을 의미한다.

構造의 존재가 財務構造上 기업의 負債依存을 심화시킨다는 사실을 단적으로 보여 주는 것으로 이는 韓國과 日本企業들의 負債比率이 미국기업들의 그것보다 높은 현상을 理論적으로 뒷받침하는 중요한 결과라고 판단된다.

## 2. 比較靜態分析

앞의 이론적 모형은 借入에 의한 資金調達의 경우와 관련하여 適正限界負債關聯費用과 이에 따른 負債의 最適量이 도출되는 결과를 提示하고 있다. 式(5), (7), (9)를 자세히 살펴보면 法人所得稅率( $t_c$ ), 利子所得稅率( $t_i$ ), 公金利( $r_1$ )등의 外生變數가 適正限界負債關聯費用을 결정하는 要因 따라서 最適負債量을 결정하는 要因임이 밝혀진다. 여기서 重要한 政策的 關心事는  $t_c, t_i, r_1$  등 政策變數들을 변화시킬 때 最適負債量이 어떻게 變化하느냐 하는 것이다.

이상의 政策關心事에 대한 해답은 比較靜態分析(comparative static analysis)을 통하여 가능한바 이를 위해 앞서의 理論的 模型의 設定과 관련하여 想定한 假定 외에 다음과 같은 假定을 追加로 도입한다.

첫째, 負債關聯費用函數,  $L(B)$ , 가  $B$ 에 대하여 2次微分可能하며  $\frac{\partial L}{\partial B} > 0$ ,  $\frac{\partial^2 L}{\partial B^2} > 0$ 이다<sup>9)</sup>.

둘째, 公金利( $r_1$ )가 변화함에 따라 自律市場의 會社債 및 私債金利( $r_2$ )도 같은 방향으로 변화한다. 즉  $\frac{\partial r_2}{\partial r_1} > 0$ 이다.

셋째, 法人所得稅率, 利子所得稅率의 변화는 會社債 및 私債金利( $r_2$ )에 영향을 미치지 않는다. 즉  $\frac{\partial r_2}{\partial t_c} = 0$ ,  $\frac{\partial r_2}{\partial t_i} = 0$

式(10)을 다시 쓰면

$$\begin{aligned}
l^* &= l_1^* + l_2^* + B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1-t_i) \\
&= [r_2(1-t_i) - r_1(1-t_c)] + [r_2(t_c - t_i) \\
&\quad + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (t_c - t_i)] \\
&\quad + B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1-t_i) \dots\dots\dots(13)
\end{aligned}$$

이 되며 이를 근거로 金利의 二重構造가 존재하는 經濟與件에서 政策變數의 變化가 最適負債量에 미치는 영향을 차례로 검토하여 보기로 한다.

가. 法人所得稅率의 變化

法人所得稅率의 變化가 最適負債量에 미치는 영향을 분석하기 위해 우선 法人所得稅率의 變化가 適正限界負債費用에 미치는 영향을 살펴보면

$$\frac{\partial l^*}{\partial t_c} = \frac{\partial l_1^*}{\partial t_c} + \frac{\partial l_2^*}{\partial t_c} = r_1 + r_2 + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} \dots\dots\dots(14)$$

가 되고 式(14)에서  $\frac{\partial l^*}{\partial t_c} > 0$  임이 분명하다. 여기서

$$\frac{\partial B^*}{\partial t_c} = \frac{\partial B^*}{\partial l^*} \cdot \frac{\partial l^*}{\partial t_c} \dots\dots\dots(15)$$

를 이용하고 위의 첫째 가정과 註(9)의 결과에 의해  $\frac{\partial B^*}{\partial l^*} > 0$  이므로 式(15)에서  $\frac{\partial B^*}{\partial t_c} > 0$  이 된다. 즉 法人所得稅率이 증가하면 기업의 最適負債量은 늘어난다. 또

$$r_1 = \frac{\partial l_1^*}{\partial t_c} < \frac{\partial l_2^*}{\partial t_c} = r_2 + B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} \dots\dots\dots(16)$$

이므로 法人所得稅率이 引上될 경우, 會社債 및 私債依存도가 높은 기업의 負債量이 公金融機關으로부터의 借入依存도가 높은 企業의 경우보다 더 크게 증가하게 된다.

나. 利子所得稅率의 變化

法人所得稅率 變化에서의와 마찬가지로

$$\begin{aligned}
\frac{\partial l^*}{\partial t_i} &= \frac{\partial l_1^*}{\partial t_i} + \frac{\partial l_2^*}{\partial t_i} + \frac{\partial}{\partial t_i} \left[ B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1-t_i) \right] \\
&= -r_2 - r_2 - B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} - B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} \\
&= -\frac{\partial r_2}{\partial B_2} (B_1 + B_2) - 2r_2 \dots\dots\dots(17)
\end{aligned}$$

이 성립하고 式(17)에서  $\frac{\partial l^*}{\partial t_i} < 0$  이 분명하며  $\frac{\partial D^*}{\partial t_i} = \frac{\partial D^*}{\partial l^*} \cdot \frac{\partial l^*}{\partial t_i}$  이므로  $\frac{\partial D^*}{\partial t_i} < 0$  이 된다. 따라서 利子所得稅率을 引上하면 기업의 最適負債量은 감소하며 利子所得稅率을 引下하면 기업의 負債量은 증가하게 된다. 한편

$$-r_2 = \frac{\partial l^*}{\partial t_i} > \frac{\partial l_2^*}{\partial t_i} = -r_2 - B_2 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} \dots\dots\dots(18)$$

이므로 利子所得에 대한 個人所得稅率이 引上될 경우 會社債 및 私債依存도가 높은 기업의 負債量이 公金融機關으로부터의 借入依存도가 높은 기업의 경우보다 더 크게 減少한다.

다. 公金利水準의 變化

앞서의 경우와 같이

$$\begin{aligned}
\frac{\partial l^*}{\partial r_1} &= \frac{\partial l_1^*}{\partial r_1} + \frac{\partial l_2^*}{\partial r_1} + \frac{\partial}{\partial r_1} \left[ B_1 \frac{\partial r_2}{\partial B_2} (1-t_i) \right] \\
&= \frac{\partial r_2}{\partial r_1} (1-t_i) - (1-t_c) + \frac{\partial r_2}{\partial r_1} (t_c - t_i) \\
&\quad + B_2 \frac{\partial^2 r_2}{\partial B_2 \partial r_1} (t_c - t_i) \\
&\quad + B_1 \frac{\partial^2 r_2}{\partial B_2 \partial r_1} (1-t_i) \\
&= -(1-t_c) + \frac{\partial r_2}{\partial r_1} [(1-t_i) + (t_c - t_i)] \\
&\quad + \frac{\partial^2 r_2}{\partial B_2 \partial r_1} [B_2(t_c - t_i) + B_1(1-t_i)] \\
&\quad \dots\dots\dots(19)
\end{aligned}$$



가 된다. 式(19)의 세번째 等式에서 우변의 첫째항은 陰의 값을 가지나 둘째 및 세째항은 陽의 값을 가지므로 公金利水準의 변화가 適正限界負債費用에 미치는 영향을 一律的으로 결정지을 수 없다.

公金利水準의 변화가 適正限界負債關聯費用에 미치는 영향에 대하여 一般的 結論은 불가능하나 理論 및 經驗의 사실을 추가하면 나름대로의 결론이 가능하다. 앞서의 假定에서 公金利水準이 변함에 따라 實勢金利도 같은 방향으로 변화한다고 想定하였으나 즉  $\frac{\partial r_2}{\partial r_1}$ 가 陽의 부호를 갖는다고 가정하였으나 公金利變化에 따른 市場實勢金利의 변화는 조정에 필요한 時差때문에 公金利의 변화시점에서는 그 변화규모가 몹시 微弱할 것으로 판단된다. 왜냐하면 公金利가 政府의 정책목적상 결정되는데 政府의 政策이 국민경제의 흐름을 是正하는데 중점을 둘 경우 公金利水準의 결정이 實勢金利와 반대되는 방향으로 정해지는 경우가 많기 때문이다. 따라서 公金利가 결정되고 난 뒤 다시 實勢金利가 변화하기까지엔 상당한 時差가 발생할 것인바 이와 같은 時差를 고려하면 公金利水準의 變化當時 時點에 있어서  $\frac{\partial r_2}{\partial r_1}$ 의 크기는 상당히 微弱하다 할 수 있다.

$\frac{\partial r_2}{\partial r_1}$ 의 크기가 微弱하면 式(19)에서의  $\frac{\partial^2 r_2}{\partial B_2 \partial r_1}$ 의 크기는 더욱 微弱하여 무시할 수 있으므로,  $\frac{\partial l^*}{\partial r_1}$ 의 符號는 결국 公金利변화에 따른 實質的 稅負擔의 변화분 즉  $(1-t_c)$ 와 公金利의 변화로 인한 實勢金利의 변화로부터의 惠澤 즉  $\frac{\partial r_2}{\partial r_1}[(1-t_i) + (t_c - t_i)]$ 의 상대적 크기에 따라 결정된다.  $(1-t_c)$ 는 直接的인 稅負擔의 증가를 의미하며  $\frac{\partial r_2}{\partial r_1}[(1-t_i) + (t_c - t_i)]$ 는 間接적인 惠澤을 나타낸다는 사실과 앞서 논의

한 바와 같이 效果發生의 時差로 말미암아  $\frac{\partial r_2}{\partial r_1}$ 의 크기가 매우 微弱하리라는 사실을 고려하면  $\frac{\partial l^*}{\partial r_1}$ 는 陰의 값을 갖는다고 결론지을 수 있다. 일단  $\frac{\partial l^*}{\partial r_1}$ 가 陰의 값을 갖게 되면  $\frac{\partial B^*}{\partial r_1} = \frac{\partial B^*}{\partial l^*} \cdot \frac{\partial l^*}{\partial r_1}$ 이므로 政策金利와 實勢金利가 병존하는 경우 公金利 즉 政策金利의 상승은 기업의 適正負債量을 減少시킨다. 또

$$-\frac{\partial r_2}{\partial r_1}(1-t_i) - (1-t_c) = \frac{\partial l^*}{\partial r_1} < \frac{\partial l^*}{\partial r_1}$$

$$= \frac{\partial r_2}{\partial r_1}(t_c - t_i) + \frac{\partial^2 r_2}{\partial B_2 \partial r_1}(t_c - t_i) \dots (20)$$

이므로 公金利가 상승되면 公金融機關으로부터의 借入依存도가 높은 기업의 負債量이 會社債 및 私債依存이 높은 기업의 경우보다 더 減少하게 된다. 이는 公金融機關으로부터의 借入依存도가 높은 기업일수록 公金利上昇에 따라 利子負擔이 크게 증대하는 반면 會社債 및 私債依存도가 높은 기업의 경우 公金利上昇에 따른 직접적인 利子負擔이 상대적으로 적다는 것을 의미한다.

#### 라. 인플레이션의 변화

인플레이션은 모든 經濟行爲의 결과인 동시에 모든 經濟行爲에 直·間接으로 영향을 미치는 원인이다. 인플레이션의 진행으로 債權者가 불리해지고 債務者가 유리해지기 때문에 家計 및 企業이 借入을 選好하게 되는 것은 잘 알려진 사실이다. 또한 인플레이션의 진행은 名目金利와 實質金利의 乖離를 초래한다. 인플레이션의 변화 자체는 外生的인 政策變數가 아니나 기업의 資金調達 및 投資收益에 직접적으로 영향을 미치는 것과 최근 수년간의 物價安定을 제외하곤 과거 20여년간 韓國經濟가 慢性的인 인플레이션의 경제이었던 점을 勘案하여 物價上昇

率의 변화가 기업의 借入政策에 미치는 영향을 분석해 보기로 한다.

實質利率를  $r_{1r}$ ,  $r_{2r}$ , 名目利率를  $r_{1n}$ ,  $r_{2n}$  그리고 物價上昇率을  $i$ 라 하면 이들간에는 다음의 관계가 성립한다.

$$\begin{aligned} (1+r_{1r})(1+i) &= 1+r_{1n} \\ (1+r_{2r})(1+i) &= 1+r_{2n} \dots\dots\dots(21) \end{aligned}$$

式(21)에서

$$\begin{aligned} \frac{\partial r_{1n}}{\partial i} &= 1+r_{1r} > 0, \\ \frac{\partial r_{2n}}{\partial i} &= 1+r_{2r} > 0 \dots\dots\dots(22) \end{aligned}$$

의 관계가 도출된다.

式(22)의 결과를 이용하고 앞의 세 가지 外生變數變化의 경우와 마찬가지로 過程을 거치면

$$\begin{aligned} \frac{\partial l^*}{\partial i} &= \frac{\partial l_1^*}{\partial i} + \frac{\partial l_2^*}{\partial i} + \frac{\partial}{\partial i} \left[ B_1 \frac{\partial r_1}{\partial B_2} (1-t_i) \right] \\ &= \frac{\partial r_{2n}}{\partial i} (1-t_i) - \frac{\partial r_{1n}}{\partial i} (1-t_c) \\ &\quad + \frac{\partial r_{2n}}{\partial i} (t_c-t_i) + B_2 \frac{\partial^2 r_{2n}}{\partial B_2 \partial i} (t_c-t_i) \\ &\quad + B_1 \frac{\partial^2 r_{2n}}{\partial B_2 \partial i} (1-t_i) \\ &= (1+r_{2r})(1-t_i) - (1+r_{1r})(1-t_c) \\ &\quad + (1+r_{2r})(t_c-t_i) \\ &\quad + \frac{\partial^2 r_{2n}}{\partial B_2 \partial i} [B_2(t_c-t_i) + B_1(1-t_i)] \\ &= 2(t_c-t_i) + (r_{2r}-r_{1r}) \\ &\quad + t_c(r_{1r}+r_{2r}) - 2t_i r_{2r} \\ &\quad + \frac{\partial^2 r_{2n}}{\partial B_2 \partial i} [B_2(t_c-t_i) + B_1(1-t_i)] \\ &\dots\dots\dots(23) \end{aligned}$$

式(23)에서  $\frac{\partial l^*}{\partial i}$ 의 符號는 確鑿한 의미에서 斷定的으로 결정될 수 없으나  $t_c > t_i$ ,  $r_{2r} > r_{1r}$ ,

$t_c < 1$ ,  $t_i < 1$ ,  $r_{1r} < 1$ ,  $r_{2r} < 1$ , 소숫점 이하 수 치들간의 곱(乘)의 특성, 그리고 각 변수의 現實可能值를 勘案하면 일반적으로  $\frac{\partial l^*}{\partial i} > 0$ 이라고 결론지을 수 있다.

일단  $\frac{\partial l^*}{\partial i} > 0$ 이 가장 가능한 결과로 받아들여지면  $\frac{\partial B^*}{\partial i} = \frac{\partial B^*}{\partial l^*} \cdot \frac{\partial l^*}{\partial i}$  이므로  $\frac{\partial B^*}{\partial i} > 0$ 이 된다. 즉 인플레이가 진행됨에 따라 기업의 最適負債量은 증가한다.

한편

$$\begin{aligned} \frac{\partial l_1^*}{\partial i} - \frac{\partial l_2^*}{\partial i} &= (r_{2r}-r_{1r})(1-t_c) \\ &\quad - B_2 \frac{\partial^2 r_{2n}}{\partial B_2 \partial i} (t_c-t_i) \dots\dots\dots(24) \end{aligned}$$

이 성립하는데  $\frac{\partial^2 r_{2n}}{\partial B_2 \partial i}$ 의 크기가 몹시 작다고 假定하면  $\frac{\partial l_1^*}{\partial i} > \frac{\partial l_2^*}{\partial i}$ 의 관계가 성립하므로 인플레이가 진행됨에 따라 公金融機關으로부터의 借入依存도가 높은 기업의 負債量이 會社債 및 私債依存도가 높은 기업의 경우보다 더 많은 부채를 사용하게 된다고 결론지을 수 있으나, 이 결론은 式(23) 및 式(24)의 解析過程에 포함된 論理의 段階들 때문에 斷定的일 수는 없다.

### Ⅲ. 實證의 檢證

#### 1. 檢證方法 및 檢證假說

##### 가. 檢證方法

앞절에서 우리는 理論的 模型을 設定하여 企業財務構造에 영향을 미치는 요인을 분석하였는데 여기서 기업의 最適負債量은 比較靜態

分析에서 논한 바와 같이 法人所得稅率, 利子所得稅率, 公金利水準, 인플레이세에 따라 결정됨이 밝혀졌다. 本節에서는 앞절의 이론적 결과를 1961년부터 1983년까지의 年間資料를 사용하여 檢證하고자 한다. 주된 統計的 技法은 通常最小自乘法(ordinary least square, OLS)이다.

기업의 財務構造에 관한 實證的 檢證에서 뿐만 아니고 모든 理論的 結果의 實證的 檢證過程에서 문제점으로 등장하는 것 중 중요한 것의 하나가 關聯變數들간의 時差(time lag)를 規定하는(specify) 것이다. 時差效果는 時差의 長短에 차이가 있을 뿐 모든 關聯變數間에 존재하며 우리의 주된 課題인 기업의 負債比率과 이의 決定要因인 法人所得稅率, 利子所得稅率, 公金利水準, 인플레이세間에도 존재한다.

筆者들은 기업의 負債比率에 영향을 미치는 요인중 稅制上的 요인과 관련된 時差效果가 가장 큰 것으로 판단한다. 왜냐하면 稅金의 徵收는 每年 이루어지나 稅制의 變更과 실제 稅金의 徵收間에는 時差가 있으며 비록 當該年度부터 적용되는 稅制變更事項이 있다 하더라도 기업경영자의 知覺을 통해 기업의 財務構造決定에 구체적인 영향을 미치게 되기까지는 一定한 時差가 존재하기 때문이다.

稅制變更이 企業財務構造에 時差를 가지고 영향을 미치는 것은 확실하지만 실제로 時差效果가 어떻게 나타나게 되는지는 분명하지 않다. 현행 制度上으로 보면 法人所得稅 및 利子所得에 대한 個人所得稅에서 中間豫納 및 源泉徵收制度가 있기는 하나 대체로 實際稅金의 徵收는 세율변경후 6개월 내지 1년여의 時差를 두고 이루어지므로 과거의 稅率이 현재

의 企業財務構造에 영향을 미친다고 규정할 수 있다. 또한 稅制上的 變化에 따라 企業財務構造를 調整하는 데에도 상당한 시간이 所要된다. 한편 情報의 傳達過程에서 미래의 세율이 현재의 企業財務構造에 영향을 미치게 되는 가능성도 전혀 排除할 수 없다. 즉 미래의 稅率變化에 대한 情報가 言論機關 및 公聽會 등을 통해 企業經營家 또는 企業投資家에게 전달되면 이 情報에 의해 이들은 미래의 변화에 대응하여 현재의 財務構造에 영향을 미치게 되는 意思決定을 하게 될 것이다.

利子所得에 대한 個人所得稅率 및 法人所得稅率의 경우 과거의 稅率이 현재의 企業負債比率에 영향을 미친다고 結論지을 수도 있고 情報上的 效果 때문에 미래의 稅率이 현재의 企業負債比率에 영향을 미친다고 규정할 수도 있으므로 年間資料를 이용한 本節의 實證的 分析에서는 이와 같은 두 가지 相衡되는 結論을 고려하여 通常的인 多重回歸分析外에 先行變數 및 後行變數를 사용한 多重回歸分析을 追加로 실시함으로써 理論的 假說 자체에 대한 檢證 및 資料變化에 따른 이론의 堅固性 또는 堅實性(robustness) 與否를 검증하기로 한다.

#### 나. 檢證 假說

앞절의 比較靜態分析結果를 요약하여 이를 검증 가능한 假說로 정리하면 다음과 같다.

〈假說 1〉 法人所得稅率의 引上은 기업의 負債量을 증가시키며 會社債 및 私債依存도가 높은 기업이 公金融機關으로부터의 借入依存도가 높은 기업보다 더 많은 負債를 사용하게 된다.

〈假說 2〉 利子所得稅率의 引上은 기업의

負債量을 減少시키며 같은 정도의 利子所得稅率 引上이 이루어지더라도 會社債 및 私債依存度가 높은 기업의 負債量이 公金融機關으로부터의 借入依存度가 높은 기업의 경우보다 더 크게 減少한다.

〈假說 3〉 公金融利率의 변화가 企業負債量에 미치는 영향에 대해서는 斷定的인 結論이 불가능하나 현실적 여건을 고려할 경우 公金融利率의 引上은 負債量을 減少시키며 또한 이 경우 公金融機關으로부터의 借入依存度가 높은 기업의 負債量이 會社債 및 私債依存度가 높은 기업의 경우보다 더 減少하게 된다.

〈假說 4〉 인플레이의 진행은 企業의 負債量을 증가시키며 같은 率의 인플레이 하에서도 公金融機關으로부터의 借入依存度가 높은 기업이 會社債 및 私債依存度가 높은 기업에 비해 보다 많은 負債를 사용하게 된다.

〈假說 5〉 法人所得稅率의 변화, 利子所得稅率의 변화, 인플레이率의 변화가 負債量에 미치는 영향의 크기는 利子所得稅率, 法人所得稅率, 인플레이率의 순서이다<sup>10)</sup>.

## 2. 實證的 檢證結果

위의 假說 1~4에 공통되는 公金融機關으로부터의 借入依存度가 높은 기업과 會社債 및 私債依存度가 높은 기업간의 行態差異는 현실

10) 이 假說은 式(14)의  $\frac{\partial I^*}{\partial i}$ , 式(17)의  $\frac{\partial I^*}{\partial i}$  그리고 式(23)의  $\frac{\partial I^*}{\partial i}$ 의 크기를 比較하면 쉽게 도출된다.

11) 물가수준의 경우 國民 總生産換價指數 대신 소비자물가지수나 도매물가지수를 사용한 경우, 그리고 公金融利率의 경우 預金銀行의 一般貸出金利 대신 1년 만기 정기예금에 적용되는 金利를 사용한 경우에도 實證的 檢證結果는 비슷하게 나타나고 있음.

적 檢證을 위한 구분기준이 명확히 설정될 수 없는 점과 이에 필요한 資料入手의 隘路 때문에 우리의 實證的 檢證에서는 留保하기로 한다.

여러 형태의 多重回歸分析에 공통되는 模型은

$$DER_t = \beta_0 + \beta_1 T_{ct} + \beta_2 T_{it} + \beta_3 R_{1t} + \beta_4 I_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (25)$$

로써 式(25)에서  $DER$ 은 總負債를 自己資本으로 나눈 負債比率(debt-equity ratio)을 指稱하며  $T_{ct}$ ,  $T_{it}$ ,  $R_{1t}$ ,  $I_t$ 는 각기  $t$ 時點에 있어서의 法人所得稅率, 利子所得稅率, 公金融利率, 그리고 物價水準을 나타내며 마지막의  $\varepsilon_t$ 는 誤差項(error term)을 나타낸다.

式(25)를 檢證하는 데 사용된 1961~1983년의 각 變數에 대한 자료는 〈附表〉에 정리되어 있으며 物價水準에 관한 자료는 國民總生産換價指數(GNP deflator)를 사용하며 公金融利率에 대한 자료는 預金銀行의 一般貸出金利를 적용하였다<sup>11)</sup>.

### 가. 通常的 多重回歸分析

關聯變數들간의 時差를 전혀 고려하지 않는 경우 式(25)의 推定結果는 다음과 같다.

$$DER = -25.8114 + 12.5298T_c \quad (4.43) \\ -4.6949T_i - 6.2339R_1 \quad (1.47) \quad (1.62) \\ + 0.4623I \dots \dots \dots (26) \quad (2.24)$$

$$F(4, 18) = 18.54 \quad D.W. = 1.26$$

$$R^2 = 0.805$$

式(26)에 나타난 推定結果는 式(25)에 요약된 앞 절에서의 우리의 理論的 分析이 韓國企

業의 負債比率를 설명하는 유용한 模型임을 보여 주고 있다. 決定係數(coefficient of determination,  $R^2$ )가 보여 주듯 模型상의 네 가지 獨立變數가 負債比率 變動의 80.5%를 설명하여 주고 있으며 法人所得稅率 및 物價水準이 負債比率에 正의 영향을 그리고 利子所得에 대한 個人所得稅率 및 公金利水準이 負債比率에 負의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있는데 이 모두 우리의 理論的 模型이 예측한 바와 같다.

模型은 전체적으로  $F$  統計量을 1%의 有意水準에서 통과하며 Durbin-Watson 統計量의 경우 有意水準에 대한 결론이 어려우나 (inconclusive) 從屬變數의 時差變數가 說明變數로 사용되지 않는 점과 模型의 전체적 基本趣旨를 감안할 때 Durbin-Watson 統計量에 따른 自己相關(autocorrelation) 問題는 크게 중요한 것으로는 판단되지 않는다.

統計的 有意性(statistical significance)을 살펴 볼 때 法人所得稅率과 物價水準에 대한 推定係數는 각기 1%와 5%의 有意水準을 통과하나 利子所得에 대한 個人所得稅率 및 公金利水準 통계적 有意성이 낮아 이들 계수의 信憑도가 약한 것으로 나타나고 있다<sup>12)</sup>.

각 變數들의 推定係數 및 統計的 有意성을

12) 說明變數들간의 多重共線性(multicollinearity) 問題는 說明變數 중 法人所得稅率, 利子所得에의 個人所得稅率, 公金利水準 등이 모두 政策變數이기 때문에 이들 變數間에 있어서 多重共線性 問題는 대두되지 않는 것으로 판단되며 이들 政策變數들과 인플레이션준과의 多重共線性도 문제시 될 뚜렷한 이유가 없다.

13) 企業負債比率(DER)과 法人所得稅率間의 單純回歸分析(simple regression) 結果는

$$DER = -143.675 + 12.431T, \quad R^2 = 0.386$$

(1.22) (3.63)

으로서 法人所得稅率의 변화가 부채비율의 변동을 약 39% 설명하고 있다.

14) 負債比率과 利子所得에 대한 個人所得稅率간의 單純回歸分析 結果는 다음과 같다.

$$DER = 346.808 - 5.832T, \quad R^2 = 0.057$$

(5.46) (1.12)

좀더 자세히 살펴보면, 먼저 法人所得稅率의 경우 그 推定係數가 1%의 統計的 有意水準을 통과하므로 推定係數를 받아들일 수 있으며 推定係數의 符號가 陽의 값을 가지므로 假說 1에 想定한 대로 法人所得稅率의 引上은 企業의 負債比率를 증가시킨다. 式(26)에 있어서의 法人所得稅率과 相關한 推定係數의 크기 (12.5298)에서 法人所得稅率 1%「포인트」증가가 企業負債比率를 약 12.5%「포인트」증가시키는 것으로 나타나 法人所得稅率의 變化가 企業財務政策에 상당한 영향을 미치는 것으로 판단된다<sup>13)</sup>.

利子所得에 대한 個人所得稅率의 경우 推定係數에 대한 통계적 有意성이 낮아 斷定的 結論은 어려우나 推定係數의 符號가 陰으로 나와 假說 2의 타당성이 부분적으로 인정된다고 할 수 있다. 그러나 利子所得에의 個人所得稅率 1%「포인트」의 변화에 따른 企業負債比率의 변화는 4.695%「포인트」로서 앞서의 法人所得稅率 1%「포인트」의 변화와 비교하면 낮아 假說 5에서 豫測한 바와는 相馳한다.

利子所得稅率이 企業財務比率에 미치는 영향에 대한 統計的 分析<sup>14)</sup>이 이론이 豫測하는 바와 같은 결과를 강력히 보여 주지 못하는 것은 理論 자체에 問題點이 있기보다는 뿌리깊은 私債市場의 존재 및 이에 따른 脫稅, 그리고 分離課稅에 따른 大錢主들의 利子所得에 대한 낮은 稅負擔 등에 보다 근본적인 원인이 있는 것으로 지적되어야 할 것이다. 脫稅 및 稅負擔이 낮은 현실적 豫見하에서 利子所得稅率의 변화가 企業負債比率에 큰 영향을 미치리라고는 기대하기 어렵다.

다음으로 公金利水準의 경우 公金利水準의 上昇이 企業負債比率를 감소시킨다는 假說 3

을 부분적으로 支持하나 그 支持程度에 대한 統計的 有意性은 크지 못하다<sup>15)</sup>. 公金利率의 變化가 企業負債比率에 미치는 영향에 대한 統計的 分析結果가 信憑性이 낮게 나오는 背景은 여러 가지로 설명될 수 있겠으나 하나의 推測은 公金利率의 變化에 企業負債比率이 下方硬直的이라는 사실이다. 즉 公金利率이 하락할 때는 企業의 負債比率이 큰 폭으로 증가하고 公金利率이 상승할 때는 負債比率이 적은 폭으로 감소하는 등 公金利率의 變化에 대해 企業負債比率이 非對稱的으로 反應하기 때문에 對稱的으로 反應할 경우보다 說明力 및 統計的 有意性을 약화시키는 것으로 推測할 수 있다.

끝으로 物價水準의 상승은 假說 4에 제시된 바와 같이 企業의 負債比率을 증대시키며 物價水準의 推定係數가 5%의 統計的 有意性을 통과하므로 통계적 분석결과는 信憑性을 갖는다<sup>16)</sup>. 物價水準의 推定係數의 크기는 0.4623으로서 적으나 1960年代 初盤에서 1980年代 初盤까지에 物價水準이 30배 이상 상승하였던 점을 고려하면 物價水準의 상승이 企業負債比率 상승에 절대적으로 크게 寄與한 것으로 판단된다.

#### 나. 先行變數를 사용한 多重回歸分析

앞서 언급한 바와 같이 稅率變更과 經濟行

15) 負債比率과 公金利率과의 單純回歸分析結果는 다음과 같다.

$$DER = 429.889 - 8.069R_1 \quad R^2 = 0.099$$

(4.21) (1.52)

16)  $DER = 186.339 + 0.905I \quad R^2 = 0.573$   
(7.62) (5.31)

17) 負債比率과 法人所得稅率의 關係를 時差를 두고 推定할 경우 그 결과는

$$DER = -202.433 + 14.308T_c \quad R^2 = 0.544$$

(1.99) (4.88)

로서 註13)에 나타난 결과와 比較하여 볼 때 說明力이 15.8%「포인트」증가하고 있다.

爲의 變化에는 時差가 존재하는 바 특히 과거의 法人所得稅率과 個人所得稅率이 현재의 財務構造에 영향을 미치는 것으로 규정할 수 있다. 이러한 時差效果를 감안하여 式(25)에서  $T_{it}$  대신  $T_{it-1}$  즉 1年前의 法人所得稅率을 그리고  $T_{it}$  대신  $T_{it-1}$  즉 1年前의 利子所得에 대한 個人所得稅率을 사용하여 多重回歸分析을 하면 다음과 같은 推定結果를 얻는다.

$$DER = -64.3218 + 13.5695T_c - 5.8851T_i \quad (5.67) \quad (1.94)$$

$$-4.4756R_1 + 0.3448I \dots\dots\dots (27)$$

(1.41) (1.75)

$$F(4, 17) = 25.16 \quad D.W. = 1.42$$

$$R^2 = 0.856$$

全般的으로 보아 式(27)에서 얻어진 推定結果는 式(26)에 나타난 推定結果보다 우수한 결과이다.  $F$  統計量과 決定係數의 증가에 따라 獨立變數의 說明力이 다소 向上되고 있다. 公金利率 및 物價水準의 경우 統計的 有意性이 증가하고 있으나 時差效果가 고려된 法人所得稅率과 個人所得稅率의 경우 統計的 有意水準이 낮아져 이들 變數들의 信憑性이 증가하고 있다. 특히 利子所得에 대한 個人所得稅率의 경우  $t$  統計量이 1.47에서 1.94로 증가하여 5%의 유의수준을 통과하고 있다. 推定係數의 크기를 비교하여 보면 物價水準과 公金利率의 경우 다소 감소하였으나 法人所得稅率과 利子所得에 대한 個人所得稅率의 경우 推定係數의 크기가 증가하였다.

以上的 分析結果를 綜合的으로 고려하여 보면 稅制의 變化가 企業財務構造에 미치는 영향과 관련하여 時差效果(time lag effect)를 고려하는 것이 模型의 說明力을 높이는 것으로 나타나고 있다. 특히 法人所得稅率의 說明力이 크게 높아지는데<sup>17)</sup> 이는 곧 稅制上的 變化

가 企業의 負債比率에 時差를 두고 영향을 미치는 것을 의미하며 法人所得稅率의 경우 특히 그러하다는 것이다.

다. 後行變數를 사용한 多重回歸分析

앞서 언급한 바와 같이 未來의 稅率變化에 대한 情報가 言論機關 등 여러 경로를 통하여 企業財務政策 決定者 및 企業投資家에게 전달 되는 경우 이들은 이 새로운 情報에 의해 현재의 負債比率을 조정하여 未來의 變化에 대응하려 할 것이다. 이러한 未來의 稅率變動이 현재의 企業負債比率에 미치는 情報上的 效果를 검증하기 위해 式(25)를 推定하는 과정에서  $T_{ct}$  대신  $T_{ct+1}$  그리고  $T_{it}$  대신  $T_{it+1}$ 을 사용한 결과는 다음과 같다.

$$DER = -22.9750 + 9.2751T_c + 0.6943T_i - 5.7209R_1 + 0.8481I \dots\dots\dots(28)$$

(2.66)      (0.20)  
(1.23)      (3.75)

$F(4, 17) = 12.06$        $D.W. = 0.8951$   
 $R^2 = 0.739$

式(28)의 推定結果는 式(26)의 결과보다 統計的 觀點에서 劣位에 있다.  $F$  統計量, Durbin-Watson 統計量 그리고 決定係數 등 모든 統計量이 감소하고 있으며 利子所得에 대한 個人所得稅率의 경우 그 推定係數가 理論이 제시하는 바와는 반대인 陽의 符號를 갖게 되어 說明變數로서의 價値를 잃고 있다.

式(26), 式(27), 式(28)의 比較 및 對照에서 나타나는 사실은 稅制變動과 관련하여서 後行變數 즉 未來의 稅率을 사용하는 경우보다 先行變數 즉 過去의 稅率을 사용하는 것이 보다 좋은 統計的 結果를 보여 주므로 결국 우리나라 기업은 未來指向的인 情報效果에 의존하기

보다는 事後的인 時差效果에 더 의존하고 있다고 결론지을 수 있다.

N. 맺 음 말

企業의 財務構造는 수많은 企業內外的 要因에 의해서 결정된다. 한국 기업의 財務構造 惡化 원인을 企業內的인 要因과 企業外的인 要因으로 나누어 살펴보면 첫째, 企業內的인 要因으로 過多한 設備投資, 무분별한 企業擴張, 高率의 配當支給, 일부 大株主에 偏重된 企業所有權構造, 企業倫理의 不在, 經營能力의 不足 등을 지적할 수 있다. 다음으로 企業外的인 要因은 巨視經濟的 要因, 金融制度的 要因, 그리고 稅制上的 要因으로 다시 구분할 수 있는바 微弱했던 國內資本蓄積, 成長爲主의 經濟政策, 慢性的 物價上昇과 이에 따른 期待心理 등은 巨視經濟的 要因 중 중요한 사항들이고 金融制度 및 政策上的 要因으로는 實勢를 무시한 低金利政策, 資本市場의 脆弱性, 株式의 額面價發行制度, 擔保爲主의 貸出政策이 지적되어야 할 것이며, 企業이 負債使用을 嗜好하게 하는 稅制上的 要因에는 利子費用의 損費許容, 利子所得의 分離課稅, 紙上配當稅制度, 資產再評價稅 등이 언급될 수 있겠다.

企業財務構造의 惡化에 대한 많은 論議에도 불구하고 지금까지의 연구는 대부분 體系的이고 深層的인 理論 및 實證的 分析에 의거하여 政策代案을 제시하기 보다는 部分的이고, 資料의 뒷받침이 없는 主張에 의해 결론을 도출하고 이를 근거로 政策建議를 하여 왔다. 지금까지의 다른 연구와 比較하여 볼 때 本研究

에서의 우리의 研究方法 및 研究結果는 進一步한 것으로 감히 스스로 評價할 수 있으나 完璧한 것으로는 생각하지 않는다. 그 이유는 第Ⅱ節에서의 理論的 分析 및 第Ⅲ節에서의 實證的 分析의 過程에서 위에서 列擧한 많은 企業內外的 財務構造 決定要因 중 쉽게 模型化가 가능한 要因들만을 重點的으로 검토하였기 때문이다<sup>18)</sup>.

本論文의 이론적 분석에서 導出된 가장 중요한 結果는 金利의 二重構造가 企業財務構造에 미치는 영향에 관한 것이다. 우리나라의 特有한 經濟現象인 金利의 二重構造를 반영한 模型에서 우리나라 기업들이 金利의 二重構造現象이 없는 다른 나라의 企業들에 비해 보다 많은 負債를 사용하는 것이 當然한 결과로 밝혀지고 있는데 이 理論的 結果는 美國이나 西獨의 企業과 비교하여 본 韓國과 日本 企業의 높은 負債比率 現象을 잘 설명하는 것으로 政策的 觀點에서도 중요한 결과라고 판단된다. 金利의 二重構造가 資源配分을 歪曲시키는 사실 외에도 企業財務構造의 惡化에도 寄與한다는 사실은 金利政策에 관한 分명한 방향을 제시하여 준다.

企業의 最適負債量을 결정하는 요인으로 本論文의 模型에서는 法人所得稅率, 利子所得에 대한 個人所得稅率, 公金利水準, 인플레이션 등이 고려되었는데 지난 20여년간의 時系列資料에 의한 實證的 分析은 理論的 比較靜態分析 結果를 뒷받침하는데 統計的 實證分析結果를 요약하면 다음과 같다.

18) 模型에서 제외된 財務構造 決定要因에 대한 次後의 분석과 더불어 本論文과 직접 관련하여서도 도입된 假定들 중 일부 또는 전부를 廢棄(relax)할 경우 다른 結論들이 도출될 수 있는지의 與否와 集計問題(aggregation problem) 등 많은 사항이 앞으로의 검토과제로 남아 있다.

法人所得稅率의 引上은 企業의 負債比率를 증가시켰고, 單位稅率變化當 負債比率에 미친 영향이 매우 크다. 物價水準의 上昇도 企業의 財務構造 惡化에 기여하였는데 物價水準의 單位變化當의 負債比率에 미친 영향은 그다지 크지 않으나 과거 20年間 物價水準이 크게 상승하였던 사실을 勘案하면 物價水準의 上昇은 오랜 기간 동안 持續的으로 財務構造 惡化에 기여하여 왔다. 公金利水準의 경우 一般的인 直觀的 期待와는 반대로 金利의 引上은 企業 負債比率를 감소시키는 방향으로 작용하였다. 利子所得에 대한 個人所得稅率의 경우 私債市場 및 分離課稅 등의 원인때문에 그 효과가 많이 감소하였으나 利子所得에 대한 稅率引上은 역시 企業財務構造를 改善하는 방향으로 작용하고 있다.

統計的 結果에 의해 충분히 뒷받침된 것은 아니나 우리의 討議過程에서 밝혀진 중요한 사실은 企業負債比率의 下方硬直現象이다. 이러한 現象은 企業財務構造 惡化原因의 把握과 企業財務構造改善을 위한 對策마련에 示唆하는 바가 크다. 예컨대 法人所得稅率의 引上和 公金利의 引下가 企業의 財務構造를 惡化시켰다해서 法人所得稅率의 引下와 公金利水準의 引上이 같은 정도로 企業의 財務構造에 기여할 수 없다는 論理를 성립하게 하므로 企業負債比率의 下方硬直現象은 企業財務構造 改善方案을 논의할 때 항상 念頭에 두어야 할 사항이다.

稅制의 變動과 관련한 時差效果와 情報效果의 존재를 살핀 결과 法人所得稅率 및 利子所得에 대한 個人所得稅率 兩者 모두에 時差效果가 강하게 적용함을 間接的으로 밝힐 수 있었다. 이는 곧 稅制의 變化에 대해 企業의 運



營 및 投資家의 反應이 非彈力的임을 의미한다. 앞으로 변화하게 될 稅率에 기업이 能動的으로 對處하지 못하고 일단 변화된 稅率에 대하여 一定時間의 경과후 企業의 財務構造가 변화되는 것은 기업의 外部環境 변화에 대한 對應速度가 늦다는 것을 의미하고, 이는 곧 企業의 體質이 그만큼 非彈力化되어 있음을 의미한다. 따라서 정부가 稅率變更 등 稅制上의 改編을 하는 경우 충분한 기간동안 啓蒙活動을 하여 기업들로 하여금 변화에 대응할 수 있는 時間的 餘裕를 주는 것이 필요하다.

負債收容能力을 超過한 기업의 過度한 負債依存 現象은 企業收益性和 支給能力이란 측면에서 문제점을 惹起시키는 것이 사실이지만 個別的 企業이나 산업의 특성을 고려하지 않고 負債比率를 감소시키고자 하는 一方的 政策의 실시는 그 目的 및 效果面에서 과연 바

람직한지도 검토하여야 한다. 企業財務構造의 改善이라는 政策目標의 當爲性與否를 면밀히 검토한 후에 일단 財務構造改善이 政策의 目標로 합의되면 이를 위한 一貫性있는 政策의 總體的·持續的 推進이 필요하다. 무릇 모든 政策에 있어서와 마찬가지로 企業財務構造改善을 위한 政策도 서로 相衝하지 않는 對策이 마련되어야 하며, 하나의 政策으로서 目的을 달성하려 하기보다는 直·間接으로 관련된 여러 가지 對策을 동시에 실시하는 것이 효과적이다. 따라서 財務構造改善을 위한 長期的 對策은 稅制上의 補完策마련 외에도 인플레이의 鎮靜, 金融政策의 正常化, 株式市場의 整備 및 活性化, 企業家의 經營觀 再定立 등 稅制外的인 要因에 대한 충분한 배려를 포함하는 것이어야 한다.

## ▷ 參 考 文 獻 ◁

- 金炳淳, 「企業의 資本費用과 資本構造決定에 관한 研究」, 『産業研究』, 第五輯, 1983, pp. 67~90.
- 徐相龍, 「企業의 財務構造改善에 관한 小考」, 『經商論叢』, 第4輯, 1982. 2, pp. 119~132.
- 證券監督院, 「우리나라 企業財務構造의 現況과 改善方案」, 『證券調査月報』, 第67號, 1982. 11, pp. 3~29.
- 秋仁錫 外4人, 『우리나라 企業의 財務構造改善方案에 관한 研究』, 1983. 5.
- 崔洸, 「企業財務政策과 稅制」, 崔洸(編), 『韓國稅制의 主要政策課題와 改善方向』, 韓國開發研究院, 1984.
- 許懌, 「資本構成의 是正에 관한 研究」, 『證券學會誌』, 第一輯, 1980, pp. 153~166.
- Auerbach, Alan J., "Taxation, Corporate Financial Policy and The Cost of Capital," *Journal of Economic Literature*, Vol. 21, 1983, pp. 905~940.
- \_\_\_\_\_, "Taxes, Firm Financial Policy and The Cost of Capital: An Empirical Analysis," *Journal of Public Economics*, Vol. 23, February/March 1984, pp. 27~57.
- Ballentine, Gregory J. and Charles Mclure Jr., "Taxation and Corporate Financial Policy," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 94, March 1980, pp. 351~372.
- Bierman Jr., Harold and George S. Oldfield Jr., "Corporate Debt and Corporate Taxes," *Journal of Finance*, Vol. 34,

- September 1979, pp. 951~956.
- Copeland, Thomas E. and J. Fred Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Massachusetts: Addison-Wesley, 1983.
- DeAngel, Harry and Ronald W. Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, March 1980, pp. 3~29.
- Fama, Eugene F and Merton H. Miller, *The Theory of Finance*, Hinsdale, IL: Dryden, 1972.
- \_\_\_\_\_, *Foundations of Finance*, New York: Basic Books, 1976.
- Ferri, Michael G. and Wesley H. Jones, "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach," *Journal of Finance*, Vol.34, June 1979, pp. 631~644.
- Flath, David and Charles R. Knoeber, "Taxes, Failure Costs and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test," *Journal of Finance*, Vol.35, March 1980, pp. 99~117.
- Von Furstenberg, George M., "Corporate Taxes and Financing under Continuing Inflation," W. Fellner (ed), *Contemporary Economic Problems*, Washington, D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1976.
- Gordon, Roger H. and Burton G. Malkiel, "Corporate Finance," H. Aaron(ed), *How Taxes Affect Economic Behavior*, Washington, D.C.: Brookings, 1982.
- Her Majesty's Stationery Office, *Corporation Tax*, Cmnd 8456, London, 1982.
- Kim, E. Han, Wilbur G. Lewellen and John J. McConnell, "Financial Leverage Clienteles: Theory and Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, March 1979, pp. 83~109.
- Kim, E. Han, "Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol.37, May 1982, pp. 301~319.
- King, Mervyn A., *Public Policy and The Corporation*, New York: John Wiley, 1977.
- Miller, Merton H., "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, Vol.32, May 1977, pp. 261~275.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Fiance, and The Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48, June 1958, pp. 261~297.
- \_\_\_\_\_, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53, June 1963, pp. 433~443.
- Myers, Stewart C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol.5, November 1977, pp. 147~175.
- Organizations for Economic Cooperations and Development, *Company Tax Systems in OECD Member Countries*, Paris: OECD, 1973.
- Peles, Yoram C. and Marshall Sarnat, "Corporate Taxes and Capital Structure: Some Evidence Drawn from The British Experience," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 61, February 1979, pp. 118~120.
- Schall, Lawrence D., "Taxes, Inflation and Corporate Financial Policy," *Journal of Finance*, Vol.39, March 1984, pp. 105~126.
- Scott Jr., James H., "A Theory of Optimal Capital Structure," *Bell Journal of Economics and Management*, Vol. 7, Spring 1976, pp. 33~54.

Stiglitz, Joseph E., "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-Overs," *Bell Journal of Economics and Management*, Vol.3, Autumn 1972, pp. 458~482.

\_\_\_\_\_, "Taxation, Corporate Financial Policy and The Cost of Capital," *Journal of Public Economics*, Vol.2, February 1973, pp. 1~34.

\_\_\_\_\_, "On The Irrelevance of Corporate Financial Policy," *American Economic Review*, Vol.64, December 1974, pp. 851~866.

Taggart Jr., Robert A., "Taxes and Corporate Capital Structure in An Incomplete Market," *Journal of Finance*, Vol. 35, June 1980, pp. 645~659.

\_\_\_\_\_, "Secular Patterns in Corporate Finance," NBER Working Paper No.810, December 1981.

Warner, Jerold B., "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of Finance*, Vol. 32, May 1977, pp. 337~347.

Wiserman, Jack, *Theoretical and Empirical Aspects of Corporate Taxation*, Paris: OECD, 1974.

〈附表〉 實證의 分析에 사용된 資料

	負債比率	GNP deflator	法人所得 <sup>1)</sup> 稅率	利子所得稅率	公金利 <sup>2)</sup>
1961	135.9	9.8	21.7	5.0	17.5
1962	153.5	11.6	19.3	12.0	15.7
1963	92.2	15.0	23.9	12.0	15.7
1964	100.5	19.5	28.5	12.0	16.0
1965	93.7	20.7	28.5	12.0	26.0
1966	117.7	23.7	32.5	12.0	26.0
1967	151.2	27.4	32.5	12.0	26.0
1968	201.3	31.8	43.2	15.0	25.2
1969	270.0	36.5	40.9	15.0	24.0
1970	328.4	42.2	40.9	15.0	24.0
1971	394.2	47.3	40.9	15.0	22.0
1972	313.4	54.7	36.6	20.0	15.5
1973	272.7	61.9	36.6	20.0	15.5
1974	316.0	80.2	36.6	20.0	15.5
1975	339.5	100.0	35.7	5.0	15.5
1976	364.6	117.7	35.7	5.0	18.0
1977	350.7	136.9	35.7	5.0	16.0
1978	366.8	165.1	35.7	5.0	19.0
1979	377.1	197.0	36.0	5.0	19.0
1980	487.9	247.9	36.0	5.0	20.0
1981	451.5	288.0	37.3	10.0	17.0
1982	385.8	310.2	36.1	10.0	10.0
1983	360.3	319.2	31.9	10.0	10.0

註: 1) 南相祐, 李德勳, 「韓國의 貯蓄行態 및 展望」, 『韓國開發研究』, 第5卷 第3號, 1983에 사용된 수치로서 公開法人과 非公開法人의 最高限界稅率의 加重平均値를 사용하여 도출된 것임.

2) 公金利水準은 預金銀行 일반대출금리임.

資料: 한국은행, 『기업경영분석』, 各年度.

한국은행, 『경제통계연보』, 各年度.

財務部, 『韓國稅制史』, 1979.

南相祐·李德勳, 「韓國의 貯蓄行態 및 展望」, 『韓國開發研究』, 第5卷 第3號, 1983, pp. 76~95.