

# 租稅誘因과 우리나라 法人企業의 財務構造

郭 泰 元

法人企業의 負債依存的 財源調達行態가 稅制와 관련이 있다는 것은 周知의 事實이다. 따라서 企業의 財務構造改善을 위한 方案으로서 租稅誘因이 거론되는 것은 매우 當연하다. 本稿는 이러한 政策論議에 實證的인 바탕을 마련해 주기 위해서 과거의 關聯稅制變動이 企業財務構造變動과 어떠한 關係를 가지고 있는가를 究明하려는 시도이다. 이와 같은 시도가 전에도 있었으나 本稿에서는 相關된 租稅誘因의 歷史的 變動을 보다 精確하게 定量化하려고 노력하였다는 점이 새롭다고 할 것이다. 實證分析의 결과 개선된 租稅關聯變數는 우리나라 企業의 財務行態를 보다 잘 설명하는 것으로 나타났으며 財務構造改善을 위한 과거의 租稅政策 努力이 有效했다는 主張을 뒷받침한다.

## I. 序 論

法人企業財務構造의 問題는 새로운 것이 아니다. 우리나라 法人企業의 財務構造가 다른 나라에 비해 특히 취약하다는 것과 이로 인해 여러가지 問題가 제기되고 있다는 점은 주지의 사실이다<sup>1)</sup>. 예를 들면 法人企業의 과도한

위험부담행위로 인해 經濟全體의 金融的 危險이 높아져서 高金利 現象이나 資源배분의 歪曲을 가져올 수 있다. 또 소수인에 의해서 운영되는 一個企業이 自己資本의 몇배에 달하는 經濟力을 支配하는 現象이 나타나며 이의 倫理性問題가 提起된다. 이러한 問題의 原因에는 여러가지가 있겠으나 法人稅制度에 의한 資金調達行態의 歪曲이 초점이 되고 있으므로 이 問題를 해결하기 위한 方案으로 주로 거론되는 것은 租稅制度의 改編을 통하여 外部資金 調達費用과 自己資本 調達費用의 격차를 줄여주는 것이라고 말할 수 있다.

本稿는 法人企業의 財務構造 改善을 위한 租稅政策의 有效性을 實證的으로 검증함을 目

筆者：本院 研究委員

\* 草稿를 읽고 여러가지 유익한 助言을 준 本院의 李永琪박사와 자료수집 및 원고정리에 노고가 컸던 盧相煥연구원, 韓珍淑연구조원에게 깊이 감사한다.

1) 李永琪(1985) 참조.

的으로 한다. 우리나라의 자료를 이용하여 기업재무행태의 實證的 分析을 시도한 研究들이 있으나<sup>2)</sup> 한결같이 租稅誘因과 관련된 여러가지 變數들을 정확하게 포함시키지 않고 있기 때문에 稅制變動에 따른 法人企業의 財務行態를 정확히 評價할 수 있는 결과는 제시하지 못하고 있다. 요컨대 本稿은 이러한 점을 보완하기 위한 것이다. 法人企業의 財務行態에 영향을 줄 수 있는 稅制와 관련된 여러가지 變數를 보다 명시적으로 모형에 도입하고 그 과거의 變動을 가능한 한 정확하게 實證分析에 반영함으로써 稅制上 誘因과 法人企業의 資本調達 行態의 관계를 보다 명확하게 究明하고 企業財務構造改善을 위한 租稅政策의 기초자료를 얻고자 하는 것이다.

먼저 財務構造決定模型을 設定한다. 本稿에서의 接近이 이론적으로는 새로운 것이 없다고 할 수 있으나 1961년부터 현재까지의 여러가지 稅制上 특징을 가능한 한 정확하게 반영시키고 있다는 점을 특기할 수 있다. 또 개인의 배당소득세율 등이 株主의 限界所得稅率에 따라 달라진다는 점 때문에 實證分析에서 어려움을 겪게 되는데 大株主의 稅後所得 極大化 假說을 명시적으로 채택함으로써 이 문제를 단순화하였다. 과거 우리나라 大企業의 行態를 볼 때 소유와 경영이 확연히 분리되지 않은 경향이 강하고 대주주의 지배권이 위협받을 만큼 株式分散이 이루어진 경우가 많지 않기 때문에 기업행태는 大株主의 利潤을 극

대화한다는 동기에 의해서 설명될 수 있다는 가설이 설득력이 있다고 생각된다. 다음 Ⅲ章에서는 앞章의 모형에 따라 기업의 資本費用 調達과 여러가지 變數의 과거 時系列資料를 계산하고 이를 이용하여 몇가지 回歸分析을 시도하였다. 마지막으로 Ⅳ章에서 本 研究의 간단한 결론을 정리하였다.

## Ⅱ. 財務構造決定模型

### 1. 模型의 概要

企業의 貯蓄行態 즉 配當支給이나 社內留保 등과 관련된 행태는 本稿에서는 論議하지 않기로 한다<sup>3)</sup>. 內部留保問題를 論外로 하면 기업의 재원조달문제는 外部借入과 株式發行 중의 선택문제로 단순화된다. 부가하여 앞章에서 간단히 설명한 이유로 大株主 稅後所得 極大化 假說을 도입하면 문제는 좀더 다루기 쉬워진다. 이른바 法人稅와 配當所得稅의 二重課稅問題와 法人의 支給利子에 대한 法人稅非課稅 때문에 자본시장이 잘 발달되어 있다고 해도 두가지 資本調達方法간의 비용에 차이가 생기게 된다. 그러나 두가지 자본조달방법이 大株主의 稅後所得에 미치는 영향이 다르다고 해도 兩者擇一의 선택은 이루어지지 않는다<sup>4)</sup>. 현실적으로 자본조달과 관련된 직접적인 비용의 차이뿐 아니라 자본조달방법 선택의 결과로 야기되는 기업의 財務構造變動이 자본비용에 미치는 간접적인 영향까지를 감안해야 하기 때문이다. 負債比率이 높아질수록 부채의 危險度가 증가하므로 특정기업이 市場에서 借

- 2) 崔洸·河泰亨(1984), 南相祐(1984) 등.
- 3) 配當이 불리하게 되어 있는 制度下에서 왜 기업이 配當을 하는가를 설명하는 여러가지 가설들이 있으나 一般的으로 받아들여지는 理論은 아직 없다고 할 수 있다. Auerbach(1979), Feldstein(1970), Feldstein and Green(1983) 등 참조.
- 4) Modigliani and Miller(1958), Gordon and Malkiel(1981), 尹建永(1986) 등 참조.

入할 수 있는 金利가 높아질 수 있다. 또 부채 비율이 높아질수록 그 기업의 資金梗塞이나 나아가서 倒産이 發生할 확률이 높아지게 되며 이러한 상태가 발생하게 될 때 기업과 대주주에게 미치는 직·간접의 손실은 매우 중요한 것이 될 수 있다. 주식회사의 有限責任制度下에서도 파산한 企業家가 입게 되는 심리적 타격이나 개인적 신용상의 손실 등 무형의 손실은 매우 중요한 것으로 인식되고 있다. 이런 이유들 때문에 借入資本의 限界費用은 負債比率이 높아짐에 따라 높아진다고 보는 것이다.

그러므로 法人企業의 자본조달 행태는 借入과 株式發行을 통한 조달이 대주주의 稅後所得에 직접 기여하는 정도의 차이와 負債比率 그 자체에 의해서 결정된다고 말할 수 있다. 좀더 구체적으로 말하면 借入에 의한 資本調達の 직접적인 利點(稅制 등에 따른)이 負債比率上昇에 의한 負債危險費用의 증가와 상쇄되는 점에서 기업의 最適財務構造가 결정된다.

이상의 論議를 다음과 같이 정리할 수 있다. 먼저 부채의 위험 때문에 생기는 비용을 나타내는 함수를 다음과 같이 표시한다.

$$C=C(D/E, S) \dots\dots\dots(1)$$

여기서  $D/E$ 는 부채비율을 나타내고  $S$ 는 부채위험의 비용곡선을 移動(shift)시키는 변수이다. 예컨대 정부의 부실기업처리 태도 등이 여기에 해당되며 南相祐(1984)에서의 金利補助의 借入의 비중을 나타내는 변수도 여기에 해당하는 것으로 볼 수 있다. 이 함수는

$D/E$ 에 관해서 2次微分 가능하며 1次偏導函數가 單純增加函數라고 가정한다.

한편 大株主가 自己資金 한 단위로 自己株式를 취득할 경우 얻을 수 있는 稅後收益率을  $r_e$ 라고 하고, 동일한 금액을 競爭的 金融市場에서 運用하면서 자기회사의 資金需要充足을 위해서는 市場에서 같은 금액을 借入할 경우의 稅後收益率을  $r_b$ 라고 하면  $r_b-r_e$ 는 負債( $D$ )를 한 단위 증가시킬 때 생기는 限界利益이라고 할 수 있으므로 最適財務構造는 다음과 같은 관계로 나타낼 수 있다.

$$r_b-r_e=C'(D/E^*, S)(1/E) \dots\dots\dots(2)$$

여기서  $D/E^*$ 는 最適負債比率을 나타내며  $C'$ 는  $C$ 함수를  $D/E$ 에 관해서 편미분한 것으로 負債比率을 한 단위 증가시킬 때 발생하는 限界費用을 나타낸다.  $E$ 는 자기자본을 나타낸다.

위에서  $C'$ 는  $D/E$ 에 관하여 단순증가함수라고 가정하였으므로 다음과 같이 최적부채비율(대주주의 세후소득을 극대화한다는 의미에서의)을 명시적으로 나타낼 수 있다<sup>5)</sup>.

$$D/E^*=F((r_b-r_e), S) \dots\dots\dots(3)$$

그러므로 이제  $D/E^*$ 를 결정하는 모형을 좀더 구체화하기 위해서 稅制를 비롯한 각종 제도와 市場與件이  $(r_b-r_e)$ 에 어떻게 영향을 미치는가를 분석하는 것과  $S$ 에 해당하는 요인들을 찾아보는 일이 남아 있다. 우선  $(r_b-r_e)$ 에 대해서 상세하게 논의하기로 한다.  $S$ 에 대해서는 실증분석 부분에서 더 논의한다.

## 2. 借入市場이 效率的인 경우

우선 가장 단순한 경우를 생각한다. 資金市場이 완전하여 시장이자율  $i$ 로 얼마든지 借入

5) 式(2)를 式(3)으로 전환할 때 式(2)의  $1/E$ 은 무시하였다. 일정시점에서 볼 때  $1/E$ 은 주어진 것이므로 이 項의 포함여부는 單位選擇의 문제로 볼 수 있다.

하거나 自己資金을 시장에서 運用할 수 있다고 가정한다. 한편 논의의 편의를 위해서 해당기업이 한 단위 투자해서 얻는 수익률을  $r^*$ 라고 가정하고 法人稅를 납부한 후의 모든 소득은 주주에게 배당한다고 가정한다. 投資稅額控除와 기타 세제상의 인센티브 중 기업의 재무행태와 직접 관련되지 않은 부분은 이미  $r^*$ 에 반영되었다고 가정한다.

이와 같은 가정하에서  $r_b$ 와  $r_e$  및  $(r_b-r_e)$ 를 각각 아래와 같이 쓸 수 있다.

$$r_b = i(1-t_i) + (r^* - i)(1-t_c)(1-t_d) \dots\dots(4)$$

$$r_e = r^*(1-t_c)(1-t_d) \dots\dots\dots(5)$$

$$r_b - r_e = i(t_c + t_d - t_i - t_c t_d) \dots\dots\dots(6)$$

위의 式들에서  $t_i$ ,  $t_c$ ,  $t_d$ 는 각각 이자소득세율, 법인세율 및 배당소득세율을 나타낸다. 式 (4)의 우변 첫번째항은 자기자금을 금융시장에서 운용해서 얻은 所得을 나타내며 두번째항은 기업활동을 통해 얻은 이윤 중 借入金利子를 除하고 법인세와 배당소득세를 납부한 뒤 남은 금액을 나타낸다. 式 (6)에서  $i$ 가 외생적으로 주어진 것으로 본다면 단순히 稅制 때문에  $r_b$ 와  $r_e$ 간의 격차가 생기게 되는데  $t_c$ 나  $t_d$ 의 증가는  $(r_b-r_e)$ 를 높이는 효과가 있음을 쉽게 알 수 있다.

### 3. 二重的 金融市場의 경우

南相祐(1984) 및 崔洸·河泰亨(1984) 등은 우리나라의 금융시장이 二重的 構造를 갖고 있는 점에 유의하고 財務構造決定模型에 이 현상을 명시적으로 반영시키려고 시도하였다. 南相祐(1984)에서는 기업의 借入( $D$ )은 경쟁

적인 私金融市場으로부터의 借入( $D_p$ )과 금리보조적 성격을 가진 公金融市場으로부터의 借入( $D_o$ )으로 이루어진다고 보고  $D_p$ 는 항상 0보다 크다는, 다시 말해서 기업의 限界借入은 항상 私金融市場에서 이루어진다는 가정을 하고 있다.

이런 가정하에서  $D_p$ 와  $D_o$ 가 금리만 다른 부채라고 할 때  $D_o$ 의 존재나 그 크기가 기업의 재무행태에 영향을 주지 못한다. 그러나 南相祐(1984)는  $D_p$ 와  $D_o$ 가 負債危險에 따르는 비용에 주는 영향이 다를 수 있다는 점에 착안하여  $D_o/D$ 를 式 (3)에서의  $S$ 와 같은 성격의 변수로 사용하고 있다. 本稿에서도 같은 입장을 취한다.

그러나 위와 같은 가정하에서는 公金融市場과 私金融市場間의 이자율 차이가 기업의 재무구조에 아무런 영향을 미치지 못하는 것으로 되어 있다. 물론 이자율 차이가 클수록 대기업의 通貨信用政策이나 其他金融政策決定過程에 대한 로비활동이 강화되어 궁극적으로  $D_o/D$ 에 두 시장의 이자율 차이가 어느 정도 반영되었다고 볼 수는 있다. 그러나 우리나라 金融市場 構造의 여러가지 특성과 그러한 특성의 결과로 나타나는 이자율 격차의 存在가 기업의 資金調達行態에 직접 영향을 주는 다른 경로가 있을 수 있다. 객관적 증거로 제시할 만한 통계자료가 있는 것은 아니나 財務構造가 취약한 대기업의 소유주들이 私的으로 不動產이나 私債 또는 證券 등 高收益資産에 많은 금액을 투자하고 있다는 점이 흔히 지적되어 왔다. 이것이 사실이라면  $(r_b-r_e)$ 는 단순히 稅制 때문에 생기는 稅後所得의 差異 이외에 運用收益率과 借入利子의 차이로써 설명되어야 할 부분이 생기게 되는 것이다. 대기

업 소유주의 입장에서 볼 때 자기자금을 운용하여 수익을 얻을 수 있는 수익률과 자기가 소유하고 있는 기업이 자금을 차입할 때 적용 받을 수 있는 이자율의 차이는 현실적인 여러 가지 이유 때문에 생기는 각 市場에 대한 接近可能性의 不完全性에서 연유하는 것으로 볼 수 있다. 예컨대 私債市場이나 證券市場 또는 不動產市場에 대한 투자는 일종의 문턱理論(threshold hypothesis)의 적용을 받는다고 할 수 있다. 우선 일반소액저축자가 바로 이런 종류의 資產市場에 참가하기 어렵게 하는 최소거래단위가 있다. 또 私債市場처럼 일반인의 접근이 어려운 음성의 조직을 가지고 있거나 證券市場의 경우처럼 최소한의 지식이나 정보가 있어야만 接近을 시도할 수 있는 경우도 있다. 銀行등으로부터 資金을 借入함에 있어서도 접근할 수 있는 정도는 마찬가지다. 이와 같이 자산시장 및 차입기회에 대한 接近性에 있어서 일반가계저축자와 대기업 및 대기업 소유주들간에 현저한 非對稱性이 존재함으로써 인해 각 수익률 혹은 이자율간의 과도한 격차가 장기간 지속될 수 있었다고 판단되며 대기업의 소유주들은 그들의 우수한 接近性을 이용하여 세후소득을 극대화하는 財務戰略을 선택할 수 있었다고 짐작할 수 있다.

요컨대 대기업 소유주들은 自己資金을 부동산, 증권, 사채 등의 高收益資產 형태로 소유하고 자기 기업의 자금조달수요는 은행이나 기타 公的인 借入經路를 통하여 조달하는 경향을 나타낼 수 있다는 것이다. 이런 행태를 합리적으로 설명하기 위해서는  $(r_b - r_e)$ 의 계산에 있어서 공적인 경로를 통한 차입이자율과 자기자금사용의 機會費用(혹은 資金運用收益率)간의 차이가 반영되어야 한다. 이상의

논의를 반영하여  $r_b$ ,  $r_e$  및  $(r_b - r_e)$ 를 정리하면 다음과 같아진다.

$$r_b = i_p(1-t_p) + (r^* - i_o)(1-t_o)(1-t_d) \dots (7)$$

$$r_e = r^*(1-t_c)(1-t_d) \dots \dots \dots (8)$$

$$r_b - r_e = i_p(1-t_p) - i_o(1-t_o)(1-t_d) \dots (9)$$

위의 式들에서  $i_o$ 는 公的借入經路로부터의 차입에 대한 이자율,  $i_p$ 는 대기업 대주주 자금운용의 수익률, 그리고  $t_p$ 는  $i_p$ 에 대한 세율을 나타낸다.  $i_p$ 와  $i_o$ 간의 격차가 클수록  $(r_b - r_e)$ 간의 차이가 커져 外部資金에 의존하는 企業資金調達을 선호하게 될 誘因이 더 커진다. 실증분석의 경우  $i_p$ 의 대응변수로 土地價格上昇率이나 私債市場利子率 등을 사용할 수 있을 것이다.

#### 4. 模型의 擴張(1) : 租稅誘因

本 研究의 주요 목적 중 하나는 租稅政策變數를 좀더 명시적으로 財務構造決定模型에 도입하여 그 효과를 실증적으로 분석해 보려는 것이다. 이런 시도는 구체적으로 두가지 측면에서 이루어질 수 있다. 한가지는 이미 모형에 포함된 租稅變數資料를 보다 정확한 것으로 대체하여 실증분석을 행하는 것이다. 예컨대  $t_c$ 나  $t_i$  혹은  $t_d$  등이 경제적 의미에서 보다 정확한 개념으로 포착될 수 있도록 과거의 여러가지 減免 또는 非課稅措置나 이들 세금에 대한 附加稅(surcharges) 또는 같은 課稅베이스에 대한 다른 명목의 租稅 등을 모두 반영한 자료를 만들어 내는 것이다. 또 한가지는 과거의 실증분석에서 간과된 租稅誘因을 모형에 직접 반영시키는 노력이다. 예컨대 配當所得稅額控除나 增資所得控除制度 등은 재무행태

에 영향을 주기 위해서 도입된 제도들인바, 이러한 誘因들의 작용을 모형에 직접 반영시키는 노력이다.

자료의 개선과 관련된 논의는 실증분석을 논할 때 더 구체적으로 하기로 하고 本節에서는 앞서 말한 두가지 대표적 誘因制度를 중심으로 模型을 擴張시킨다.

#### 가. 配當所得稅額控除制度

配當所得稅額控除制度는 기본적으로 배당소득에 대한 개인소득세 부담을 경감시켜 줌으로써 자본소득에 대한 重複課稅問題를 완화시켜주고 나아가서  $r_b$  와  $r_e$  간의 격차를 줄여 財務構造改善을 유도하려는 목적을 가지고 있는 제도이다. 상세한 변천내용은 郭泰元(1988)에 정리되어 있으나 현행제도하에서는 배당소득 1,000萬원까지는 배당소득의 8%, 그리고 1,000萬원 이상분에 대해서는 그 소득금액의 4%에 해당하는 금액을 綜合所得稅 算出稅額에서 공제하도록 하고 있다. 配當所得稅額控除率을  $\alpha$ 라고 표시하면  $r_b$ ,  $r_e$  및  $(r_b - r_e)$ 는 각각 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$r_e = r^*(1-t_c)(1-t_d) + r^*(1-t_c) \cdot \alpha$$

$$= r^*(1-t_c)(1-t_d + \alpha) \dots\dots\dots(10)$$

$$r_b = (r^* - i_o)(1-t_c)(1-t_d + \alpha) + i_p(1-t_p)$$

$$\dots\dots\dots(11)$$

$$r_b - r_e = i_p(1-t_p) - i_o(1-t_c)(1-t_d + \alpha)$$

$$\dots\dots\dots(12)$$

式 (10)에서  $r^*(1-t_c) \cdot \alpha$ 는 法人利益增加分을 전액 배당할 때 配當稅額控除額이다. 현행의 배당세액공제율이 두 단계 超過逆進構造로 이루어져 있으나 대주주의 配當所得이 1,000萬원을 넘는다고 가정하면 限界의으로는 단일

률과 마찬가지로 것처럼 模型化하는 것이 가능하다.

다만 式(11)에서 外部借入에 의존할 경우 법인의 소득은 훨씬 작아지므로 配當可能額이 작아져서 높은 配當稅額控除率이 적용될 가능성이 있다. 이것은  $(r_b - r_e)$ 를 더 크게 해서 결국 財務構造를 나쁘게 하는 요인이 될 수 있으나 本 研究에서는 무시하기로 한다.

#### 나. 增資所得控除制度

增資所得控除制度는 법인기업의 自己資本 調達을 장려할 목적을 좀더 분명하게 갖고 있는 誘因制度이다. 1972년에 처음 도입된 이래로 상당히 자주, 그리고 큰 폭으로 변경되어 왔으며 구체적인 내용은 郭泰元(1988)에 정리되어 있다. 특히 이 제도는 최근까지만 해도 限時的인 制度로 되어 있었으며 시한이 만료될 즈음에 연기되는 방식으로 유지되어 왔기 때문에 기업행태에 미치는 효과를 模型化하는 것이 쉽지 않다. 本節에서는 현행제도를 가지고 모형화하고 실제 추정과정에서 과거제도의 변천을 반영하도록 한다. 다만 이 경우에도 制度의 限時性 때문에 생길 수 있는 反應의 差異는 고려하지 않기로 한다. 특히 계속적으로 연장되어 왔기 때문에 도입직후 수년간을 제외하면 限時性이 주는 효과는 상당히 퇴색되었을 것으로 판단된다.

현행제도에 의하면 기업이 增資를 통해서 자금을 조달하게 되면 그 增資分의  $\beta\%$ 에 해당하는 금액을 法人所得에서 3년간 공제해 주도록 되어 있다. 우선 투자한 첫해에 增資額의  $\beta\%$ 를 공제해 주는 경우의 稅負擔輕減效果를 생각해 본다. 均衡狀態에서 投資로부터의 收益흐름의 現在價値는 투자액과 일치해야 하므

로 투자액을  $K$ 라 할 때 다음과 같은 관계가 성립한다.

$$K = \int_0^{\infty} r^* K e^{(1-\gamma)(1-\delta)t} dt \dots\dots\dots(13)$$

여기서  $r$ 은 할인율,  $\delta$ 는 경제적 의미의 자본減價率을 나타내고  $l$ 는 시간을 나타낸다. 한편 增資所得控除가 있는 경우  $K$ 를 자기자본으로 조달하여 투자할 경우 이 자본으로부터의 稅前所得 흐름의 現在價値는 바로  $K$ 이므로 投資當年의 증자소득공제율  $\beta$ 를 감안하여 조정된 法人稅課稅標準의 現在價値는  $(1-\beta)K$ 라고 할 수 있다. 위의 식 (13)을 이용하면  $(1-\beta)K$ 를 다음과 같이 다시 쓸 수 있다.

$$(1-\beta)K = (1-\beta) \int_0^{\infty} r^* K e^{(1-\gamma)(1-\delta)t} dt \\ = \int_0^{\infty} (1-\beta) r^* K e^{(1-\gamma)(1-\delta)t} dt \dots\dots\dots(14)$$

즉 이 식에서 투자연도에 투자액의  $\beta\%$ ( $\beta K$ )만큼 소득공제를 해 준다는 것은 앞으로 매년의 수익에서 수익의  $\beta\%$ 만큼 소득공제해 주는 것과 동일한 減稅效果가 있음을 알 수 있다. 그러므로 增資에 의한 조달의 경우 과세표준이 되는 수익률을  $(1-\beta)r^*$ 로 조정해주면 增資所得控除制度의 효과가 반영되는 것이다. 다만 우리나라의 현행제도는 같은 금액을 3년간 법인소득에서 공제하도록 되어 있기 때문에 이것을 반영하면 과세표준이 되는 수익률을  $(1-\beta^*)r^*$ 로 나타낼 수 있다. 여기서  $\beta^* = \beta/(1+r)^0 + \beta/(1+r)^1 + \beta/(1+r)^2$ 으로서 3년간 控除效果를 現在價値로 合算한 것이다.

이상을 통합하면  $r_e$ 와  $(r_b - r_e)$ 를 다음과 같이 쓸 수 있다. 增資所得控除制度가  $r_b$ 에는 직접 영향을 주지 않는다.

$$r_e = r^* \{1 - t_c(1 - \beta^*)\} (1 - t_d + \alpha) \dots\dots\dots(15)$$

$$r_b - r_e = i_p(1 - t_p) - i_o(1 - t_c)(1 - t_d + \alpha) \\ - r^* \beta^* t_c(1 - t_d + \alpha) \dots\dots\dots(16)$$

式 (16)에서 특기할 만한 점은 다른 경우들과는 달리  $r^*$ 가 消去되지 않고 있다는 점이다. 增資所得控除制度는 투자된 자본액을 기준으로 해서 소득공제액을 계산하기 때문에 資本收益率의 변동이 誘因效果에 영향을 준다.

### 5. 模型의 擴張(2) : 配當性向과 資本利得課稅

이상에서는 配當性向이 100%라는 가정하에 財務構造決定模型을 논의하였다. 물론 이것은 비현실적인 가정이다. 배당성향의 변동은 우선 配當所得과 資本利得에 대한 과세상의 차이 때문에  $(r_b - r_e)$ 를 변동시킨다. 동시에 社內留保를 통한 資本調達이라는 새로운 변수가 추가되며 이 변수는 負債比率에 직접적인 영향을 준다.

이런 요인들을 고려할 때 무엇보다도 어려운 문제는 配當性向 자체가 稅制등 다른 여러 가지 변수들에 의해서 영향을 받는 內生變數일 수 있다는 점이다. 그러나 配當性向이 어떻게 결정되는지를 일반적으로 설명해 줄 수 있는 이론은 아직 정립되지 못한 상태라고 할 수 있다. 또한 우리나라의 경우 기업의 配當形態를 규제하는 여러가지 조치들이 있었던 것도 사실이다.

이런 현실적인 어려움 때문에 本稿에서는 配當性向  $\tau$ 는 외생적으로 주어진 파라미터라고 가정하여 문제를 단순화한다. 讓渡差益에 대한 發生基準稅率을  $l_g$ 라고 하면  $r_b$ ,  $r_e$  및

$(r_b - r_e)$ 는 각각 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$r_b = (r^* - i_o) \{ (1 - t_c)(1 - t_d + \alpha)r + (1 - t_g)(1 - r) \} + i_p(1 - t_p) \dots \dots \dots (17)$$

$$r_e = r^* [ \{ (1 - t_c(1 - \beta^*)) (1 - t_d + \alpha)r + (1 - t_g)(1 - r) \} ] \dots \dots \dots (18)$$

$$r_b - r_e = i_p(1 - t_p) - i_o \{ (1 - t_c)(1 - t_d + \alpha)r + (1 - t_g)(1 - r) \} - r^* \beta^* t_c(1 - t_d + \alpha)r \dots \dots (19)$$

우리나라의 경우 1960년대나 1970년대중에는 資本市場의 未發達로 社內留保增加가 바로 株主의 資本利得形態로 반영되지 못하는 경향이 있었고 또한 현재는 폐지된 이른바 地上配當稅制 등 부분적인 것 이외에는 자본이득에 대한 과세가 사실상 없었으므로 資本利得課稅는 本 研究에서 일단 없는 것으로 간주한다.

### III. 實證分析

이 研究에서 實證分析은 두 부분으로 나눈다. 첫째는 時系列資料의 정리이다. 제도의 중요한 변경내용은 郭泰元(1988)에 정리되어 있으나 이것을 定量的인 時系列資料로 바꾸는 작업이 필요하다. 그리고 마지막으로  $(r_b - r_e)$  밖의 다른 변수가  $D/E$  또는  $D/F$ 와 관련된 변수와 어떤 상관관계를 가지고 있는가를 統計的으로 분석하는 것이다.

#### 1. 資料<sup>6)</sup>

##### 가. 負債/資本比率( $D/E$ )

韓國銀行의 企業經營分析資料를 이용하였

6) 이하의 자료는 附表에 정리되어 있음.

다. 1961년부터 年間資料를 구할 수 있으며 업종별·기업규모별 분류가 가능하다. 本稿에서는 製造業全體의  $D/E$ 를 중심으로 분석하였다. 앞의 모형은 대기업행태를 중심으로 한 것이므로 대기업의 자료를 가지고 분석하는 것이 일관성이 있으나 제조업전체의 추세가 대기업행태에 의해서 지배되고 있다는 점과 또 다른 實證研究와의 비교가 필요하다는 점에서 本稿에서는 製造業全體를 분석하였다.

#### 나. 法人所得에 대한 有效稅率( $t_c$ )

公開法人에 대한 최고세율과 非公開法人에 대한 최고세율을 加重平均하는 방법을 사용하였다. 공개기업의 가중치를 구하는 것이 문제인데 南相祐(1984)에서와 같이 上場資本金의 자금순환계정상의 금융 및 비금융 법인자본금 합계액에 대한 比率로 그 가중치를 대신하였다. 여기에 地方稅, 防衛稅 등 부가세를 합하여 有效稅率을 계산하였다. 실제로 稅制上的 각종 인센티브를 감안한 有效稅率은 더 낮아질 수 있으나 이것은 감안하지 아니하였다.

#### 다. 資金運用所得에 대한 稅率( $t_i, t_p$ )

金融市場에서의 資金運用을 통해 얻는 所得에 대한 稅率이 本稿의 목적에 합당한 자료이다.  $t_i$ 는 二重的 金融市場을 가정하지 않은 경우이고  $t_p$ 는 二重的 金融市場을 가정한 경우이다.  $t_i$ 는 다소 恣意的이라고 할 수 있으나 은행의 정기예금이자에 대한 세율로 代用한다.  $t_p$ 는 私債, 不動產, 證券 등에 따라 각기 적용할 수 있는 세율이 다른데 私債의 경우에는 사실상 그 거래가 음성적인 것이라고 보아서  $t_p=0$ 로 가정하였고 不動產의 경우에는 양도소득세 최고세율의 20%를 該當稅率로 가정하



였다. 이와 같은 자의적인 결정은 객관적인 근거는 없으나 非課稅·減免 및 時價와 課稅標準(評價額)의 差異 등을 반영한 것이고 나아가서 不動產投資 收益率에 대한 指標도 정확한 것이 되지 못하기 때문에 추세만이라도 포착할 수 있는 代用變數는 될 수 있으리라는 판단에 근거한 것이다. 물론  $t_i$ 나  $t_p$ 는 여기에 지방세, 방위세 등 부가세를 가산하여 有效稅率을 계산하였다. 그리고 1963년에서 1971년까지의 기간중에는 公開企業으로부터 받는 配當을 非課稅處理하였으므로  $t_c$ 계산에서 사용한 上場企業加重值를 이용하여 加重平均 限界稅率을 계산하였다.

라. 增資所得控除率現價( $\beta^*$ )

기본적으로 앞에서 설명한 것과 같은 公式를 사용하였다. 이때 割引率로는 增資年度의 私債市場利率을 사용하였으며 制度의 施行日字를 기준하여 控除率現價를 계산하였다. 예를 들면 1972년의 경우 8월초부터 시행된 것으로 하여 1976년까지 공제한 것의 現在價値를 계산하고 여기에 (5개월/ 12개월)을 곱해서  $\beta^*$ 의 값을 계산하였고 1984년의 경우에는 개정일자가 4월 9일이었기 때문에 계산된 現價에 (9개월/ 12개월)을 곱하여  $\beta^*$ 을 계산하였다. 87년 11월말에 개정된 租稅減免規制法에 의하면 增資所得控除制度는 86년 1월 1일 이후 투자분에까지 소급적용토록 되어 있으나 기업의 의사결정에 미치는 영향까지 소급할 수는 없는 것이므로 86년에는  $\beta^*$ 가 零인 것으로 하였고 87년에는 계산된 現價에 1/12를 곱하여  $\beta^*$ 를 계산하였다.

마. 配當所得稅額控除率( $\alpha$ )

1968~74년은 上場法人加重值를 사용한 加重平均法人稅率을 사용하였다. 이 중 1970~74년은 加중평균법인세율의 50%를 配當稅額控除率로 하였다. 그 이후의 기간도 공개법인과 비공개법인간에 差等이 있었으므로 상가 加중치를 사용하여 加重平均한 값을 계산하였다. 1983년 이후 배당액에 따라 稅額控除율이 逆進的으로 낮아지도록 되었는데 이 경우에는 가장 낮은 공제율을 사용하였다.

바. 借入利率( $i_o$ ), 資本의 收益率( $r^*$ ) 및 配當性向( $\tau$ )

기업의 공식적인 借入利率( $i_o$ )로 은행의 尙業어음할인율을 사용하였다. 資本의 純收益率( $r^*$ )은 韓國銀行의 企業經營分析에서의 總資本經常利益率로 대응하였고 配當性向( $\tau$ )도 기업경영분석자료를 이용하였다.

사. 其他統計資料

$i_p$ 의 代用指標로서 사용한 私債市場金利와 地價上昇率은 韓國銀行의 비공식 조사자료와 土地公社의 全國平均地價指數資料를 각각 사용하였다.  $D/E$  곡선을 이동시키는 변수로는 南相祐(1984)의  $d_o$ (總負債 중 公金融借入比重)과 製造業 附加價値의 實質增加率( $vm$ ) 등을 사용하였다.  $d_o$ 는 企業經營分析의 借入金比率에 자금순환계정상 法人의 公金融借入/ 總借入 비율을 적용하여 추정한 것이다.

## 2. 計量分析

먼저 앞에서 설명한 자료를 이용하여  $(r_b - r_e)$ 를 계산하였다. 기본적으로 두가지 접근을 시도하였다. 먼저 식(19)에서  $i_p$ 를 私債利率로 보고  $(r_b - r_e)$ 를 이 식에 의하여 계산하였다. 그리고  $\beta^* = 0$ 인 경우,  $\alpha = 0$ 인 경우 및  $\alpha = \beta^* = 0$ 인 경우 등을 가정하여 명시적으로 財務構造改善을 위해 도입된 稅制上 誘因이  $(r_b - r_e)$ 값에 주는 영향을 살펴보았다. 이 결과는 [圖 1]에 요약되고 있는데 전체적인 추세는 私債市場利率에 의해서 支配되고 있어 과거 20~30년간 대체로 下向趨勢를 보여왔고 [圖 3]에서 볼 수 있는 것처럼 1980년까지 계속 상승하다가 그 이후 하향추세로 反轉된  $D/E$  비율과는 거의 반대되는 추세를 보이고 있다. 따라서  $D/E$ 와  $i_p$ 를 이용한  $(r_b - r_e)$ 는 負의 관계를 갖는 것으로 나타났으며 앞에서 想定했던 假說 즉 대기업 대주주들이 自己資金은 私債市場 등에 運用하고 자기기업의 資金需要는 金融機關 등으로부터의 借入에 의해서 充當하는 것이 一般的인 패턴이었을 것이라는 가설은 뒷받침되지 않는 것으로 나타나고 있다. 이 가설에 대해서는 앞으로 좀더 研究해 볼 필요가 있다고 생각된다. 地價上昇率資料는 不完全하여 이를 이용한  $(r_b - r_e)$ 는 계산하지 않았으나 뒤의 計量分析에서 地價上昇率을 설명변수로 포함시키는 시도를 하였다.

두번째의 接近은 式(19)의  $(r_b - r_e)$ 를 단일이자율( $i_o$ )의 가정에 의해서 계산하고 계량분석에 사용하는 것이다. [圖 2]에 이 결과가 나타나 있는데 앞의 경우와 같이  $\alpha = 0$ ,  $\beta^* = 0$  및  $\alpha = \beta^* = 0$  등의 변동을 함께 시도하였다.

여기에서 볼 수 있는 것처럼 配當稅額控除

制度는 1960년대 후반부터 그리고 增資所得控除制度는 1972년부터 도입 적용되기 시작하였는데 이 두가지 제도는 1960년대 후반부터 1970년대 말까지  $(r_b - r_e)$ 값을 상당히 낮추는 효과가 있었음을 볼 수 있다. 특히 이 효과는 1970년대 중반에 가장 컸던 것으로 나타나고 있다.

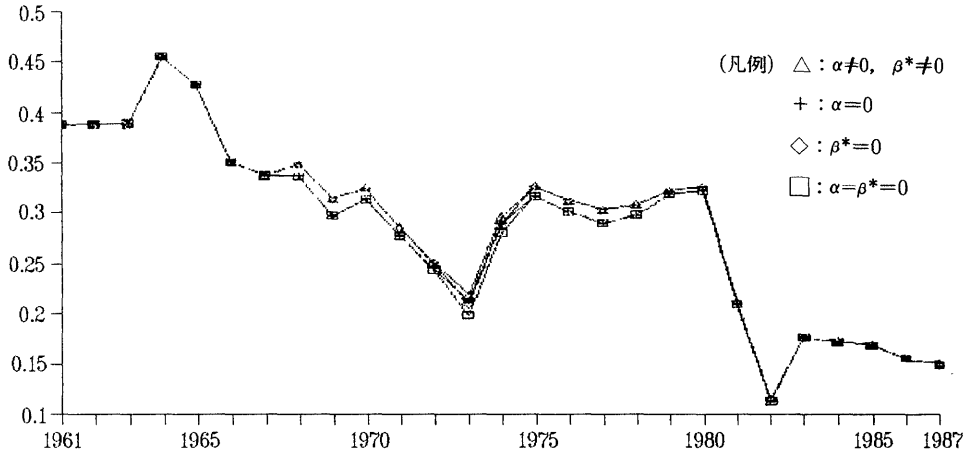
이렇게 계산된  $(r_b - r_e)$ 를 이용하여  $D/E$ 를 설명하는 線型回歸分析模型을 추정하였다. 먼저 移動變數로 南相祐(1984)의  $d_o$ (總借入金中金利補助의 借入의 比重)와 시간더미  $d_1$ 을 사용하였다.  $d_1$ 은 1981~87년까지는 1, 나머지 기간은 0인 변수로서 1980년대에 들어와서 나타난 여러가지 經濟構造의 變化를 반영하기 위한 것이다.

推定結果는 <表 1>에 요약되어 있다.

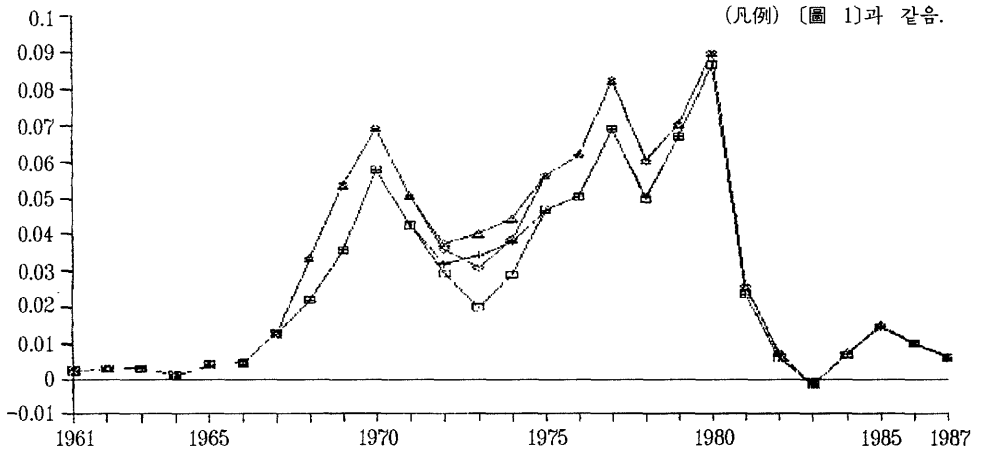
<表 1>의 결과에서  $(r_b - r_e)$ ,  $d_o$ ,  $d_1$  등은 모두 매우 有意한 說明變數들임을 알 수 있다. 특히  $d_1$ 이 높은 설명력을 갖고 있는 것은 막연하게 1980년대의 급격한 經濟 및 金融構造變化를 반영한 것이라고 주장할 수 있으나  $(r_b - r_e)$ 의 계산에서 이론적 혹은 자료상의 결함을 반영하는 것일 수도 있으므로 앞으로 좀더 究明할 필요가 있는 부분이다.

이와 같은 計量分析過程에서  $D/E$ 와  $(r_b - r_e)$ 의 時差變數와의 相關關係가 매우 낮다는 사실을 발견하였다. 처음에는  $D/E$ 는 일종의 스톡變數이고  $(r_b - r_e)$ 의 변동에 따라 最適  $D/E$  즉  $D/E^*$ 가 달라지지만 여기에 도달하기 위해서는 기업의 財務構造를 변동시키는 행위 즉 추가적 차입이나 부채의 상환, 주식발행 등을 실행해야 하므로  $D/E^*$ 로 조정해 가는 데는 상당한 시간이 걸릴 것으로 생각하였다. 그러나 計量分析 結果는 當期の  $(r_b - r_e)$ 변동

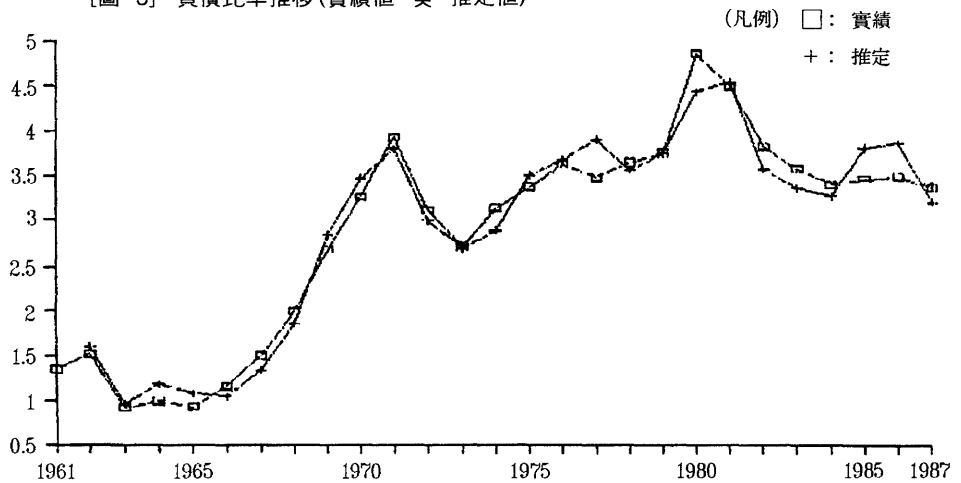
[圖 1]  $i_p$ 를 이용한  $(r_b - r_e)$  推移



[圖 2]  $i_o$ 를 이용한  $(r_b - r_e)$  推移



[圖 3] 負債比率推移(實績值 및 推定值)



〈表 1〉 推定結果

推定期間 : 1961~1987(觀測數 = 27)  
被說明變數 :  $D/E$

|             | 推定式 1             | 推定式 2<br>( $\alpha = 0$ ) | 推定式 3<br>( $\beta^* = 0$ ) | 推定式 4<br>( $\alpha = \beta^* = 0$ ) |
|-------------|-------------------|---------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
| 常數          | -0.476<br>(-1.67) | -0.274<br>(-0.90)         | -0.332<br>(-0.94)          | -0.207<br>(-0.56)                   |
| $r_b - r_e$ | 27.374<br>(8.44)  | 29.621<br>(8.19)          | 24.946<br>(6.74)           | 26.169<br>(6.59)                    |
| $d_0$       | 5.677<br>(6.43)   | 4.880<br>(4.98)           | 5.100<br>(4.48)            | 4.603<br>(3.77)                     |
| $d_1$       | 1.622<br>(11.58)  | 1.720<br>(11.38)          | 1.715<br>(9.68)            | 1.776<br>(9.51)                     |
| $\bar{R}^2$ | 0.950             | 0.948                     | 0.931                      | 0.929                               |
| DW          | 1.89              | 1.98                      | 1.60                       | 1.64                                |

註: ( )안은  $t$ 값

이  $D/E$ 변동의 대부분을 설명하는 것으로 나타났다.

이런 현상은 ( $r_b - r_e$ )는 稅制改編이 대체로 適用年度 이전에 완료되기 때문에 기업의 자금조달계획에 ( $r_b - r_e$ )의 변동을 충분히 예측·반영할 수 있고  $D/E$ 비율은 年末의 財務諸表에 의한 것이므로 실제로 상당한 조정기간이 있다는 점과 또 財務行態는 實物投資와는 달리 조정비용이나 조정기간이 크지 않다는 점 등으로 어느 정도 설명된다고 볼 수 있다.

위의 추정결과에서 또 한가지 재미있는 현상은 配當稅額控除制度의 영향을 排除( $\alpha=0$ ) 하거나 增資所得控除制度의 영향을 排除( $\beta^*=0$ ), 또는 두가지 모두를 排除( $\alpha=\beta^*=0$ )할 경우 모형의 설명력이 조금씩 떨어지고 있다는 점이다. 각 경우간의  $\bar{R}^2$ 의 차이가 큰 것이라고 보기는 어려우나  $\alpha$ 와  $\beta^*$ 를 그대로 반영한 경우의  $\bar{R}^2$ 가 가장 크므로 이 推定方程式을 가지고  $\alpha$  또는  $\beta^*$ 의 변동이  $D/E$ 의 변동에 미치

는 영향을 분석하는 것이 어느 정도 정당화되었다고 생각된다.

다음으로 推定式 1에 다른 변수를 추가하는 실험을 하였다. 하나는 제조업부문의 附加價値成長率( $vm$ )로서 景氣를 나타내는 代用指標이다. 景氣上昇期에는 매출이나 당기순이익 증대를 통한 自己資金流入이 원활해질 것이고 그만큼 社內留保등 自己資金調達이 늘어날 것이라는 가정에서였다. 또 한가지는 土地價格上昇率( $Lp$ )로서 앞 부분에서 논의한 不動產投機假說을 부분적으로 검증하기 위한 것이다. 地價上昇率이 높으면 기업가들은 자기자금을 부동산 등에 투자하고 企業資金需要는 外部借入에 의존할 것이라는 가정이다. 이 推定結果는 다음과 같다.

$$D/E = -0.527 + 25.272(r_b - r_e) + 6.593d_0 + 1.430d_1 - 0.019vm(-1) + 0.460Lp$$

(-1.64) (7.83) (7.35)  
 (9.55) (-2.42) (1.27)

( $\bar{R}^2 = 0.957, DW = 1.78$ , 추정기간: 1962~87)  
( )안은  $t$ 값

〈表 2〉 推定結果比較

|               | 崔 洸 · 河泰亨<br>(1961~83) | 南 相 祐<br>(1962~83) | 郭 泰 元<br>(1962~87)      (1962~83) |                         |
|---------------|------------------------|--------------------|-----------------------------------|-------------------------|
|               | 常 數                    | -62.3218           | -98.6(2.61)                       | -0.527(1.64)            |
| $t_0$         | 13.5695(5.67)          |                    |                                   |                         |
| $t_1$         | -5.8851(1.94)          |                    |                                   |                         |
| $i_0$         | -4.4756(1.41)          |                    |                                   |                         |
| $t^*(-1)$     |                        | 7.33(5.92)         |                                   |                         |
| $(r_b - r_e)$ |                        |                    | 25.272(7.83)                      | 25.172(8.55)            |
| $d_0$         |                        | 5.94(4.23)         | 6.593(7.35)                       | 6.719(7.97)             |
| $D_{72}$      |                        | -79.0(2.17)        |                                   |                         |
| $d_1$         |                        |                    | 1.430(9.55)                       | 1.588(7.87)             |
| $\dot{V}_N$   |                        | -5.48(3.80)        |                                   |                         |
| $vm(-1)$      |                        |                    | -0.019(2.42)                      | -0.019(2.27)            |
| $I$           | 0.3448(1.75)           |                    |                                   |                         |
| $E_m/b$       |                        | 0.35(0.80)         |                                   |                         |
| $L_p$         |                        |                    | 0.460(1.27)                       | 0.407(1.24)             |
|               | $R^2 = 0.856$          | $R^2 = 0.946$      | $R^2 = 0.966$                     | $R^2 = 0.980$           |
|               |                        |                    | ( $\bar{R}^2 = 0.957$ )           | ( $\bar{R}^2 = 0.970$ ) |
|               | $DW = 1.42$            | $DW = 1.96$        | $DW = 1.78$                       | $DW = 2.20$             |

註: 1. 崔洸·河泰亨 및 南相祐의  $t_0$ ,  $t_1$  등은 본고의 수치와 다소 다름.  
 2.  $t^* = t_0 + 0.35t_1(1-t_0/100) - t_1$   
 3.  $\dot{V}_N$  = 非農林漁業部門 附加價値成長率  
 4.  $I$  = GNP디플레이터水準  
 5.  $E_m/b$  = 株式의 時價/帳簿價 比率

이 식에서 보면 예상대로  $vm$ 은  $D/E$ 에 負의 기여를 하는 것을 알 수 있다. 특히 1年時差를 가지고 有意한 영향을 미치고 있는 것으로 추정된다.  $L_p$ 의 영향은 有意하지는 않으나 적어도 그 方向은 가정과 부합한다. 땅값이 빨리 오를수록 負債比率이 높아지는 행태를 나타낸 것이라고 할 수 있다. 물론 이런 해석에도 여러가지 점에서 注意를 하지 않으면 안된다. 첫째로 本 研究에서 사용한  $L_p$ 자료의 신빙성에 이의를 제기할 여지가 남아 있으며 또  $L_p$ 變動이 一般物價指數와 관련이 있기 때문에  $L_p$ 變動이 단순히 인플레이션心理變動을 반영하는 것으로 생각할 수도 있다. 다른

조건이 동일할 때 인플레이가 예상될 경우 借入比率을 늘이는 것은 매우 合理的인 經營戰略이기 때문이다. 참고로  $L_p$ 와 都賣物價上昇率을 모두 포함한 경우 두가지 모두 正의 부호를 갖는 계수를 보이고 있으나  $L_p$ 의 계수가 都賣物價上昇率의 계수보다 다소 높은  $t$ 값을 갖는 것으로 나타났다. 이 모형에서 國內信用增加率은 有意한 설명력을 나타내지 못하는 것으로 推定되고 있다. 이 推定式에 의한  $D/E$ 의 推定値와 實績値가 [圖 3]에 대비되어 있다.

이상의 推定結果를 崔洸·河泰亨(1984) 및 南相祐(1984)의 추정결과와 비교한 것이 〈表 2〉이다. 각 研究에서 가장 適合度가 높은 추

정결과만을 선택하여 비교하였다.

단순한  $R^2$ 의 비교로 模型의 優劣을 말하기는 어려우나 租稅誘因의 변화를 좀더 정확하게 반영시키려는 노력이 模型의 適合度를 다소라도 올리는 결과를 가져왔다는 것은 고무적인 것이라고 말할 수 있다. 이 결과를 이용해서 租稅誘因이 適正負債比率에 미치는 효과를 개략적으로라도 분석할 수 있다고 판단된다.

#### IV. 結 論

本稿에서는 우리나라 製造業部門의 法人企業의 財務行態를 실증적으로 분석할 수 있는 간단한 模型을 제시하고 사용가능한 통계자료

〈表 3〉 增資所得控除와 配當所得稅額控除에 의한 負債比率減少效果

(단위 : %)

|      | 綜 合 <sup>1)</sup> | 增資所得控除(A) | 配當所得稅額控除(B) |
|------|-------------------|-----------|-------------|
| 1962 | -                 | -         | -           |
| 1963 | -                 | -         | -           |
| 1964 | -                 | -         | -           |
| 1965 | -                 | -         | -           |
| 1966 | -                 | -         | -           |
| 1967 | -                 | -         | -           |
| 1968 | 29.3              | -         | 29.3        |
| 1969 | 45.5              | -         | 45.5        |
| 1970 | 28.8              | -         | 28.8        |
| 1971 | 20.5              | -         | 20.5        |
| 1972 | 20.4              | 6.2       | 16.3        |
| 1973 | 51.2              | 36.1      | 27.7        |
| 1974 | 39.3              | 22.6      | 24.4        |
| 1975 | 24.2              | -         | 24.2        |
| 1976 | 28.8              | -         | 28.8        |
| 1977 | 34.3              | -         | 34.3        |
| 1978 | 27.2              | 1.5       | 26.7        |
| 1979 | 8.3               | 0.5       | 8.0         |
| 1980 | 8.6               | -         | 8.6         |
| 1981 | 6.2               | -         | 6.2         |
| 1982 | 4.2               | 0.4       | 3.9         |
| 1983 | 0.3               | -         | 0.3         |
| 1984 | 1.4               | 0.7       | 0.7         |
| 1985 | 1.7               | 0.8       | 0.9         |
| 1986 | 0.7               | -         | 0.7         |
| 1987 | 0.9               | 0.1       | 0.7         |

註 : 1) 綜合은 두가지 誘因을 모두 감안할 경우의 效果를 나타내는 것으로 (A)와 (B)의 단순합계와 다를 수 있음.

를 이용하여 이 모형의 計量的 推定을 시도하였다. 특히 租稅制度의 變遷을 보다 정확히 조사하여 이를 설명변수에 반영시키려고 노력하였으며 비교적 양호한 통계특성을 갖는 推定結果를 볼 때 이와 같은 노력이 意味가 있다는 결론을 내릴 수 있다. 특히 1970년대 중반에는 配當所得稅額控除制度와 增資所得控除制度가 他人資本調達誘因을 현저히 감소시켜 급속하게 상승하던 부채비율의 추세를 꺾는 데 현저히 기여한 것으로 분석된다(表 3

참조). 한편 1980년대에 들어와서  $(r_b - r_e)$ 의 급속한 하락에도 불구하고 負債比率의 下落이 빠르지 못한 점을 규명하기 위해 좀더 심층적인 연구가 필요할 것으로 판단된다. 또 私債나 不動產 등 투기소득 기회가 높은 것이 대기업의 부채비율을 증대시키는 중요한 요인일 수 있다는 假說은 本 研究의 實證分析에서 뒷받침되지 못하고 있으나 좀더 研究할 필요가 있다고 생각된다.

### ▷ 參 考 文 獻 ◁

郭泰元, 「租稅誘因과 法人企業의 資金調達行態」, mimeo(KDI 政策研究資料로 발간 예정), 1988.

南相祐, 「二重金融構造下的 企業財務構造」, 『韓國開發研究』, 1984 가을호, pp. 55~68.

尹建永, 「資本所得稅政策과 企業의 財務構造」, 林鍾哲·韓昇洙·李天杓(共編), 『財政과 國民經濟』, 博英社, 1986.

李永琪, 「企業金融의 外部效果와 公共政策方向」, 『韓國開發研究』, 1985 가을호, pp. 33~57.

崔洸·河泰亨, 「韓國企業財務構造 決定要因에 관한 理解 및 實證의 考察」, 『韓國開發研究』, 1984 여름호, pp. 187~205.

Auerbach, A. J., "Share Valuation and Corporate Equity Policy", *Journal of Public Economics*, Vol. 11, 1979,

pp. 291~305.

Feldstein, M. S., "Corporate Taxation and Dividend Behavior", *Review of Economic Studies*, January 1970, pp. 57~71.

Feldstein, M. S. and J. Green, "Why Do Companies Pay Dividends?", *American Economic Review*, No. 1, March 1983, pp. 17~30.

Gordon, R. H. and B. G. Malkiel, "Corporate Finance", in H. J. Aaron and J. A. Pechman(eds.), *How Taxes Affect Economic Behavior*, The Brookings Institute, Washington, D. C., 1981, pp. 131~198.

Modigliani, F. and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261~297.

〈附表〉 推定에 사용된 資料

(단위: %)

|      | $D/E$ | $t_c$ | $t_i$ | $t_p^{1)}$ | $t_d$  | $\beta^*$ | $\alpha$ | $i_o$ | $r^*$ | $\gamma$ | $i_{p_1}^{2)}$ | $i_{p_2}^{3)}$ | $d_o$ | $vm$ |
|------|-------|-------|-------|------------|--------|-----------|----------|-------|-------|----------|----------------|----------------|-------|------|
| 1961 | 135.9 | 22.8  | 0.0   | 0.0        | 5.5    | 0.0       | 0.0      | 13.87 | 5.31  | 6.29     | 52.5           | 25.1           | 34.1  | 4.0  |
| 1962 | 153.5 | 22.0  | 0.0   | 0.0        | 13.2   | 0.0       | 0.0      | 13.87 | 9.09  | 6.29     | 52.5           | 21.6           | 31.0  | 11.7 |
| 1963 | 92.2  | 27.5  | 0.0   | 0.0        | 9.89   | 0.0       | 0.0      | 13.87 | 9.77  | 6.29     | 52.5           | 23.0           | 23.3  | 16.1 |
| 1964 | 100.5 | 33.0  | 0.0   | 0.0        | 10.01  | 0.0       | 0.0      | 13.97 | 7.48  | 2.03     | 59.4           | 21.6           | 28.7  | 9.9  |
| 1965 | 93.7  | 33.0  | 0.0   | 0.0        | 10.22  | 0.0       | 0.0      | 16.50 | 7.90  | 5.79     | 58.9           | 18.0           | 24.6  | 20.5 |
| 1966 | 117.7 | 38.5  | 0.0   | 0.0        | 9.46   | 0.0       | 0.0      | 24.00 | 7.78  | 4.37     | 58.7           | 29.5           | 26.2  | 17.3 |
| 1967 | 151.2 | 38.5  | 0.0   | 0.0        | 9.11   | 0.0       | 0.0      | 24.00 | 6.77  | 11.16    | 56.5           | 41.1           | 25.8  | 21.6 |
| 1968 | 201.3 | 45.1  | 0.0   | 11.0       | 36.12  | 0.0       | 41.0     | 24.50 | 5.33  | 20.34    | 56.0           | 23.1           | 32.6  | 27.2 |
| 1969 | 270.0 | 42.5  | 0.0   | 11.0       | 41.32  | 0.0       | 38.6     | 25.18 | 3.67  | 31.87    | 51.3           | -0.3           | 45.4  | 21.6 |
| 1970 | 328.4 | 43.3  | 0.0   | 11.0       | 43.32  | 0.0       | 19.7     | 24.28 | 2.49  | 42.06    | 49.8           | 18.4           | 43.5  | 19.9 |
| 1971 | 394.2 | 44.3  | 0.0   | 11.0       | 46.16  | 0.0       | 20.1     | 22.98 | 0.99  | 30.65    | 46.4           | 44.2           | 52.0  | 18.5 |
| 1972 | 313.4 | 37.4  | 0.0   | 10.0       | 65.0   | 119.9     | 18.7     | 17.68 | 3.77  | 26.54    | 39.0           | -9.5           | 48.4  | 13.6 |
| 1973 | 272.7 | 37.2  | 0.0   | 10.0       | 65.0   | 273.5     | 18.6     | 15.50 | 7.90  | 32.54    | 33.3           | -11.8          | 46.2  | 28.9 |
| 1974 | 316.0 | 36.4  | 0.0   | 10.0       | 65.0   | 221.7     | 18.2     | 15.50 | 5.66  | 35.86    | 40.6           | 5.5            | 48.9  | 16.1 |
| 1975 | 339.5 | 42.0  | 6.0   | 12.0       | 84.0   | 0.0       | 22.87    | 15.27 | 3.88  | 45.62    | 41.3           | 27.0           | 46.2  | 12.0 |
| 1976 | 364.6 | 39.9  | 6.0   | 12.0       | 84.0   | 0.0       | 23.9     | 16.46 | 4.61  | 47.31    | 40.5           | 26.6           | 46.3  | 24.4 |
| 1977 | 350.7 | 42.7  | 6.375 | 12.75      | 89.25  | 0.0       | 23.8     | 17.15 | 4.53  | 55.42    | 38.1           | 33.6           | 45.6  | 15.3 |
| 1978 | 366.8 | 43.4  | 6.375 | 12.75      | 89.25  | 18.9      | 23.5     | 17.61 | 4.98  | 39.69    | 41.2           | 49.0           | 44.2  | 21.3 |
| 1979 | 377.1 | 45.5  | 6.375 | 12.75      | 89.25  | 15.2      | 6.5      | 18.50 | 3.37  | 42.55    | 42.4           | 16.6           | 44.3  | 10.5 |
| 1980 | 487.9 | 46.2  | 6.375 | 12.75      | 89.25  | 19.7      | 5.7      | 22.86 | -0.23 | 42.17    | 44.9           | 11.7           | 44.6  | -1.1 |
| 1981 | 451.5 | 48.1  | 12.75 | 10.2       | 76.5   | 45.7      | 8.2      | 19.26 | 0.02  | 28.95    | 35.3           | 7.5            | 45.9  | 7.5  |
| 1982 | 385.8 | 46.3  | 17.75 | 10.2       | 76.5   | 42.3      | 8.4      | 12.22 | 1.03  | 25.20    | 20.6           | 5.4            | 40.5  | 4.1  |
| 1983 | 360.3 | 40.9  | 17.75 | 10.2       | 70.125 | 0.0       | 1.2      | 10.00 | 3.27  | 18.64    | 25.8           | 18.5           | 38.2  | 12.2 |
| 1984 | 342.7 | 40.8  | 17.75 | 10.2       | 70.125 | 22.7      | 1.4      | 10.31 | 3.41  | 27.11    | 24.8           | 13.2           | 36.3  | 14.8 |
| 1985 | 348.4 | 40.8  | 17.75 | 10.2       | 70.125 | 21.7      | 1.4      | 10.75 | 2.97  | 32.81    | 24.0           | 7.0            | 42.7  | 3.8  |
| 1986 | 350.9 | 40.7  | 17.75 | 10.2       | 70.125 | 0.0       | 1.4      | 10.75 | 4.47  | 28.87    | 23.1           | 7.3            | 42.3  | 17.4 |
| 1987 | 340.1 | 40.6  | 17.75 | 10.2       | 70.125 | 3.3       | 1.6      | 10.75 | 4.44  | 24.81    | 23.0           | 14.7           | 37.0  | 16.4 |

- 註: 1) 土地에 대한 것임. (本文 참조)  
 2) 私債市場利子率  
 3) 地價指數上昇率  
 4) 其他資料에 관한 설명은 本文(Ⅲ.1) 참조.