

企業의 財務目標와 負債比率 決定要因에 관한 實證的 研究*

李 海 永**

〈目 次〉

I. 序論	2. 說問項目的 構成
II. 文獻研究	IV. 說問調査의 分析結果
1. 企業의 財務目標	1. 企業의 財務目標
2. 負債比率의 決定要因	2. 負債比率의 決定要因
III. 說問調査	V. 要約과 結論
1. 說問調査의 設計와 資料蒐集	參考文獻

I. 序 論

企業이 達成하려고 하는 財務目標를 어떻게 設定하고 있는가에 관한 연구와 企業의 財務構造가 재무목표에 어떠한 영향을 미치는가에 관한 연구는 財務論 分野에 있어 주요 관심사가 되어 왔다. 일반적으로 널리 알려져 있는 企業의 재무목표는 富의 極大化(maximization of wealth) 또는 企業價値(value of the firm)의 極大化이며, 또한 資本調達決定의 目標는 企業의 加重平均資本費用을 最少化시킬 수 있는 最適資本構造(optimal capital structure)를 選定하여 企業가치를 극대화시키는 데 있다고 알려져 왔다.

그러나 실제로 財務管理 擔當者들이 財務論에서 이론적으로 설정하고 있는 企業가치의 극대화를 企業의 재무목표로 인식하고 있느냐 하는 問題는 검토할 필요가 있다. 미국의 경우에도 財務擔當者들이 가장 選好하는 企業의 재무목표는 株當利益 成長率의 極大化로인 것으로 발표되고 있어 이론적인 재무목표와 차이를 보이고 있다. 우리나라의 경우 企業의 재무목표를 실증적으로 糾明하고자 하는 試圖는 지금까지 발표된 연구가 없다.

* 이 논문은 1990년도 문교부지원 한국학술진흥재단의 지방대육성 학술연구조성비에 의하여 연구되었음

** 淸州大學校 經商大學 副教授

한편 最適資本構造의 존재여부에 관한 논쟁은 Modigliani와 Miller(1958, 1963, 1966)가 傳統的 理論에 대하여 反論을 제기한 후 지금까지 계속되어오고 있으나 아직까지도 최적자본구조 존재에 대한 결정적인 증거를 제시하는 논문이 발표되지 않고 있다. 또한 대부분의 財務擔當者들은 最適資本構造의 존재여부 보다는 기업이 처하여 있는 環境에 따라 그 기업에 適合한 財務構造를 구성하는데 관심의 초점을 두고 있다. 즉 현실적으로 企業이 負債比率를 변화시키면서 이에 따르는 加重資本의 限界費用을 계산하여 理論的인 最適資本構造를 구성한다는 것은 불가능하다. 따라서 기업은 財務構造에 영향을 미친다고 생각되는 要因들을 선정하여 負債比率의 決定模型을 작성하고, 기업 나름대로 적절하다고 생각하는 分析方法을 사용하여 재무구조를 결정하게 된다. 그러나 비록 企業의 財務擔當者들이 적절한 분석방법을 사용한다고 할지라도 기업의 財務目標을 올바르게 설정하고 또한 負債比率에 影響을 미치는 要因들을 올바르게 파악하지 못하고 있다면 그들의 분석결과는 가치있는 情報를 제공하지 못하게 된다.

그리고 負債比率의 決定要因을 찾고자 過去의 研究들에서도 理論的으로 제시되고 있는 부채비율의 결정요인들과 實證的으로 제시되고 결정요인들은 서로 차이를 보이고 있다. 또한 부채비율의 결정요인을 찾고자 한 實證的 研究의 分析 結果들도 서로 일치하지 못하고 있다. 그 理由는 실증적 연구들에서 제시된 결정요인을 측정하는 計量的 代用物이 이론적인 결정요인들을 올바르게 반영하지 못하고 있으며, 또한 각 實證的 研究들에서 사용되는 이론적인 결정요인을 측정하는 계량적 대용물이 연구들마다 서로 다르기 때문이다.

이러한 관점에서 財務擔當者들이 설정하고 있는 기업의 재무목표와 재무담당자들이 중요하게 認識하고 있는 부채비율의 결정요인을 찾아내려는 研究가 絶실히 要求된다고 하겠다. 따라서 本 研究는 우리나라 上場企業을 대상으로 하여 실제 財務擔當者들이 設定한 기업의 재무목표를 찾아내어 理論的인 財務目標과 比較分析하며, 또한 재무담당자들이 중요하게 인식하고 있는 負債比率의 決定要因을 찾아내어 이론적으로나 실증적으로 파악된 부채비율의 결정요인과 比較分析하는데 있다. 本 研究는 研究目的을 達成하기 위하여 다음 領域을 분석하고자 한다.

첫째, 企業의 재무담당자들이 기업의 재무목표를 어떻게 설정하고 있는가를 분석하며, 이론적으로 알려진 企業價値의 極大化라는 目標과 어떠한 차이가 있는지 분석한다.

둘째, 企業의 재무담당자들이 認識하고 있는 재무구조의 측정치인 負債比率의 計量的 代用物들을 비교하고, 負債比率의 決定要因들을 識別하여 어떠한 要因이 기업의 재무구조의 결정에 영향을 미치는가를 分析한다.

셋째, 기업의 재무담당자들이 중요하게 인식하고 있는 負債比率의 決定要因들이 企業의 資本金規模別, 產業別 그리고 負債比率의 相對的 크기별로 差異가 있는지를 分析한다.

따라서 本 研究은 기업은 물론 투자자와 여신기관 등에게 기업의 재무구조에 관한 情報을 제공하며, 더 나아가 우리나라 기업의 재무구조상 脆弱點을 개선하는 方案을 제시하는데 기초 자료로 이용할 수 있다는 점에 研究의 意義를 찾을 수 있다.

本 研究은 文獻的 研究方法과 實證的 研究方法을 사용하고 있다. 문헌적 연구방법을 통하여 企業의 財務目標과 財務構造를 결정하는 요인에 관한 理論的 論議와 既存의 研究들에 있어서의 變數選定, 檢定方法 및 實證結果들을 고찰하고자 한다. 또한 실증적 연구방법을 통하여 우리나라 上場企業의 財務擔當者들이 설정하고 있는 기업의 財務目標과 중요하게 인식하고 있는 負債比率의 決定要因을 파악하고자 한다. 그리고 실증적 연구방법으로는 기업의 재무담당자와 面接과 郵便에 의한 設問調査法을 사용하고자 한다. 本 研究의 範圍는 지금까지 제시된 기업의 재무목표와 부채비율의 결정요인을 파악하고자 한 이론적, 실증적 연구를 종합하여 設問을 作成하고, 기업의 재무담당자들에게 設問調査하는 것으로 局限되어 있다.

II. 文獻研究

1. 企業의 財務目標

一般的으로 가장 널리 알려져 있는 企業의 目標은 利潤의 極大化와 富의 極大化이다. 傳統的으로 많은 經濟學者들과 企業人들은 기업의 유일한 목표는 이윤의 극대화라고 주장해 오고 있다. 이윤의 극대화는 그 개념이 단순하여 이해하기 쉽고, 합리적인 사고를 할 수 있는 사람은 누구나 수긍하는 目標라는 점에서 널리 받아 들여지고 있다. 그러나 이윤의 극대화는 기업의 목표를 지나치게 單純化하였다는 이유로 많은 批判을 받고 있다. 특히 Solomon(1963)은 다음과 같은 세가지 이유에서 이윤의 극대화가 기업의 목표로서 適合하지 못하다고 指摘하고 있다. 즉 첫째, 이윤이라는 概念 자체가 모호하고, 둘째, 이익의 時間性을 무시하고 있으며 셋째, 未來利益의 不確實性에 따르는 危險을 무시하고 있다.

現代 財務論에서는 기업의 재무목표가 富의 極大化에 있다는 점에서는 異論이 없다. 여기서의 富는 企業의 富를 의미하며, 企業의 富는 企業의 價値를 의미한다. 기업가치는 이론적으로 기업의 미래이익 또는 현금흐름을 그 시간성과 위험을 고려하여 현재시점의 가치로 평가한 것이다. 그리고 기업가치는 資本市場에서 형성된 株價로 평가하는 것이 현대 재무론에서 일반적으로 받아 들여 지고 있다.

기업의 재무목표와 관련하여 論難이 되고 있는 점은 재무담당자인 經營者가 설정한 目標과 企業所有者인 株主의 目標가 항상 일치할 것인가 하는 것이다. 企業의 所有와 經營이 分離되면 經營者에 대한 株主의 統制가 약화되므로 經營者와 株主의 利害는 相衝될 수 있다. Jensen과 Meckling(1976)은 株主의 目標을 달성하는 데에는 일반적으로 代理關係가 존재하게 되고, 이 관계에서 여러가지 문제가 발생한다고 주장하고 있다. 그러나 經營者의 經營成果가 株價로 평가된다는 사실을 감안 할 때, 재무담당자가 설정한 企業의 財務目標은 所有와 經營의 分離에 관계없이 株主의 目標과 일치한다고 보는 것이 일반적이다. 미국의 경우 기업의 재무목표에 대한 實證的 研究結果는 이론적인 재무목표와는 차이를 보이고 있다. Stonehill et al(1975)은 재무담당 中역들을 대상으로 하여 기업의 재무목표에 대한 설문조사 결과, 미국 기업의 재무담당자들은 기업의 재무목표로 株當利益 成長率의 極大化를 設定하는 것을 가장 選好한다는 사실을 발견하였다. 또한 이들은 현대 재무론에서 이론적으로 제시하고 있는 企業價値의 極大化 즉 株價의 極大化란 目標을 재무담당자들이 次善으로 제시하고 있지만, 재무담당자들이 실제로 기업의 재무목표로 株價의 極大化를 설정하고 있다고 보기에는 모호한 점이 많다고 주장하고 있다. 즉 많은 재무담당자들이 재무학계에서 제시된 이론적인 뒷받침에 의하여 기업의 目標이 기업가치의 極大化에 있다는 점을 인식하고는 있지만, 현실적으로 企業을 하나의 實體로 인식하고 經營上의 融通性과 統制를 유지하기 위하여 보다 구체적인 기업의 재무목표로 株當이익의 成長率의 極大化를 설정하고 있다고 하였다.

우리나라에 있어서도 現代 財務論이 소개된 이후 理論的인 연구에서는 기업의 目標을 기업가치의 極大化로 설정하고 있지만, 기업의 재무목표에 대한 實證的인 연구는 아직까지 제시되고 있지 않다.

2. 負債比率의 決定要因

企業의 負債比率에 영향을 미치는 要因을 찾고자 하는 研究는 재무구조가 기업가치에 미치는 연구와 더불어 많은 학자들에 의하여 제시되었다. 먼저 대표적인 財務論 文獻에서 제시되고 있는 理論的인 부채비율의 결정요인은 다음과 같다. Brealey와 Myers(1988)는 稅金地位(tax status), 資金梗塞(financial distress)의 危險, 無形資產, 經營危險의 變化, 기타 多國籍 企業의 政治的 危險 및 合併의 條件 등의 要因들이 資本調達決定에 影響을 미친다고 주장하였다. 또한 Brigham(1986)은 賣出安定性, 資產構成, 營業레버리지, 成長率, 收益性, 稅金, 統制, 經營者의 態度, 債權者와 社債等級機關의 態度, 市場條件, 企業의 内部條件, 財務的 融通性 등의 要因들이 기업의 財務構造를 決定하는데 영향을 미친다고 하였다. 그리고 Weston과 Copeland (1986)는 經營者는 賣出成長率, 賣出安定性, 產業特

性, 資産構成, 經營者の 態度 및 債權者の 態度 등의 要因들을 財務構造를 결정할 때 고려하여야 한다고 주장하였다. 한편 Van Horne(1986)은 재무담당자는 産業平均比率, 企業規模, 産業形態, 營業레버리지度, 利益의 變動可能性, 普通株의 體系의 危險의 크기, 投資分析者와 債權者의 態度, 證券等級, 社債利率과 社債의 滿期構造, 證券의 發行時期 등의 要因들을 고려하여 企業의 財務構造를 결정하게 된다고 설명하였다.

한편 부채비율의 결정요인에 대한 直接的인 證據를 찾기 위한 實證的인 연구들은 研究의 展開에 따라 다음 세가지로 區分할 수 있다.

첫번째 연구들은 기업의 부채비율이 어떤 要因에 의하여 영향을 받는지를 실증적으로 규명하기 위한 初期의 論文들이다. 이들 초기의 연구들은 어떤 産業에 속한 기업의 부채비율은 다른 산업에 속한 기업의 부채비율과 相異할 것이며, 그 이유는 産業이라는 要因이 기업의 재무구조에 영향을 미치기 때문이라는 假說을 檢定하는데 연구의 초점을 두고 있다. 이에는 Schwartz와 Aronson(1967), Scott(1972), Scott와 Martin(1975) 등의 연구가 있다. 이들은 기업의 負債比率이 産業간에는 相異하나 同一産業內에서는 類似하므로 企業의 財務構造는 그 기업이 속한 産業의 影響을 받는다는 사실을 규명하였다. 후에 Bowen, Daley와 Huber(1982)는 標本의 크기를 달리하여 이들의 연구를 다시 立證하였다.

그러나 Remmers et al(1974)은 Scott의 研究方法과 동일한 接近法을 사용하였으나, 이 연구가 갖는 標本抽出上의 문제점을 제거하기 위하여 5개국으로 부터 표본을 추출하여 산업과 부채비율 사이의 관계를 분석한 결과, 산업이 재무구조에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 뚜렷한 證據를 발견하지 못하였다. 또한 Collins와 Sekely(1983), Boquist와 Moore(1984) 등의 연구결과도 Remmers et al의 研究結果와 類似한 결론을 제시하고 있다.

이상과 같이 연구결과가 相反된 이유는 첫째, 많은 연구들에서 일반적으로 설정하고 있는 同一 産業에 속하는 기업들의 經營危險이 類似하다는 假定이 잘못되었으며, 둘째, 産業分類基準이 연구들마다 서로 相異하기 때문이라고 해석할 수 있다.

두번째 연구들은 기업의 부채비율이 산업을 포함한 다른 어떤 要因들에 의하여 영향을 받는지를 실증적으로 규명하기 위한 後期の 論文들이다. 즉, 初期의 研究들이 負債比率의 決定要因으로 産業이라는 변수만을 局限시킨데 비하여, 後期の 研究들은 산업을 포함하여 그 이외의 어떤 要因들이 기업의 재무구조에 영향을 미치는지 살펴보는데 연구의 초점을 두고 있다. 이에는 Gupta(1969), Baxter와 Cragg(1970), Martin과 Scott(1974), Toy et al.(1974), Taub(1975), Briscoe와 Hawke(1976), Carleton과 Silberman(1977), Walker와 Petty(1978), Ferri와 Jones(1979), Aggarwal(1981), Marsh(1982), Kester(1986) 등의 많은 연구가 있다. 後期の 研究들은 재무이론에서 제시하는 여러가지 변수 중 經營危險, 企業規模, 資産構成, 收益性, 成長率, 資本市場條件, 配當性向, 支拂能力期間, 社債利率의

水準과 構造 등이 負債比率의 決定要因으로서 중요하다고 밝히고 있다.

그러나 이들의 研究結果는 서로 일치하고 있지 못하다. 그 이유는 첫째, 부채비율의 결정요인으로 認識된 변수들이 부채비율과 결정요인 사이의 명백한 關係로부터 유도된 것이 아니라 대부분 연구자의 直觀的인 判斷에 의하여 선택되었으며, 둘째, 각 변수들을 측정하기 위한 각 요인들의 計量的 代用物이 연구들마다 서로 다르게 제시되었고, 셋째, 부채비율의 결정요인을 파악하기 위한 實證的 研究方法이 연구들마다 서로 相異하고, 넷째, 부채비율의 測定方法들도 연구들마다 서로 상이하기 때문이라고 볼 수 있다.

한편 이상의 실증적 연구들과는 연구방법을 달리하여 Stonehill et al(1975)은 기업의 재무담당 중역들을 대상으로 負債比率의 決定要因 중 어떤 요인을 중요시하는지 設問調査하였다. 설문조사 결과 固定財務費報償比率로 측정된 財務危險이 가장 중요한 財務構造 決定要因인 것으로 나타났다. 이와 더불어 이들은 자본조달의 가능성을 나타내는 資本市場狀況과 국제적 요인들인 해외에서의 자금조달에 따른 政府의 支援, 換危險의 回避, 資本의 本國送還 등도 중요한 財務構造 決定要因으로 應答되었다고 발표하였다.

세번째 연구들은 資本構造와 企業價值간의 관계를 규명하고자 하는 이론적이고 실증적인 연구에서 부채비율의 결정요인을 간접적으로 찾고자 한 논문들이다.

먼저 Modigliani와 Miller 이후 資本構造와 企業價值간의 관계를 연구한 結果를 要約하면 다음과 같다. Miller(1977)는 法人稅 이외에 個人所得稅를 고려할 경우 全體企業을 대상으로 하는 자본시장에서는 均衡레버리지가 존재할 수 있으나 個別企業 單位로는 최적자본구조가 존재하지 않는다는 모형을 제시하였다. 한편 DeAngelo와 Masulis(1980)는 Miller의 모형을 擴張하여 非負債性減稅效果(non-debt tax shields)를 고려하면 개별기업 단위로도 최적자본구조가 존재한다고 주장하고 있다. 또한 최근에 와서 기업의 자본구조에 대하여 기존의 연구와는 다른 시각에서 설명하려는 시도가 이루어지고 있다. Jensen과 Meckling(1976)은 代理理論(agency theory)을 利用하여 株主, 經營者 및 債權者간의 이해관계대립이 기업의 투자 및 자본조달결정에 미치는 효과를 분석하였다. 한편 Ross(1977), Talmor(1981), Myers와 Majluf(1984) 등은 代理問題에서 더 나아가 非對稱情報(asymmetric information)가 기업의 자본구조에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 주장함으로써 자본구조문제에 대하여 새로운 시사점을 던져주고 있다. 이들의 주장에 따르면 非對稱情報은 또하나의 市場不完全要因으로 인식되며, 지금까지 제시된 市場不完全要因들보다 資本構造에 대하여 더 강한 影響을 미칠 수 있다는 것이다.

負債比率과 法人稅率 사이의 관계는 Auerbach와 King(1980), Gordon(1984) 등에 의하여 실증적으로 연구되었다. 이들은 時系列分析을 이용하여 負債比率과 法人稅率과의 關係를 분석하였는데, 分析結果 법인세율이 증가하면 부채비율이 限界의으로 증가한다고 발표하였다. 한편 Titman과 Wessels(1983)은 부채비율과 DeAngelo와 Masulis에 의하여

제시된 비부채성절세효과와의 관계를 분석하였다. 이들은 共分散構造模型을 이용하여 부채비율과 비부채성절세효과 사이의 관계를 분석한 결과, 예상했던 바와는 달리 비부채성절세효과는 부채비율과 관련되지 않았다고 발표하였다.

Sonu(1987)는 대리이론에 기준을 둔 成長機會로 측정된 代理變數와 負債比率 사이의 관계를 분석하였다. 그는 부채비율을 從屬變數로 하고 표본기간 동안의 이익성장율의 평균치로 정의된 성장기회를 獨立變數로 한 回歸分析結果, 기업의 성장기회는 부채비율을 설명하는 有意的인 變數가 된다고 주장하고 있다. 또한 Kim과 Sorensen(1986)은 内部株主의 持分率이 대리정보 및 비대칭정보와 깊은 관계가 있다고 전개하고, 負債比率과 内部株主의 持分率 사이의 關係를 분석하였다. 이들은 부채비율을 종속변수로 하고 내부주주의 지분율을 독립변수로 한 회귀분석 결과, 대주주에 의하여 지배된 기업들을 더미변수로 측정된 내부주주의 지분율은 부채비율을 설명하는 유의적인 변수가 된다고 주장하였다.

그러나 이상의 연구들에서 非負債性節稅效果, 代理情報 및 非對稱情報를 측정하기 위하여 제시된 변수들은 모두 數學的 模型에 의하여 정의된 변수들이 아니라 操作的 定義에 의한 代理的 變數(proxy variables)들이다. 따라서 이상의 연구에서 제시된 대리적 변수들이 이론에 의하여 전개된 결정요인들을 제대로 측정하고 있는가에 대하여는 아직까지 확실한 증거가 제시되고 있지 못하다.

우리나라에 있어서 재무구조 결정요인에 대한 과거의 실증적 연구들은 극히 소수이고, 몇몇 연구는 외국의 특정학자가 제시한 연구방법을 우리나라 실정에 그대로 적용하여 그 결과가 별다른 特色을 지니고 있지 못하며, 특히 資料의 制約 등으로 인하여 의미있는 결론을 제시하지 못하고 있다. 그러나 최근에 와서 이쪽 분야의 연구가 활발히 이루어지고 있다.

洪永復(1988)은 1978년부터 1986년까지 9년간의 114개의 企業資料를 이용한 실증적 분석에서, 과거에 제시된 여러 결정요인을 검토하여 段階別 回歸分析을 이용한 결과 재무구조의 결정요인으로 目標負債比率, 成長性, 經營危險, 資產의 構成 등을 제시하였다. 申敏植(1989)은 1983년부터 1987년까지 5년간 120개의 표본기업으로 부채비율의 결정요인을 파악하고자 하였다. 그는 과거의 연구들에 의한 전통적 결정요인과 자본구조이론에 의한 결정요인들을 결합하여 부채비율의 결정요인을 분석하였는데, 분석결과 전통적인 요인으로는 企業의 規模, 資產의 擔保價値, 經營危險, 產業의 特性 등이 부채비율과 유의적인 관계를 가지는 것으로 나타났으나, 자본구조이론과 관련된 요인들과 부채비율 사이에는 유의적인 관계를 찾을 수 없었다. 朴聖泰(1990)는 1980년부터 1988년까지 9년간 231개의 기업을 표본으로 하여 共分散構造模型을 이용하여 부채비율의 결정요인을 찾고자 하였다. 분석결과, 獨特性, 企業規模, 成長性, 變動可能性, 產業分類 등을 측정하는 변수들

은 부채비율과 安定性 있게 유의적인 관계를 갖는 것으로 나타났으나, 資産의 擔保價値, 收益性, 非負債性節稅效果 등을 측정하는 변수들은 불안정한 계수치를 보이고 있다고 주장하였다.

III. 設問調査

1. 設問調査의 設計와 資料의 蒐集

本 研究의 目的은 재무담당자들이 설정하고 있는 企業의 財務目標와 재무담당자들이 중요하게 인식하고 있는 負債比率의 決定要因들을 把握하여, 이 결과를 기업의 이론적인 재무목표와 계량적 대응물에 의하여 실증적으로 분석된 부채비율의 결정요인과 비교하는데 있다. 따라서 本 研究은 研究目的에 적합한 연구방법으로 設問調査研究方法을 선택하였다. 설문조사연구방법은 個人의 意見이나 認識을 조사하는데 있어 일반적으로 가장 많이 사용되어온 연구방법이며, 다른 연구방법에 비해 연구결과를 일반화시킬 수 있는 가능성이 높고 또한 많은 변수들을 효과적으로 다룰 수 있다.

그리고 本 研究은 資料를 수집하는 방법으로 面接法과 郵便에 의한 設問紙法을 사용하였다. 本 研究의 목적상 면접법에 의한 설문조사방법이 가장 타당하다고 여겨지나, 면접법에는 時間이나 費用이 많이 소요되어 충분한 기업 설문자료를 수집할 수가 없으므로, 본 연구는 면접법과 우편에 의한 설문지법을 並行하였다. 우편에 의한 설문지법을 이용하여 자료를 수집할 경우에 가장 문제가 되는 것이 낮은 應答率인데 本 研究에서는 응답율을 높이기 위한 방법으로 追加郵便方法(follow-up mailing) 등을 이용하여 응답율을 높였다.

면접은 1990년 10월초부터 1991년 2월말까지 진행되었다. 면접법에 의한 설문조사는 韓國上場會社協議會가 발행한 上場會社總鑑에서 金融業에 속한 기업과 1988년도와 1989년도에 資本蠶食이 있는 기업을 제외한 나머지 기업들중 無作爲로 100개 기업을 선정하여 面接要望便紙를 보낸 후, 이에 응답한 35개의 기업 중 11개의 기업에 대하여 이루어 졌다. 면접에 응한 기업의 수가 아주 적은 이유는 대부분의 기업들이 면접법에 의한 설문조사에 익숙치 못하였고, 또한 면접에 응하겠다고 한 기업들의 재무담당자와의 面接時間에 대한 약속도 제대로 지켜지지 않았기 때문이다. 그리고 本 研究에서 金融業에 속한 기업을 제외한 이유는 금융기업들은 기업의 특징상 다른 기업들과 직접 比較하기가 어려웠기 때문이다. 또한 1988년도와 1989년도에 資本蠶食이 있는 기업들을 제외한 이유는 本 研究을 수행하기 위하여 대상기업의 부채비율이 필요한데 자본잠식이 있는 기업들은 해당기업의

부채비율을 계산할 수 없었기 때문이다.

한편 우편에 의한 설문지는 2次に 의하여 配付 및 回收되었다. 第1次 配布와 回收는 1990년 11월 부터 1990년 12월까지 면접법에 의하여 선정된 기업을 제외한 나머지 상장 기업들에 대하여 이루어졌으며, 第2次 追加 배포와 회수는 1991년 2월 부터 1991년 4월 까지 면접이 성사되지 않은 89개의 기업과 제1차 배포에 회수되지 않은 상장기업을 대상으로 이루어졌다. 제1차에는 63개 기업이 설문에 응답하고, 제2차에는 51개의 기업의 설문에 응답하여, 총 114개의 기업에 대한 설문이 회수되었다. 그러나 114개의 기업설문 자료중 29개의 設問資料는 答辯이 不誠實하거나 또한 特定 産業에 속한 기업의 수가 너무 적어 研究對象에서 除外하였다. 따라서 本 研究에서 最終적으로 선정된 應答企業의 수는 면접법에 의한 11개의 기업과 우편에 의한 85개의 기업 總 96個이다.

本 研究에서 사용한 96개의 標本企業들을 産業別 그리고 資本金規模別로 分類하면 %表 3-1%과 같다. 그리고 %表 3-1%에서 산업별 분류와 자본금규모별 분류는 大韓證券業協會에서 발행하는 證券市場紙에 의존하였다.

〈表 3-1〉 應答企業의 産業別 및 資本金規模別 分析

産業別	資本金規模別			
	大 型	中 型	小 型	計
飲食料品製造業	1	6	2	9
纖維衣服가죽産業	3	10	4	17
종이 및 종이製品製造業	1	2	1	4
化學石油石炭고무프라스틱製品製造業	6	11	0	17
非金屬鑛物製品製造業	0	2	2	4
第1次金屬産業	2	2	3	7
組立金屬製品機械裝備製造業	5	4	8	17
綜合建設業	0	1	8	9
都小賣業	2	4	6	12
計	20	42	34	96

2. 設問項目의 構成

本 研究에서 面接法과 郵便에 의한 設問紙法으로 사용한 設問紙는 내용상 크게 3부분으로 구분할 수 있다.

먼저 企業의 財務部門에서 달성하고자 하는 여러가지 代替의인 목표들은 다음과 같이

제시되었다.

- G1: 일정기간 동안의 普通株 株價上昇分과 그 기간사이의 配當을 합한 크기의 極大化
- G2: 長短期 所要資金 調達能力의 極大化
- G3: 帳簿價値로 측정된 純資産의 極大化
- G4: 普通株의 市場價値로 측정된 企業價値의 極大化
- G5: 企業의 清算價値의 極大化
- G6: 株當利益(EPS) 成長率의 極大化
- G7: 株價收益比率(PER)의 極大化
- G8: 營業利益의 極大化
- G9: 法人稅差減後純利益을 純資産으로 나누어준 投資收益率의 極大化
- G10: 賣出額純利益率의 極大化
- G11: 普通株 株當 現金흐름의 極大化

이상의 設問들은 既存의 理論的 論議에서 제시된 재무목표들을 기준으로 하여 選定된 것이다.

다음으로 재무담당자들이 가장 重要하게 使用하고 또는 認識하고 있는 負債比率의 測定值들을 다음과 같이 제시하였다.

- R1: 帳簿價値로 측정된 總負債 對 總資産 比率
- R2: 帳簿價値로 측정된 長期負債 對 總資産 比率
- R3: 帳簿價値로 측정된 總負債 對 自己資本 比率
- R4: 帳簿價値로 측정된 長期負債 對 投資資本 比率
- R5: 市場價値로 측정된 總負債 對 總資産 比率
- R6: 市場價値로 측정된 長期負債 對 總資産 比率
- R7: 市場價値로 측정된 總負債 對 自己資本 比率
- R8: 市場價値로 측정된 長期負債 對 投資資本 比率
- R9: 清算價値로 측정된 總負債 對 總資産 比率

이상의 負債比率들은 기존의 부채비율과 관련된 理論的 및 實證的 研究에서 拔萃하였다.

마지막으로 부채비율의 가능한 여러 決定要因들을 다음과 같이 제시하였다. 이들 設問은 5점 尺度로 작성되었다.

- D1: 企業이 속한 產業에 포함된 다른 기업들의 平均負債比率
- D2: 資本市場의 與件
- D3: 企業의 固定財務報償比率
- D4: 機關投資者들의 역할

- D5 : 負債使用에 따른 法人稅 節減效果
- D6 : 企業의 加重平均資本費用
- D7 : 政府의 特惠
- D8 : 企業의 株當利益(EPS)의 成長率과 過去 株當利益 分布의 分散
- D9 : 企業이 소유하고 있는 資產의 流動性
- D10 : 企業이 속한 產業의 技術發展.
- D11 : 企業의 재무레버리지 效果
- D12 : 配當性向
- D13 : 監督機關의 規制
- D14 : 企業의 經營危險
- D15 : 企業이 소유하고 있는 資產의 構成形態
- D16 : 企業의 規模
- D17 : 企業의 目標負債比率
- D18 : 企業의 收益性
- D19 : 企業의 成長性
- D20 : 物價上昇率

이상의 설문들도 負債比率의 決定要因과 관련된 既存의 理論的 및 實證的 研究를 참고로 하여 拔萃된 것이며, 또한 재무담당자들에게 설문으로 주어질 때에는 이상과 같은 직접적인 질문들로 주어진 것이 아니라 가능한 각 決定要因들을 쉽게 풀어서 제시하였다.

IV. 設問調査의 分析結果

1. 企業의 財務目標

우리나라 上場企業을 대상으로 재무담당자들이 설정하고 있는 財務目標를 각 目標別로 분석하면 <表 4-1>과 같다.

먼저 本 研究는 <表 4-1>의 資料로 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 설정하고 있는 재무목표들을 서로 구분할 수 없다는 假說을 檢定하였다. 本 研究는 가설을 검정하기 위하여 適合度檢定을 사용하였으며, 검정 결과 카이스퀘어 값이 88.7084로 나타났다. 이 값은 유의수준 1%에서 歸無假說을 기각하므로, 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 설정하고 있는 재무목표는 서로 차이가 있는 것을 발견할 수 있었다.

따라서 <表 4-1>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 가장 선호하는 재무목표는 長短期 所要資金 調達能力의 極大化(G2), 賣出額 純利益率의 極大化(G10) 그리고 營業利益의 極大化(G8) 등으로 나타나고 있으며, 次善으로 投資收益率의 極大化(G9) 그리고 純資産의 極大化(G3) 등이 선택되고 있다. 또한 이론적으로 제시되고 있는 企業價値 極大化의 목표는 기업의 재무목표로 인식되고 있지 못하다.

<表 4-1> 企業의 財務目標別 分析

財 務 目 標	頻 度	百 分 率
G1	1	1.04
G2	22	22.92
G3	8	8.33
G4	4	4.16
G5	0	0
G6	6	6.25
G7	2	2.08
G8	21	21.88
G9	9	9.38
G10	22	22.92
G11	1	1.04
계	96	100.00

<表 4-1>에 나타난 결과는 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 기업가치의 극대화라는 理論的인 財務目標을 설정하기 보다는 經營成果를 明示的으로 보여주는 利益의 極大化와 財務擔當者 자신의 企業成功에 대한 貢獻度라 할 수 있는 長短期 所要資金 調達能力의 極大化를 목표로 설정하고 있음을 보여 주고 있다. 따라서 우리나라에서는 美國의 재무론에 의하여 영향을 받아 제시된 企業價値의 極大化라고 하는 理論的이고 規範的인 목표는 수정되어야 한다. 또한 기업가치의 극대화란 이론적인 목표가 지지 받지 못하는 까닭은 財務擔當者들이 株主들의 利害와 관련된 證券市場의 重要性을 인식하지 못하여서가 아니라 기업가치를 企業의 統制下에 두지 못하기 때문이라고 해석할 수 있다.

이와같이 우리나라 상장기업의 재무담당자는 주주들의 목표를 극대화하기 보다는 기업의 成長性과 安定性을 보장할 수 있는 内部的이고 可視的인 目標에 집착하고 있음을 알 수 있다. 우리나라 재무담당자들이 내부적이고 가시적인 목표에 집착하고 있는 이유는 최근의 급성장에도 불구하고 韓國 資本市場이 갖고 있는 不完全性과 자본시장에 참여

하는 投資者들의 行態에서 찾을 수 있다. 즉, 우리의 자본시장이 선진국의 자본시장에 비하여 效率性이나 流動性이 떨어지고, 아직까지 보통주소유자들에게 투자자의 건전한 투자 수단으로서 활용되기 보다는 투기장소로 인식되고 있기 때문이다.

2. 負債比率의 決定要因

本 研究은 부채비율의 결정요인을 파악하기에 앞서 재무담당자들이 가장 중요하게 인식하고 있는 부채비율의 測定値에 대하여 설문조사하였다.

過去의 負債比率의 決定要因을 파악하고자 하는 연구에서 부채비율을 측정하기 위하여 사용하였던 비율들은 總負債 對 總資產 比率, 總負債 對 自己資本 比率, 自己資本 對 總資產 比率, 長期負債 對 投資資本 比率 그리고 長期負債 對 總資產 比率 등이다. 재무구조의 여러 측정방법 중에서 기업의 재무구조를 가장 적절하게 반영하는 비율은 어느 것인가에 대하여는 각각의 부채비율은 그 나름대로의 이론적 근거를 가지고 있으므로 어느 特定 比率만이 기업의 재무구조를 가장 적절하게 나타낸다고 주장하기는 어렵다.

예를 들면 流動負債는 1년 이내에 만기가 도래하므로 長期資本으로서의 역할을 하지 못하기 때문에 부채비율을 측정함에 있어 유동부채를 포함시키는 것은 불합리하다고 주장할 수도 있다. 그러나 사실상 借換에 의하여 단기차입금을 장기적으로 이용하는 경우 유동부채의 대부분이 固定的 資本으로서 長期化되어 있다. 따라서 장기부채의 영향만을 반영하는 장기부채 대 총자산 비율과 장기부채 대 자기자본 비율 보다는 총부채 대 총자산 비율이나 총부채 대 자기자본 비율을 사용하는 것이 부채비율 측정에 보다 바람직하다고 할 수도 있다.

또한 부채비율을 구성하는 항목을 帳簿價值와 市場價值 중 어느 것으로 측정하여야 할 것인가 하는 문제도 발생할 수도 있다. 물론 理論的으로는 帳簿價值는 經濟的 價值와 아무런 관련이 없으므로 負債比率은 市場價值를 기준으로 하여 측정되는 것이 보다 논리적이라고 할 수 있다. 즉, 기업의 재무구조는 미래 기대되는 純利益의 確率分布에 따라 좌우되고 순이익의 확률분포가 資產의 市場價格을 결정하므로 부채비율은 시장가치를 기준으로 측정되어야 한다. 그러나 재무구조의 결정요인에 대한 과거의 많은 실증적 실증적 연구에서는 觀察期間중 負債比率의 安定性이 확보되어야 하기 때문에 대부분 부채비율을 장부가치로 측정하고 있다.

우리나라 上場企業을 대상으로 재무담당자들이 가장 중요하게 인식하고 있는 負債比率의 測定値를 各 測定値別로 분석하면 <表 4-2>와 같다.

<表 4-2>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 가장 중요하게 인식하고 있는 부채비율의 측정치는 帳簿價值로 측정된 總負債 對 自己資本比率

(R3)이며 그 다음이 帳簿價値로 측정된 總負債對 總資產 比率(R1)인 것으로 나타나고 있다. 기타의 비율들은 재무담당자의 주목을 전혀 받고 있지 못하다. 다만 市場價値로 측정된 總負債對 自己資本의 比率(R7)이 부채비율의 측정치로 점차 인식되고 있어, 재무담당자들에게 資本市場의 重要性이 서서히 강조되고 있음을 알 수 있다.

우리나라 上場企業을 대상으로 재무담당자들이 인식하고 있는 負債比率의 決定要因을 各 要因別로 분석하면 <表 4-3>과 같다. 본 연구에서는 부채비율의 결정요인들을 재무담당자가 생각하는 相對的 重要度에 따라, 전혀 중요하지 않게 생각하였을 때에 1점부터 그리고 매우 중요하게 생각하였을 때에 5점까지 순위를 표시하는 5점 尺度로 측정되었기 때문에 <表 4-3>의 분석결과는 단순한 頻度가 아닌 各 決定要因의 分布의 平均과 標準 偏差로 주어졌다.

<表 4-2> 負債比率의 測定值 分析

財 務 目 標	頻 度	百 分 率
R1	28	29.17
R2	0	0
R3	54	56.25
R4	1	1.04
R5	4	4.17
R6	0	0
R7	8	8.33
R8	0	0
R9	1	1.04
계	96	100.00

<表 4-3>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 가장 중요하게 인식하고 있는 부채비율의 결정요인은 企業이 소유하고 있는 資產의 構成形態 (D15)인 것으로 나타났으며, 그 다음으로 재무담당자들이 중요하게 인식하는 負債比率의 決定要因들은 企業이 所有하고 있는 資產의 流動性(D9), 企業의 收益性(D18), 企業이 속한 產業의 技術發展(D10), 政府의 特惠(D7), 資本市場의 與件(D2), 企業의 目標負債 比率(D17)의 順序인 것으로 밝혀졌다. 이상의 결과는 우리나라 자료를 이용한 부채비율의 결정요인에 대한 이론적 및 실증적 연구에서 제시되었던 결과와도 類似하다. 다만 특이한

점은 우리 경제의 특성상 貯蓄累積額이 부족하고 過去의 경제성장이 지나치게 빠른 결과로부터, 재무담당자들이 해당기업이 속한 산업의 기술발전이 부채비율에 영향을 주는 것으로 판단하고 있으며 또한 정부의 특정사업에 대한 특혜금융이 부채비율에 영향을 주고 있다고 보고 있다. 前者는 現代社會의 技術發展이 눈부시게 발전하여 재무담당자들이 이 사실을 부채비율의 결정에 반영하고 있음을 의미하며, 後者는 韓國經濟가 政府主導下에 발전하여 온 사실을 간접적으로 반영하고 있다.

〈表 4-3〉 負債比率의 決定要因 分析

決定要因	平均	標準偏差
D 1	3.271	0.989
D 2	3.531	0.984
D 3	3.417	0.970
D 4	2.698	0.985
D 5	3.021	1.205
D 6	2.625	1.069
D 7	3.542	1.187
D 8	3.315	0.866
D 9	3.760	0.915
D10	3.573	0.949
D11	3.052	1.040
D12	2.729	0.968
D13	3.198	1.053
D14	2.958	1.169
D15	3.792	0.845
D16	3.417	1.012
D17	3.469	1.178
D18	3.708	1.045
D19	2.948	1.080
D20	3.448	0.972

그리고 〈表 4-3〉의 결과에 의하면 物價上昇率(D20), 企業의 固定財務報償比率(D3), 企業의 規模(D16), 企業의 株當利益(eps)의 成長率과 過去 株當利益 分布의 分散(D8), 企業이 속한 產業에 포함된 다른 기업들의 平均負債比率(D1), 監督機關의 規制(D13) 등

도 상대적 중요성의 정도가 앞에서 나열한 결정요인들 보다 떨어지기는 하지만 재무담당자들이 부채비율의 결정요인으로 인식하고 있는 것으로 나타났다. 평균적으로 우리나라의 上場企業들의 他人資本依存度가 상당히 높은데도 불구하고 財務危險을 나타내는 고정재무보상비율의 相對的 重要度가 떨어지는 이유는 아직까지 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 재무위험에 대한 인식이 부족하기 때문이라고 해석할 수 있다.

그러나 부채비율의 결정요인에 관한 과거의 연구에서 이론적으로나 실증적으로 제시되고 있는 企業의 加重平均資本費用(D6), 機關投資者들의 역할(D4), 配當性向(D12), 企業의 成長性(D19), 企業의 經營危險(D14), 負債使用에 따른 法人稅 節減效果(D5), 企業의 재무레버리지 效果(D11) 등의 요인은 재무담당자들이 중요하게 생각하지 않는 것으로 나타났다. 이와같이 재9무담당자들이 기업의 加重平均資本費用을 비롯하여 가중평균자본비용의 減少에 영향을 줄 수 있는 負債使用에 따른 法人稅 節減效果, 企業의 재무레버리지 效果 등의 要因들을 중요하게 생각하지 않는 이유는 우리나라에서 재무담당자들에게 株主의 富와 관련된 資本市場의 중요성이 강조되지 못하고 있기 때문이라고 할 수 있다.

本 研究은 앞에서 설명한 本 研究에서 제시한 부채비율의 결정요인에 대한 연구결과가 對象企業의 資本金規模別이나 所屬產業別 그리고 負債比率의 相對的 크기에 따라 차이가 없는지를 檢定하기 위하여 分散分析을 이용하였다. 本 研究에서 사용한 자본금규모나 산업에 대한 분류는 大韓證券業協會에서 발행하는 證券市場紙에 의존하였다. 또한 대상기업의 상대적 부채비율의 크기는 다음과 같은 단계를 거쳐 高, 中, 低의 세가지 集團으로 구분하였다. 먼저 韓國上場會社協議會가 발행한 上場會社總鑑에서 해당기업의 帳簿價値로 측정된 總負債 對 自己資本比率과 해당기업이 소속된 產業의 平均負債比率을 1988년과 1989년에 걸쳐 拔萃한 후, 두 회계년도의 비율을 평균하여 각 기업과 기업이 소속된 산업의 負債平均比率을 계산하였다. 다음에 각 해당기업의 부채평균비율을 각 기업이 속한 산업평균비율을 평균한 값인 산업의 평균부채비율로 나누어 各 對象企業의 負債比率指數를 계산하였다. 마지막으로 이와같이 계산된 대상기업 전체의 負債比率指數의 分布로부터 부채비율지수의 크기에 따라 대상 기업들을 高, 中, 低 세가지 집단으로 구분하였다.

本 研究에서 우리나라 上場企業의 재무담당자들이 중요하다고 생각되는 결정요인을 資本金規模別, 產業別 그리고 負債比率의 相對的 크기別로 分散分析한 結果를 要約하면 <表 4-4>와 같다.

<表 4-4>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 우리나라 재무담당자들이 중요하다고 생각되는 요인들 각각을 從屬變數로 하고 資本金規模, 產業 그리고 負債比率의 相對的 크기를 각각 獨立變數로 하여 分散分析한 결과는 각 결정요인이 자본금규모별이나 산업별 그리고 부채비율의 상대적 크기별로 차이가 없다는 歸無가설을 棄却시키지 못하고 있다. 따라서 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 중요하다고 인식하는 부채비율의 결정요인들은 資

本金規模別이나 所屬 産業別 그리고 負債比率의 相對的 크기別로 差異가 없다고 할 수 있다. 즉 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 중요하게 생각하고 있는 부채비율의 결정요인들은 기업의 자본금규모나 기업이 속한 산업 그리고 기업의 부채비율의 크기와는 관련이 없음을 알 수 있다.

〈表 4-4〉 分散分析의 F값

決定要因	規 模	產 業	負債比率의 크기
D 2	1.5322	0.5710	2.2735
D 6	1.1611	1.1439	1.2973
D 9	0.2337	0.5371	0.0327
D10	1.0556	0.6420	0.2773
D15	2.4522	0.5750	0.8673
D17	1.7056	1.0667	1.2019
D18	1.0819	1.0263	0.0707

* 유의수준 5%에서 통계적으로 유의함.

**유의수준 10%에서 통계적으로 유의함.

V. 要約과 結論

本 研究는 우리나라 上場企業을 대상으로 하여 실제 財務擔當者들이 設定한 기업의 재무목표를 찾아내어 理論的인 財務目標와 比較分析하였으며, 또한 재무담당자들이 중요하게 인식하고 있는 負債比率의 決定要因을 찾아내어 이론적으로나 실증적으로 파악된 부채비율의 결정요인과 比較分析하였다. 本 研究의 研究方法은 文獻의 研究方法과 기업의 재무담당자들과의 面接과 郵便에 의한 設問調査에 의한 實證的 研究方法을 사용하였다. 本 研究에서 사용한 設問紙는 企業의 財務部門에서 달성하고자 하는 여러가지 代替的인 목표, 재무담당자들이 가장 重要하게 使用하고 또는 認識하고 있는 負債比率의 測定值, 그리고 부채비율의 가능한 여러 決定要因들의 세부분으로 구성되었다.

本 研究는 우리나라 上場企業의 財務擔當者들이 설정하고 있는 재무목표들을 서로 구분할 수 없다는 假說을 檢定하여 이 歸無假說을 棄却하였으며, 재무담당자들이 가장 選好하는 재무목표는 長短期 所要資金 調達能力의 極大化, 賣出額 純利益率의 極大化 그리

고 營業利益의 極大化 등으로 제시하였다. 그러나 이론적으로 제시되고 있는 企業價值 極大化의 목표는 기업의 재무목표로 인식되고 있지 못함을 발견하였다. 즉, 우리나라 상장기업의 재무담당자는 주주들의 목표를 극대화하기 보다는 기업의 成長性과 安定性을 보장할 수 있는 内部的이고 可視的인 目標에 집착하고 있음을 알 수 있다.

本 研究는 우리나라 상장기업의 財務擔當者들이 가장 중요하게 인식하고 있는 부채비율의 測定值를 분석하였는데, 분석결과 재무담당자들이 가장 중요하게 인식하고 있는 부채비율의 측정치는 帳簿價值로 측정된 總負債 對 自己資本比率이며 그 다음이 帳簿價值로 측정된 總負債 對 總資產 比率로 나타났다. 기타의 비율들은 재무담당자의 주목을 전혀 받고 있지 못하였으며, 다만 市場價值로 측정된 總負債 對 自己資本의 比率이 부채비율의 측정치로 점차 인식되고 있었다.

本 研究는 우리나라 上場企業을 대상으로 재무담당자들이 인식하고 있는 負債比率의 決定要因을 분석하였다. 분석결과 재무담당자들이 가장 중요하게 인식하고 있는 부채비율의 결정요인은 企業이 소유하고 있는 資產의 構成形態이며, 企業이 所有하고 있는 資產의 流動性, 企業의 收益性, 企業이 속한 產業의 技術發展, 政府의 特惠, 資本市場의 與件, 企業의 目標負債比率의 順序인 것으로 나타났다. 또한 物價上昇率, 企業의 固定財務報償比率, 企業의 規模, 企業의 株當利益의 成長率과 過去 株當利益 分布의 分散, 企業이 속한 產業에 포함된 다른 기업들의 平均負債比率, 監督機關의 規制 등의 요인들도 상대적 중요성의 정도가 앞에서 나열한 결정요인들보다 떨어지기는 하지만 재무담당자들이 부채비율의 결정요인으로 인식하고 있는 것으로 나타났다. 그러나 과거의 연구에서 제시되었던 企業의 加重平均資本費用, 機關投資者들의 역할, 配當性向, 企業의 成長性, 企業의 經營危險, 負債使用에 따른 法人稅 節減效果, 企業의 재무레버리지 效果 등의 요인은 재무담당자들이 중요하게 생각하지 않는 것으로 나타났다.

이상의 研究結果로부터 우리나라 상장기업의 재무담당자들은 傳統的인 財務論에서 제시되고 있는 기업의 加重平均資本費用을 최소화 시키는 재무구조를 선택하기 보다는, 재무구조를 결정할 때 기업의 소유하고 있는 資產의 構成形態와 資產의 流動性 및 기타 기업의 外的要因 등을 고려하고 있음을 알 수 있다. 마지막으로 本 研究는 우리나라 상장기업의 재무담당자들이 선호하는 부채비율의 결정요인들이 對象企業의 資本金規模別이나 所屬產業別 그리고 負債比率의 相對的 크기에 따라 차이가 없는지를 分散分析을 이용하여 검정하였다. 檢定結果, 각 결정요인이 자본금규모별이나 산업별 그리고 부채비율의 상대적 크기별로 차이가 없다는 歸無假說을 棄却시키지 못하여, 재무담당자들이 중요하게 생각하고 있는 부채비율의 결정요인들은 기업의 자본금규모나 기업이 속한 산업 그리고 기업의 부채비율의 크기와는 관련이 없음을 밝혔다.

그리고 本 研究는 다음과 같은 限界點을 지니고 있다. 첫째, 本 研究는 연구방법으로

연구자의 주관적 지각에 의존한 설문지 방법을 사용하고 있기 때문에 일반적인 설문지 방식에 의한 量的 方法이 지니는 問題點, 즉 應答者의 反應, 要求特性 등이 자료의 내용을 오염시켰을 가능성이 있다. 둘째, 本 研究는 一定時點에서의 연구조사 결과이기 때문에 다른 시점에서의 연구도 동일한 結果를 가질 수 있을 것인가 하는 문제점이 남는다. 셋째, 본 연구에서 제시된 결과와 客觀的인 實證資料에 의한 연구결과를 통합할 수 있는 연구 방법을 제시하고 있지 못하다. 그러나 本 研究는 우리나라 上場企業의 財務擔當者들이 設定한 기업의 재무목표와 이들이 중요하게 인식하고 있는 부채비율의 결정요인들을 찾아내어 과거의 이론적 및 실증적인 연구와 최초로 比較分析하였다는데 研究의 意義를 찾을 수 있으며, 本 研究의 結果는 기업은 물론 투자자와 여신기관 등에게 기업의 재무 구조에 관한 정보를 할 수 있다.

參 考 文 獻

- 具孟會, 現代財務管理 (제3개정판), 서울: 法文社, 1991.
- 朴聖泰, “資本構造決定要因에 관한 實證的 研究”, 財務管理研究 (1990년 12월), pp. 81-114.
- 申敏植, “우리나라 上場企業의 資本構造 決定要因에 관한 研究”, 財務管理研究 (1989년 12월), pp. 33-68.
- 鄭漢珪, 財務管理 (제2판), 서울: 經文社, 1989.
- 洪永復, 財務構造 決定要因에 관한 實證的 研究, 清州大學校 博士學位論文, 1988.
- Aggarwal, R., “International Differences in Capital Structure Norm : An Empirical Study of Large European Companies,” *Management International Review* (1981), pp. 75-88.
- Auerbach A. and M. King, “Taxation, Portfolio Choice and Debt Equity Ratios : A General Equilibrium Model,” *Havard Institute of Economic Research Papers* (August 1980), pp. 1-35.
- Baxter, N. D., and J. G. Cragg, “Corporate Choice Among Long-term Financing Instruments,” *The Review of Economics and Statistics* (August 1970), pp. 225-235.
- Boquist, J. A. and W. T. Moore, “Inter-Industry Leverage Differences and the DeAngelo-Masulis Tax Shield Hypothesis,” *Financial Management* (Spring 1984), pp. 5-9.
- Bowen, R. M., L. A. Daley, and C. C. Huber, Jr., “Leverage Measures and Industrial Classification : Review and Additional Evidence,” *Financial Management* (Winter 1982), pp. 10-20.
- Briscoe, G. and G. Hawke, “Long Term Debt and Realizable Gains in Shareholder Wealth : An Empirical Study,” *Journal of Business Finance and Accounting* (Spring 1976), pp. 125-135.
- Brealey, R. and S. Myers, *Principles of Corporate Finance* (3rd ed.), New York : McGraw-Hill Book Company, 1988.
- Brigham, E.F., *Fundamentals of Financial Management* (4th ed.), Hinsdale, Ill. : The Dryden Press, 1986.
- Carleton, W. T. and I. H. Silberman, “Joint Determination of Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis,” *Journal of Finance* (June 1977), pp.

811-821.

- Copeland, T. and J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy* (2nd ed.) Readings, Mass. : Addison-Wesley Publishing Company, 1983.
- Collins J. M. and W. S. Sekely, "The Relationship of Headquarters Country and Industry Classification to Financial Structure," *Financial Management* (Autumn 1983), pp. 45-51.
- DeAngelo, H. and R. W. Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* (March 1980), pp. 3-29.
- Ferri, M. G. and W. H. Jones, "Determinants of Financial Structure : A New Methodological Approach," *Journal of Finance* (June 1979), pp. 72-79.
- Gordon, R., "Inflation, Taxation, and Corporate Behavior," *Quarterly Journal of Economics* (May 1984), pp. 313-327.
- Gupta, M.C., "The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies," *Journal of Finance* (January 1969), pp. 517-529.
- Jalilvand, A. and R. S. Harris, "Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Target : An Econometric Study," *Journal of Finance* (March 1984), pp. 127-146.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* (1976), pp. 305-360.
- Kester, W. C., "Capital and Ownership Structure : A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations," *Financial Management* (Spring 1986), pp. 5-16.
- Kim, W. and E. Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (June 1986), pp. 131-144.
- Marsh, P., "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study," *Journal of Finance* (March 1982), pp. 121-144.
- Martin, J. D. and D. F. Scott, Jr., "A Discriminant Analysis of the Corporate Debt-Equity Decision," *Financial Management* (Winter 1974), pp. 71-79.
- Miller, M. H., "Debt and Taxes," *Journal of Finance* (May 1977), pp. 261-275.
- Miller, M. H. and F. Modigliani, "Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry," *American Economic Review* (June 1966), pp. 333-390.
- Modigliani, F. and M. H. Miller, "Taxes and the Cost of Capital : A Correction," *Ame-*

- rican Economic Review* (June 1963), pp. 433-443.
- _____, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* (June 1958), pp. 261-296.
- Myers, S. C., "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance* (July 1984), pp. 575-592.
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* (June 1984), pp. 187-222.
- Remmers, L., A. Stonehill, R. Wright, and T. Beekhuisen, "Industry and Size as Debt Ratio Dererminants in Manufacturing Internationally," *Financial Management* (Summer 1974), pp. 24-32.
- Ross, S. A., "The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signaling Approach," *Bell Journal of Economics* (Spring 1977), pp. 23-40.
- Schwartz, E. and J. R. Aronson, "Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure," *Journal of Finance* (March 1967), pp. 10-18.
- Scott, D. F., Jr., "Evidence on the Importance of Financial Structure," *Financial Management* (Summer 1972), pp. 45-50.
- Scott, D. F., Jr. and J. D. Martin, "Industry Influence on Financial Structure," *Financial Management* (Spring 1975), pp. 67-73.
- Solomon, E., *The Theory of Financial Management*, New York : Columbia University Press, 1963.
- Sonu, S., "Economic Determinants of Optimal Capital Structure : Empirical Tests on Agency Cost and Product Market Condition," 한국경영학회 발표초록 (1987년 10월), pp. 63-79.
- Stonehill, A., T. Beekhuisen, R. Wright, L. Remmers, N. Toy, A. Papers, A. Shapiro, D. Egan, and T. Bates, "Financial Goals and Debe Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries," *Financial Management* (Autumn 1975), pp. 27-41.
- Talmor, E., "Asymmetric Information, Signalling and Optimal Corporate Financial Decisions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (November 1981), pp. 413-435.
- Taub, A J., "Determinants of the Firm's Capital Structure," *The Review of Economics and Statistics* (November 1975), pp. 410-416.

- Titman, S. and R. Wessels, "The Determination of Capital Structure Choice," *Journal of Finance* (March 1983), pp.1-19.
- Toy, N., A. Stonehill, L. Remmers, and R. Wright, T. Beekhuisen, "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 1974),pp. 875-886.
- Van Horne, J. C., *Financial Management and Policy* (7th ed.), Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, Inc., 1986.
- Walker, F. W. and J. W. Petty II, "Financial Differences between Large and Small Firms," *Financial Management* (Winter 1978), pp. 61-68.
- Weston, J. F. and T. E. Copeland, *Managerial Finance* (8th ed.), Hinsdale, Ill. : The Dryden Press, 1986.