

비상장·비등록 중소기업의 재무레버리지 결정에 관한 연구

김 문 겸*

〈요 약〉

본 연구는 기존의 재무관리이론과 중소기업이론의 관점에서 중소기업의 자본구조를 결정하는 재무적 계 요인을 비상장·비등록 중소기업의 자료를 이용하여 분석하였다. 기존의 자본구조결정이론이 제시하는 변수 외에 중소기업의 고유요인으로 경영자위험과 업력을 분석에 포함시켰다. 중소기업의 재무레버리지 사용에 유의적인 영향을 미치는 요인들은 담보가치, 성장성, 업종, 기업규모, 수익성, 그리고 중소기업고유요인으로 설정된 경영자위험의 여섯으로 나타났다. 담보로 사용할 수 있는 고정자산의 비중이 크며 성장성이 높고 기업규모가 큰 제조업을 하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 부채를 많이 사용하는 것으로 나타났다. 그러나 수익성이 높아 사내유보를 많이 한 기업, 현금흐름이 불안정하여 경영자의 통제권에 대한 위험이 높은 기업은 부채를 적게 사용하는 것으로 나타났다. 장·단기부채의 사용에 따른 재무행태의 차이점 분석에서는 장기에 걸쳐 결정되는 담보가치와 기업규모 변수는 단기차입금의 결정에는 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 그리고 중소기업은 경영자위험을 단기차입금이 아닌 장기차입금의 축소를 통하여 헤지하는 것으로 나타났다. 또한, 기업형태별로 즉, 법인기업과 개인기업으로 나누어 재무레버리지결정의 차이점을 분석하였는데 개인기업은 법인기업에 비하여 그 행태가 매우 단순한 것으로 나타났다. 개인기업의 장기차입금 모형에서 의미 있는 변수로는 정보의 비대칭성을 완화시켜줄 수 있는 담보가치, 기업규모의 두 변수로 분석되었다. 그러나 개인기업의 단기차입금 분석에서는 유의적인 변수를 찾을 수가 없었다. 이러한 사실은 개인기업이 규모의 절대적 왜소와 경영능력의 열악함으로 재무레버리지의 사용에 있어서 법인기업에 비하여 불리한 위치에 있음을 의미하며, 같은 이유로 개인기업에 대하여는 재무레버리지 결정에 대한 논리적 설명이 일정 부분에서는 불가능함을 시사한다고 하겠다.

I. 서 론

근대화 이후, 우리 경제의 발전 모형으로 정착화된 대기업 중심의 경제 운용, 은행

* 숭실대학교 벤처중소기업학부 교수

본 논문에 대해 귀중한 조언을 해주신 익명의 심사자께 깊은 감사를 드린다.

차입에 의존한 확대제일주의의 경영패러다임이 그 한계에 이르렀음이 자명하여진 지금, 국가경쟁력을 키우는 새로운 대안의 일환으로 중소기업과 벤처기업의 활성화가 주 대안으로써 제시되고 있다. 더욱이 완전 개방화에 따른 치열한 경쟁 속에서 국가 경쟁력의 신장은 건실한 중소기업의 육성 없이는 기대하기가 어려울 것이다. 그러나 이러한 중소기업의 중요성에도 불구하고 중소기업이 재무론의 관점에서 연구의 대상이 되었던 적은 거의 없다고 할 수 있다. 이제껏, 중소기업의 재무문제는 중소기업정책차원에서 자금지원을 중심으로 다루어져 왔으며, 다른 한 편으로는 금융권의 필요에 의하여 부도예측을 위한 중소기업신용평가를 위주로 취급되어 왔을 뿐, 중소기업의 재무적 행태나 자본구조 등에 관한 연구는 전혀 이루어지지 않았다. 그저 중소기업은 대기업에 비하여 신용위험이 높고, 재무구조가 취약하여 항상 자금조달에 어려움을 겪고 있기 때문에 지원이 필요한 대상으로 인식되어 온 것이 기존의 관점에서 바라본 중소기업의 전부라 해도 별 무리가 없을 것이다.

본 연구는 기존의 재무관리이론과 중소기업이론의 관점에서 중소기업의 자본구조를 결정하는 재무적 제 요인을 비상장중소기업의 자료를 이용하여 분석하고자 한다. 기존의 연구와 구별되는 본 연구의 특징은 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 비상장기업의 자료를 사용하여 비상장·비등록 기업의 재무적 행태를 분석함으로써 기존 연구의 영역을 넓히고자 시도하였다. 기존의 연구는 조직화되고 공식화된 자본시장(증권시장)의 틀 안에서 활동하는 상장회사를 현대재무론의 관점에서 분석대상으로 삼았다. 그러나, 공식화된 자본시장은 전체 자본시장의 작은 일부분이며 경제전체로 볼 때는 비공식적인 자본시장에서 훨씬 많은 수의 기업이 자본의 논리와 경제의 논리를 따라 움직이고 있다. 이러한 기업의 자료를 현대재무론이 제시하는 이론의 관점에서 분석하여 보는 것은 기존 연구의 지평을 넓힌다는 의미에서 그 가치가 있다고 여겨진다. 둘째, 법인과 개인기업을 나누어 기업의 형태가 기업의 재무적 행태에 차별적 영향을 미치는지를 분석하였다. 중소기업의 영역에서 다수는 개인기업이다. 이제껏 현대재무론의 관찰의 대상이 되지 못했던 개인기업의 재무적 행태를 알아봄으로써 현재 우리나라에서 일고 있는 중소기업에 대한 관심에 보다 과학적인 증거를 재무관리의 영역에서 제시하고자 하였다. 셋째, 중소기업 소유경영자의 요인이 자본구조의 결정에 어떠한 영향을 주고 있는가를 검증하였다. 중소기업론에서는 기업의 성패를 결정짓고 기업의 행태를 결정짓는 가장 큰 요인으로 기업가정신(Entrepreneurship)을 꼽는다. 중소기업론은 중소기업의 소유경영자는 자신이 기업을 경영하는 동기가 소유가 분산되어 있는 기업의 경영자와는 다를 가능성을 시사하고 있다. 중소기업의 영역에서는

주주의 부를 극대화하는 것보다 자신의 독립성, 성취감을 얻기 위해 기업을 경영하고 있는 사업가가 많다. 이렇게 중소기업의 재무적 행태에 결정적인 영향을 미치는 경영 자위험을 부분이나마 분석에 포함시키고자 시도하였다.

자본구조는 전통적 재무관리에서 가장 오래되고 중요한 연구과제중 하나이다. Modigliani와 Miller(1961)의 연구에서 시작된 자본구조의 연구는 대리인비용이론, 신호표시이론에 이르기까지 다양하게 전개되어 왔다. 이러한 연구들은 기업이 저마다 채택하고 있는 재무레버리지비율의 상이함을 설명하는 것을 그 목적으로 하고 있다. 자본구조이론이 제시하는 바는 기업은 그 기업의 독특한 속성에 따라 재무레버리지가 정하여 지는데 이 독특한 속성이 자기자본 또는 부채사용의 이점과 불리점을 다양하게 결정한다는 것이다. 따라서 실증연구는 이러한 이론을 실제 데이터를 사용하여 검증하여 봄으로써 기업의 속성이 재무레버리지를 결정하는 구조를 확인하고 이해하려는 것에 그 초점을 맞추어 왔다. 그러나 이러한 제 이론들은 기업의 자본구조가 자본시장을 통하여 결정되는 것을 그 기본 가정으로 하고 있다. 즉, 기업의 소유권인 주식은 자본시장을 통하여 가격이 결정되고 여러 투자자에게 분산되게 되며 타인자본도 자본시장에서 위험이 평가되고 이자율이 결정되어 기업에 조달된다. 이렇게 기업의 성과와 재무정책이 자본시장에서 어떻게 인식 또는 해석되느냐에 따라 그 기업의 적정재무레버리지구조가 결정되게 된다. 여기서 자본시장에서의 인식이란 다른 아닌 기업의 재무정책이 주주의 부의 극대화에 부합하고 있느냐의 여부를 말하며 기존의 연구들은 이 주주의 부의 극대화를 기업의 근본 행동 원칙으로 가정하여 왔다. 그러나 중소기업은 그 본질상 이러한 기본 가정에 부합되지 않는다. 대기업과 중소기업은 제도적인 면에서 차이를 가지고 있는데 정부의 규제 및 지원제도, 자금조달의 원천과 유형 등에서 근본적으로 현저한 규범적인 차이를 노정하고 있다. 이 뿐만 아니라 중소기업자체 내에 내재되어 있는 속성의 차이로 인하여 자본시장을 바탕으로 하는 대기업 중심의 주주의 부의 극대화 등의 기본 가정이 중소기업의 연구에 적합치 않음을 몇몇 연구는 지적하고 있다.

우리 나라에서는 대기업과 중소기업을 구별하는 기준을 상시 근로자수를 기준을 하고 있다. 중소기업기본법 제2조 및 동법시행령 제3조는 제조업의 경우 상시근로자수 50인 이하를 소기업으로 51인 이상 300인 미만의 기업을 중기업으로 분류하고 자본금 규모로는 80억 이하를 중소기업으로 분류한다. 전체 사업체 수에서 중소기업이 차지하는 비중은 1999년 기준으로 99.7%이며 종업원수 기준으로는 81.9%에 이르고 이중 20인 미만의 기업체는 전체기업의 98%를 차지하고 있다. 생업수단으로서의 소기업에

서부터 첨단 기술력을 가진 벤처기업, 상장회사에 이르기까지 중소기업은 그 면면이 다양하다. 중소기업의 소유구조를 보면 20인 미만의 소기업의 경우 87%가 법인 형태가 아닌 개인기업이며 50인 이하의 경우에도 개인기업이 56.5%나 된다. 따라서 소유와 경영이 분리되어 있지 않은 중소기업은 투자기회와 자본조달의 기회가 매우 제한적일 뿐만 아니라 기업의 재무위험뿐만 아니라 영업위험 등 모든 위험이 소유경영자를 비롯한 몇 명에게 집중되어 있으며 재무적의사결정도 소유경영자의 독자적 판단에 따르게 되는 경우가 많다. 이러한 구조적인 문제로 말미암아 직접금융시장인 자본시장에의 접근이 비상장(비등록) 중소기업의 입장에서는 거의 불가능할뿐더러 중소기업의 재무정책을 평가하고 그 가치를 결정하는 시장이라는 기능 또한 존재하지 않는다. 따라서 이렇게 소유구조와 위험구조가 다르고 자본시장이 존재하지 않는 중소기업의 재무적행태는 기존의 연구에서 제시된 기업의 행태와 많이 다를 것으로 예측된다.

II. 중소기업의 재무적 특성

중소기업의 자본구조에 대한 연구는 국내외를 막론하고 아직 확립된 이론이 없고 수리적 연구방법론을 사용하여 재무자료를 분석하는 실증적 연구도 거의 없는 것이 현재의 사정이다. 그러나 근자에 들어 중소기업의 재무관리 연구는 대기업과 다른 각도에서 조명하여야 한다는 문제 제기가 설문조사를 통한 일련의 탐험적 연구로부터 제기되고 있다. White(1981), Levin-Travis(1987), Petty-Bygrave(1993) 등은 중소기업은 대기업과 뚜렷이 구분되는 중소기업 자체의 고유한 특질이 있으므로 중소기업의 재무관리는 대기업의 재무관리와 달라야 한다고 주장하였다. D'Amboise-Gasse(1980), Ray-Hutchinson(1983), Cooley-Edwards(1983), Keats-Bracker(1988), Naffziger-Hornsby-Kuratko(1992), Katz(1992) 등은 중소기업 소유경영자의 사업동기에 관한 연구에서 중소기업 소유경영자의 사업동기는 개인의 취향에 따라 다양하고 복잡적이므로 소유경영자에게 절대적으로 의존하고 있는 중소기업은 대기업과 다른 기업 행태를 보임을 지적하였다. LeCornu et. al(1996)은 기존의 연구를 종합하여 중소기업 연구에 있어 현대재무관리가 제시하는 수익률과 체계적 위험의 상반관계의 적용이 중소기업연구에서 갖는 한계를 지적하고 중소기업 고유의 위험 요소를 중소기업 소유경영자를 대상으로 설문조사를 통하여 찾아보고 이를 중소기업이 갖는 비체계적 위험으로 정의하였다. 이렇게 일군의 학자들이 중소기업 소유경영자의 특질에서 중소기업과 대기업의 상이점을 찾으려고 노력한 반면, Kao(1986), Peterson-Shulman(1988) 등은 중소기업

의 자본구조의 특징을 규명하고자 하였다. 중소기업은 대기업에 비해 안정적이 아닌 만큼 빠르게 성장하거나 빠르게 시장에서 사라져 버린다. 기업이 성장하는 경우 자본의 구성 또한 기업의 성장에 따라 그 조달 원천이 변하여 간다. 사업 개시 초기에는 소유경영자가 자본의 대부분을 공급하게 되지만 기업의 규모가 커지면서 타인자본의 비중이 늘게 된다. Peterson-Shulman(1988)은 12개국의 비교 데이터를 사용하여 창업 초기에서 성장기 단계에 있는 중소기업의 자본구조를 조사하였는데 창업초기의 기업 보다는 얼마간 업력이 쌓인 기업이 은행부채 비중이 높고 선진국에 비하여 같은 수준의 저개발국의 중소기업은 은행부채 비중이 적음을 보였다.

국내의 연구로는 중소기업의 자금지원제도나 부도원인과 대책 등을 다룬 논문은 많으나 중소기업의 재무적 특성이나 자본구조결정요인에 대한 연구는 거의 없다. 김지수(1996)는 기업규모에 따른 금융비용의 차이를 분석하면서 기업규모에 따른 재무적 특성을 분석하고자 하였으나 이는 어디까지나 상장기업을 대상으로 한 것이지 우리나라 기업의 99%를 차지하는 비상장, 비등록 중소기업을 연구대상으로 한 것은 아니다.

기존의 국내의 연구가 설문을 사용하여 단편적으로 중소기업의 재무적 특징을 기술한 데 반하여 본 연구는 중소기업의 자본구조에 영향을 미치는 제 요인을 포괄적으로 고려하여 인터뷰나 설문조사의 서술적 자료가 아닌 재무데이터를 사용하여 자본구조를 분석하고 중소기업의 재무행태를 추론하고자 한다.

Ⅲ. 자본구조 결정요인 및 선행연구

기업의 자본구조에 영향을 미치는 요인에 대한 이론은 매우 다양하다. 기존의 재무관리 이론들이 제시하는 요인들과 중소기업의 특질을 고려할 때 새로이 또는 다른 이론적 배경으로 포함시켜야 하는 요인을 다음에서 논의하고자 한다. 이제까지 선행연구에서 논의된 요인들을 망라해보면 자산의 구성형태, 비부채절세효과, 기업의 특이성, 수익성, 성장성, 수익의 변동성, 현금흐름, 내부자지분, 그리고 기업의 규모와 업종이 있다. 본 연구는 여기에 중소기업 고유요인으로 경영자위험과 업력을 추가하였다.

1. 자산의 담보가치

대부분의 자본구조이론이 제시하는 바는 담보가치는 부채비율과 정의 상관관계를 가지고 있음을 제시한다. Myers-Majluf(1984)는 기업의 내부와 외부간에 정보의 비대

칭성이 존재할 때 담보부 부채의 발행은 정보의 비대칭성과 관련된 비용을 줄일 수 있으므로 담보가치와 부채는 정의 관계를 갖는다고 하였다. Galai-Masulis(1976), Myers(1977) 등은 대리인 이론의 관점에서 담보능력이 있는 기업은 채권자의 부를 주주에게 이전하기 위하여 자기자본보다는 부채를 사용하려는 유인이 있음을 보였다. 그러나, 같은 대리인 이론을 이용하여 Grossman-Hart(1992)는 담보가치와 부채간의 부의 상관관계를 주장하였다. 부채가 많을 경우 도산의 위험이 증가하고 이에 따라 채권자의 감시활동이 강화되므로 경영자의 Perk사용을 제한할 수 있다. 이 때문에 담보가치가 적은 기업이 오히려 부채를 많이 사용함으로써 경영자의 Perk사용을 제한하려 한다는 것이다. Moore(1985)는 이자가 발생하는 부채 부분은 담보가치와 정의 관계를 갖지만 총부채와는 부의 관계를 갖는다고 하였다.

상기의 제 이론들은 기업을 평가하고 감시하는 자본시장의 역할을 전제하고 있다. 그러나 비상장(등록) 중소기업의 경우, 시장을 전제한 이론보다는 자금의 공급자와 자금의 수요자 간의 정보비대칭의 관점에서 접근하는 것이 보다 의미가 있을 것이다. 비상장중소기업과 외부의 금융기관사이에 존재하는 정보의 비대칭성은 상장기업 또는 대기업에 비하여 훨씬 심할 것이다. 비상장 중소기업은 상장기업이나 대기업에 비하여 재무자료나 내부의 정보를 정확하게 전달하는 것이 어려울 뿐만 아니라 비용 면에서도 상대적으로 대기업에 비하여 많이 든다. 담보가치가 많은 기업은 이런 정보의 비대칭성하에서 정보를 창출하는데 따르는 비용을 줄일 수 있어 부채를 조달하는데 상대적으로 유리할 것이다. 한 편, 우리 나라의 금융기관이 기본적으로 부동산을 담보로 하여 대출을 하는 관행과 중소기업은 대기업에 비하여 대출교섭력(차입능력)이 떨어진다는 사실을 감안하면 담보를 제공할 수 있는 능력이 재무레버리지와 깊은 연관을 가질 것이다.

2. 비부채절세효과

DeAngelo-Masulis(1980), Dommon-Senbet(1988) 등은 이자비용으로 세금절감의 효과뿐만 아니라 감가상각비 등의 비현금성 비용의 지출과 투자세액공제로 인한 비부채세금절감효과를 감안한 자본구조이론을 제시하였다. 기업의 투자결정이 일정하다면 투자세액공제와 비현금성비용으로 인한 세금절감효과는 부채사용으로 인한 세금절감효과를 상쇄시키게 되므로 비부채세금절감효과가 큰 기업은 상대적으로 부채를 사용할 유인이 적으므로 부채 비율이 낮을 것이다. 그러나, Dommon-Senbet(1988)은 기업의

투자결정이 일정하지 않다면 감세효과 중 대체효과는 재무레버리지와 부의 관계를, 소득효과는 재무레버리지비율과 정의 관계를 가질 것이라고 하였다. 한 편, 우리나라의 연구에서는 윤봉한(1989), 박성태(1990)가 DeAngelo -Masulis의 결과와 같이 비부채절세효과와 재무레버리지가 부의 상관관계에 있음을 보여주고 있다.

3. 성장성

일반적으로 성장성이 높은 기업은 다른 기업에 비하여 다양한 투자기회를 가지고 있다고 해석할 수 있다. Jensen-Meckling(1976), Smith-Warner(1979)등이 제시한 대리인 이론의 관점에서 보면 이런 기업은 부채를 발행하여 최적투자안에 투자하기보다는 부차최적투자안에 투자함으로써 즉, 채무를 안전하게 상환할 수 있게 하기보다는 위험이 크고 주주에게 돌아오는 잉여가치가 높은 투자안에 투자함으로써 채권자의 부를 주주에게로 이전하려 하는 부차최적문제 (Suboptimal Problem)를 야기 시키게 된다. 이러한 대리인 문제는 높은 대리인 비용을 유발하게 되므로 자연히 성장성이 높은 기업은 부채를 적게 사용하게 된다. Balakrishnan-Fox(1993), Chaplinsky-Niehaus(1990), Titman-Wessels(1998) 등은 실증연구를 통하여 부채의 사용과 성장공간에 부의 유의적인 관계가 성립되고 있음을 보이고 있다. 한 편 Myers(1977)는 현재 부채를 보유하고 있는 기업은 부채 상환 후 주주의 부를 증대시킬 만큼 충분한 순현재가치가 없는 투자안은 비록 순현재가치가 양의 값을 갖는다고 하더라도 그 투자안에는 투자하지 않음을 설파하고 있다. 그리고 이러한 문제는 채권계약조항을 통하여 또는 장기부채보다는 단기부채를 사용함으로써 어느 정도 해결할 수 있다고 하였다. 이는 성장기회를 가진 기업이 단기부채를 장기부채의 대응으로 사용하는 경우 단기부채는 성장성과 정의 관계에 있음을 의미하고 있다.

직접 금융시장에서 채권을 발행하여 부채를 조달하는 것이 어려운 중소기업은 은행 등의 금융기관으로부터 자금을 빌리거나 친지들로부터 사채를 빌려 타인자본을 조달하게 된다. 대기업에 비하여 투자대안이 많지 않고 대출시 금융기관의 면밀한 심사를 받아야 되는 중소기업은 대기업과 달리 부채와 투자사이에서 일어나는 대리인 문제가 상대적으로 심각하지 않을 수 있다. 오히려 성장성이 높은 기업은 동일 조건의 다른 기업보다 자금의 공급자로부터 부채의 상환가능성에 대하여 우수하다고 판정을 받을 가능성이 높다. 따라서 성장성이 높은 기업은 그렇지 않은 경우보다 부채를 조달하는데 유리한 입장에 있다고 볼 수 있다.

4. 자산의 특이성

Williamson(1985)은 독특하거나 특수한 제품을 생산하는 기업은 내부자와 외부자간에 정보의 비대칭성이 높을 가능성을 예시하고 있다. 즉, 내부자가 자산의 특이성이 큰 자산에 투자를 하려는 경우 외부자는 소유지분의 증가 등을 통하여 내부자에 대한 감시 수준을 높이고 자본거래에 따르는 비용을 줄이려한다. 정보비대칭성이 높은 경우 자금의 공급자는 상대적으로 높은 금융비용을 부과할 것이다. 또한 이러한 기업은 특수한 제품의 생산에 따르는 특유의 자산이나 특이성을 가진 자산을 다량 보유하고 있을 것이며 이러한 기업과 관련된 이해 당사자들은 기업실패시 상대적으로 높은 파산 비용을 부담하게 된다. 그러므로 이러한 기업들은 타인자본을 조달할 때 다른 기업에 비하여 상대적으로 높은 금융비용이 부과되므로 자산의 특이성을 지닌 기업은 그렇지 않은 기업보다 적게 타인 자본을 쓰는 경향이 있다. 그러나 이 변수를 사용한 실증연구에서는 국내외의 연구가 상반된 결과를 보이고 있는 바 Titman-Wessels(1988)은 특이성과 부채사용에 있어 역상관관계를 밝힌 반면 국내의 김홍식(1988), 박성태(1990)는 정의 관계를 보고하고 있다.

기업의 특이성을 나타내는 대용치로 Titman-Wessels(1988), 국찬표(1996), 박성태(1990)는 매출액 대비 연구개발비를 사용하였는데 Titman-Wessels(1988)은 연구개발비외에도 판매비가 자산의 특이성을 나타내는 변수로 사용될 수 있다고 주장하였다. 즉, 독특한 제품을 생산하는 기업은 광고비 등의 판매비를 그렇지 않은 기업보다 많이 지출한다는 것이다.

5. 업종

Scott(1977), Scott-Martin(1975), Ferri-Jones(1979)등은 업종의 특성이 기업의 비용구조에 영향을 미치며 이에 따라 기업의 위험이 정하여 질 것이고 이는 자본시장에서 자금의 조달비용에 영향을 주게 되어 결국 기업의 자본구조에 영향을 미친다고 주장하였다. 또한, Titman(1984), Titman-Wessels(1988)은 기계장비제조업은 기업청산시 비용이 많이 소요됨으로 이러한 기업은 다른 업종에 비하여 상대적으로 부채를 적게 사용할 것이라고 하였다.

6. 기업규모

기존의 자본구조 연구에 따르면 기업규모는 부채비율과 밀접한 관련이 있는 것으로 알려져 있으나 기업규모와 부채의 크기와 그 방향성에 대해서는 그 관계가 분명하지

않다. Warner(1977), Ang, Chua, -McConnell(1982), Marsh(1982) 등의 연구는 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비하여 상대적으로 사업구조가 잘 분산되어 있고 도산의 위험에 덜 노출되어 있어 부채를 조달하기가 용이하므로 기업규모와 재무레버리지가 정의 상관관계를 갖는다고 밝힌 반면 Chaplinsky-and Niehaus(1990), Kester(1986), Kim-Sorenson(1986), Titman-Wessels(1988) 등은 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비하여 신규 자기자본을 조달하는데 있어서 비용 면이나 그 효율 면에서 유리하기 때문에 기업규모와 부채는 부의 상관관계를 갖는다고 하였다. 반면 우리 나라처럼 자금의 만성적 부족상태와 기업의 경영패러다임이 규모를 늘리는데 그 초점이 맞추어져 있는 상태에서는 자금의 공급자 쪽에서는 규모가 큰 기업이 상대적으로 작은 기업에 비하여 위험의 분산이 잘 되어 있고 도산의 위험이 적다고 할 수 있으므로 규모가 큰 기업에게 자금을 더 많이 공급하게 된다. 우리 나라의 선행 연구들도 기업 규모와 재무레버리지가 정의 상관관계가 있음을 지지하고 있다. 비상장중소기업은 근본적으로 직접금융시장에서 자금을 조달하기가 불가능하므로 대부분의 투자자금을 은행 등의 금융기관과 친지를 통한 사적금융에 의존하게 된다. 이렇게 정보의 비대칭성이 높은 기업이 차입을 통하여 자금을 조달할 경우에는 자금의 공급자는 규모가 큰 기업이 작은 기업보다 도산의 위험이 적다고 판단하게 된다.

7. 수익성

Myers(1984)는 기업은 자금을 조달하는데 있어서 자금 요소를 사용하는 일정한 순서(Pecking Order)가 있음을 제시하였다. 외부자기자본을 조달하는 비용이 내부에 축적된 자문에 비하여 상대적으로 높기 때문에 기업은 사내 유보된 자금을 우선적으로 사용하며 다음으로 부채를 사용하고 마지막으로 외부자기자본을 사용하게 된다. 따라서 기업이 과거에 얼마나 많은 수익을 올렸으며 그 결과 얼마나 많은 사내유보를 할 수 있는냐에 따라 기업의 자본구조가 달라진다는 말이다. 즉, 수익성이 높은 기업일수록 부채를 적게 사용하고 있음을 시사하고 있으며 외국과 우리 나라의 실증연구들도 대부분 이 가설을 지지한다.

8. 변동성

이익의 변동성이 크면 그 만큼 기업의 위험이 큰 것으로 채권자들에게 인식될 수 있다. 이 경우, 기업은 채무불이행위험과 관련된 높은 부채비용을 줄이기 위하여 부채

의 사용을 줄이게 된다. 그러나, 한 편 대리인 이론이 제시하는 바 정보비대칭이 클 경우 채권자의 부를 주주에게 이전시키기 위하여 오히려 부채로 자금을 조달하여 위험이 높은 투자안에 투자하려는 경향도 있다. 선행연구를 보면 외국의 연구결과는 대부분이 변동성과 부채간의 부의 상관관계를 제시하고 있는 반면 우리 나라의 연구결과는 대리인 이론이 제시하는 대로 한결같이 수익의 변동성과 부채가 정의 관계에 있음을 보이고 있다.

9. 중소기업요인

1) 경영자위험 (유동성요인)

대기업은 소유와 경영이 어느 정도 분리되어 있고 소유권이 분산되어 있으므로 경영자위험이 기업의 재무정책에 별로 영향을 미치지 않는다. 그러나 중소기업의 경우 소유권이 소유경영자에게 집중되어 있고 소유경영자 자신의 부의 대부분이 기업에 투자되므로 소유경영자의 가치관이나 위험에 대한 태도 등이 기업에 미치는 영향이 크다. 이런 의미에서 소유경영자 자신이 부담하는 위험 자체가 기업의 위험과 동일하다고 할 수 있다. 한 편 기업의 목표도 중소기업은 대기업과 많이 다르다. 기존의 연구에 따르면 중소기업의 소유경영자는 자신이 경영하는 기업의 존속 유지에 최우선 순위를 부여하여 경우에 따라서는 성장이나 이익을 희생시킬 수 있음을 시사하고 있으며 소유경영자가 부담하고 있는 위험의 정도에 따라 기업의 목표가 바뀌기도 함을 시사하고 있다.

소유경영자의 기업목표나 위험에 가장 큰 영향을 미치는 요인으로 LeCornu et. al(1996)는 유동성의 불안정성과 사업의 분산부족(lack of diversification)을 들고 있으며 이 양자는 밀접한 관련이 있음을 보이고 있다. 즉, 사업자체가 분산되지 못하고 한 두 종류의 제품이나 서비스에 집중되다 보니 경기 변동에 따라 현금흐름도 변동하게 되며 경우에 따라 기업 전체가 순간적인 유동성 부족에 빠지게 되는 위험에 처하게 된다는 말이다. 따라서 소유경영자는 기업의 성장과 수익성을 추구하는 의사결정보다는 유동성의 안정이나 사업의 분산을 통한 위험의 저감을 염두에 두고 보다 보수적인 의사 결정을 한다고 할 수 있다.

2) 업력

자본구조의 이론이나 실증연구에서 사업을 개시한 이후의 기간인 업력이 변수로써

다루어진 예는 없다. Peterson-Shulman(1988)이 중소기업의 국제간 비교 연구에서 업력이 부채의 사용에 영향을 미치고 있음을 시사하였으나 이것은 어디까지나 기술적인 연구로 이론적인 모형을 제시한 것은 아니었다. 그러나 기업에 대한 정보가 풍부하지 못한 중소기업의 경우 업력이 부채의 사용에 영향을 미치고 있음은 분명한 사실이다.

Diamond(1991)와 Johnson(1997)은 부채의 소유구조에 관한 연구에서 업력이 직접적으로는 관찰이 불가능한 기업의 신용정도를 나타낸다고 하였다. 즉, 기업은 대출자의 신용을 검증하는 금융기관과 충분한 기간 동안 거래를 통하여 신용을 쌓게되면 명성(reputation)을 확보하게 된다. 그리고 이 명성은 미래에 타인자본을 조달할 때 자금 조달비용을 낮추게 하는 요인으로 작용한다. 자연히 명성을 쌓는데는 시간이 필요하고 충분히 명성을 쌓은 기업은 이 명성을 바탕으로 다양한 자금원으로부터 보다 유리한 조건으로 자금을 조달하게 된다. 그러나, 비상장중소기업은 현실적으로 회사채 시장이나 주식시장에서 자금을 조달할 수가 없으므로 결국 상대적으로 저렴한 자금의 공급원은 금융기관일 수밖에 없다. 이 경우, 긴 시간을 통하여 명성을 쌓은 중소기업은 업력이 짧은 중소기업에 비하여 금융기관으로부터 자금을 조달하는데 유리할 것이므로 업력이 많은 기업의 재무레버리지가 높을 것이다.

IV. 분석자료 및 연구방법

1. 분석자료

본 연구에 사용된 비상장중소기업의 자료는 금융실명제가 시행되었던 1993년부터 IMF 외환위기가 시작되기 직전인 1997년까지의 5년 동안 계속하여 존속하고 분석의 대상이 되는 재무변수에 대하여 누락된 정보가 없는 기업의 재무자료이다. 이 자료는 중소기업의 지원을 목적으로 설립된 K은행의 중소기업 데이터베이스를 이용하여 추출하였다. K은행은 중소기업의 금융에 특성화된 금융기관답게 1990년대 들어서 6번에 걸쳐 시행되었던 기업회계기준의 개정에 맞추어 중소기업의 자료를 모두 일관되게 수정 보완하여 관리하고 있어 자료의 일치성이나 신뢰성이 높다고 판단된다.

이 데이터베이스에는 상장기업이면서 중소기업으로 분류된 기업이 일부 포함되어 있었으나 전체 자료의 일관성과 연구목적에 맞추어 비상장·비등록 중소기업으로 표본을 한정하였으며 지방자치단체 또는 협동조합이 운영하는 중소기업은 그 영업목적이 일반 기업과 달라 표본에서 제외하였다. 또한, 재무레버리지는 논리상 영 이하의

값을 가질 수 없으므로 5년 간의 기간 중 자본잠식이 있었던 기업은 표본에서 제외하였다. 결국 분석의 최종 대상이 된 자료는 1,431개의 비상장 및 비등록 중소기업의 재무 데이터이고 표본기업의 업종은 80%가 제조업이고 나머지는 건설업과 서비스업이었다.

이와 더불어 표본기업을 사업자등록상의 사업주체에 따라 중소기업법인과 중소기업으로 구분하여 같은 중소기업이라하여도 법인과 개인기업 간에 재무레버리지를 결정하는 차이가 있나를 분석하였다. 표본기업은 1,098개의 중소기업법인과 333개의 중소기업개인기업으로 구성된다.

2. 실증분석 모형

실증분석은 분석결과의 엄정성을 높이기 위하여 패널데이터분석과 횡단면분석을 병행하였다. 패널데이터분석은 횡단면자료와 시계열자료를 결합하므로 분석자료의 수가 많아져 모형의 자유도가 높아지고 다중공선성의 문제를 줄인다는 장점이 있다. 그러나 오차항의 자기상관 문제로 인하여 t-값이 과대하게 추정될 수 있으므로 표본기업의 시계열자료의 평균치를 구하여 횡단면 분석도 실시하였다. 이렇게 하여 패널데이터분석이 가지는 시계열자료 분석의 효율성과 횡단면 분석이 갖는 장점을 활용하고자 하였다. 비상장중소기업의 재무레버리지 결정에 대한 OLS회귀모형은 다음과 같다.¹⁾

$$\begin{aligned} \text{FINLEVG} = & \alpha + \beta_1 \text{COLLA} + \beta_2 \text{NONDEBT} + \beta_3 \text{GROWTH} \\ & + \beta_4 \text{SPEC} + \beta_5 \text{INDUM} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{PROFIT} \\ & + \beta_8 \text{VAR} + \beta_9 \text{MRISK} + \beta_{10} \text{YEAR} + \epsilon \end{aligned}$$

여기에서, FINLEVG : 차입금(LEVG), 단기차입금(SLEVG), 장기차입금(LLEVG)

COLLA : 담보가치
 NDEBT : 비부채절세효과
 GROW : 성장성
 SPEC : 자산의 특이성
 INDUM : 업종 더미변수
 SIZE : 기업규모
 PROFIT : 수익성

1) 회귀분석에 사용된 독립변수는 그 정의 상 0 이상의 값만 갖게 된다. 즉, 한 쪽이 잘린 형태의 분포를 갖게되며 이러한 자료에 OLS를 적용하면 모형의 설정오류를 범하게 된다. 그래서 Tobit 회귀분석을 동시에 수행하여 보았다. 그러나 회계수의 값이나 t-값에서 별 차이를 보이지 않았기 때문에 본 논문에서는 OLS 모형을 그대로 적용하였다.

VAR : 변동성
 MRISK : 경영자위험
 YEAR : 업력

종속변수인 재무레버리지 비율로는 일반적인 부채비율 즉, 부채를 자기자본으로 나눈 값을 쓰지 않고 차입금을 자기자본으로 나눈 값을 사용하였다. 부채 대신 차입금을 사용한 이유는 비상장중소기업의 부채 중 비율로나 절대 금액 면에서 가장 큰 부분을 차지하는 항목이 퇴직급여충당금과 주주임원차입금이다. 이 두 계정은 부채는 부채이 되 기업이 소요자금의 필요에 따라 기업외부로부터 조달한 타인자본이라고 보기에는 무리가 있다. 따라서 본 연구에서는 차입금, 단기차입금, 장기차입금을 자기자본으로 나눈 값을 종속변수로 하여 중소기업의 자본구조와 아울러 차입금구조 또한 분석하고자 한다. 첫 번째 종속변수인 차입금을 자기자본으로 나눈 차입금비율은 기업전체의 타인자본에 대한 의존도를 반영하는 변수이다. 두 번째 종속변수는 단기차입금을 자기자본으로 나눈 값으로 중소기업이 채용하는 단기금융의 정도를 나타내는 변수로 중소기업은 안정적이고 장기적인 자금을 조달하기가 불리하다는 점을 전제로 재무레버리지가 어떻게 구성되어 있는가를 알아 보고자하는 변수이다. 세 번째 종속변수는 장기차입금을 자기자본으로 나눈 값으로 두 번째 변수와 대체적인 관계를 나타낸다.

재무레버리지를 설명하는 독립변수들은 앞에서 살펴본 이론적 연구들과 선행연구들의 논의를 따라 다음과 같이 계산되었다.

담보가치 : 고정자산 / 총자산
 비부채절세효과 : 비현금성비용 / 총자산
 성장성 : (당기매출액 / 전기매출액) - 1
 자산의 특이성 : 판매관리비 / 매출액
 업종 더미변수 : 제조업에는 1, 기타업종은 0의 더미변수를 부여
 기업규모 : 총자산의 자연대수 값
 수익성 : 영업이익 / 총자산
 변동성 : 수익성변수의 표준편차
 경영자위험 : 현금흐름의 표준편차²⁾
 업력 : 사업자등록일 이후의 사업계속 년 수

2) 현금흐름은 영업이익에 감가상각비, 무형자산상각비, 이연자산상각비 등의 비현금성 비용을 더하여 산출하였다.

비상장중소기업의 자료를 연구의 필요에 맞추어 모두 구하기란 쉬운 일이 아니다. K은행의 데이터베이스가 나름대로 포괄적이라 하여도 은행의 필요에 따라 모아진 자료이므로 다양한 재무변수를 구하기에는 어려운 점이 있었다. 담보가치를 나타내는 변수의 경우 유형고정자산의 자료가 연구목적상 더 적합함에도 불구하고 자료에 누락된 부분이 많아 고정자산을 그대로 이용하였다. 비부채질세효과의 측정을 위해 세액과 관련된 보다 정밀한 정보가 필요하였으나 자료가 부족하여 비현금성비용 전체를 비부채질세효과를 나타내는 대용치로 사용하였다. 사업의 특이성과 관련된 변수로는 선행연구들은 대개 연구개발비 등을 사용하였는데 비상장중소기업의 경우 연구개발비를 지출하는 기업이 드물므로 본 연구에서는 특이성을 나타내는 변수로 Titman-Wessels(1988) 등이 제시한 바를 따라 매출액 대비 판매관리비를 변수로 채용하였다. 상장기업을 대상으로 하는 선행연구들은 일반적으로 금융업종을 제외한 제조업을 분석대상으로 하는데 대기업의 경우는 업종의 경계가 비교적 확실하고 완제품을 생산하는 경우가 많으므로 같은 제조업 내에서도 업종의 구분이 비교적 명확하다. 반면 중소기업은 대기업처럼 명확하게 구분을 지을 수 있는 제품을 생산하지 않는 경우가 많으므로 본 연구에서는 제조업과 기타업종으로 구분하여 제조업에 1기타업종에는 0의 더미변수를 부여하여 업종의 차이가 재무레버리지에 미치는 영향을 조사하였다.³⁾ 비상장중소기업이 특별히 갖게되는 경영자위험을 측정하고자 LeCornu et. al(1996)이 제시한 중소기업의 소유경영자 관련 유동성지표를 그 대용치로 사용하기로 하였다. 이를 나타내는 변수는 영업활동 현금흐름을 이자비용, 배당금, 단기차입금상환액, 전기유동성장기부채, 임차료의 합으로 나눈 값을 사용하였는데 영업활동을 통하여 벌어들인 현금유입액을 영업활동이외의 기업활동에 지출하여야 하는 현금유출액으로 나눈으로써 경영자가 보유하는 유동성의 정도를 측정하게 된다. 이 비율이 작을수록 경영자가 담당하는 유동성위험의 크기는 커지게 된다고 상정할 수 있다.

3. 주요통계량과 상관관계

분석에 사용된 표본기업의 주요 통계량은 <표 1>에 나타나 있는데 분석모형에 포함된 변수를 중심으로 작성하였다. 표에 나타난 숫자는 기업별 산술 평균값이다. 표본기업에 포함된 비상장기업의 평균 자산규모는 48억 정도이고 자기자본의 규모는 14억

3) 총 1431개의 표본 중 제조업은 1169개이고 기타 업종은 262개로 건설업이 153개이고 서비스업종이 나머지를 차지하였다.

이 채 못됨을 알 수 있다. 이는 중소기업기본법에서 자본금 80억이하 기업을 중소기업으로 규정하고 있는 것을 감안하면 본 연구의 분석대상이 되고 있는 기업은 이제까지의 선행연구에 비하여 기업의 규모가 가장 작은 표본기업이라고 짐작된다. 실제로 중소기업은 중소기업에 비하여 자산규모는 25%에 남짓하고 평균 자기자본도 6억 여원에 불과하여 법인과 개인기업 사이에는 상당한 규모의 차이가 존재함과 동시에 중소기업은 소기업 수준임을 뚜렷하게 보여주고 있다.

개인기업의 차입금의 규모는 금액상으로 볼 때 자산의 규모와 마찬가지로 법인의 25% 수준임을 보이고 있는데 반하여 자기자본대비 차입금 의존도는 136.47%로 법인기업의 203.75%보다 훨씬 적음을 알 수 있다. 자기자본대 단기차입금 비율 또한 개인기업이 68.32%로 법인기업의 101.93%에 비교하여 볼 때 유동성에 있어 더 여유가 있어 보인다.

<표 1> 주요통계량¹⁾

	전 체	중소법인	중소개인
표 본 수	1431	1098	333
총자산(백 만원)	4,827.03	5,850.58	1,452.07
자기자본(백 만원)	1,362.295	1,591.76	605.69
차입금(백 만원)	1,678.86	2,026.77	531.70
차입금/자기자본(%)	188.09	203.75	136.47
단기차입금/자기자본(%)	94.23	101.93	68.82
고정자산/총자산(%)	46.04	43.00	56.07
총자산영업이익률(%)	8.28	7.68	10.32
판매관리비/매출액(%)	13.83	14.72	10.91
비현금성비용/총자산(%)	6.63	6.99	5.41
업 력(년)	15.63	15.77	15.16

주: 1) 패널자료를 이용한 기업별 산술평균 값을 사용

총자산대비 판매관리비의 비율을 볼 때 개인기업이 비율이 법인에 비하여 낮고 영업이익률도 개인기업이 법인기업 보다 2.64% 높으며 단기현금유출액 대비 영업활동을 통한 현금유입도 개인기업이 80%정도 높은 것을 알 수 있다. 일반 상식과는 다르게 개인기업이 법인에 비하여 비용의 효율성이나 수익성, 유동성 면에서 우세함을 보여 주고 있다. 업력은 각각, 법인이 15.77년, 개인기업이 15.16년으로 큰 차이가 없음

불 때 업력이 어느 정도 되었다고 하여 법인으로 운영이 되는 것이 아니며 개인기업은 그 재무행태에 있어 근본적으로 법인과는 다름을 시사하고 있다.

다음으로 실증 분석에 사용된 변수간의 상관관계를 <표 2>에 제시하였다. 장단기 차입금을 막론하고 기업의 재무레버리지 비율과 수익성과는 강한 음의 상관관계를 보이고 있어 수익성이 안 좋은 기업은 차입금의 의존도가 높은 것을 알 수 있다. 한편, 수익성은 담보가치와 기업규모와 강한 음의 상관관계를 보이고 있어 담보가치가 많은 기업과 기업규모가 큰 기업이 수익성이 오히려 저조함을 보이고 있다.

기업의 자산규모와 담보가치는 차입금의존도와 강한 양의 상관관계를 보이고 있어 비상장 중소기업에서는 기업규모와 담보가치가 타인자본을 조달하는데 중요한 요소를 나타내고 있다. 그러나 단기차입금은 담보가치와는 유의하지 않은 상관관계를 보이고 있어 단기부채는 담보와는 별다른 상관없이 조달되고 있음을 알 수 있다. 오히려 단기차입금은 성장성과 특이성을 나타내는 매출액대비 판매비와 높은 양의 상관관계를 가지고 있어 판매하는 제품의 특이성이 크고 성장성이 높은 기업이 단기차입금에 대한 의존도가 상대적으로 높은 것을 알 수 있다. 업종을 나타내는 더미변수는 장기차입금 의존도와 담보가치와 강한 양의 상관관계를 가지고 있음을 볼 때 제조업이 건설업이나 서비스업에 비하여 고정자산의 비중이 높고 장기차입금을 조달하는데 유리함을 알 수 있다. 변동성은 업종 및 기업규모와 음의 상관관계를 가지고 있어 제조업이면서 기업규모가 큰 기업이 수익성이 안정되어 있음을 보여준다. 그러나, 기업규모와 수익성은 강한 음의 상관관계를 가지고 있는 것으로 보아 대체적으로 큰 기업의 수익성은 떨어지는 것으로 나타났다. 중소기업의 특성 변수로 경영자위험을 나타내는 현금흐름의 변동성은 기업규모 및 성장성과 양의 상관관계 가지고 있는 것으로 나타나 규모가 크고 성장성이 높은 기업이 안정적인 현금흐름을 확보하는데 어려움을 겪고 있음을 시사하고 있다.

본 연구에 포함된 독립변수들은 그 본질이 재무변수들이며 변수의 정의상 대체적으로 다른 독립변수들과 강한 상관관계를 보이고 있다. 그러나 비상장 기업의 자료인 만큼 자료의 변환이나 혼합으로 다중공선성의 문제를 해결하기가 어려워 다른 변수들과 높은 상관관계를 가지며 상대적으로 중요도가 떨어지는 변수들을 제거한 모형을 분석에 포함시켰다. 제거된 변수는 비부채절세효과, 특이성, 변동성, 업력의 네 변수이다.

<표 2> 주요변수의 상관관계¹⁾

	LEVG	SLEVG	LLEVG	COLLA	NDEBT	GROW	SPEC	INDUM	SIZE	PROFIT	VAR	MRISK
SLEVG	0.847 (0.000) ²⁾											
LLEVG	0.783 (0.000)	0.332 (0.000)										
COLLA	0.164 (0.000)	0.025 (0.353)	0.262 (0.000)									
NDEBT	-0.005 (0.914)	-0.074 (0.005)	0.082 (0.002)	0.210 (0.000)								
GROW	0.128 (0.000)	0.085 (0.001)	0.128 (0.000)	-0.046 (0.083)	0.089 (0.001)							
SPEC	0.085 (0.001)	0.108 (0.000)	0.024 (0.364)	0.025 (0.341)	0.032 (0.232)	-0.062 (0.020)						
INDUM	0.131 (0.000)	0.044 (0.094)	0.181 (0.000)	0.399 (0.000)	0.216 (0.000)	-0.007 (0.797)	-0.070 (0.008)					
SIZE	0.128 (0.000)	0.069 (0.009)	0.147 (0.000)	0.011 (0.674)	0.232 (0.000)	-0.058 (0.028)	0.086 (0.001)	0.082 (0.002)				
PROFIT	-0.126 (0.001)	-0.102 (0.000)	-0.104 (0.000)	-0.167 (0.000)	0.051 (0.053)	0.182 (0.000)	-0.127 (0.000)	0.003 (0.896)	-0.250 (0.000)			
VAR	-0.009 (0.737)	0.022 (0.406)	-0.042 (0.116)	-0.068 (0.011)	-0.022 (0.397)	0.124 (0.000)	0.080 (0.002)	-0.089 (0.001)	-0.203 (0.000)	0.317 (0.000)		
MRISK	-0.004 (0.887)	-0.010 (0.713)	0.005 (0.855)	-0.016 (0.575)	0.320 (0.000)	0.204 (0.000)	-0.015 (0.600)	0.026 (0.346)	0.528 (0.000)	0.057 (0.040)	0.116 (0.000)	
YEAR	-0.001 (0.970)	-0.001 (0.971)	-0.001 (0.981)	0.123 (0.000)	0.103 (0.000)	-0.239 (0.000)	0.077 (0.004)	0.078 (0.003)	0.354 (0.000)	-0.194 (0.000)	-0.087 (0.001)	0.186 (0.000)

주) : 1) 횡단면 자료를 사용하였음.

2) ()의 숫자는 p-value를 표시.

4. 실증분석 결과

1) 비상장중소기업의 재무레버리지

<표 3>은 비상장중소기업의 재무구조를 결정하는 재무레버리지 사용을 분석한 결과를, <표 4>와 <표 5>는 표본기업을 법인의 형태를 갖춘 법인기업과 그렇지 않은 개인기업으로 나누어 기업의 형태 별로 자본구조와 관련된 재무적 행태를 분석한 결과를 요약하고 있다.

<표 3> 비상장 중소기업의 재무레버리지 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	LEV _G (차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	-1.321 (-2.18)**	-0.656 (-1.77)**	-0.648 (-1.12)	-0.040 (-0.11)
COLLA	1.720 (4.95)***	1.382 (6.65)***	1.483 (4.34)***	1.288 (6.25)***
NDEBT	-5.438 (-3.16)***	-1.153 (-1.53)	-	-
GROW	1.419 (6.94)***	0.293 (4.66)***	1.449 (7.21)***	0.296 (4.73)***
SPEC	1.638 (2.45)**	1.514 (3.60)***	-	-
INDUM	0.548 (2.98)***	0.526 (4.33)***	0.395 (2.17)**	0.437 (3.63)***
SIZE	0.308 (4.21)***	0.279 (6.12)***	0.238 (3.45)***	0.198 (4.64)***
PROFIT	-3.512 (-3.01)***	-4.562 (-8.35)***	-3.956 (-3.48)***	-4.576 (-8.54)***
VAR	3.139 (2.16)**	3.119 (3.22)***	-	-
MRISK	-0.037 (-2.45)**	-0.026 (-2.74)***	-0.043 (-3.00)***	-0.024 (-2.63)***
YEAR	-0.013 (-1.46)	-0.026 (-4.40)***	-	-
R ²	0.09	0.04	0.08	0.03
F	13.27*	25.67*	18.05*	34.60*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

<표 3>을 보면 네 가지 모형 모두에서 유의적인 영향을 미치는 변수들은 담보가치, 성장성, 업종, 기업규모, 수익성, 경영자위험의 6개로 나타났다. 그리고 변동성과 특이성 변수는 포함된 두 모형에서 유의적인 값을 보였다. 이들 중 담보가치, 성장성, 업종, 기업규모의 네 변수는 이들 변수들의 값이 증가할 때 부채의 사용 또한 증가하는 것으로 나타났으며 나머지 변수인 수익성과 경영자위험 변수는 부채의 사용에 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 4> 비상장 법인중소기업의 재무레버리지 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	LEV _G (차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	-0.857 (-1.26)	-0.447 (-1.05)	-0.228 (-0.36)	-0.230 (-0.57)
COLLA	2.582 (6.24)***	1.951 (7.83)***	2.173 (5.37)***	1.837 (7.43)***
NDEBT	-8.633 (-4.47)***	-2.711 (-3.05)***	-	-
GROW	1.592 (7.54)***	0.359 (5.43)***	1.614 (7.71)***	0.360 (5.46)***
SPEC	1.159 (1.59)	0.934 (2.00)**	-	-
INDUM	0.584 (3.05)***	0.567 (4.40)***	0.447 (2.34)**	0.500 (3.89)***
SIZE	0.253 (2.95)***	0.267 (4.92)***	0.165 (2.07)**	0.150 (3.00)***
PROFIT	-4.175 (-3.06)***	-5.257 (-8.57)***	-4.929 (-3.75)***	-5.158 (-8.62)***
VAR	2.438 (1.59)	2.579 (2.49)**	-	-
MRISK	-0.034 (-2.23)**	-0.027 (-2.82)***	-0.047 (-3.22)***	-0.029 (-3.08)***
YEAR	-0.014 (-1.48)	-0.029 (-4.52)***	-	-
R ²	0.13	0.05	0.11	0.04
F	15.73*	27.03*	21.40*	38.34

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

<표 4>의 법인기업은 전체 중소기업의 분석 결과와 차이를 보이지 않았으나, <표 5>의 개인기업의 분석에서는 담보가치 변수만이 유의적인 변수로 나타났다. 이러한 결과는 법인기업이나 개인기업을 막론하고 타인자본조달에 있어서 비상장중소기업이 가지고 있는 정보비대칭의 문제를 담보를 제공함으로써 해결하고 있음을 시사하고 있으며 선행연구들의 결과를 고려할 때, 우리 나라에서 담보의 유무는 대·중·소기업을 막론하고 차입을 하는데 있어 가장 중요한 요인이 되고 있음을 알 수 있다. 성장성변

수는 법인기업의 부채의 사용에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 결과는 대기업과는 달리 직접금융시장이 존재하지 않는 상황에서 중소기업의 성장성은 투자의 부차최적문제같은 대리인 문제를 야기하는 요인이기보다는 기업의 장래 부채 상환능력을 나타내는 지표로 작용하여 부채 조달을 용이하게 하고 있음을 시사하고 있다.

<표 5> 비상장 개인중소기업의 재무레버리지 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	LEV _G (차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	-2.318 (-1.26)	-1.077 (-1.03)	-0.122 (-0.07)	-0.871 (-0.94)
COLLA	1.401 (1.76)*	1.271 (2.90)***	1.799 (2.28)**	1.551 (3.55)***
NDEBT	6.533 (1.66)*	3.817 (2.70)***	-	-
GROW	-0.168 (-0.24)	-0.383 (-1.92)*	-0.412 (-0.63)	-0.378 (-1.92)*
SPEC	2.747 (1.57)	3.402 (3.30)***	-	-
INDUM	0.636 (0.97)	0.825 (2.02)**	0.434 (0.75)	0.402 (1.06)
SIZE	0.214 (0.94)	0.056 (0.43)	0.042 (0.20)	0.053 (0.43)
PROFIT	1.782 (0.69)	0.487 (0.37)	2.042 (0.81)	0.117 (0.09)
VAR	8.600 (1.88)*	7.516 (2.59)***	-	-
MRISK	-0.411 (-2.12)**	-0.302 (-2.64)***	-0.128 (-0.77)	-0.092 (-0.88)
YEAR	0.016 (0.62)	0.013 (0.83)	-	-
R ²	0.06	0.04	0.04	0.03
F	2.26*	5.06*	2.37*	5.23*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

제조업종에 부여된 더미변수는 제조업이 기타 업종 즉, 건설업, 서비스업, 요식업, 숙박업, 임대업 등의 업종에 비하여 상대적으로 부채를 많이 사용하고 있음을 보여준

다. 사업의 특성상 자본조달에 따르는 비용의 차이로 인하여 제조업이 부채를 많이 사용한다고 할 수 있으나 중소기업에 대한 금융기관의 대출 관행상, 제조업 이외의 업종에는 대출이 극히 제한되어 있는 것을 고려하면 이러한 현상은 업종에 따른 상이한 금융행태에서 비롯되었다고 하기보다는 제도적인 관행에서 기인된다고 해석할 수 있어 분명한 결론을 내리기가 어렵다고 사료된다⁴⁾.

기업규모변수 또한, 중소기업의 부채의 사용에 유의적인 정의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 외국의 선행연구 중에는 기업의 규모가 큰 기업이 신규 자기자본의 조달에 있어서 유리하므로 기업규모와 부채는 부의 상관관계를 보고한 연구가 많다. 그러나, 비상장중소기업은 소유경영자 자신의 출자 외에는 신규 자금의 조달을 부채에 의존할 수밖에 없다. 그리고 대기업에 비하여 정보의 비대칭성이 높은 중소기업의 경우, 기업규모가 큰 기업이 부채의 조달에 있어 유리한 고지를 점하는 것이 당연하다.

한편, 유의적인 변수 중에서 음의 부호를 갖는 변수는 수익성, 경영자위험의 두 변수로 나타났다. 수익성 변수의 음의 부호는 수익성이 높은 중소기업은 사내유보가 많아 부채를 적게 사용하는 것으로 해석할 수 있다. 자본시장에서 자기자본을 조달하기가 어려운 중소기업에 Myers(1984)가 제시한 자금요소의 사용순서(pecking order)이론을 적용하는 것은 무리가 있으나 내부 유보된 자금의 사용을 부채의 사용보다 우선시하는 행태는 Myers의 이론이 부분적으로 비상장중소기업의 경우에도 적용될 수 있음을 시사한다고 할 수 있다.

경영자위험 또한 부채의 사용에 유의한 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업을 실제로 소유하고 있는 중소기업의 경영자는 높은 수익성이나 성장을 추구하기 보다는 기업의 소유주로서 자신의 독자성 또는 독립성을 유지시켜 주는 기업의 안정성을 더욱 중요시하는 경향이 있다. 이 경우, 기업의 현금흐름이 안정되지 못하고 불안하면 중소기업의 소유경영자는 자신의 독자성이나 독립성의 유지에 위협을 초래하는 기타의 요인들을 최소한으로 억제시키려고 할 것이다. 부채의 과다한 사용은 소유경영자의 독립성에 제약을 주거나, 도산을 하는 경우 완전히 소유권을 잃게 할 수도 있다. 따라서 현금흐름의 변동성으로 정의된 경영자위험이 부채의 사용과 부의 상관

4) 선행연구들은 표본을 업종 별로 세분화하여 살펴본 연구들이 대부분이었다. 그러나 중소기업의 표본 자체가 업종이 매우 다양하고 각 업종에 포함되는 표본의 개수의 편중이 심하여 업종별로 세분화하여 살펴보기가 적절하지 못하였다.

관계를 갖는 것은 타당한 결과라고 할 것이다. 그런데 다중공선성의 문제로 전체 모형에 포함되지 못한 변동성 변수, 즉, 총자산영업이익률의 변동성은 부채의 사용과 정의 상관관계를 갖는 반면 현금흐름의 변동성은 부의 관계를 갖는다는 사실은 흥미로운 부분이다.⁵⁾

비부채절세효과, 특이성, 변동성, 업력의 네 변수는 다중공선성의 문제로 인하여 최중분석모형에 포함되지 못하였다. 그러나 영향을 미치는 방향 즉 회귀계수의 부호에 있어서는 선행연구들과 일치하고 있다. 비부채절세효과는 음의 부호를, 특이성과 변동성은 양의 부호를 나타냄으로써 부채 이외의 절세 대안이 많은 기업은 상대적으로 부채를 적게 사용하고 있는 반면 특이성과 수익의 변동성이 높은 기업은 부채를 많이 사용하고 있음을 보여주고 있다. 그리고 업력 변수는 음의 부호를 가짐으로써 기업이 영업을 개시한 기간이 길수록 부채를 적게 사용하는 경향이 있음을 시사하고 있다. 업력이 오래된 기업은 이익잉여금을 통하여 자기자본을 축적하고 제한적이거나 외부주주들로부터 자본을 조달하여 부채의 비중을 줄여가고 있음을 짐작할 수 있다.

2) 비상장 중소기업의 장·단기차입금 결정에 대한 결과 분석

<표 6>부터 <표 11>까지는 장·단기차입금을 결정하는 재무요인들을 분석한 결과이다. 먼저 전체 표본기업을 대상으로 장기차입금과 단기차입금의 결정요인을 분석한 결과는 <표 6>과 <표 7>인데 장·단기차입금을 합하여 전체적으로 분석한 윗 절의 차입금모형의 분석 결과와 비교하여 볼 때 몇 가지 차이가 발견되었다.

장기차입금 모형은 전체 차입금 모형과 변수의 부호, 유의성이 거의 동일하였다. 반면, 단기차입금 모형에서 유의적인 변수는 성장성, 업종, 수익성의 세 변수만으로 부채 만기의 상이함에 따라 기업의 재무적 행태도 상이함을 알 수 있다. 즉, 상대적으로 장기에 걸쳐 형성되는 담보가치와 기업규모 변수는 단기차입금의 결정에는 별 다른 영향을 미치지 못하고, 직접 영업활동과 관련된 변수들이 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 우선, 담보가치 변수는 <표 6>에서 보이듯이 장기차입금모형에서는 정의 유의한 영향을 미치고 있는 반면 <표 7>의 단기차입금모형에서는 어느 모형에서도 유의적이지 않다. 이러한 결과는 담보가 있는 기업은 단기차입금을 사용하기보다는 장기차입금을 선호하고 있음을 보여준다. 성장성 변수와 업종 변수는 장단기 모형 모

5) 우리 나라의 선행연구들도 변동성과 부채의 사용이 정의 관계에 있음을 보이고 있다.

두에서 유의적인 것으로 나타나, 제조업이면서 성장성이 높은 기업은 부채의 장단기를 막론하고 부채를 상대적으로 많이 사용하는 것으로 나타났다.

<표 6> 비상장 중소기업의 장기차입금 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	LLEVG (장기차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	-1.532 (-4.58)***	-1.248 (-5.78)***	-1.348 (-4.24)***	-1.063 (-5.21)***
COLLA	1.584 (8.24)***	1.460 (12.06)***	1.517 (8.08)***	1.413 (11.77)***
NDEBT	-0.802 (-0.84)	0.253 (0.58)	-	-
GROW	0.750 (6.63)***	0.172 (4.71)***	0.780 (7.24)***	0.191 (5.24)***
SPEC	0.067 (0.18)	-0.088 (-0.36)	-	-
INDUM	0.292 (2.87)***	0.299 (4.22)***	0.262 (2.62)***	0.284 (4.06)***
SIZE	0.222 (5.49)***	0.219 (8.25)***	0.184 (4.86)***	0.170 (6.82)***
PROFIT	-1.164 (-1.80)*	-1.712 (-5.38)***	-1.018 (-1.63)*	-1.479 (-4.74)***
VAR	1.271 (1.58)	1.435 (2.54)**	-	-
MRISK	-0.028 (-3.35)***	-0.021 (-3.76)***	-0.028 (-3.52)***	-0.018 (-3.43)***
YEAR	-0.011 (-2.12)**	-0.017 (-5.07)***	-	-
R2	0.13	0.06	0.12	0.05
F	18.58*	36.05*	29.59*	54.29*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

그러나 기업규모 변수는 단기차입금 모형에서는 유의적이지 않아 기업규모는 단기차입금의 사용에 별다른 영향을 주지 않는 결과를 보였다. 수익성 변수는 전체 차입금 모형에서와 마찬가지로 장단기 모형 모두에서 음의 유의적인 값을 갖음으로써 수익성이 높은 기업은 장단기 차입 모두를 꺼리고 있음을 시사하였다. 경영자위험 변수

는 장기차입금 모형에서만 음의 유의적인 값을 가지는 것으로 나타나 현금흐름의 불안정에 대하여 중소기업의 경영자는 단기차입금을 줄이기보다는 장기차입금의 역제를 통하여 위험을 헤지하려는 것으로 나타났다. 단기차입금은 당장의 영업활동과 관련이 깊은 항목이거나 당해 년도에 상환하여야 할 장기부채일 것이므로 경영자가 쉽게 줄이거나 조정하기가 어려운 항목이다. 따라서 중소기업의 경영자는 장기적인 관점에서 조정의 여지가 있는 장기차입금을 줄임으로써 현금흐름의 불안정함에서 기인하는 경영자 위험을 헤지하려는 것으로 사료된다.

<표 7> 비상장 중소기업의 단기차입금 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	SLEVG (단기차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	0.210 (0.51)	0.591 (2.21)**	0.700 (1.77)*	1.023 (4.04)***
COLLA	0.136 (0.57)	-0.078 (-0.52)	-0.034 (-0.15)	-0.124 (-0.84)
NDEBT	-4.635 (-3.96)***	-1.406 (-2.59)***	-	-
GROW	0.669 (4.80)***	0.120 (2.65)***	0.649 (4.73)***	0.105 (2.33)**
SPEC	1.570 (3.44)***	1.602 (5.28)***	-	-
INDUM	0.255 (2.04)**	0.227 (2.59)***	0.133 (1.07)	0.153 (1.76)*
SIZE	0.086 (1.73)*	0.060 (1.82)*	0.053 (1.14)	0.029 (0.93)
PROFIT	-2.348 (-2.96)***	-2.849 (-7.22)***	-2.939 (-3.78)***	3.097 (-8.01)***
VAR	1.868 (1.89)*	1.684 (2.41)**	-	-
MRISK	-0.009 (-0.89)	-0.005 (-0.76)	-0.015 (-1.56)	-0.006 (-0.87)
YEAR	-0.003 (-0.42)	-0.008 (-2.00)**	-	-
R2	0.05	0.02	0.03	0.02
F	6.75*	11.81*	5.94*	11.86*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

다음으로 장·단기부채사용에 대한 결정요인이 기업의 형태와 어떠한 관련이 있는지 분석하였다. 먼저 중소기업법인과 개인기업의 장기차입금 결정에 대한 분석 결과는 <표 8>과 <표 9>에 제시하였다.

<표 8> 비상장 중소기업법인의 장기차입금 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	LLEVG (장기차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	-1.003 (-2.52)**	-0.914 (-3.48)***	-0.864 (-2.31)**	-0.718 (-2.93)***
COLLA	2.264 (9.33)***	2.001 (13.08)***	2.117 (8.99)***	1.935 (12.77)***
NDEBT	-2.403 (-2.12)**	-0.579 (-1.06)	-	-
GROW	0.827 (6.67)***	0.192 (4.72)***	0.864 (7.09)***	0.207 (5.12)***
SPEC	-0.373 (-0.87)	-0.491 (-1.71)*	-	-
INDUM	0.328 (2.92)***	0.336 (4.25)***	0.291 (2.61)***	0.318 (4.05)***
SIZE	0.145 (2.88)***	0.172 (5.17)***	0.101 (2.18)**	0.107 (3.50)***
PROFIT	-1.315 (-1.64)*	-1.964 (-5.22)***	-1.317 (-1.72)*	-1.672 (-4.55)***
VAR	0.912 (1.02)	1.198 (1.88)*	-	-
MRISK	-0.025 (-2.81)***	-0.021 (-3.47)***	-0.028 (-3.31)***	-0.020 (-3.42)***
YEAR	-0.010 (-1.73)*	-0.018 (-4.64)***	-	-
R2	0.16	0.07	0.15	0.06
F	19.74*	35.95*	31.20*	54.80*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

<표 8>을 보면 법인기업의 경우, 네 모형 모두에서 의미 있는 변수는 담보가치, 성장성, 업종, 기업규모, 수익성, 경영자위험의 여섯 변수로 전체 중소기업의 장기차입금 결정 변수와 동일하였다. 반면에 <표 9>의 개인기업의 경우에는 담보가치와 기업규

모 두 변수만이 네 모형 모두에서 유의적이었고 수익성 변수는 횡단면 분석에서만 유의적인 값을 보였다.

<표 9> 비상장 중소기업의 장기차입금 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	LLEV _{it} (장기차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	-1.804 (-2.63)***	-1.030 (-2.37)**	-1.265 (-2.05)**	-0.619 (-1.60)
COLLA	1.040 (3.52)***	0.912 (4.99)***	1.226 (4.18)***	1.030 (5.65)***
NDEBT	4.075 (2.80)***	2.540 (4.30)***	-	-
GROW	-0.056 (-0.22)	-0.056 (-0.67)	-0.118 (-0.48)	-0.017 (-0.21)
SPEC	0.824 (1.27)	0.718 (1.67)	-	-
INDUM	0.063 (0.26)	0.101 (0.59)	0.113 (0.52)	0.093 (0.59)
SIZE	0.199 (2.35)**	0.118 (2.18)**	0.152 (1.94)*	0.093 (1.82)*
PROFIT	1.728 (1.80)*	0.656 (1.21)	1.997 (2.13)**	0.701 (1.31)
VAR	1.863 (1.10)	1.606 (1.32)	-	-
MRISK	-0.131 (-1.82)*	-0.072 (-1.51)	-0.020 (-0.33)	-0.002 (-0.04)
YEAR	0.006 (0.58)	0.005 (0.82)	-	-
R ²	0.13	0.05	0.09	0.03
F	3.62*	6.69*	4.08*	6.98*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

기업의 형태에 따라 상이한 재무적 행태를 설명하는 이론적인 틀은 아직 없는 것으로 사료되는 바 이러한 차이를 분명하게 밝히는 데에는 어려움이 있다. 그러나 이 세 변수로부터 공통적으로 추론할 수 있는 것은 정보의 비대칭성에 대한 완화라고 사료된다. 중소기업업은 기업의 절대 규모가 왜소할 뿐 아니라, 기업의 감시 또는 통제에 있어서 법인기업처럼 법률이 정하는 최소한의 요건조차 충족할 의무가 없으므로,

기업의 외부와 정보를 주고받는데 필요한 경영시스템이나 정보시스템의 구성도 열악하다. 따라서 기업의 내부와 외부간의 정보의 비대칭성이 매우 심할 것이다. 담보가치는 정보의 비대칭성하에서 정보를 창출하는 데 따르는 비용을 줄여 재무레버리지의 사용을 용이하게 한다. 정보의 비대칭성하에서는 상대적으로 기업규모가 큰 기업이 작은 기업에 비하여 도산의 위험이 적다고 여겨지므로 부채를 조달하는데 유리하다. 또한, 부분적으로 유의한 수익성 변수도 같은 역할을 하는 것으로 해석할 수 있다. 전체 및 법인기업의 분석결과와는 상이하게 개인 기업의 장기차입금 모형에서는 수익성 변수의 부호가 양의 값을 가지고 있다. 수익성이 높은 기업은 사내유보가 높아 부채를 적게 사용한다는 것이 일반적인 결과인데 개인기업의 경우에는 수익성이 높은 기업이 오히려 부채를 많이 사용하는 셈이다. 높은 정보의 비대칭성하에서는 기업규모의 경우처럼 수익성이 높은 기업이 낮은 기업에 비하여 도산의 위험이 적다고 판단되어질 수 있는 신호표시의 역할을 한다면 수익성은 재무 레버리지의 사용과 정의 관계를 가질 것이다.

중소기업의 특성을 나타내는 경영자위험 변수는 법인기업에서는 유의적인 반면 개인기업에서는 그렇지 못하다. 이러한 사실은 법인기업의 경영자는 기업의 안정성을 유지하는데 큰 비중을 두고 보수적인 재무활동을 하고 있음을 알 수 있다. 즉, 현금흐름이 불안한 기업은 기업의 재무구조를 개선하려는 노력의 일환으로 재무구조를 결정하는 장기차입금의 차입을 적극적으로 억제하는 쪽으로 행동한다고 사료된다. 반면에, 개인기업의 경우는 장기적인 관점에서 기업의 안정을 위한 재무구조를 관리하는 노력은 하지 못하고 있음을 알 수 있다. 중소기업이 주로 생업을 위한 사업임을 감안하면 경영자의 관리의 폭이 장기적이지 못한 것은 일면 당연하다고 할 것이다.

그리고, 업력 변수를 보면, 다중공선성의 문제로 인하여 비록 전체 분석에는 포함되지 못하였으나, 법인기업의 장기차입금 모형에서만 유의적인 것을 알 수 있다. 이러한 사실은 오래 존속하고 있는 중소기업은 만기가 긴 타인자본의 사용을 기피하는 성향이 있음을 시사한다고 하겠다.

마지막으로 <표 10>과 <표 11>은 기업형태에 따른 중소기업의 단기차입금에 대한 분석 결과이다. 법인기업에서는 전체 단기차입금 분석의 결과와 마찬가지로 성장성, 업종, 수익성의 세 변수가 유의적인데 반하여, 개인기업의 경우는 네 모형 모두에서 유의적인 변수가 하나도 없다. 다만, 성장성 변수가 패널모형에서만 유의적인 것으로 나타났는데 다른 모형의 분석 결과와는 다르게 음의 부호를 가지고 있다.

이러한 결과는 개인기업의 단기차입금 결정은 기존의 재무이론이 설명할 수 없는 전

<표 10> 비상장 중소기업의 단기차입금 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	SLEVG (단기차입금/자기자본)			
	회단면	패널모형	회단면	패널모형
절 편	0.146 (0.33)	0.467 (1.59)	0.636 (1.49)	0.948 (3.44)***
COLLA	0.318 (1.16)	-0.050 (-0.29)	0.055 (0.21)	-0.100 (-0.58)
NDEBT	-6.230 (-4.88)***	-2.132 (-3.48)***	-	-
GROW	0.765 (5.48)***	0.167 (3.66)***	0.750 (5.40)***	0.153 (3.36)***
SPEC	1.532 (3.17)***	1.425 (4.42)***	-	-
INDUM	0.256 (2.02)**	0.231 (2.60)***	0.156 (1.23)	0.181 (2.04)**
SIZE	0.108 (1.91)*	0.095 (2.53)**	0.064 (1.21)	0.042 (1.23)
PROFIT	-2.860 (-3.17)***	-3.293 (-7.79)***	-3.612 (-4.14)***	-3.486 (-8.44)***
VAR	1.527 (1.51)	1.381 (1.93)*	-	-
MRISK	-0.009 (-0.88)	-0.007 (-1.01)	-0.018 (-1.95)*	-0.009 (-1.42)
YEAR	-0.004 (-0.70)	-0.011 (-2.43)**	-	-
R2	0.07	0.02	0.04	0.02
F	8.06*	12.31*	7.33*	13.76*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

혀 다른 재무적 행태에서 기인하거나, 규모가 절대적으로 작고 경영능력을 포함한 경영 자원의 열악함 등으로 인하여 부채의 조달에 근본적으로 불리한 처지에 있음으로 인하여, 일관된 논리적 설명이 불가능한데서 기인하지 않나 사료된다. 한 편, 주요 통계량 분석에서 보이듯이 개인 기업이 법인에 비해 부채를 적게 사용하고 있는 사실은 개인기업의 자본구조의 건전성을 반영하는 사실이기보다는 개인기업이 장·단기 차입금을 막론하고 부채사용에 있어 절대적으로 불리한 처지에 있음을 확인시켜 주고 있으며 이러한 현상은 업종 변수가 시사하듯이 개인기업이 제조업보다는 제도상으로 차입이 용이하지 않은 제조업이외의 업종에 주로 종사하는 것도 그 한 원인인 것으로 분석되었다.

<표 11> 비상장 중소기업의 단기차입금 결정요인에 대한 회귀분석 결과

변 수	SLEVG (단기차입금/자기자본)			
	횡단면	패널모형	횡단면	패널모형
절 편	-0.514 (-0.35)	-0.047 (-0.05)	1.143 (0.88)	1.490 (1.87)*
COLLA	0.361 (0.58)	0.359 (0.95)	0.573 (0.93)	0.521 (1.39)
NDEBT	1.458 (0.80)	1.277 (1.05)	-	-
GROW	-0.111 (-0.21)	-0.328 (-1.90)**	-0.294 (-0.57)	-0.360 (-2.14)**
SPEC	1.924 (1.40)	2.685 (3.03)***	-	-
INDUM	0.573 (1.11)	0.725 (2.06)**	0.321 (0.70)	0.309 (0.95)
SIZE	0.014 (0.08)	0.062 (0.55)	0.111 (0.67)	0.145 (1.39)
PROFIT	0.054 (0.03)	-0.169 (-0.15)	0.045 (0.02)	-0.584 (-0.53)
VAR	6.738 (1.88)*	6.910 (2.36)**	-	-
MRISK	-0.280 (-1.84)*	-0.229 (-2.33)**	-0.107 (-0.83)	-0.094 (-1.05)
YEAR	0.010 (0.52)	0.008 (0.57)	-	-
R2	0.02	0.02	0.02	0.01
F	2.87*	3.30*	1.02	2.37*

주 : ()안의 값은 t-값을 나타내며 *는 10% 이하의 유의 수준, **는 5%이하의 유의 수준, ***는 1%이하의 유의 수준을 각각 나타냄.

V. 결 론

비상장 중소기업의 재무레버리지 사용과 유의적인 영향을 미치는 요인들은 담보가치, 성장성, 업종, 기업규모, 수익성, 그리고 중소기업고유요인으로 설정된 경영자위험의 여섯 가지로 나타났다. 담보로 사용할 수 있는 고정자산의 비중이 크며 성장성이 높고 기업규모가 큰 제조업을 하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 부채를 많이 사용하는 것으로 나타났다. 그러나 수익성이 높아 사내유보를 많이 한 기업, 현금흐름

이 불안정하여 경영자가 자신의 통제권에 대하여 불안을 느끼는 기업은 재무레버리지를 적게 사용하는 것으로 나타났다.

중소기업이 장기차입금을 조달하는 행태는 전체 재무레버리지 사용과 동일하였으나 단기차입금 경우에는 성장성, 업종, 수익성의 세 변수만이 유의적인 것으로 나타나 부채의 만기의 상이함에 따라 재무적 행태도 상이하였다. 장기에 걸쳐 결정되는 담보 가치, 기업규모는 단기 차입금의 결정에 영향력이 없는 반면 영업활동과 관련이 깊은 변수들이 단기차입금의 사용에 영향을 미치고 있음을 알 수 있었다. 경영자위험은 장기차입금 모형에서만 음의 유의적인 값을 가짐으로써 현금흐름의 불안정성과 관련된 경영자 위험은 장기차입금의 축소를 통하여 헤지하려 하고 있는 것으로 나타났다.

기업의 행태에 따라 재무적 행태의 상이점을 설명하는 명확한 이론이 있는 것은 아니므로 개인기업의 재무적 행태를 기존의 이론의 틀을 가지고 일관되게 설명하기가 어려웠다. 그러나, 본 연구의 대상이 법인기업과 개인기업이 혼재 되어있는 중소기업이므로 기업의 행태에 따른 차이점을 설명하려고 시도하여 보는 것은 가치 있는 일이라고 사료된다.

개인기업은 법인기업에 비하여 유의적인 설명 변수의 수가 훨씬 적었다. 개인기업의 장기차입금의 결정에 영향을 미치는 의미 있는 변수는 담보가치, 기업규모의 두 변수이었다. 이 변수들은 개인기업의 내·외부간에 정보의 비대칭성을 완화하는 역할을 하여 개인기업의 장기차입금사용을 용이하게 하는 것으로 해석할 수 있었다. 그리고, 단기차입금 모형에서는 개인기업의 경우, 유의적인 변수를 발견할 수 없었다. 다만, 성장성 변수만이 패널모형에서 유의하였는데 다른 분석 결과와는 상이하게 음의 부호를 가지고 있었다. 그리고, 경영자위험 변수 또한, 개인기업의 경우에는 장단기차입금을 막론하고 유의적이지 못하였다. 이러한 결과는 개인기업의 재무적 행태는 기존의 재무이론이 설명할 수 없는 영역에 속하거나, 규모의 왜소와 경영능력을 포함한 경영자원의 열악함 등으로 인하여 근본적으로 논리적 설명이 불가능한데서 기인하지 않나 사료된다. 따라서 주요 통계량 분석에서 보이듯이 개인 기업이 법인에 비해 부채를 적게 사용하고 있는 사실은 개인기업의 자본구조의 건전성을 반영하는 사실이 기보다는 개인기업이 장·단기 차입금을 막론하고 부채사용에 있어 법인기업에 비하여 절대적으로 불리한 처지에 있음을 확인시켜 준다고 하겠다.

본 연구는 분석대상인 자료를 추출하는데 있어서 금융기관의 필요에 의해 작성된 자료에 의지하다보니 전체 재무자료를 이용할 수 없는 한계를 지니고 있다. 따라서 변수의 선정과 사용에 있어 연구의 엄정성을 높이기 위한 시험을 할 수가 없었다. 또한 대기업의 자료도 포함하여 포괄적인 분석을 하고자 시도하였으나 입수한 자료가

금융기관의 필요에 의하여 1차 가공된 자료임으로 인하여 전체 자료에 대한 일관성을 확신할 수 없어서 포기한 것은 아쉬움으로 남는다. 만약, 상장기업과 비상장기업을 같이 비교 분석할 수 있었으면 훨씬 의미 있고 풍부한 자료 해석이 가능했을 것이다. 중소기업과 벤처의 중요성이 증대되는 만큼 연구를 위한 비상장 비등록 중소기업의 자료의 축적과 관리가 이루어지길 기대해본다.

참 고 문 헌

- 국찬표, 정근화, “우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구”, 선형구조모형을 응용하여, 재무연구, 제12호, 1996, 249-285.
- 김지수, “중소기업의 재무적 특성과 자본비용에 관한 연구”, 기업규모별 금융비용의 차이 분석을 중심으로, 재무연구, 제12호, 1996, 135-165.
- 김필규, “기업의 부채조달원 선택에 관한 연구” 재무연구, 제12권, 제1호, 1999, 69-102.
- 박경서, “국내기업의 타인자본조달과 기업금융시장의 역할에 관한 연구”, 재무연구, 제12권 제1호, 1999, 39-68.
- 박성태, “자본구조결정요인에 대한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제7권 2호, 1990, 81-105.
- 선우석호, “한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용”, 재무연구, 제3호, 1990, 61-80.
- 윤봉한, “우리나라 제조업의 자본구조결정요인에 대한 실증적 연구”, 신평저널, 1989, 38-53.
- Barclay, Michael J. and Clifford W. Smith, JR, “The Priority Structure of Corporate Liabilities,” *Journal of Finance* Vol.L,3 (July 1995), 899-917.
- Bradley, G. Jarrell, and E. H. Kim, “On the Existence of an Optimal Capital Structure; Theory and Evidence,” *Journal of Finance* 39, (July 1984), 857-878.
- Jensen, and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, (October 1976), 305-360.
- Cooley, P.L., and C.E. Edwards, “Financial Objective of Small Firms,” *American Journal of Small Business* 8(1), (1983), 27-31.
- Chan, N. F. Chen, and D. Hsieh, “An Exploratory Investigation of the Firm Size Effect,” *Journal of Financial Economics* 14, (March 1985), 451-471.
- D’Amboise, G., and Y. Gasse, “Performance of Formal Management Techniques,” paper presented to the Joint National Meeting of the Institute of Management Science and Operations Research Society of America, (1980), Washington, D. C.
- DeAngelo, and R. Masulis, “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation,” *Journal of Financial Economics* 8, (March 1980), 3-29.
- Ferri, and W. Jones, “Determinants of Financial Structure : A New Methodological

- Approach," *Journal of Finance* 34, (June 1979), 631-644.
- Friend, I. & J. Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure," in Andy Chen ed. : *Research in finance*, Vol.7, (JAI Press), 1987, 1-19.
- Galai, and R. Masulis, "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics* 3 (January/March 1976), 53-81.
- Goldberger, A. S. & O. D. Duncan, *Structural Equation Models in the Social Sciences*, New York : Seminal Press 1973.
- Houston Joel and Christopher James, "Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims," *Journal of Finance*, Vol.LI, No.5, (December 1996), 1863-1889.
- Johnson, Shane A., "An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.32, No.1, (March 1997), 47-68.
- Keats, B., and J. Bracker, "Toward a Theory of Small Firm Performance: A Conceptual Model," *American Journal of Small Business*(Spring 1988), 41-58.
- LeCornu, Mark R. and Richard G. P. McMahon, David M. Forsaith, and Anthony M. J. Stanger, "The Small Enterprise Financial Objective Function," *Journal of Small Business Management* (July 1996), 1-14.
- Levin, R. I., and V. R. Travis, "Small Business Finance: What the Books Don't Say," *Harvard Business Review* 65(6), 1987, 30-32
- "A Model of Entrepreneurial Motivation," *Emerging Entrepreneurial Strategies in the 1990's : proceedings of the 7th Annual Conference of the United States Association for Small Business and Entrepreneurship*. Chicago, Ill, E d. D. J. Naffziger and J. S. Hornsby. Muncie, Ind : Ball State University, 12-23.
- Marsh, "The Choice between Equity and Debt : An Empirical Study," *Journal of Finance* 37, (March 1982), 121-144.
- Petersen, M. A. and R. G. Rajan, "The Benefits of Lending Relationships : Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance*, Vol.XLIX, No.1 (March 1994), 3-37.
- Ray, G. H., and P. J. Hutchinson, "The Financing and Financial Control of Small Enterprise Development," Aldershot, England : Gower Publishing, 1983.

Walker, E. W., and J. W. Petty, "Financial Management of the Small Firm," Second edition. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice-Hall, 1986.

Stulz, R. M. "Management Ownership, Capital Structure, and Takeover," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, 25-54.

Titman, S. & R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance* (March 1988), 1-19.

Welsh, J. A., and J. F. White, "A Small Business is Not a Little Big Business," *Harvard Business Review* 59(4), 1981, 18-32.

Williamson , O.E., "The Economic Institutions of Capitalism," The Free Press, 1985.