

수산기업의 자본구조 결정 요인에 대한 실증분석: 외환위기 전후의 자본조달 행태 비교[†]

남수현* · 이광민** · 홍재범***

The Determinants of Fisheries Firms' Capital Structure : Comparative Analysis of Financing Behavior in Pre and Post the Asian Financial Crisis

Soo-Hyun Nam*, Kwang-Min Lee** and Jae-Bum Hong***

Abstract

We try to find the determinants of fisheries firms' capital structure during the years from 1992 to 2007 in this paper. We also have a comparative analysis of capital raising behavior in pre and post-IMF financial crisis. Regression analysis is used for this empirical study. Dependent variable is leverage ratio and independent variables are firm size, operating risk, proportion of tangible asset, non-debt tax shield effect, sales growth ratio, profitability and dummy variable. We compared the characteristics of fisheries industry with that of manufacturing industry.

The determinants of fisheries firms' capital structure and correlation between pre and post-IMF financial crisis are roughly same as the hypotheses except a little difference. As a peculiar difference, correlation between fisheries firms' operating risk and leverage ratio is (+) in the pre-IMF financial crisis, but (-) in the post-IMF financial crisis. Proportion of tangible asset has a (+) correlation with leverage ratio in pre and post-IMF financial crisis, but in case of manufacturing industry, (-) correlation shows in the pre-IMF financial crisis. Because, in the pre-IMF financial crisis, high proportion of tangible asset doesn't play a role of a collateral, but only increase the bankruptcy probability. Non-debt tax shield effect and leverage ratio have (-) correlation in all industry and all period, but only (+) correlation in case of fisheries industry in the pre-IMF financial crisis. Sales growth ratio has no significant relationship with leverage ratio in fisheries industry, and this is not coincide with our hypothesis.

We have a limitation of the sample size of fisheries firms and sample period in this study. Further study is

접수 : 2011년 5월 30일 최종심사 : 2011년 9월 21일 게재확정 : 2011년 9월 23일

[†]본 연구는 동의대학교 2010년도 교내연구비 지원(과제번호: 2010AA071)에 의해 이루어졌음.

* 동의대학교 상경대학 경영학과 교수(051-890-1439, shnam@deu.ac.kr)

** 부경대학교 대학원 경영학과 박사과정

*** 부경대학교 경영학부 부교수(Corresponding author : 051-629-5745, jbhong@pknu.ac.kr)

required to classify the fisheries industry with in-shore fisheries, deep sea fisheries and cold storage industry.

Key words : Determinants of capital structure, Operating risk, Proportion of tangible asset, Non-debt tax shield effect, The pre and post-IMF financial crisis

I. 서 론

우리나라의 수산업은 규모면에서 선진국으로서의 위치를 점하고 있으며, 국민경제적 측면에서도 동물성 단백질의 주요 공급원으로서 매우 중요한 의미를 갖고 있어 수산기업의 안정적 성장과 발전이 항상 요구되어진다(정경수, 1993). 수산업은 그 생산 활동이 해양이라는 자연을 대상으로 하고 있기 때문에 다른 업종에 비해 경영 위험(operational risk)이 크다. 최근에는 이러한 자연 환경의 영향 이외에 UN 해양법 협약에 의한 EEZ선포와 이에 따른 수산업 협정 체결에 의해 조업 어장이 축소되고, 임금상승과 어로 장비의 노후화, 수산물 시장의 개방에 따른 어가 하락 등의 요인에 의해 수산기업의 경영 환경이 점점 악화되고 있다(강석규, 2003).

국내 제조기업의 자본구조에 대한 연구는 지금까지 많은 연구자에 의해 이루어졌다(선우석호, 1990; 최선호, 1990; 신동령, 1991; 강형철, 2002; 홍재범 · 이강호 · 박재희, 2004; 윤봉한, 2005; 손승태 · 이윤구, 2007; 이영수 · 최종일 · 박순찬 · 여규현, 2007). 이들 연구는 정태적 상충이론(static trade-off theory)과 자금조달순위이론(pecking order theory)으로 기업의 자본구조를 설명해 보려는 시도가 대부분이며, 2000년대 이후에는 특정 산업을 대상으로 자본구조 결정 요인을 파악하려는 연구가 시도되기 시작했다. 그 중 하나가 수산기업의 자본구조에 대한 실증 연구이다. 수산기업의 자본구조를 분석 대상으로 한 연구로는 정경수(1993), 강석규 · 정형찬(1997)과 강석규(2003) 등이 있다.

정경수(1993)는 수산업의 자금조달이 차입을

통해서 이루어지고 자금조달 시 담보부족과 여신한도로 어려움을 겪고 있으며, 수산업의 자본구조는 기존 재무이론으로 설명하지 못하는 부분이 있다고 제시하였다. 강석규 · 정형찬(1997)은 수산회사의 자본구조는 제조업과 마찬가지로 자산규모와 담보가치가 큰 기업일수록 부채를 많이 사용하는 것으로 나타났다. 반면에 수익성이 높은 수산회사일수록 부채비율이 상대적으로 낮은 것으로 나타났으며, 이것은 자본조달 순위이론과 일치된 결과인 것으로 보고하고 있다. 그런데 실질 세율이 높은 수산회사가 그렇지 않은 회사들에 비해 부채의존도가 낮은 것으로 나타났다. 이것은 정태적 상충이론과 반하는 결과로 수산업에서 정부가 부여하는 각종 세금 감면 혜택으로 인해 실질 세율 증가에 인한 세금 감면 효과가 상대적으로 축소되었기 때문인 것으로 해석될 수 있다. 강석규(2003)는 자본구조, 투자결정, 경영성과모형 간의 상호관계를 1982~2000년까지 분석하였으며, 수산업의 투자가 대부분 정부지원에 의해 이루어지고 있다고 지적하고 있다.

이처럼, 정경수(1993), 강석규 · 정형찬(1997)과 강석규(2003) 등의 기존 연구는 1980년대부터 1990년대 즉 외환위기 이전을 연구 대상으로 삼고 있으며, 2000년 이후로는 해당 분야에 대한 연구가 없으며, 특히 외환위기 이후 수산기업의 자본구조 정책을 비교한 연구는 거의 없는 실정이다. 외환위기 이전 정부의 자본자유화 조치에 힘입어 외화자금유입이 활발히 이루어져 단기 자금을 저리로 쉽게 조달할 수 있었다. 이는 수산업의 특성상 조업이 정상적으로 이루어지면 바로 현금으로 회수되기 때문에 수산 기업에게

는 단기자금은 큰 문제가 되지 않았다(강정우 · 홍재범, 2011). 하지만 외환위기 이후 수산 기업은 금융기관으로부터 차입금 상환압력에 시달리게 되었으며, 수산업에 종사하는 대부분의 기업들은 외부차입을 줄여 자본구조에 상당한 변화를 가져왔다. 예를 들어, 수산회사의 경우 외환위기가 촉발된 1997년 말 평균 부채비율이 99.9%에서 10년이 지난 2007년에는 67.0%로 급격히 감소하였다¹⁾. 따라서 외환위기 이후 수산회사의 자본구조가 구체적으로 어떻게 변화했는지, 그리고 어떠한 요인에 의해 결정되는지에 대한 연구는 향후 수산경영의 안정성을 보다 향상시키기 위해 필요할 것으로 판단된다. 본 연구에서는 제조업과 수산업을 동시에 비교 분석하는 방향으로 수산회사의 자본구조 결정요인을 좀 더 심도 있게 분석하고자 한다.

II. 이론적 배경 및 연구가설

1. 이론적 배경

Modigliani and Miller(1958, 1963), Miller(1977)는 완전자본시장 하에서 기업의 자본구조와 기업가치가 무관함을 제시하여 학계에 큰 영향을 주었다. 이후 상당수의 학자들이 MM 이론에 대한 문제점을 제시하고 시장불완전성을 고려한

다면 최적자본구조는 존재할 수 있다는 이론을 제시하였으며, 그 대표적인 것이 정태적 상충이론(static trade-off theory)과 자금조달순위이론(pecking order theory)이다. 정태적 상충이론은 파산비용, 非부채 감세효과, 대리인비용 등을 고려하면 최적자본구조가 존재할 수 있다는 것이다. 즉, 정태적 상충이론은 기업레버리지비율이 부채사용의 편익과 비용을 고려하여 최적의 자본구조에서 결정된다는 것이다(김지수 · 김진노, 2008)²⁾.

정태적 상충이론에서 보면, 부채 사용의 편익과 비용은 부채의 법인세 절감과 파산비용의 상충효과 외에도 소득세와 비부채 감세효과와 같은 감세효과가 반영된다(Miller, 1977; Deangelo and Masulis, 1980). Jensen and Meckling(1976)은 기업의 이해관계자들에게서 발생하는 대리인비용이 자본구조를 결정하는 주요 요인으로 인식되고 있다. 여기서 대리인 비용은 자본구조를 소유경영자의 과도한 투자나 부채사용에 따른 위험요인, 과소투자문제나 기업의 현금흐름 보유 등에 기인한다. 윤봉한(2005)은 정태적 상충이론에 대해 기업들이 부채발행에 따른 비용과 편익을 고려하여 최적의 레버리지를 결정한다고 보는데, 가령 부채의 편익으로는 이자의 감세효과와 잉여현금흐름문제의 감소가 있다. 여기서

1) 본 연구에서는 부채비율을 총자산에서 부채가 차지하는 비율 즉 부채/총자산으로 측정한다.

2) Baker and Wurgler(2003)와 Welch(2004) 등은 최근 시장적시이론(market timing theory)과 관성이론(inertia theory) 등을 주장하고 있다. Baker and Wurgler(2003)의 시장적시 이론은, 자본시장이 비효율적이거나 혹은 세분화되어 있을 경우 자본조달의 필요성에 관계없이 경영자는 자사 주식이 과대평가되었거나 혹은 그렇게 판단되면 부채 대신에 주식을 발행하고, 반대로 과소평가되었다고 판단되면 자사주를 매입할 것이라는 행동주의 재무이론이다. 실증 분석 결과, Baker and Wurgler(2003)는 시장가/장부가 비율이 높은 기업은 과대평가된 주식을 발행함으로써 부채비율이 낮고, 그렇지 않은 기업은 상대적으로 부채비율이 높은 것으로 보고하고 있다. 즉, 부채비율은 시장가/장부가 비율과 유의적인 음의 관계를 갖는 것으로 나타나고 있으며, 이러한 실증 결과는 전통적인 상충이론이나 순위이론으로 설명할 수 없으며 오직 시장적시 이론으로만 설명할 수 있다고 주장하고 있다. 이에 반해, Welch(2004)의 관성이론은 기업의 자본구조에 영향을 미치는 가장 중요한 변수는 주식수익률이며, 주식수익률의 증감은 해당 기업의 부채비율 변화의 약 40% 가량을 설명할 수 있다는 이론이다. 특히, 경영자는 주식수익률의 변화로 인해 부채비율이 변화하더라도 이를 상쇄하기 위한 어떠한 자본조달 행위를 수행하지 않기 때문에 최적 자본구조는 존재하지 않는다고 주장하고 있다. 이러한 최근 이론들은 모두 시장가치(market value)를 전제로 한 자본구조이론이기 때문에, 표본의 대부분이 비상장기업인 본 연구에서는 표본기업에 대한 추가 자료를 수집할 수 없어 실증 분석에서 이 이론들에 대한 검증은 수행할 수 없었다는 점을 밝힌다.

부채비용으로는 파산비용의 부담가능성과 주주와 채권자간의 대리문제에 의한 대리인비용이 존재하고 최적의 자본구조는 부채의 추가발행에 따른 편익과 비용이 바로 상쇄되는 점에서 달성된다고 하였다.

자금조달순위이론은 “기업은 자금조달 시 최적 자본구조를 염두에 두지 않고 저렴한 자금부터 우선 조달한다”는 것이다. Donaldson(1961)에 의해 처음 제시되었으며, Myers and Majluf(1984)가 경영자와 외부 투자자 간의 정보 비대칭(information asymmetry)으로 이를 설명하고 있다. 즉, 정보 비대칭적 상황이 경영자로 하여금 내부자금을 우선적으로 선호하고 이어 상대적으로 위험이 낮은 부채, 그리고 주식발행 순으로 자본을 조달한다는 것이다.

Shyam – Sunder and Myers(1990)는 자금부족이 발생하였을 때, 일차적으로 부채를 통해 자본을 조달한다면 자금 부족분과 부채발행액이 대체로 일치하여 한다고 제시하였다. Frank and Goyal(2003)은 자금 부족분과 자금조달의 관계를 분석한 결과, Shyam – Sunder and Myers(1990) 주장과 반대 결과를 제시하고 자기자본의 순지분발행이 자금부족의 변동추이와 더 관련이 있다고 설명하였다. Fama and French(2002)는 레버리지와 배당의 상호작용을 고려해 정태적 상충이론과 자본조달순위이론 중 어느 이론이 더 타당한지를 검정하였으며, 그 결과 정태적 상충이론과 자본조달순위이론이 모두 부분적으로만 타당하다고 지적하였다.

윤봉한(2005)은 자본구조의 결정요인을 정태적 상충모델과 자본조달순위모델 간의 비교를 통해 알아보았으며, 그 결과 레버리지와 수익성, 시장레버리지와 투자기회 간 음의 상관관계가 존재해 자본조달순위모델을 지지하였다. 또한 장부레버리지와 투자기회 간 양의 상관관계가 성립하고 차입금비용과 감가상각비간의 음의 상관관계가 존재해 정태적 절충모델을 지지한다고 밝혔다. 이영수 외(2007)는 기업규모와 수익성이 정보대칭

이론 및 자본조달순위이론을 지지하고, 영업위험과 이익변동률이 상충이론을 지지하고 있음을 밝혔다. 손승태 · 이윤구(2007)는 수익성과 유동성이 레버리지와 음의 상관관계가 있어 정보비대칭으로 인해 경영자는 자본비용이 낮은 내부자금 조달을 선호하는 자본조달순위이론을 지지하고, 기업규모는 레버리지와 양의 상관관계가 있어, 대기업은 소기업보다 파산비용이 상대적으로 낮아 부채발행을 증가시키는 상충이론을 지지한다고 밝혔다.

2. 연구가설의 도출

1) 기업규모 (firm size)

기업규모는 부도위험과 파산비용에 영향을 미치기 때문에 부채비용과 밀접한 관계를 갖는다. 즉 기업규모가 클수록 규모가 작은 기업에 비해 업종의 다각화를 쉽게 이룰 수 있어 위험을 감소시킬 수 있다. 따라서 타인자본 조달이 용이하게 되어 부채비용을 높일 수 있다(이중화 · 이영수, 1999). 규모가 작은 기업일수록 파산 가능성이 높기 때문에 부채비용이 낮다(Titman & Wessels, 1988). Rajan & Zingles(1995)은 기업규모가 큰 기업일수록 파산비용을 낮추기 위해 다각화를 추진하고 있어 이들 기업의 경우 파산비용이 낮아지면 이는 부채비용을 높인다고 한다. 정경수(1993)는 기업규모가 클수록 분산투자가 용이하고 시장 접근 능력이 있어 장기 저리의 유리한 평가를 받게 되어 부채수용 능력을 갖게 되어 부채비용이 높아진다고 설명하고 있다. 하지만 기업규모가 클수록 부채비용이 낮아진다는 기존의 연구도 존재하고 있으며(Friend & Lang, 1988, Friend & Hasbrouk, 1988), 즉 기업규모가 큰 기업일수록 경영자의 통제가 어려워져 손실을 막기 위해 부채발행을 줄여 파산을 줄인다고 하였다(유승훈 · 남현정, 2007).

가설 1 : 기업규모가 크면 부채비용이 높거나 낮다.

2) 영업위험 (operating risk)

영업위험은 미래 영업을 통한 현금조달의 불확실성이다. 영업위험은 산업이나 경영환경, 개별기업의 경영 속성에 따라 영향을 받는다. 수산기업의 경우 조업할 수역은 정해져 있는 상황에서 조업 어종은 수온에 상당한 영향을 받게 된다. 예를 들어, 수온이 낮아져 고등어가 조업 수역에 오지 않는 경우 조업이 불가능한데 이러한 위험은 개별 수산업체가 해결할 수 없으며 다만 수온이 올라가 고등어가 다시 해당 수역에 찾아올 때까지 기다려야 한다. 이러한 경우 영업을 하지 못하고 고정비만 계속 지출해야 하며, 이는 경영에 상당한 압박을 준다. 따라서 외부 금융기관은 외부 환경에 대한 예측이 어려운 산업에 대한 대출을 기피하게 된다. 기업의 전체적인 위험관리 측면에서 경영위험이 클수록 부채비율을 낮추기 위하여 자본구조를 재조정하며, 이때 신규 부채 조달에 따른 자본재 구성비는 높아진다. 따라서 영업위험이 클수록 자본재 구성비를 줄이기 위해 부채비율을 낮추게 된다(김동희 · 정성장, 1998).

가설 2 : 영업위험이 크면 부채비율이 낮다.

3) 자산의 구성형태 (tangible assets)

기업이 소유하고 있는 자산의 구성형태가 부채비율에 영향을 미칠 수 있다. 전체 자산에서 비유동자산이 차지하는 비중이 높다는 것은 담보로 제공할 수 있는 자산의 규모가 상대적으로 크다는 것이다. 기업이 비유동자산을 상대적으로 많이 보유하고 있는 경우 담보가치를 크게 하여 외부 투자자의 대리인 비용을 낮추게 되어 부채를 통한 자금조달이 증가할 수 있다. 반면에, 비유동자산이 적어 담보부채가 적은 기업은 정보의 비대칭으로 인해 발생하는 경영자의 낭비적인 지출을 감시하기 어렵다. 이 경우 기업은 부채비율을 높여 채권소유자나 금융기관과 같은 채권자의 감시를 통해 대리인비용을 줄이게 될 것이다. 따라서 비유동자산이 작아도 부채비

율이 높아질 수 있다(Grossman and Hart, 1992).

가설 3 : 비유동자산비율이 높으면 부채비율이 높다.

4) 비부채 감세효과(non-debt tax shields)

기업이 부채를 사용함으로써 인해 지불하는 이자비용은 법인세 과세 대상에서 제외된다. 이자비용의 이러한 감세효과는 부채 이용을 합리화시켜 결과적으로 기업이 보다 많은 부채를 사용하도록 촉진한다. 부채에 대한 이자지급을 고려하지 않더라도 비현금비용 항목의 감세효과로 인해 최적 자본구조의 존재가 가능하게 된다. 비현금비용 항목이 적은 기업일수록 보다 많은 부채를 사용하는 경향이 있으며, 비현금비용 항목이 많은 기업일수록 부채로 인한 세금공제효과의 필요성이 감소된다(정경수, 1993).

DeAngelo and Masulis(1980)는 기업의 감가상각(depreciation), 투자세액공제(investment tax credit) 등과 같은 비현금비용 항목은 이자의 감세효과에 대한 대체적인 수단으로 사용될 수 있다고 제시하였다. 비현금비용 항목이 적은 기업은 부채 활용을 선호하고 비현금비용 항목이 큰 기업은 부채 활용에 소극적이라는 것이다. 손승태 · 이윤구(2007)는 비부채 감세수단을 가진 기업은 부채의 세금감면효과를 이용하려는 유인이 감소하며, 비부채 감세수단을 가진 기업은 담보자산을 가지고 있어 부채 자금조달을 용이하게 한다고 주장하고 있다.

가설 4 : 비부채 감세효과가 크면 부채비율이 낮다.

5) 성장기회 (growth opportunity)

기업이 투자액의 일부를 부채로 조달함에 따라 주주들은 수익성 있는 투자안을 포기하는 유인이 커지게 되고, 그 결과 채권자의 부가 주주에게 이전될 가능성이 있게 된다. 이러한 투자안의 포기 유인은 부채의 증가와 함께 커지게 되며 성장 기업에 속한 기업일수록 커지게 된

다. 이영수 외(2007)는 부채를 발행한 기업의 경우 경영자는 채권자의 부를 주주에게 이전하고자 하며, 과소투자문제와 자산대체문제를 감소시키기 위해 성장기회가 높을수록 기업은 부채를 적게 사용하고자 하며, 자기자본으로 자본을 조달하려고 한다고 하였다. 이는 수익성이 높은 사업에 대해 부채의 대리인 비용이 커질 것이라 예상되어 상대적으로 부채에 의한 자금조달 대신 자기자본을 늘리는 것이라 설명할 수 있다. 이종화 · 이영수(1999)는 수익성이 높은 사업에 대해 선택 가능성이 높은 성장 기업일수록 부채의 대리인 비용이 커질 것이므로 부채에 의한 자금조달을 줄이는 대신 자기자본을 늘릴 것이며, 기대 성장률이 높을수록 부채 수준은 낮아질 것이라 하였다.

가설 5 : 성장기회가 크면 부채비율이 낮다.

6) 수익성 (profitability)

Myers와 Majluf(1984)의 자금조달 순위이론에 따르면, 정보비대칭이 존재하는 경우에 기업 경영자들은 투자자금을 조달할 때 외부금융보다 내부금융을 우선적으로 활용한다. 왜냐하면, 외부금융을 활용하게 되면 발행비용(issue costs)이 발생할 뿐만 아니라, 투자성과(+NPV)의 일부를 채권자 혹은 신주주와 나누어 가져야 하기 때문이다. 만약, 내부자금이 부족하여 어쩔 수 없이 외부금융으로 투자 소요자금을 조달해야 할 경우에도 신주 발행보다는 부채를, 보통주보다는 우선주를 더 선호하게 된다.

이러한 자본조달 순위이론에 의하면, 기업의 수익성이 좋아질수록 내부 유보이익의 확보가 용이해져 내부자금만으로 신규투자 소요자본을 충당할 수 있게 되므로 부채 발행을 줄일 수 있게 된다. 따라서, 기업의 수익성이 높으면 부채 비율은 낮아진다.

가설 6 : 수익성이 높으면 부채비율은 낮아진다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 연구표본

본 연구에서는 한국신용평가정보(주)(이하 “한신평정”)의 데이터베이스의 자료를 이용하여 1992년부터 2007년까지 총 16년간 외감법(“주식회사 외부감사에 관한 법률”)에 의거, 공인회계사로부터 외부감사를 받은 기업들을 대상으로 한다. 그 대상을 8차 개정 한국표준 산업분류에 따라 제조업(D0000), 수산업(B0510, B0520)과 보관 및 창고업(I6302)으로 하였으며, “보관 및 창고업”은 수산 냉동 창고를 따로 구분하여 선별하였다. 이에 따라 분석대상은 제조업 86,182개, 수산업은 1,040개이다. 본 연구에서는 연도별로 단면 자료수가 서로 다른 불균형 패널(unbalanced panel) 자료를 사용하였다. 이러한 방법은 일정한 기간 동안 제조업이나 수산업에 포함된 모든 기업의 특징을 분석하는 데 유용할 것이라고 판단되기 때문이다(이종화 · 이영수, 1999).

전체 표본에서 외환위기의 영향을 분석하기 위해 외환위기의 영향을 가장 많이 받은 1997년과 1998년 2개년을 제외하고 1992년에서 1996년까지 5개년과 1999년부터 2007년까지 9개년을 각각 다른 표본으로 구성하였다. 1997년과 1998년 2개년을 제외한 것은 외환위기 이후 금융시장이 혼란했던 상황을 분석에서 배제하기 위함이며, 2007년까지 분석기간을 한정된 것은 금융위기의 영향을 배제하기 위함이다.

<표 1>과 <그림 1>은 연구대상 기간인 1992년에서 2007년까지 우리나라 제조업과 수산업에 종사하는 기업의 부채비율이 산업별로 어떻게 변화하고 있는지를 각각 표와 그림으로 나타낸 것이다. 본 연구에서 부채비율(debt ratio)은 장부 가치로 측정된 부채와 자기자본의 평가액을 이용하여 다음 식 (1)과 같이 정의한다.

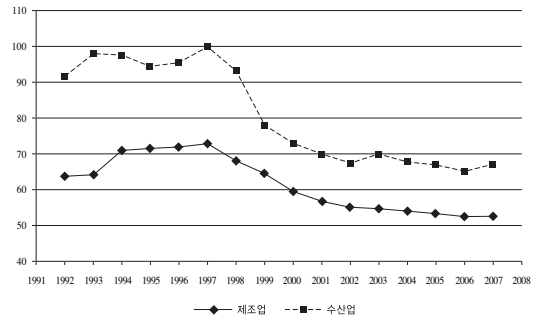
$$\text{부채비율}(\%) = \frac{\text{부채}}{\text{총자본}(=\text{자기자본}+\text{부채})} \times 100 \quad (1)$$

〈표 1〉 업종별 부채비율의 연도별 변화 추이

연도	제조업		수산업	
	표본기업 수	부채비율 (%)	표본기업 수	부채비율 (%)
1992	1,580	63.6	51	91.5
1993	1,685	64.1	49	98.2
1994	1,972	70.7	45	97.6
1995	2,203	71.0	51	94.7
1996	2,592	71.3	53	95.3
1997	3,181	72.8	59	99.9
1998	3,517	68.1	57	93.1
1999	4,155	64.4	62	78.1
2000	6,069	59.3	72	72.9
2001	7,189	56.6	72	69.9
2002	7,765	54.9	81	67.3
2003	8,221	54.4	76	69.6
2004	8,542	53.8	81	67.7
2005	8,866	53.0	78	66.9
2006	9,167	52.6	77	65.0
2007	9,478	52.4	76	67.0

〈표 1〉을 보면, 제조업의 부채비율은 1992년의 63.6%에서 외환위기가 발생한 1997년에는 72.8%까지 계속 증가하다가 이듬해인 1998년부터 68.1%로 감소하기 시작하여 2007년에는 52.4%로 급감하는 경향을 보여주고 있다. 한편, 수산업의 부채비율도 제조업과 매우 유사한 패턴을 보여주고 있다. 즉 수산기업의 부채비율은 1992년의 91.5%에서 외환위기의 시작 시점인 1997년까지 99.9%까지 증가하였다가 이후 2007년에는 67.0%까지 하락하였다. 이와 같이, 우리나라 제조업과 수산업에 종사하는 기업의 부채비율은 지난 15년간 매우 유사한 변화 추이를 보여주고 있다.

〈그림 1〉이 보여주고 있는 바와 같이, 수산 기업은 제조 기업에 비해 전 기간에 걸쳐 부채비율이 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있음을 알 수 있다. 특히, 1992년부터 외환위기가 발생한 다음 해인 1998년까지 수산기업의 부채비율이 90%를 초과했다는 사실은 이 기간 동안 과도한 차입에만 의존하였던 수산기업의 부실한 자금조달 실태를 명확히 증명해 주고 있다. 그러나 외환위기를 극복하는 과정에서 정부가 은행 등



〈그림 1〉 연도별 수산기업과 제조기업의 부채비율 추이 비교

금융기관을 통해 적극적으로 추진한 우리나라 기업의 자본구조 선진화 정책이 효과를 보게 됨에 따라 외환위기 이후 제조 기업뿐만 아니라 수산기업의 부채비율도 급격히 줄어드는 현상을 관찰할 수 있다.

결과적으로, 수산기업의 부채비율은 외환위기 이전에는 99.9%의 수준에서 위기 이후에는 65% 수준까지 하락하는 경향을 보이고 있다. 다른 어떤 업종에 비해서도 경영위험이 높은 수산업의 특성을 감안할 때, 부채의 과도한 사용으로 인한 재무위험의 증가는 경영의 안정성을 위협할 수 있기 때문에, 수산기업의 부채비율 감소는 적절한 자본조달 정책의 변화로 평가할 수 있다.

2. 연구모형의 설정

본 절에서는 앞에서 제시한 자본구조 결정요인에 기초한 이론을 통해 수산기업의 자본구조의 특징을 결정짓는 요인을 분석한다. 본 연구의 실증분석에서는 제조기업 및 수산기업의 부채비율을 여러 해에 걸쳐 관측한 패널자료를 사용하여 다음 식 (2)와 같은 다중선형회귀방정식을 설정할 수 있다.

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}, \quad i=1, 2, \dots, N, t=1, 2, \dots, T \quad (2)$$

식 (2)에서 Y_{it} 는 N개의 횡단면자료와 T개의 시계열자료가 결합된 종속변수이며, X_{kit} 역시 N

개의 횡단면자료와 T개의 시계열자료가 결합한 설명변수이다. $\alpha_i(i=1, 2, \dots, N)$ 은 상수항이며, ε_{it} 는 평균 0, 분산이 σ_{ε}^2 인 임의오차로 가정한다. 위의 식은 통상적으로 최소자승법(OLS)으로 추정할 수 있다. 식 (2)에서 상수항 $\alpha_i(i=1, 2, \dots, N)$ 은 어떻게 가정하는가에 따라 회귀계수의 추정방법은 달라진다. 만약 상수항 α_i 가 고정된 상수라고 하면 위의 회귀모형 식 (2)는 고정효과모형(fixed effect model)으로 분석할 수 있다. 즉 $\alpha_i(i=1, 2, \dots, N)$ 은 특정 대상의 특성(entity-specific intercepts)을 나타내는 절편 값으로 인식할 수 있는 경우에는 회귀모형 식 (2)는 고정효과모형으로 추정할 수 있다. 반면에, α_i 가 고정된 상수가 아니라 임의의 확률변수라면 $\alpha_i = \bar{\alpha}_i + \mu_i$ 가 성립한다.

이러한 가정 하에 위의 회귀모형 식을 일반화 최소자승법(GLS; generalized least squares)으로 추정하는 것을 임의효과모형(random effect model)이라 한다. 임의효과모형에서 GLS 추정량은 일관성과 효율성을 갖는다는 점에서 고정효과모형보다 우월하다고 할 수 있으나, 이는 μ_i 가 독립변수 X_i 와 상호 독립적이라는 가정 하에 추정할 수 있는 것으로, 만약 이러한 가정이 성립하지 않는다면 생략변수 문제로 인하여 모형 식별오차 문제가 발생할 수 있다.

본 연구에서는 이러한 문제를 해결하기 위하여 고정효과모형과 임의효과모형을 이용하여 각각 회귀계수를 추정한 다음 Hausman 검정 방법을 사용하여 μ_i 와 독립변수 X_i 간의 상관관계를 검정하였다. 검정 결과, 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났다. 즉, 임의효과모형에서 μ_i 와 독립변수 X_i 의 상호 독립성을 가정할 수 없으므로 본 연구에서는 임의효과모형보다는 고정효과모형을 이용한다. 따라서 본 연구의 실증 분석에 사용된 자

본구조 결정요인에 대한 회귀모형 식은 다음 식 (3)과 같이 설정한 고정효과모형을 이용한다.

$$Lev_{it} = \alpha_i + \beta_1 LSIZE_{it} + \beta_2 RISK_{it} + \beta_3 FIXED_{it} + \beta_4 NTD_{it} + \beta_5 SGR_{it} + \beta_6 PROFIT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

식 (3)에서 종속변수로는 부채비율(Lev)을 사용하며, 부채비율은 부채/총자산으로 측정한다. 본 연구에서는 이런 방식으로 측정한 부채비율이 0보다 크고 1보다 작은 기업만을 표본으로 선정한다. 그리고 설명변수에는 기업규모(LSIZE), 영업위험(RISK), 비 유동자산비율(FIXED), 비부채 감세효과(NTD), 매출액성장률(SGR), 수익성(PROFIT), 연도 터미 등을 선정한다. 기업규모(LSIZE)는 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정한다. 영업위험(RISK)은 해당 연도를 포함한 이전 3개년의 영업이익의 표준편차로 측정한다. 비유동자산자산비율(FIXED)은 비 유동자산을 총자산으로 나눈 비율을 사용한다. 비부채 감세효과(NTD)³⁾는 Titman and Wessels(1988)이 정의한 NDT(non-debt tax shield)를 이용한다. NDT는 비부채 법인세 절감액으로 다음 식 (4)와 같이 정의하며, 이를 이용하여 비부채 절감효과는 NDT를 총자산으로 나눈 값으로 측정한다.

$$NTD = \text{영업이익} - \text{이자비용} - \text{법인세액/평균법인세율} \quad (4)$$

여기서 우리나라의 최고 법인세율은 25%이나, 본 연구에서는 유효 평균법인세율로 17.01%를 적용한다(위평량 · 채이배, 2010). 성장기회(growth opportunity)를 나타내는 대체변수로는 위정범(1999)과 Titman and Wessels(1988)의 연구에서 사용한 매출액성장률을 사용한다. 수익성은 현금흐름을 고려하기 위하여 영업이익과 감가상각을 합한 금액을 총자산으로 나눈 값으

3) 비부채 감세효과는 부채와 관련이 없는 감세효과를 말하는 것으로 투자관련 감세효과 (investment-related tax shield)라고도 하며 감가상각비와 각종 투자세액공제 등이 있다. 비부채 감세수단이 많은 기업, 즉 감가상각비 및 투자세액 등이 많은 기업의 경우는 부채 감세효과를 잃을 가능성이 있기 때문에 부채를 적게 조달하고 주식을 발행하려고 하는 유인이 있을 수 있다(전규안, 2004).

〈표 2〉 변수의 정의와 측정 방법

구분	변수명	측정 방법
종속변수	부채비율(Lev)	부채/총자산×100
설명변수	기업규모(LSIZE) 영업위험(RISK) 비 유동자산비율(FIXED) 비부채 감세효과(NTD) 매출액성장률(SGR) 수익성(PROFIT) 연도별 터미변수(YEAR)	log(총자산) 과거 3년간의 영업이익의 표준편차 비 유동자산/총자산×100 (영업이익-이자비용-법인세액/평균법인세율)/총자산×100 (당기매출액-전기매출액)/전기매출액×100 (영업이익+감가상각)/총자산×100 1992~1996, 1999~2007 기간에 적용

로 측정하며, 연도는 가변수로 정의한다. 〈표 2〉는 지금까지 설명한 변수의 정의와 측정 방법을 요약 정리한 것이다. 본 연구의 가설 검증을 위해 통계 소프트웨어로서 STAT 8.0을 이용한다.

IV. 실증분석

앞 절에서 설정한 모형을 이용하여 수산기업과 제조업에 대한 자본구조 결정요인을 실증 분석하였다. 분석은 외환위기 기간인 1997년과 1998년 두 개 연도를 제외한 1992~2007년의 전체기간과 외환위기 전후 기간으로 1992~1996년과 1999~2007년의 두 기간으로 구분하여 기간별 차이를 분석한다. 다음 〈표 3〉은 업종별 및 기간별 회귀분석 결과를 제시한 것이다.

〈표 3〉의 분석 결과를 살펴보면, 기업규모(LSIZE)는 제조업과 수산업 모두 전체 기간과 외환위기 이후에서 총부채비율과 음(-)의 상관관계가 있었으며 〈가설 1〉을 지지한다. 이러한 결과는 외환위기 이후 직접금융시장을 통한 자금조달의 용이함과 내부자금의 증가 등 자금조달 형태의 변화 등이 작용한 것으로 보이며(이영수 외, 2007), 기업규모가 클수록 외부투자자들의 정보비대칭성으로 발생하는 문제가 작아지기 때문에 금융시장보다는 증권시장에서 주식 등을 통해 자금을 조달하는 것이 용이해져 부채비율이 낮아진 것으로 보인다(Guedes and Opler, 1996; 정경수, 1993).

영업위험(RISK)은 수산업의 경우, 외환위기

이전에는 부채비율과 양(+)의 상관관을 보이다가 외환위기 이후 음(-)의 상관관을 보이고 있어 외환위기 이후에만 〈가설 2〉를 만족하며, 제조업은 외환위기 이후에만 양(+)의 상관관을 보이고 있다. 이러한 결과는 외환위기 이전에는 수산업의 경우 수계에서 이루어지는 생산 활동의 특성상 미래 생산의 불규칙성이 미래의 영업이익의 불확실성으로 이어지게 된다. 따라서 경영자는 이러한 경영위험에도 불구하고 어선시설에 대한 투자지출을 하지 않을 수 없어 부채를 늘릴 수밖에 없는 수산업의 특수성을 보여주고 있다(강석규, 2001). 하지만 외환위기 이후에는 금융정책의 변화에 따라 금융기관은 영세한 업체나 상환능력이 떨어지는 기업에 대해 대출을 꺼려하는 것으로 판단된다. 제조업의 경우 외환위기 이전에는 유의한 상관관계는 없으나 영업위험과 부채비율은 음(-)의 상관관계를 보여 〈가설 2〉와 같았으며, 외환위기 이후에는 양(+)의 상관관을 보이고 있다. 이러한 결과는 위험이 클수록 타인자본조달이 증가한다는 선행연구(Kim and Sorensen, 1986)와 외환위기 이후 상대적으로 타인자본비율보다 영업위험의 정도가 증대한 것으로 제조업에서도 그러한 현상이 나타나고 있음을 알 수 있다(이영수 외, 2007).

비 유동자산비율(FIXED)은 수산업과 제조업 모두 전체기간과 외환위기 이후에는 부채비율과 양(+)의 상관관계가 있어 〈가설 3〉을 지지한다. 하지만 제조업에서 외환위기 이전 음(-)의 상관관계가 있었다. 이러한 결과는 국내 금융기

〈표 3〉 부채비율 결정요인 추정결과

	수산업			제조업		
	전체기간	92-96	99-07	전체기간	92-96	99-07
Intercept	404.29*** (30.54)	229.87** (95.76)	255.17*** (33.71)	146.62*** (1.99)	70.95*** (7.52)	88.98*** (1.98)
LSIZE	-20.81*** (1.82)	-8.58 (5.77)	-11.43*** (2.01)	-5.30*** (0.12)	0.54 (0.43)	-2.02*** (0.11)
RISK	-0.21 (0.26)	1.06** (0.4)	-0.6** (0.26)	0.19*** (0.03)	-0.04 (0.06)	0.24*** (0.02)
FIXED	0.45*** (0.07)	0.18 (0.18)	0.22** (0.07)	0.13*** (0.01)	-0.13*** (0.02)	0.16*** (0.01)
NTD	-0.28* (0.12)	0.72*** (0.18)	-0.63*** (0.13)	-0.08*** (0.01)	-0.12*** (0.02)	-0.08*** (0.01)
SGR	0.01 (0.01)	0.01 (0.01)	0.00 (0.01)	0.02*** (0.00)	0.01*** (0.00)	0.02*** (0.00)
PROFIT	-0.17 (0.22)	-1.38*** (0.31)	0.39 (0.24)	-0.14*** (0.02)	-0.18*** (0.04)	-0.20*** (0.02)
R ²	0.241	0.288	0.189	0.073	0.067	0.059
Hausman 검정 $\chi^2(6)$	1169.72	63.11	108.99	912.99	207.21	853.47
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

주 : 회귀계수(표준오차)

*** : p<0.001, ** : p<0.01, * : p<0.05, + : p<0.1

기간1 : 1992~1996년

기간2 : 1999~2007년

LR : 총부채/총자산*100

LSIZE(기업규모) : log(총자산)

RISK(영업위험) : PROFIT의 과거 3개년간 표준편차

FIXED(비유동자산비율) : 비 유동자산/총자산*100

NTD(비부채감세효과) : (영업이익 - 이자비용 - 법인세액/평균법인세율)/총자산*100

SGR(매출액성장율) : (당기매출액 - 전기매출액)/전기매출액*100

PROFIT(수익성) : (영업이익 + 감가상각)/총자산*100

관들의 담보대출 관행으로 인해 기업의 담보자산가치는 기업의 차입능력으로 결정하는 주요인인으로 볼 수 있으며 결국 기업이 비유동자산을 많이 보유할수록 부채비율이 높아질 것으로 예측된다(강형철, 2002). 수산업의 경우 담보력이 약한 영세기업이 많아 이러한 담보위주의 자금 대출을 신용위주의 담보대출로 바뀌어야 함을 보여주며, 정경수(1993)의 연구에서도 자산의 구성형태는 총부채비율과 양(+)의 관계가 있다고 제시하였다.

제조업의 경우 외환위기 이전에는 음(-)의 상관관을 보이다가 외환위기 이후 양(+)의 상관관을 보이고 있는데, 이러한 결과는 기존 연구에서

도 나타나고 있으며, 외환위기 이전에는 비유동자산이 담보가치로서 역할을 한다기보다는 기업의 파산 확률을 높이는 영업레버리지로서의 역할을 하고 있다(이종화 · 이영수, 1999). 이영수 외(2007)은 기존에 정보비대칭성으로 인해 담보부대출 등을 통한 제 3기관의 감시기능 확충을 시도했던 기업들이 외환위기 이후 일련의 제도 정비 및 투명화를 통해 감시기능을 거부하고 순수한 기업가치 확대를 통해 자산증대를 한다고 추정하였다.

비부채감세효과(NTD)는 수산업에서 전체기간과 외환위기 이후, 제조업에서는 기간에 관계없이 부채비율과 음(-)의 상관관계가 있으며

〈표 4〉 가설 및 추정결과

가설	예상 방향	연구결과					
		수산업			제조업		
		전체	기간1	기간2	전체	기간1	기간2
기업규모	+	-	n.s	-	-	n.s	-
영업위험	-	n.s	+	-	+	n.s	n.s
비유동자산비율	+	+	n.s	+	+	-	+
비부채 감세효과	-	-	+	-	-	-	-
성장기회	-	n.s	n.s	n.s	+	+	+
수익성	-	n.s	-	n.s	-	-	-

n.s: 유의수준 5%에서 유의하지 않음

〈가설 4〉를 지지한다. 이는 감가상각 등 비현금 지출비용이 부채의 세금이득의 필요성을 감소시킴으로 부채비율과 음(-)의 상관관계를 갖는다는 것이다(DeAgelo & Masulis, 1980). 하지만 수산업의 경우 외환위기 이전에는 비부채감세효과와 부채비율은 양(+)의 상관관계를 보이고 있어 가설과 상반된 결과이며, 이는 우리나라 수산기업의 경우 비부채 감세효과가 부채를 적게 사용하도록 유인을 제공하지 못하며 부채를 많이 사용하도록 하는 요인이 되고 있음을 알 수 있다.

매출액 성장률(SGR)은 수산업에서는 유의한 상관관계가 없었으며, 제조업에서 기간에 상관없이 부채비율과 양(+)의 상관관계가 있으나 〈가설 5〉와 상반된 결과이다. 이러한 결과는 매출액성장률이 높은 경우 투자자들에게 기업이 안전하다는 인식을 심어줄 뿐 아니라 성장 가능성이 높다는 인식을 심어줘 외부로부터의 차입을 용이하게 해준다는 것이다. 수익성(PROFIT)은 수산업에서는 외환위기 이전 부채비율과 음(-)의 상관관계가 있었으며, 제조업에서는 기간에 관계없이 총부채비율과 음(-)의 상관관계가 있어 〈가설 6〉을 지지한다. 수익성이 높은 기업일수록 내부유보가 커지므로 소요자금의 상당부분을 내부 자본으로 충당할 수 있어 부채조달의 필요성을 느끼지 않게 되며, 이는 자본조달 순위이론과 일치한다.

IV. 결 론

본 연구는 외환위기 전후 수산기업의 자본구조와 그 결정요인을 분석하였으며, 산업간 비교를 위해 제조업을 분석대상에 추가하였다. 표본 기간은 1992~2007년이며, 이 중 1997년과 1998년은 IMF 외환위기 기간으로 분석에서 제외하였다.

자본구조에 영향을 미치는 결정요인을 제조업과 수산업으로 분류하여 분석한 결과, 외환위기를 전후로 차이가 있었으며, 제조업과 수산업에서도 결정요인의 차이를 보이고 있었다. 분석 결과를 요약하면, 수산업에서는 기업규모가 작고 비유동자산비중이 높으며 비부채감세효과가 낮을 때 부채비율이 높게 나타났다. 제조업에서는 기업규모가 작고 영업위험과 비유동자산비중, 매출액성장율이 높고, 비부채 감세효과와 수익성이 낮으면 기업의 부채비율이 높았다.

또한 외환위기 이전에는 영업위험, 비부채 감세효과, 수익성이 부채비율과 상관관계가 있었으며, 외환위기 이후에는 기업규모, 영업위험, 비유동자산비중, 비부채 감세효과가 부채비율과 상관관계가 있다. 제조업에서는 외환위기 이전에는 비유동자산비중, 비부채 감세효과, 매출액성장률, 수익성이 부채비율과 상관관계가 있었으며, 외환위기 이후에는 기업규모를 비롯한

모든 요인들이 부채비율과 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

이를 종합하면, 수산업의 경우 외환위기 이전에는 영업위험, 비부채 감세효과, 수익성이 자본구조의 주요 결정요인이며, 제조업은 비유동자산비중, 비부채 감세효과, 매출액성장성, 수익성이 자본구조의 주요 결정요인이다. 외환위기 이후에는 기업규모, 영업위험, 비유동자산비중, 비부채감세효과가 자본구조의 주요결정요인이며, 제조업의 경우 기업규모를 비롯한 모든 요인들이 자본구조의 주요결정요인이다.

특히 영업위험의 경우 제조업과 수산업에 큰 차이를 보이고 있으며, 외환위기 전후로 반대의 결과를 보이고 있다. 수산업의 경우 외환위기 이전 기업의 상태와 관계없이 타인자본조달이 쉬웠으나, 외환위기 이후에는 금융정책의 변화와 함께 영세하거나 담보가 약한 업체에 대해서는 금융기관에서 대출을 꺼리는 것을 알 수 있다. 이러한 결과를 볼 때 수산업의 경우 자연조건의 제약이 많이 받아 어업경영이 불안정하며 어선 담보력의 취약 및 자금회수의 불확실성으로 제조업이나 기타 산업에 비해 일반금융기관으로부터 금융지원을 받기 어렵다는 것을 알 수 있다. 하지만 제조업의 경우 외환위기 이후 영업위험이 클수록 부채비율은 증가하는 것으로 나타났는데, 이는 이영수 외(2007)의 연구와 Kim & Sorensen(1986)의 연구에서도 같은 결과를 보였다.

비 유동자산비중에 대해, 제조업에서 외환위기 전후로 상반된 결과를 보이고 있으며, 외환위기를 겪은 제조업체들이 순수한 기업가치 확대를 통해 자산 증대를 했기 때문으로 보인다(이영수 외, 2007). 비부채 감세효과에 대해 수산업에서 외환위기 전후로 상반된 결과를 보이고 있으며, 외환위기 이전에는 우리나라 수산 기업이 비부채 감세효과를 이용하지 못해 부채를 많이 사용하고 있으나, 외환위기 이후에는 비부채 감세효과를 이점을 활용한 타인자본조달이 증가

하였음을 알 수 있다.

본 연구는 수산업의 자본구조 결정요인을 분석하고 제조업과의 비교를 통해 자본구조 결정요인의 차이를 알아보았으며, 외환위기 전후의 자본구조 결정요인을 분석·비교했다는 점에서 연구의 의미가 있다. 또한 영업위험이나 비부채 감세효과와 같이 외환위기 전후로 상이한 결과를 보이고 있으며 이는 외환위기 전후로 자본구조의 결정요인을 결정하는 주요 요인임을 알 수 있다. 수산업과 제조업 간 산업의 특성을 반영하는 변수가 다를 수 있으나 이를 연구에 반영하지 못했다는 한계가 존재한다. 향후 연구에서는 수산업을 근해수산업, 원양수산업, 냉동보관업 등 업종 간 차이에 대한 분석이 이루어져야 할 것으로 보인다.

참고문헌

- 강석규, "어업의 자본조달결정, 투자결정과 경영성과", 수산경영론집, 제34권 제1호, 2003, pp.31-44.
- 강석규 · 정형찬, "어선어업 경영체의 재무구조 특성", 수산경영론집, 제28권 제2호, 1997, pp.1-18.
- 강정우 · 홍재범, "금성수산의 성장요인과 김진호 회장의 기업가정신", 한국인적자원관리학회, 제18권 1호, 2011, pp.71-86.
- 강형철, "한국 상장제조기업의 재무구조 결정요인에 관한 실증연구", 사회과학연구, 제7권, 2002, pp.23-37.
- 김동희 · 정성창, "우리나라 상장기업의 자본구조 결정요인에 관한 실증적 연구-동태적 자본구조를 중심으로", 산업경제연구, 제22권 1호, 1998, pp.18-44.
- 김지수 · 김진노, "자본조달 선택 요인에 관한 연구: 시장적시성과 거시 경제 변수의 영향에 대한 분석을 중심으로", 재무관리연구, 제25권 2호, 2008, pp.33-68.
- 선우석호, "한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용", 재무연구, 제3권, 1990, pp.61-80.

- 손승태 · 이윤구, “코스닥 기업의 자본구조 결정요인: 동태적 자본구조 모형을 중심으로”, 재무관리연구, 제24권 1호, 2007, pp. 109 – 147.
- 신동명, “한국제조기업의 재무구조 결정요인에 관한 연구”, 경영학연구, 제21권 1호, 1991, pp.131 – 152.
- 위경범, “한국의 기업환경과 재무구조”, 한국경제연구, 1998, pp.44 – 48.
- 위평량 · 채이배, “상장기업의 실효 법인세율에 관한 분석”, 경제개혁연구소, 2010, pp. 16 – 27.
- 유승훈 · 남현정, “한국 다국적 기업의 자본구조 결정 요인”, 대한경영학회, 20권 6호, 2007, pp. 2777 ~ 2805.
- 윤봉환, “한국 상장기업의 자본구조 결정요인에 대한 장기 분석: 정태적 절충모델과 자본조달순위모델간의 비교”, 경영학연구, 34권 4호, 2005, pp. 973 – 1000.
- 이영수 · 최종일 · 박순찬 · 여규현, “한국 상장기업의 부채구조 연구: IMF 금융위기 전후 비교를 중심으로”, 경상논총, 25권 4호, 2007, pp. 121 – 140.
- 이종화 · 이영수, “한국기업의 부채구조: 재벌기업과 비재벌기업의 비교”, 국제경제연구, 5권 1호, 1999, pp. 91 – 118.
- 전규안, “조세와 자본구조”, 세무학연구, 제21권 3호, 2004, pp. 67 – 96.
- 정경수, “수산기업의 자본조달과 자본구조 결정요인에 관한 연구”, 경영학연구, 22권 2호, 1993, pp. 223 – 268.
- 최선호, “기업의 자본조달 행태 분석을 통한 자본구조이론과 자본조달이론의 재조명”, 재무연구, 3권 1호, 1990, pp. 45 – 60.
- 홍재범 · 이강호 · 박재희, “외환위기 전후 호텔산업의 자본구조와 그 결정요인의 변화”, 관광레저연구, 16권 3호, 2004, pp. 121 – 137.
- DeAngelo, Harry and Ronald W. Masulis, “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation,” *Journal of Financial Economics* 8, 1980, pp. 3 – 29.
- Donalson, G., *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.
- Fama, E. and K. French, “Testing Trade-off and Pecking Order Prediction about Dividends and Debt,” *Review of Financial Studies* 15, 2002, pp. 1 – 33.
- Frank and Goyal, “Testing the Pecking Order of Capital Structure,” *Journal of Business* 58, 2003, pp. 217 – 248.
- Friend, I. and Larry H. P. Lang, “An Empirical Test of the Managerial Self-Interest On Corporate Capital Structure,” *Journal of Finance* June, 1988, pp. 271 – 281.
- Friend, I. and J. Hasbrouk, “Determinants of Capital,” In *Research in Finance*, 1987, 7 Andy Chen, ed. Greenwich, CT: JAI Press, Inc.
- Grossman, S. J. and O. Hart, “Corporate Financial Structure and Managerial Incentives,” NBER Working Paper, 1983, p. 398.
- Guedes, Jose and Tim Opler, “The Determinants of Maturity of Corporate Debt Issues,” *Journal of Finance* 51, 1996, pp. 1809 – 1833..
- Jensen, M. C. and W. E. Meckling, “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp. 305 – 360.
- Kim, W. S., and E. H. Sorensen, “Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 1986, pp. 131 – 144.
- Myers, S., “Determinants of Corporate Borrowings,” *Journal of Financial Economics* 5, 1977, pp. 147 – 175.
- Miller, M. H., “Debt and Taxes,” *Journal of Finance* 32, 1977, pp. 261 – 276.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment,” *American Economic Review* 48, 1958, pp. 261 – 297.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction,” *American Economic Review* 53, 1963,

pp. 433 – 443.

- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor do not Have,” *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp. 187 – 221.
- Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data,” *Journal of Finance* 50, 1995,

pp. 1421 – 1460.

- Shyam – Sunder L. and S. Myers, “Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure,” *Journal of Financial Economics* 45, 1990, pp. 1069 – 1087.
- Titman, S. and R. Wessels, “The Determinants of Capital Structure Choice,” *Journal of Finance* 43, 1988, pp. 1 – 19.