

# 중견기업의 자본구조 결정요인

곽세영  
청주대학교 경상대학 경영학과

## Determinants of Capital Structure of High Potential Enterprises of Korea

Seyoung Guahk  
Dept. of Business Administration  
College of Economics and Business Administration  
Cheongju University

요 약 지금까지 기업의 자본구조에 관한 이론적, 실증적 연구가 무수히 이루어졌지만 중견기업에 관한 연구는 존재하지 않았다. 이 논문은 한국 중견기업의 자본구조를 결정하는 요인이 무엇인가를 실증적으로 탐색하는 연구로서, 2010년부터 2016년까지 한국의 유가증권시장과 코스닥에 상장된 제조업 중견기업을 대상으로 하였다. 부채비율을 종속변수로 하고, 기존연구에서 의미있는 것으로 제시된 변수들 중에서 이용이 가능한 수익성, 기업규모, 자산의 유형성, 비부채성 세금절감을 독립변수로 선정하여 회귀분석을 시행한 결과, 회귀계수들의 유의성이 대체로 높게 나타났다. 제조업 중견기업 표본을 전체산업과 10개의 산업별로 구분하여 분석한 결과 설명변수들 중에서 기업의 수익성이 증가함에 따라 부채비율도 증가하는 뚜렷한 결과를 얻었으며, 유형자산이 증가함에 따라 기업의 레버리지도 대체로 증가했으며, 기업의 비부채성세금절감액이 증가할수록 예상과 달리 부채비율은 전체적으로 증가하는 것으로 나타났다.

주제어 : 중견기업, 자본구조, 자본조달, 부채비율, 레버리지

**Abstract** Although numerous theoretical and empirical studies on the capital structure have been performed, the studies on the capital structure of the high potential enterprises have not been worked. This paper performed empirical analyses for the first time to find out the determinants of capital structure of the high potential enterprises of Korea using the financial data of the manufacturing high potential enterprises listed on the Korea Exchange and KOSDAQ during 2010~2016. The results of regression analyses with debt ratio as dependent variable and profitability, firm size, asset tangibility and non-debt tax shield as independent variables show that the coefficients were relatively significant. The variables of the profitability and the tangibility were found to have positive relationship with the debt ratio. The non-debt tax shield were found to have in general positive relation with the leverage.

**Key Words** : High Potential Enterprise, Capital Structure, Financing, Debt Ratio, Leverage

\* 이 논문은 2016~2017학년도 청주대학교 경영경제연구소가 지원한 학술연구조성비(특별연구과제)에 의해 연구되었음.

This work was supported by the research grant of Cheongju University (2016.03.01.~2018.2.28.)

Received 23 October 2017, Revised 27 November 2017

Accepted 20 December 2017, Published 28 December 2017

Corresponding Author: Seyoung Guahk

(Dept. of Business Administration, Cheongju University)

Email: skwack@empal.com

ISSN: 1738-1916

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

## 1. 서론

최근 중견기업에 대한 관심이 증대되고 있다. 중견기업은 규모에 있어서 대기업과 중소기업의 사이에 속하는 기업을 말한다. 과거에는 대기업에 대비되는 개념으로 중소기업의 중요성을 강조하여 왔는데 그 이유는 중소기업 사업체의 수가 많고 종업원의 숫자가 크기 때문이다 [1]. 이에 대해 중견기업은 숫자는 중소기업보다 많지는 않더라도 규모가 크기 때문에 사회와 국가에 미치는 영향이 크다고 할 수 있다. 그리하여 1992년 중견기업들의 모임인 한국경제인동우회가 만들어졌고 6년 후인 1998년에 한국중견기업연합회로 개명되어 지금까지 이어져오고 있으며 2014년에는 중견기업법이 제정되었다.

중소기업, 중견기업 그리고 대기업이 기업경영에 있어서 큰 차이가 없을 것으로 생각되지만, 자본구조에 있어서는 꽤 다를 것으로 생각할 수 있다. 중소기업은 기업규모가 작고 인지도가 낮기 때문에 주식이나 채권을 발행하여 자본을 조달하는 일이 대기업이나 중견기업에 비해 어려운 것이 현실이다. 예를 들어 중소기업이 타인자본을 이용하는 경우에는 회사채 발행보다는 대부분 금융기관으로부터 차입하게 된다. 중소기업이 신주를 발행하여 필요한 자본을 조달하는 것도 쉽지 않은데, 그 이유는 신주의 발행비용이 크고, 발행된 신주로 인하여 대주주의 지분이 작아져서 최대주주 지위를 상실할 위험이 있기 때문이다.

중견기업은 규모에 있어서 중소기업보다 크기 때문에 자본조달 수단의 선택폭이 중소기업보다 확대될 수 있다. 대기업이나 중소기업의 자본구조를 실증적으로 분석한 연구들은 많았으나 중견기업을 대상으로 한 논문은 찾아보기 어려운 실정이다. 이에 본 연구는 재무이론을 바탕으로 하여 최초로 한국 중견기업의 자본구조를 결정하는 요인이 무엇인지 탐색한다.

## 2. 자본구조 이론

기업의 자기자본은 주로 보통주를 발행하여 조달한 금액과 함께 우선주와 이익잉여금을 포함하며, 타인자본은 회사채를 발행하여 조달한 금액과 차입금을 포함하는 자본이다.

자본조달 수단으로서 자기자본과 타인자본은 각각 장점과 단점을 가지고 있으며, 이들의 구성을 어떻게 하면 기업가치를 최대로 할 수 있는가를 탐구하는 최적자본구조이론은 오랫동안 연구되어 왔다.

Modigliani와 Miller가 완전자본시장을 전제로 자본구조 무관론이론을 1958년에 발표한 이후 많은 연구들이 진행되어 왔다[2]. 법인세를 고려한 Miller와 Modigliani의 연구는 자기자본으로 조달한 금액에 대해서는 적용되지 않는 법인세 절감효과가 타인자본에 대해서는 적용되기 때문에 가능한 한 부채비율을 높게 유지하는 것이 유리하다고 결론을 내리고 있다[3].

그러나 부채를 과다하게 이용하면 부도위험이 증가하여 비용이 상승하게 되는 재무적 곤경비용 효과도 고려해야 한다[4,5]. 그러므로 부채사용으로 인한 법인세 절감효과와 재무적 곤경비용이 증가하는 것이 서로 상충작용을 하게 된다.

주인과 대리인 사이의 이해관계의 충돌로 인한 대리비용의 관점에서 자본구조를 분석하는 노력도 증가하였다. 타인자본의 제공자가 대리인인 경영자 또는 주주에게 자본을 제공하면, 이들 사이에 대리관계가 형성되어 부채의 대리비용이 발생하게 되며 타인자본의 비중이 증가할수록 부채의 대리비용은 커지게 된다. 한편, 기업경영에 직접 참여하지 않는 외부주주들이 전문경영자 또는 소유경영자에게 자본을 제공함에 따라 대리관계가 형성되어 자기자본의 대리비용이 발생하는데, 이는 외부 자기자본이 증가할수록 커지게 된다[6,7].

정보비대칭의 관점에서 기업의 자본구조를 분석하기도 하였는데, 기업의 부채사용이 기업의 외부인들이 잘 알지 못하는 기업에 대한 정보를 효과적으로 알리는 신호작용을 한다는 것이다. 즉, 기업이 부채비율을 증가시키는 것은 기업의 상황이나 전망이 양호하다는 시그널로 해석된다는 것이다[8]. 한편, 정보비대칭 개념을 이용하여 기업의 자본조달행태를 분석한 자본조달순서이론은 기업이 제일 먼저 내부금융을 이용하고, 다음에 부채발행 그리고 마지막 수단으로 주식발행을 이용한다고 주장한다[9].

## 3. 연구모형

종속변수인 부채비율(DR)은 총부채를 총자산으로 나누는 것으로 사용한다. 수익성(Profit)과 부채비율 사이의 관계에 대한 연구들은 상반된 결과를 예상하고 있다. 세금을 중심으로 한 모형들은 기업의 수익성이 높을수록 세금절약을 위해 부채를 더 사용할 것으로 예측한 반면, 자본조달순서이론은 신주발행보다 부채를 먼저 사용할 것으로 예상하기 때문에 수익성과 부채비율은 음(-)의 관계를 보일 것으로 판단한다. 한편 정보비대칭이론에 의하면 기업의 내부자와 외부자 사이의 정보비대칭이 존재할 경우에 부채비율이 신호수단으로 사용될 수가 있다. 즉, 기업의 수익성이 높다는 것은 기업의 상태가 양호한 것으로 생각할 수 있으며 이러한 정보를 외부인들에게 전달하는 수단으로 부채비율이 사용되기 때문에 부채비율과 수익성 변수는 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 본 연구에서 수익성(Profit)은 영업이익을 총자산으로 나누는 것으로 사용한다.

대기업은 채권발행에서 규모의 경제를 누릴 수 있고 채권자들과의 협상에서 우위를 점할 수 있기 때문에 채권과 주식의 발행비용은 기업규모(Size)와 음(-)의 관계를 가지게 된다. 한편 기업규모가 클수록 부도가능성은 작아지고 부채사용은 증가할 것이므로 기업규모와 부채비율은 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 한편 정보비대칭이론의 관점에서 보면 기업의 규모가 클수록 정보비대칭이 작아지기 때문에 부채보다는 자기자본의 이용이 증가할 것이므로 부채비율과 규모는 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 본 연구에서는 기업규모(Size)로 매출액에 대해 자연대수(natural log)를 취한 것을 사용한다.

자산의 유형성(Tang)은 유형고정자산을 총자산으로 나누어 사용했으며, 유형자산은 기업의 담보능력의 하나라고 생각되며 또한 부채의 대리비용을 감소시키기 때문에 부채비율과 양(+)의 관계를 보일 것으로 예상된다. 한편 정보비대칭이론에 의하면 유형자산이 증가할수록 정보비대칭의 정도가 약해지기 때문에 자기자본의 이용이 증가할 것이며 부채비율과 유형성은 음(-)의 관계가 예상된다.

비부채성세금절감(NDTS)은 감가상각비와 무형자산상각비의 합계액으로 계산하였으며 이 항목은 부채사용의 이점을 감소시키기 때문에 부채비율과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 본 연구를 위한 회귀모형은 아

래와 같다;

$$DR = \alpha + \beta_1 Profit + \beta_2 Size + \beta_3 Tang + \beta_4 NDTS + \varepsilon$$

여기서, DR : 부채비율 (=총부채/총자산)

Profit : 수익성 (=영업이익/총자산)

Size : 기업규모 [=ln(매출액)]

Tang : 자산 유형성 (=유형고정자산/총자산)

NDTS : 비부채성 세금절감 [(감가상각비+무형자산상각비)/총자산]

$\alpha$ : 절편

$\beta$ : 회귀계수

$\varepsilon$ : 오차

#### 4. 실증분석

##### 4.1 자료

유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 제조업 중에서 중견기업의 조건을 충족시키는 기업들을 표본으로 선택하였다. 상시근로자 수 300명 이상이면서 자본금 80억원 이상인 기업을 중견기업으로 판단하였으며 자산이 5조원 이상이면 대기업으로 분류하여 제외하였다. 이 기준에 의해 2010년부터 2016년까지 중견기업으로 선정된 기업은 607개 기업이었다.

##### 4.2 기술통계량과 상관계수

총부채를 총자산에 대한 총부채의 비율인 부채비율(DR)의 평균은 48.97%이었으며 수익성(Profit)은 4.45%, 기업규모(Size)는 26.66, 유형자산(Tang)은 3.67%, 비부채성세금절감(NDTS)은 1.9%이었다.

<Table 1> Descriptive Statistics of Variables

Variable	mean	Std. Dev.	min.	max.
DR	0.4897	0.2412	0.01	3.71
Profit	0.0445	0.0788	-0.96	0.55
Size	26.6642	0.9978	23.64	31.62
Tang	0.3669	0.1748	0.00	0.92
NDTS	0.0190	0.0285	0.00	0.40

설명변수들 사이의 상관계수들은 비교적 낮은 것으로 나타났다. 상관관계가 가장 큰 것이 수익성(Profit)과 비부채성세금절감(NDTS)의 관계로 -0.247이었다.

<Table 2> Correlation Coefficients

	DR	Profit	Size	Tang	NDTS
DR	1				
Profit	-0.36**	1			
Size	-0.02	0.05**	1		
Tang	-0.19**	-0.14**	0.01	1	
NDTS	0.20**	-0.24**	-0.06*	-0.04	1

### 4.3 회귀분석결과

중견기업의 자본구조를 결정하는 요인들을 확인하기 위해 제조업 전체와 함께 10개의 산업별로 구분하여 회귀분석한 결과가 <Table 3-1>과 <Table 3-2>에 제시되어 있다.

수익성(Profit)은 전체산업과 10개의 산업 모두에서 일관성 있게 유의적인 음(-)의 계수를 나타냈으며 이는 기존의 대부분의 연구와 일치하는 결과로서 자본조달순서이론을 지지하는 것으로 해석된다.

기업규모(Size)는 혼합된 결과를 나타냈는데, 전체적으로는 부호는 양(+)이지만 통계적 유의성은 없었으며 석유화학산업과 기계산업에서는 유의적인 양(+)을, 기타 산업에서만 유의적인 음(-)의 부호를 나타냈다.

유형자산(Tang)의 경우에는 전체산업을 포함하여 거의 모든 산업에서 양(+)의 부호이었으나 음식료산업과 섬유복산업에서는 이례적으로 유의적인 음(-)을 나타냈다. 이 결과는 유형자산이 기업의 담보능력으로서의 역할을 하고 있으며 부채의 대리비용을 감소시키는 역할을 하는 것으로 해석된다.

비부채성세금절감(NDTS)은 석유화학산업과, 비금속소재산업, 섬유복산업의 경우에 음(-)의 부호를 보였으나, 비금속소재산업에서만 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 그러나 전체산업과 전기전자산업, 기계산업

<Table 3-1> Regression Analysis Results

Industry \ Variable	All Industry	Electric & Electronic Industry	Petrochemical Industry	Transportation Equipment Manufacturing Industry	Mechanical Industry
Profit	-0.37 (-15.04)***	-0.35 (-6.74)***	-0.36 (-5.83)***	-0.31 (-6.06)***	-0.31 (-4.26)***
Size	0.003 (0.12)	-	0.18 (3.03)***	0.05 (1.19)	0.15 (2.21)**
Tang	0.18 (7.92)***	0.08 (1.67)*	0.28 (4.98)***	0.46 (8.97)***	0.26 (3.67)***
NDTS	0.12 (5.08)***	0.30 (5.78)***	-0.10 (-1.71)*	0.07 (1.50)	0.19 (2.80)***
Adj.R <sup>2</sup>	0.226	0.293	0.212	0.382	0.250

<Table 3-2> Regression Analysis Results

Industry \ Variable	Food & Beverage Industry	Nonmetal Material Industry	Textile & Clothes Industry	Steel Industry	Timber, Paper & Publish Industry	Other Industry
Profit	-0.30 (-3.92)***	-0.30 (-2.83)***	-0.44 (-2.44)***	-0.59 (-2.89)***	-0.63 (-3.45)***	-0.36 (-5.62)***
Size	-0.10 (-1.29)	0.09 (0.90)	-0.10 (-0.59)	-0.17 (-1.64)	0.29 (1.72)*	-0.61 (-9.779)***
Tang	-0.26 (-3.42)***	0.14 (1.36)	-0.35 (-2.21)***	0.09 (0.91)	0.29 (2.59)**	0.04 (0.73)
NDTS	0.03 (0.46)	-0.13 (-1.28)	-0.26 (-1.57)	0.10 (0.50)	0.13 (1.15)	0.25 (4.70)***
Adj. R <sup>2</sup>	0.133	0.069	0.126	0.326	0.468	0.962

그리고 기타산업의 경우에는 유의적인 양(+)을 나타냈다. 이 결과는 감가상각비와 같은 비부채성세금절감 항목이 증가하면 부채사용이 감소할 것이라는 예상을 부분적으로만 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

중견기업에 대한 회귀분석의 결과는 전체적으로 회귀계수들의 유의성이 매우 높게 나타났으며 기업의 수익성(Profit)이 증가할수록 부채비율이 감소한다는 기존연구들 대부분과 동일한 결과를 보여주었다[10,11,12,13,14,15,16].

## 5. 결론

최근 증가된 관심을 받고 있는 중견기업은 규모에 있어서 중소기업보다 크기 때문에 자본조달 수단의 선택폭이 중소기업보다 확대될 수 있다. 대기업이나 중소기업의 자본구조를 실증적으로 분석한 연구들은 많았으나 중견기업을 대상으로 한 논문은 찾아보기 어려운 실정이다. 이에 본 논문에서 2010년부터 2016년까지 한국거래소에 상장된 제조업 중견기업의 재무자료를 이용하여 자본구조 결정요인을 탐색하였다.

제조업 중견기업을 전체산업과 함께 10개의 산업별로 구분하여 회귀분석을 시행한 결과 중소기업의 경우에 비하여 회귀계수들의 유의성이 높게 나타났으며 기업의 수익성이 증가함에 따라 부채비율이 감소한다는 결과를 나타냈다.

유형자산이 증가함에 따라 기업의 레버리지가 증가할 것이라는 예상은 몇 개의 산업을 제외하고 전반적으로 맞는 것으로 나타났다. 비부채성세금절감은 부분적으로 예상과 달리 부채비율과 반대의 관계를 나타냈다.

본 연구의 결과에 따르면 중견기업은 수익성, 유형자산 등을 고려하여 자본조달정책을 수립할 필요가 있음을 시사하고 있다.

본 연구는 중견기업의 자본구조에 대한 실증적 연구로는 처음으로 시도되었다는 점에서 의미를 찾을 수가 있으나, 재무제표자료만을 이용하였다는 한계점을 가지고 있다. 앞으로 중견기업의 자본조달에 영향을 미치는 것으로 이자율, 주식시장 상황 등의 요인들을 포함시켜 분석할 필요가 있다.

## ACKNOWLEDGEMENT

This work was supported by the research grant of Cheongju University (2016.03.01.~2018.2.28.)

## REFERENCES

- [1] Seyoung Guahk, "Determinants of Financing Decision of High Potential Enterprises of Korea," *Economics and Business Review*, Vol. 8, No. 1, pp.75-84, 2015.
- [2] F. Modigliani, M. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297, 1958.
- [3] M. Miller, F. Modigliani, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443, 1963.
- [4] N. Baxter, "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, Vol. 22, Issue 3, pp. 395-403, 1967.
- [5] E. Kim, "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity," *Journal of Finance*, Vol. 33, pp. 45-64, 1978.
- [6] M. Jensen, W. Meckling, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* Vol. 3, pp. 305-360, 1976.
- [7] E. F. Fama, M. C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 327-349, 1983.
- [8] S. A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 23-40, 1977.
- [9] S. C. Myers, N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, pp. 187-221, 1984.
- [10] Guihai Huang, Frank M. Song, "The Determinants

- of Capital Structure: Evidence from China,” *China Economic Review*, Vol. 17, pp. 14-36, 2006.
- [11] D. R. Shin, “A Study on the Financial Structure Determinants of Korean Manufacturing Firms,” *Korean Management Review*, Vol. 21, No. 1, pp. 131-151, 1991.
- [12] J. W. Lee, Y. S. Lee, B. Y. Lee, “The Determination of Corporate Debt in Korea,” *Asian Economic Journal*, Vol. 4, No. 4, pp. 333-356, 2000.
- [13] M. S. Shin, H. S. Moon, “Adjustment Speed and Determinants of Capital Structure of Small and Medium Firms,” *Asia Pacific Journal of Small Business*, Vol. 30, No. 1, pp. 117-140, 2008.
- [14] S. T. Son, Y. K. Lee, “Determinants of Capital Structure in KOSDAQ Firms,” *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 24, No. 1, pp. 109-147, 2007.
- [15] S. K. Oh, W. S. Kim, “Growth Opportunity and Capital Structure of Korean Listed Manufacturing Firms,” *Korean Journal of Finance*, Vol. 25, No. 1, pp. 123-160, 2012.
- [16] Yang Zhen Tao, Hee-Jung Park, Ho-Jung Kang, “Determinants on the Capital Structure of Small and Medium Sized Enterprises in China,” *The Journal of Digital Policy & Management*, Vol. 11, No. 11, pp. 191-196, 2013.

곽 세 영(Guahk, Seyoung)



- 1976년 2월 : 청주대학교 경영학과 (경영학사)
- 1984년 8월 : 서울대학교 경영학과 (경영학석사)
- 1993년 5월 : University of Alabama(경영학 박사)
- 1994년 3월 ~ 현재 : 청주대학교 경영학과 교수

- 관심분야 : 재무관리, 증권투자, 행동재무
- E-Mail : [skwack@empal.com](mailto:skwack@empal.com)