

한국상장기업의 所有構造와 資本調達政策에 관한 연구

Corporate Ownership Structure and Financing Decision

임석필* 송영열**

Suk - Pil Lim Young - Yeol Song

目 次

- I. 머리말
- II. 선행연구와 가설
- III. 모형 및 자료
- IV. 실증분석
- V. 맺는말

I. 머리말

企業의 規模가 커지고 복잡해지면서 투자를 위한 資本調達은 외부금융이 필요하게 되었고 管리의 효율을 위해서 專門經營人을 요구하게 되었다. 이러한 상황하에서 기업은 주식이나 사채를 발행하고 기업의 經營權을 專門經營人에게 위임한다. 이처럼 개인 또는 집단이 자신의 이해에 직결되는 의사결정과정을 타인에게 위임할 때 대리인관계(Agency Relationship)가 성립되며, 이때 새로이 등장한 이해관계자들은 각각 자신의 이익을 추구하고 서로 갈등을 싹트게 할 수 있는데, 이런 이해상충문제를 代理人問題(Agency Problem)라고 한다.

따라서 하나의 기업을 성공적으로 조직하고 운영하기 위해서는 구성원들 상호간의 이해의 불일치 및 이로 인한 경제적 손실, 즉 代理人費用을 최소화 할 수 있어야만 한다. 그런데 Jensen-Meckling(1976)의 대리인이론에 의하면 외부주주와 경영자, 채권자와 경영자간의 이해상충관계속에서, 기업을 통제하고 있는 경영자의 지분율이 감소하게 됨에 따라

* 檀國大學校 經營會計學部 教授.

** 韓國綜合研究員 研究委員, 檀國大學校 講師.

個人消費動機와 危險選好動機의 증가로 인하여 代理人費用은 증가하고 기업가치는 감소한다고 주장하고 있다. 또한 경영자의 지분율이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 부채를 통한 자본조달이 代理人費用을 감소시키고, 경영권을 보호하는데 유리하기 때문에 부채발행을 통한 자본조달을 선호한다고 주장하고 있다.¹⁾

하지만 기업의 높은 레버리지는 기업이 재무적 곤경에 처해 있는 경우 수익성이 있는 투자안을 포기하고 위험이 높은 투기적 행위를 하는 파행적인 투자결정을 할 수 있으며, 이와 같은 투자결정을 미리 예측한 外部投資者는 사전적으로 많은 보상을 요구하거나 기업에 대한 자본투자를 회피하려 한다. 그래서 기업의 資本費用은 증가하고 투자가 위축되어 산업발전의 장애요인이 될 수 있다.

특히 우리나라 기업은 대부분 만성적인 자금부족 상태에 놓여 있어 우리나라 재무관리 담당자는 여러가지 관리기능 중 대체로 자본조달결정기능에 관심을 집중시키고 있다고 할 수 있다. 자본조달결과에 따라 財務構造가 결정되는데, 1991년말 현재 우리나라 제조업의 부채비율(부채총계/자산총계)은 74.7%이고, 제조업 중 상장기업의 부채비율은 69.1%로 취약한 財務構造의 모습을 보이고 있다. 이러한 높은 부채비율에 의한 재무위험 때문에 대주주는 자기자신이 경영하지 않으면 기업이 도산할지 모른다는 조바심을 갖게 되고, 이러한 불안감이 大株主로 하여금 직접 경영에 참여케 하는 요인이 된다.

이 논문에서는 대리인 이론의 관점에서 所有構造가 우리나라 상장기업의 높은 레버리지와 어떤 관계에 있는가에 관심을 갖고, 자본조달의사결정에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하고자 한다.

이 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 머리말에 이어 선행연구와 가설에서는 선행연구에 이용된 가설과 결론이 설명되고 이를 바탕으로 본 연구의 가설이 설정된다. 가설검증에 이용될 모형과 자료에서는 회귀분석모형이 소개되고 각 변수의 정의와 자료의 원천이 소개된다. 실증분석에서는 실증분석의 결과와 이에 대한 해석이 제공된다. 맺는말에서는 논문의 요약과 한계점이 논의된다.

1) Jensen, Michel C. and Meckling W.H., "The Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976, pp.82-137.

II. 先行研究와 假說

1. 先行研究

Kim-Sorensen(1986)은 持分率이 집중된 기업은 낮은 기업보다 다른 조건이 일정하다면 더 많은 부채를 발행하여서 資本調達을 한다는 가설을 검증하였다.²⁾ 그래서 그는 소유구조가 부채의 발행요인이 된다고 주장하였으며, 지분율이 높은 기업이 낮은 기업보다 더욱 높은 부채비율을 나타내는 이유를 다음과 같이 설명하고 있다.

첫째, 기업통제의 문제, 즉, 持分率이 높은 기업은 기업가치 극대화 이상의 부채를 이용함으로써 통제권을 유지할 수 있다.

둘째, 持分의 代理人費用에 의해 유발된 최적행동의 결과이다. 즉, 주식발행을 통한 자금조달은 외부주주수를 증가시키고, 이는 持分의 代理人費用을 증가시킨다는 것이다.

셋째, 持分率이 높은 기업은 지분율이 낮은 기업에 비해 상대적으로 부채사용에 의한 代理人費用이 작다는 것이다. 즉, 경영자의 지분율이 높을수록 채권자 보호계약의 이행이 보다 효과적으로 이루어진다. 다시말하면, 주주와 채권자간의 도덕적 위해(Moral Hazard)로 인한 에이전시문제를 쉽게 해결할 수 있기 때문이고, 또 하나는 經營者와 債權者間에 협상의 필요성이 대두될 때, 경영자지분율이 높은 기업일수록 타협을 통한 문제해결이 완만하게 이루어질 수 있기 때문에 부채로 인한 대리인비용이 상대적으로 작다는 것이다.

이러한 주장을 검증하기 위하여 사용한 회귀식과 검증결과는 다음과 같다.

$$DEBT = \beta_0 + \beta_1 EBITGROW + \beta_2 EBITVAR + \beta_3 SIZE + \beta_4 TAXRATE1 + \beta_5 DEPR + \beta_6 INSIDR$$

$$DEBT = \beta_0 + \beta_1 EBITGROW + \beta_2 EBITVAR + \beta_3 SIZE + \beta_4 TAXRATE2 + \beta_5 DEPR + \beta_6 INSIDER$$

여기에서,

(-) DEBT = : 부채비율(B/V)

(+) EBITGROW : EBIT의 년평균 성장률

2) Kim, W. Saeng and Sorensen, Eric H., "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.21, No.2, June 1986, pp.131-143.

- (+) EBITVAR : EBIT의 분산
- (+) VALUEVAR : 자기자본 시장가치의 분산
- (+) SIZE : 총자산
- (+) TAXRATE1 : 법인세/법인세 공제전 이익의 평균
- (+) TAXRATE2 : 법인세/법인세와 감가상각비공제전 이익의 평균
- (-) DEPR : 감가상각비
- (+) INSIDER : 내부자 지분율

分析結果에 의하면 내부자지분율이 높은 기업일수록 부채에 의존하는 경향이 더 크며, 높은 영업위험을 가지고 있는 기업과 저 성장기업일수록 부채를 선호하는 경향이 큰 것으로 나타났다. 또한 세금이 적은 기업일수록, 감가상각이 큰 기업일수록 부채사용으로 인한 법인세 절감의 필요성 감소로 인하여 부채비율이 낮았다.

Barnea-Haugen-Senbet(1981)에 의하면 지분의 에이전시비용은 주식발행을 통해 자금을 조달할 경우 증가하게 된다. 그러나 所有構造가 광범위하게 분산된 기업은 소유구조가 집중되어 있는 기업에 비하여, 경영자의 지분율이 낮기 때문에, 추가적인 주식발행으로 인한 경영자의 지분율 감소분은 극히 미미하다고 할 수 있다.

따라서 持分率이 분산된 기업일수록 持分率이 집중되어 있는 기업에 비하여 새로운 주식발행으로 인하여 추가되는 代理人費用은 무시할 수 있을 정도로 작다고 볼 수 있다. 따라서 부채발행보다는 有償增資를 통한 자본조달을 선호할 것이고, 지분율이 집중된 기업은 지분의 代理人費用 增加로 인하여 주식발행 보다는 부채발행을 통한 자본조달을 선호한다고 주장하고 있다.³⁾

Myers(1984)의 페킹오더이론(Pecking Order Theory)에 의하면, 기업은 내부자금을 선호하고, 외부자금을 이용하는 경우에도 부채를 주식에 우선하여 발행하고, 다음 단계로 전환사채와 같은 중간형태의 증권을 발행하며, 마지막 자금조달 수단으로 보통주를 발행한다는 것이다.⁴⁾

이러한 주장에 대한 經濟的 根據는 다음과 같다.

첫째, 새로운 증권 發行費用과 資金調達 期間面에서 내부자금이 외부자금에 비하여 유리

3) Barnea, A., Haugen, R. and Senbet, L., "Market Imperfections, Agency Problem and Capital Structure : A Review," Financial Management, Summer 1981, pp.7-22.

4) Myers, S., Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, July 1984, pp.575-592.

하다는 것이다.

둘째, 稅制面에 있어서 타인자본 사용으로 인하여 지급하는 이자는 과세대상이익을 줄여 주므로 주식에 비하여 유리하고, 자본이득세율이 배당소득세율에 비하여 훨씬 낮기 때문에 내부자금이 주식발행에 의한 자금조달방법보다 유리하다는 것이다.

세째, 새로운 株式의 發行은 주구조의 변화를 가져올 수 있으므로 기존주주의 기업지배권을 약화시킬 수 있다는 것이다.

2. 假 說

선행연구를 바탕으로 이 연구에서는 다음과 같은 가설들을 설정하였다.

가설1 : 大株主持分率이 높을수록 負債發行을 통한 資本調達을 選好한다.

기업이 사채발행을 통하여 외부자금을 조달할 경우 채권자들은 사채계약서 등을 통한 계약을 맺음으로써 부채의 대리인문제를 해결하려 한다. 이때 경영자의 지분율이 높을수록 채권자 보호계약의 이행이 보다 효과적으로 이행될 수 있으므로 주주와 채권자간의 도덕적 위해로 인한 대리인문제를 쉽게 해결할 수 있으며, 기존의 주식을 부채로 전환시키거나 부채로 자금을 조달하게 되면 경영자가 임의로 사용할 수 있는 미래현금흐름을 감소시킬 수 있기 때문에 대리인비용은 감소한다.

또한 주식을 발행하여 외부자금을 조달할 경우 경영자가 높은 수준의 지분율을 유지하고자 하면 신주인수에 따른 자금부담이 막중하다. 따라서 경영자의 지분율이 높은 기업일수록 주식발행을 통한 외부자금조달보다는 부채를 발행하여 자금을 조달하는 것이 대리인비용이 저렴하기 때문에 부채발행을 통한 자본조달을 선호한다.

또한 정보비대칭하의 자본시장에서 경영자의 지분율은 투자자들이 투자안의 질을 평가할 수 있는 신호(Signal)의 역할을 하며, 지분율이 높을수록 부채수용능력(Debt Capacity)은 증가한다.

가설2 : 成長性이 높을수록 負債比率은 낮다.

기업에 부채를 제공하는 채권자들은, 기업의 투자내용에 대한 감시가 가능한 경우에 한하여 채권확보의 유효성이 인정된다. 하지만 기업은 성장기회가 높을수록 무형자산에 대한 투자를 증가시킨다. 그런데 채권자들은 이들 자산이 감시되기 어려운 점을 고려하여 부채 제공시 보다 높은 수익율을 요구한다. 즉, 부채의 대리인비용 증가로 인하여 성장기회가 높은 기업일수록 부채를 통한 자본조달보다는 주식을 통한 자본조달을 선호한다.

가설3 : 總株主의 數가 많을수록 負債比率은 낮다.

주식의 분산정도가 높을수록 지분의 집중력은 낮고 총주주의 수는 많으며, 부채발행을 통한 자금조달보다는 주로 주식발행을 통하여 외부자금을 조달했다는 것을 의미한다. 따라서 총주주수가 많을수록 부채비율은 낮다.

가설4 : 有形固定資産의 比重이 클수록 負債比率은 높다.

Myers-Majulf⁵⁾에 의하면 기업내부자와 외부자간의 정보불균형 상황하에서 주식발행은 비용을 발생시키고, 자산가치에 의해 담보가 된 부채를 발행하는 경우, 정보불균형에 따른 비용을 줄일 수 있다고 하였다. 따라서 담보로 이용될 수 있는 자산(유형고정자산)이 많은 기업일수록 부채비율이 높다.

가설5 : 總資産의 規模가 클수록 負債比率은 크다.

일반적으로 규모가 큰 기업일수록 파산의 위험이 적고 부채수용능력이 크다고 볼 수 있다. 또한 자금의 초과수요상태에 있는 우리나라 자본시장 상황하에서, 대기업을 중심으로 한 정부의 저금리정책은 기업의 규모가 큰 기업일수록 부채를 통한 자본조달이 유리할 것이다.

Ⅲ. 模型 및 資料

1. 模 型

가설검증에 이용될 回歸模型은 다음과 같다.

$$DRR = \beta_0 + \beta_1 S1 + \beta_2 GRS + \beta_3 TSN + \beta_4 LN + \beta_5 PPR + e_i$$

$$FDR = \beta_0 + \beta_1 S1 + \beta_2 GRS + \beta_3 TSN + \beta_4 LN + \beta_5 PPR + e_i$$

모형에 사용된 각 변수는 다음과 같이 정의되었다.

$$DRR(\text{부채비율}) = (\text{부채} / \text{자기자본})$$

$$FDR(\text{고정부채비율}) = (\text{고정부채} / \text{자기자본})$$

$$S1(\text{대주주 지분율}) = \text{특수관계인을 포함한 대주주의 지분율}$$

$$GRS(\text{매출액성장율}) = [(\text{매출액}_t - \text{매출액}_{t-1}) / \text{매출액}_{t-1}]$$

$$TSN(\text{총주주수}) = 1993\text{년도 각 기업의 총주주수}$$

$$LN(\text{기업규모}) = \ln(\text{총자산})$$

5) Myers, S.C. and Majulf, "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do not Have", Journal of Financial Economic, June 1980, pp.187-221.

$$PPR(\text{자산특유성}) = (\text{유형고정자산} / \text{총자산})$$

2. 資 料

이 연구에서는 금융업을 제외시킨 175개의 상장기업이 이용되었으며 표본기간은 1987년부터 1993년 까지이다. 전체표본기업은 製造業과 非製造業으로, 10대 財閥企業과 非財閥企業, 그리고 대주주지분율 20와 30%를 기준으로 經營者支配企業(MCF)과 所有者支配企業(OCF)으로 분류되어 각 집단간에 유의적인 차이점이 검증되었다.

총주주수를 제외한 모든 변수는 1987년~1993년의 평균치이며 자료는 상장회사협의회에서 발행한 상장회사총람에서 발췌되었다.

IV. 實證分析

가설1은 大株主持分率(S1)과의 관계에 관한 것으로서, 제조업과 비재벌 그리고 대주주 지분율이 20% 이상인 소유자지배기업(OCF)에서만 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보이고 있다.

따라서 우리나라 기업의 경우 부채의존도는 경영자의 경영권 방어수단으로 활용되고 있기 때문에 대주주지분율이 높은 기업일수록 주채의존도가 높다고 결론 지을 수 있다.

가설2의 검증결과, 賣出額成長率(GRS)과 부채비율 및 고정부채비율과의 관계는 부호가 교차되고 있고 통계적인 유의성도 인정되지 않아 매출액성장율과 부채의존도와는 결론을 도출할 수가 없었다.

總株主數(TSN)와 부채비율과의 관계를 알아보기 위하여 설정된 가설3의 결과는 비제조업과 재벌기업에서 유의적이며 부(-)의 관계를 보이고 있다.

또한 고정부채비율과의 관계에 있어서는 비제조업에서만 부(-)의 관계속에서 통계적으로 유의성이 인정되고 있다.

이는 총주주수가 많을수록 부채발행을 통한 자금조달 보다는 주로 주식발행을 통하여 외부자금을 조달했다는 것을 의미하기 때문에 총주주의 수가 많을수록 부채의존도가 낮다는 결론을 얻을 수 있다.

가설4는 有形固定資產(PPR)의 비중과 부채의존도와의 관계를 알아보기 위한 것으로서

부채비율과의 관계에서는 제조업과 비재벌 그리고 소유자지배기업(OCF)를 제외한 모든 모형에서 통계적으로 유의하며 부(-)의 관계를 나타내고 있다.

또한 고정부채비율과의 관계에서는 전체표본, 10대재벌, 경영자지배기업(MCF)에서 통계적으로 유의한 부(-)의 관계를 보이고 있다.

이는 가설에서 기대된 부호와 상반된 결과로써, 우리나라 기업의 경우 유형고정자산의 비중이 높은 기업은 대부분 시설재산업이기 때문이라고 유추해석 할 수 있다. 즉 시설재산업은 자본시장에서 주식을 통한 외부자금조달이 용이하기 때문에 상대적으로 부채비율이 낮다고 볼 수 있다.

가설5의 검증결과, 總資産의 規模(LN)와 부채비율 및 고정부채비율과의 관계는 모든

(표 1) 負債比率에 의한 回歸分析 結果

| 구 분 | 전 체 | 업 종 별 | | 규 모 별 | | 소유구조별 | |
|------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| | | 제조업 | 비제조업 | 재 벌 | 비재벌 | MCF | OCF |
| SI | 3.75 (1.25) | 6.43 (1.78)* | -1.82 (-0.31) | -1.71 (-0.20) | 6.09 (1.82)* | -11.46 (-1.39) | 10.15 (1.70)* |
| GRS | 0.60 (0.28) | 1.65 (0.56) | -1.35 (-0.45) | -3.96 (-1.04) | 1.69 (0.64) | -0.86 (-0.36) | 1.06 (1.70)* |
| TSN | -0.002 (-0.58) | 0.002 (0.42) | -0.02 (-2.11)** | -0.01 (-1.36) | 0.003 (0.53) | -0.005 (-1.55) | 0.02 (1.25) |
| PPR | -3.40 (-1.84)* | -2.26 (-0.82) | -5.58 (-1.60) | -6.73 (-1.93)* | -1.78 (-0.81) | -3.18 (-1.71) | -2.93 (-0.92) |
| LN | 7.51E-05 (1.16) | 1.37E-05 (0.18) | 2.84E-04 (2.25)B | 9.33E-05 (1.13) | 3.07E-05 (0.22) | 6.99E-05 (1.28) | -1.4E-05 (-0.08) |
| 상수 | 160.33 (1.56) | 37.25 (0.24) | 350.76 (2.34)** | 561.51 (2.61)** | 4.60 (0.04) | 426.57 (3.04)*** | -121.14 (-0.56) |
| 결정계수 | 0.03 | 0.03 | 0.15 | 0.16 | 0.03 | 0.09 | 0.07 |
| F값 | 1.03 | 0.81 | 1.40 | 1.24 | 0.84 | 1.27 | 1.37 |
| 유의수준 | 0.40 | 0.54 | 0.25 | 0.31 | 0.52 | 0.29 | 0.24 |
| 표본수 | 175 | 130 | 45 | 38 | 137 | 71 | 104 |

주). ***는 1%의 유의수준을 나타냄
 **는 5%의 유의수준을 나타냄
 *는 10%의 유의수준을 나타냄

모형에서 정(+)의 관계를 보이고 있지만 비제조업에서만 통계적으로 유의적이다. 이는 규모가 큰 기업일수록 파산의 위험이 적고 부채수용능력이 크기 때문이라고 할 수 있으며, 자금의 초과수요상태에 있는 우리나라 자본시장 상황하에서 대기업을 중심으로 한 정부의 저금리정책에 기인한 것으로 볼 수 있다.

(표 2) 固定負債比率에 의한 回歸分析 結果

| 구 분 | 전 체 | 업 종 별 | | 규 모 별 | | 소유구조별 | |
|------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| | | 제조업 | 비제조업 | 재 별 | 비재별 | MCF | OCF |
| SI | 3.75 (1.25) | 6.43 (1.78)* | -1.82 (-0.31) | -1.71 (-0.20) | 6.09 (1.82)* | -11.46 (-1.39) | 10.15 (1.70)* |
| GRS | 0.60 (0.28) | 1.65 (0.56) | -1.35 (-0.45) | -3.96 (-1.04) | 1.69 (0.64) | -0.86 (-0.36) | 1.06 (1.70)* |
| TSN | -0.002 (-0.58) | 0.002 (0.42) | -0.02 (-2.11)** | -0.01 (-1.36) | 0.003 (0.53) | -0.005 (-1.55) | 0.02 (1.25) |
| PPR | -3.40 (-1.84)* | -2.26 (-0.82) | -5.58 (-1.60) | -6.73 (-1.93)* | -1.78 (-0.81) | -3.18 (-1.71)* | -2.93 (-0.92) |
| LN | 7.51E-05 (1.16) | 1.37E-05 (0.18) | 2.84E-04 (2.25)B | 9.33E-05 (1.13) | 3.07E-05 (0.22) | 6.99E-05 (1.28) | -1.4E-05 (-0.08) |
| 상수 | 160.33 (1.56) | 37.25 (0.24) | 350.76 (2.34)** | 561.51 (2.61)** | 4.60 (0.04) | 426.57 (3.04)*** | -121.14 (-0.56) |
| 결정계수 | 0.03 | 0.03 | 0.15 | 0.16 | 0.03 | 0.09 | 0.07 |
| F값 | 1.03 | 0.81 | 1.40 | 1.24 | 0.84 | 1.27 | 1.37 |
| 유의수준 | 0.40 | 0.54 | 0.25 | 0.31 | 0.52 | 0.29 | 0.24 |
| 표본수 | 175 | 130 | 45 | 38 | 137 | 71 | 104 |

주) ***는 1%의 유의수준을 나타냄
 **는 5%의 유의수준을 나타냄
 *는 10%의 유의수준을 나타냄

2. 集團間 資本構造 差異 分析結果 및 解釋

가설1의 추가적 검증을 위한 經營者支配企業(MCF)과 所有者企業(OCF)間 T-test 결과는 유의적인 차이가 없는 것으로 나타나고 있지만 부채의존도의 평균값은 所有者支配企業이 經營者支配企業에 비하여 높다는 것을 알 수 있다.

産 業 研 究

(표 3) MCF와 OCF간 T-test 結果

부채비율 : (단위 : %)

| 구 분 | | 평 균 | 표준편차 | T-Value | F-Value | 표본수 |
|-----|-----|--------|--------|---------|---------|-----|
| 20% | MCF | 355.65 | 332.81 | -0.16 | 2.92 | 71 |
| | OCF | 344.81 | 568.74 | (0.87) | (0.00) | 104 |
| 30% | MCF | 316.52 | 287.00 | 1.01 | 7.95 | 128 |
| | OCF | 438.22 | 808.99 | (0.32) | (0.00) | 47 |

고정부채비율 : (단위 : %)

| 구 분 | | 평 균 | 표준편차 | T-Value | F-Value | 표본수 |
|-----|-----|--------|--------|---------|---------|-----|
| 20% | MCF | 150.68 | 275.71 | 0.17 | 2.43 | 71 |
| | OCF | 159.92 | 429.91 | (0.86) | (0.00) | 104 |
| 30% | MCF | 129.07 | 214.30 | 1.08 | 8.61 | 128 |
| | OCF | 229.96 | 628.65 | (0.29) | (0.00) | 47 |

(표 4) 製造業과 非製造業間 T-test 結果

부채비율 : (단위 : %)

| 구 분 | 평 균 | 표준편차 | T-Value | F-Value | 표본수 |
|---------|--------|--------|---------|---------|-----|
| 제 조 업 | 329.88 | 507.00 | 0.89 | 1.46 | 130 |
| 비 제 조 업 | 405.05 | 419.08 | (0.37) | (0.15) | 45 |

고정부채비율 : (단위 : %)

| 구 분 | 평 균 | 표준편차 | T-Value | F-Value | 표본수 |
|---------|--------|--------|---------|---------|-----|
| 제 조 업 | 144.58 | 378.95 | 0.70 | 1.10 | 130 |
| 비 제 조 업 | 189.66 | 362.09 | (0.49) | (0.75) | 45 |

財閥·非財閥企業間, 製造業과 非製造業間 부채의존도의 대응변수인 부채비율, 고정부채비율에 대한 T-test 결과는 다음과 같다.

부채비율의 경우, 재벌·비재벌기업간에 유의적 차이가 발견되며, 고정부채비율의 경우에는 30대 재벌·비재벌기업간에만 통계적으로 유의한 차이가 인정되었다.

이와 같은 결과에 의하면 재벌기업의 부채비율과 고정부채비율이 비재벌기업에 비하여 월등히 높다는 것을 알 수 있는데, 그 이유는 자금의 초과수요 상태에서 대기업을 중심으로

로 한 정부의 저금리 정책 때문인 것으로 해석된다.

(표 5) 財閥企業과 非財閥企業間 T-test 結果

부채비율 :

(단위 : %)

| 구 | 분 | 평 균 | 표준편차 | T-Value | F-Value | 표본수 |
|-----|-----|--------|--------|---------|---------|-----|
| 10대 | 재 별 | 472.20 | 430.94 | 1.77 | 1.33 | 38 |
| | 비재별 | 315.09 | 496.09 | (0.08) | (0.32) | 137 |
| 30대 | 재 별 | 488.37 | 722.56 | 2.36 | 9.22 | 64 |
| | 비재별 | 268.97 | 237.99 | (0.02) | (0.00) | 111 |

고정부채비율 :

(단위 : %)

| 구 | 분 | 평 균 | 표준편차 | T-Value | F-Value | 표본수 |
|-----|-----|--------|--------|---------|---------|-----|
| 10대 | 재 별 | 221.12 | 383.45 | 1.21 | 1.07 | 38 |
| | 비재별 | 138.15 | 370.97 | (0.23) | (0.76) | 137 |
| 30대 | 재 별 | 249.48 | 595.62 | 1.96 | 34.44 | 64 |
| | 비재별 | 102.37 | 101.49 | (0.05) | (0.00) | 111 |

V. 맺는말

본 연구에서는 주식소유의 집중정도가 기업의 자본조달정책에 어떠한 영향을 미치는가를 살펴보기 위한 가설검증과, 집단간의 부채의존도 변수에 대한 유의성을 검증하였다. 자본구조 요인의 회귀분석 결과는 다음과 같다.

所有集中程度 變數와 부채의존도변수간의 관계에서는 대주주지분율이 20% 이상인 소유자지배기업(OCF)에서 통계적으로 유의한 결과를 보여주고 있다. 이러한 결과에 의하면 대주주는 부채의존도를 경영권의 방어수단으로 활용하기 때문에 소유집중정도가 높은 기업일수록 재무레버리지가 높다고 할 수 있다.

成長性에 관한 변수는 우리나라 자본구조를 설명하는 변수로 합당하지 못했다.

總株主數가 많을수록 주식을 통한 외부자금조달의 비중이 높기 때문에 부채의존도가 낮았으며 有形固定資産의 비중이 클수록 부채의존도가 낮았다.

資産規模變數와 부채의존도와의 관계는 가설에서 기대했던 정(+)의 관계를 보였다. 이

것은 정부의 대기업을 중심으로 한 저금리정책으로 인하여, 자산규모가 큰 우리나라 상장 기업일수록 자본구조에서 부채가 높은 비중을 차지하고 있음을 의미한다.

가설1의 추가적인 검증을 위한 T-test 결과는 유의적인 차이가 발견되지 못하였지만 經營者支配企業보다는 所有者支配企業의 평균 부채의존도가 높았다.

製造業과 非製造業間, 財閥企業과 非財閥企業間 부채의존도의 유의적인 차이에 대한 연구결과는 재벌기업과 비재벌기업간에만 통계적으로 유의한 차이가 발견되었다.

이외에도 부채의존도의 대용변수로서 차입금의존도를 이용하여 분석한 결과는 부호가 교차되고 유의도가 낮아서 제외시켰다.

參 考 文 獻

1. 國內文獻

김건우, “상장회사 전문경영체제의 확립에 관한 연구”, 한국상장회사협의회, 1992.11.

김석룡, “기업소유구조의 결정요인과 재무성과에 관한 실증적 연구”, 박사학위논문, 고려대학교 대학원, 1990.7.

남상구, “배당의 정보효과와 기업의 배당정책”, 한국신용평가(주), 1988.

_____, “상장기업의 배당정책에 관한 연구”, 한국상장회사협의회, 1988.12.

신동령, “한국기업의 재무구조 결정요인에 관한 연구”, 박사학위 논문, 서울대학교 대학원, 1990.8.

유승민, “우리나라 기업집단의 소유·경영구조와 정책대응”, 한국개발연구원, 제14권 제1호, 1992.

유승호, “우리나라 기업집단의 소유·경영구조와 정책 대응”, 한국개발연구, 한국개발연구원, 1992.

윤계섭, “한국기업의 소유와 경영의 분리 및 그 효과에 관한 연구”, 경영연구, 서울대학교, 1990.

임웅기, “기업소유구조와 자본시장발전”, 한국신용평가(주), 1988.

_____, “상장회사의 소유구조와 경영권보호문제”, 한국상장회사협의회, 1989.11.

홍현표, “한국재벌의 소유집중(그 원인과 결과)”, 경영학연구 제41집 제1호, 경영학회, pp.239-263.

2. 外國文獻

- Barnea, A., Haugen, R. and Senbet, L., “Market Imperfections, Agency Problem and Capital Structure : A Review,” Financial Management, Summer 1981, pp.7-22.
- Berle, Adolf A., and Means, Gardiner C., The Modern Corporation and Private Property, The Macmillan Co., New York, 1932.
- Bothwell, J. L., “Profitability, Risk, and The Separation of Ownership from Control”, Journal of Industrial Economics, 1980.
- Chandler, Alfred D., Jr., and Daems, Herman, Managerial Hierarchies, Cambridge, Mass : Harvard University Press, 1980.
- Cubbin, John and Leech, Dennis “The effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies : Theory and Measurement”, The Economic Journal, June 1983.
- David, Downes and Heinkel, Robert, “Signaling and Valuation of Unseasoned New Issues”, Journal of Finance, March 1982.
- Demsetz, Harold, “The Structure of Ownership and The Theory of the Firm”, The Journal of Law and Economics, Vo.26, No.2, June 1983.
- Dietrich, J. K., and Sorensen, E., “An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Target”, Journal of Business Research, 1984.
- Fama, Eugen F., “Agency Problem and The Theory of the Firm”, Journal of Political Economy, Vol.88, No.2, April 1980.
- Fama, Eugen and Jensen, Michael, “Separation Ownership and Control”, Journal of Law and Economics, Vol.26, No.2, June 1983.
- _____, “Agency Problems and Residual Claims”, Journal of Law and Economics, Vol. 26, No.2, June 1983.
- Fama, Eugen and Jensen, Michael, “Organizational Forms Investment Decisions”, Journal of Financial Economics, Vol.14, No.2, June 1985.

- Grossman, Sanford and Oliver, Hart, "The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, Vol.94, 1986.
- Higgins, R. C., "The Corporate Dividend Saving Decision", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March 1972.
- Jensen, M. C., and Meckling, W.H., "The Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976.
- Jensen, M.C. and Warner, J.B., "Theory of Firm : Managerial Behavior Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976.
- Kamerschen, D., "The Influence of Ownership and Control on Profit Rate", *The American Economic Review*, Vol.58, No.3, June 1968.
- Kim, Wi Saeng, and Sorenson, Eric H., "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.21, No.2, June 1986.
- Leland, H.E. and Pyle, D.H., "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, May 1977.
- Lloyd, William P., Jahera, John S. and Page, Paniel E., "Agency Cost and Dividend Payout Ratio", *Quarterly Journal of Business Economic*, Vol.24, 1985.
- McConnel, John J. and Servaes, Henri, "Additional Evidence and Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.
- Monsen, J., Chiu, J.S. and Cooley, D.E., "The Effect of Separation of Ownership and Control on The Performance of The Large Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 1968.
- Morck, R., Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W., "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Myers, S., "Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, July 1984.
- Myers, S., and Majulf, "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Informantion Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economic*, June 1980.

- Palmer, John, "Proxy Contests and The Efficiency of Shareholder Oversight", Journal of Financial Economics, Vol. 20, 1988.
- Pound, John "Proxy Contests and The Efficiency of Shareholder Oversight", Journal of Financial Economics, Vol. 20, 1988.
- Prowse, Stephen D., "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan" Journal of Financial Economics, 1990.
- _____, "The Structure of Corporate Ownership in Japan", Journal of Finance, July 1992.
- Rita, R. C., "Comment on the Structure of Ownership and Theory of the Firm", Journal of Law and Economics, Vol. 26, June 1983.
- Rozeff, M. S., "Growth, Beta and Agency as Determinants of Dividend Payout Ratio", Journal of Financial Research, Vol.5, 1982.
- Salamon, Gerald L. and Dan, Smith, "Coporate Control and Managerial Misrepresentation of Firm Performance", The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No.1, Spring 1979.
- Stano, Marion, "Monopoly Power, Ownership Control, and Coporate Performance", The Bell Journal of Economics, Vol. 7, No.1, Autumn 1976.
- Stulz, Rene M., "Managerial Control of Voting Right : Financing Policies and Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, Vol. 20, 1988.
- Wruck, K., H., "Equity Ownership Concentration and Firm Value : Evidence from Private Equity Financings", Journal of Financial Economics, Vol. 23, 1989.

