

금융위기 전후 부채비율이 기업가치에 미치는 영향*

최 윤 이**

요약

본 연구의 목적은 금융위기 전 후로 기업의 재무상태 중 부채비율이 어떻게 달라졌는지를 알아보고, 이로 인해 부채비율이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 알아보고자 2004년부터 2013년까지 증권거래소에 상장된 4,986개 기업을 대상으로 기업들의 금융위기 전후 부채비율을 구분하여 기업의 가치와의 관련성을 검증하는 것이다.

연구의 결과는 첫째, 부채비율은 기업 가치에 양(+)영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 부채비율은 기업가치 증가에 영향을 미친다는 사실을 나타낸다. 둘째, 금융위기와 부채비율의 상호작용변수는 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 금융위기 전보다 후의 부채비율에 의해 기업가치가 증가하여 금융위기 전과 후의 부채비율은 기업가치에 미치는 영향이 다름을 나타낸다. 즉, 금융위기 이후 부도나 파산을 야기 시키는 과대투자 보다는 기업마다 발전 가능한 적정수준의 투자를 위한 부채비율을 유지하여 기업의 가치를 높이고자 노력하였음을 알 수 있다. 셋째, 금융위기 이후 평균 이상의 부채비율은 기업가치에 음(-)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 과대투자 또는 재정 부족 등으로 부채비율을 관리하지 않아 금융위기 후에도 여전히 부채비율이 평균이상으로 높은 기업의 경우 기업가치가 음(-)의 값으로 떨어진다는 것을 나타낸다. 따라서 기업들은 금융위기 전후를 분기점으로 하여 부채비율이 평균 이상으로 높아져 기업 가치를 떨어뜨리는 것을 예방하기 위해 부채비율을 적정 수준으로 유지하여 기업 가치를 높인 것이라 볼 수 있어 기업들은 금융위기로 인하여 민감하게 반응할 시장을 우려해 금융위기 발생 후에 재무보고의 건전성을 높이고자 많은 노력을 한 것이라 해석된다.

핵심주제어 : 금융위기, 부채비율, 기업가치

* 본 연구는 저자의 석사학위 논문을 요약 및 보완한 논문임.

** (주) 씨엠씨 재무팀장, 단국대학교 경영학과 박사과정, E-mail : 6262yy@naver.com

〈논문 투고일〉 2015. 02. 11 〈논문 수정일〉 2015. 03. 18 〈게재 확정일〉 2015. 03. 20

I. 서 론

미국에서 발발한 서브프라임 모기지 부실화는 미국뿐만 아니라 세계경제까지 그 영향이 미쳤다. 미국의 서브프라임 모기지 위기가 시작된 것은 2006년 말경 부터였다. 그 당시만 하더라도 서브프라임 모기지 위기는 연체율의 증가와 이로 인한 담보주택의 압류, 그리고 소규모 주택담보대출회사의 파산 등에 국한되었다. 그러나 2007년초 HSBC가 서브프라임모기지 대출로 인한 손실로 10억 달러에 달하는 충당금을 적립했다고 발표한 이후 이 위기가 미국의 몇몇 금융기관에 국한된 국지적 위기가 아니라는 사실이 드러났다. 결국 서브프라임 모기지를 중심으로 대출을 시행했던 금융기업들은 폐업을 하게 되었고, 그것과 연계된 파생상품에 투자한 세계 각국의 금융기업들까지 큰 손실을 입게 되었다. 우리나라 금융시장과 증시도 미국발 금융위기를 피해갈 수는 없었다. 우리나라 금융기업들 역시 서브프라임 모기지에 관련된 상품에 투자를 하고 있었기 때문이다. 우리나라가 서브프라임 모기지 상품에 투자한 금액은 다른 국가에 비해 큰 수준은 아니었지만 대외적인 영향을 많이 받고 있는 우리나라의 특성상 경제적 손실은 적잖았다. 미국 발 금융위기에 의한 세계경제의 침체로 인하여 나타나는 파급효과는 결코 작은 문제가 아니었고 금융위기 사태가 발발한지 수년이 지났지만 아직 금융위기로 인한 문제는 끝나지 않고 계속 진행 중이다(전하나, 2012). 이처럼 미국 발 금융 위기는 한국 주식시장에 막대한 영향을 미쳤고, 기업은 이러한 금융위기로 인하여 민감하게 반응할 시장의 정보이용자들에게 긍정적인 정보를 주기위해 기업의 부채비율을 관리하여 재무 건전성을 높이고자 많은 노력을 하였을 것이다.

따라서 본 연구의 목적은 금융위기 전 후로 기업의 재무상태 중 부채비율이 어떻게 달라졌는지를 알아보고, 이로 인해 부채비율이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 알아보고자 전체기업을 대상으로 기업들의 금융위기 전후 부채비율을 구분하여 기업의 가치와의 관련성을 실증분석하는 것에 목적이 있다.

II. 이론적 배경 및 선행연구 검토

1. 금융위기의 개념

금융위기란 다소 모호한 개념으로 금융공황, 금융 불안정, 금융경색 등으로 표현되며, 이에

대한 개념은 학자들에 따라 다음과 같이 다르게 정의되고 있다. 첫째, 광의의 개념으로는 금융위기의 조건을 엄격하게 제한하지 않는 경우로 민스키(Minsky)는 금융위기를 소득과 물가의 하락은 물론 금융기관과 기업의 대규모 채무불이행 상태로 규정하였다. 킨들버거(Kindleverger)는 예기치 않은 충격이 발발하여 자산가치가 폭락하기 시작하고 부채비율이 높은 경제주체들의 부도와 파산이 잇따르면서 지급결제 제도와 금융중개 기능의 상실로 인해 전체가 붕괴로 이어지는 현상이라고 정의하였다. 둘째, 협의의 개념으로는 금융위기의 조건을 엄격히 제한하는 경우로 골드스미스(Goldsmithy)는 각종 금융지표(단리금리, 환율, 주가, 부동산가격 등)의 단기간의 갑작스러운 약화와 더불어 전반적인 금융제도의 파산 및 붕괴를 금융위기로 이해하였다. 또한 울프슨(Wolfson)은 예기치 못한 금융 불안 사태에 직면하여 잠재적 금융위기와 금융기관의 파산 등에 의해 정상적인 경제 및 금융제도의 기능이 와해되는 것을 금융위기로 정의하였다(최종민, 2009).

2. 부채비율의 개념

본 절에서는 부채의 개념에 대하여 문준기(2012)와 박연희 등(2011)의 연구를 인용하여 다음과 같이 정리해 보고자 한다.

(1) 부채의 개념

오늘날 복잡한 경제상황과 다양한 금융기법의 발달로 인하여 부채의 정의, 금융비용의 계상 등이 변화해 가고 있다. 부채란 무엇인가에 대한 대답은 쉽지 않다. 부채는 차입금, 사채, 지급어음 등과 같이 외부로부터 자금을 조달하는 것 이상의 의미를 갖는다. 상품이나 서비스를 외상으로 구입한 결과 발생한 매입채무도 부채인데, 이는 신용을 제공받는다라는 의미에서 차입금 등과 비슷하다. 그 외에도 미지급 법인세, 부가가치세 및 소득세의 원천징수분, 미지급배당금, 판매보증채무 등과 같이 차입금과는 성격이 다소 다른 부채도 있다. 즉 부채는 새로운 형태의 각종 거래로 채무가 발생하게 되고 최근에는 외국과의 거래로 외화채무의 증가도 무시할 수 없는 복잡한 성격으로 변모되었다. Statement No.4에서는 부채를 “일반적으로 인정된 회계원칙에 따라 인식되고 측정된 경제적 의무이다”라고 규정하고 있다. 또한 국제회계기준(IFRS)의 FASB의 SFAC No.3에서는 부채를 과거의 거래, 사상의 결과로 미래에 다른 실체(기업 등)에 자산을 이전하거나 용역을 제공하기 위하여 특정실체의 현재의 의무로부터 발생하는 것으로 가능한 미래의 경제적 효익의 희생이라고 정의하였다.

(2) 부채비율 산정 방법

부채와 관련된 비율을 산정하는 방법은 여러 가지가 있는데 가장 대표적인 방법으로 부채총액을 자산총액 또는 자본총액으로 나누는 부채비율(부채총액 / 자산총액 또는 부채비율 / 자본총액), 장기부채를 장기부채와 주주지분의 합으로 나누는 자본환원율 {장기부채 / (장기부채 + 주주지분)}, 이자비용과 세금을 제외한 이익을 이자비용으로 나누는 이자보상비율(EBIT / 이자비용), 영업활동으로 인한 현금흐름을 부채총액으로 나누는 현금흐름 부채비율(영업활동으로 인한 현금흐름 / 부채총액) 등이 있다. 부채비율은 기업의 부채총액이 자산총액 또는 자기자본과 비교하여 얼마나 되는지를 파악할 때 사용한다. 부채비율이 낮으면 차입에 대한 의존도가 낮다는 것이며 부채비율이 높으면 높을수록 재무적 위험이 높다는 것을 의미하며 간단히 재무제표에 나와있는 숫자로 기업의 차입현황을 파악할 수 있다. 가장 간단한 부채비율 산정방법은 부채총액을 자산총액으로 나누는 방법이다. 즉, 이 비율은 기업의 자산총액에 비해 부채규모가 크면 클수록 타인자본에 대한 의존도가 높아 위험이 크다는 것을 나타내는 지표이다. 그러나 이렇게 산정된 부채비율은 기업의 부채상환능력을 예상하기 어렵게 만든다. 왜냐하면 부채총액에는 매입채무 또는 미지급금 등의 운용부채가 포함되어 있기 때문이다. 또 하나의 부채비율 산정방법은 부채총액을 자기자본으로 나누는 방법으로 부채총액을 주주자본과 비교하여 레버리지 수준을 판단하는 방법이다. 이러한 부채비율은 경영에 대한 주주들 뿐만 아니라 채권자, 채무자 등의 공헌도를 평가할 수 있는 지표로서 자본과 부채의 관계를 보여준다. 그러나 이렇게 산정된 부채비율들은 부채총액에 운영부채가 포함되어 있기 때문에 기업의 부채현황을 정확하게 나타내주지 못할 지라도 계산하기 쉽고, 기업의 전반적인 부채와 자산총액, 부채와 자본총액의 관계를 한눈에 파악할 수 있기 때문에 간편하게 사용할 수 있다. 이 외에도 부채관련 비율들은 여러 가지가 있다.

(3) 부채비율 조정방법

부채비율은 실질적으로 부채를 감소시키면서 조정하는 방법과 자산재평가, 리스 등을 이용하여 부채상환능력이나 재무적 유연성 등에서는 크게 개선되지 않지만 부채비율을 감소시키는 방법이 있다.

1) 실질적인 부채비율의 감소

부채비율을 감소시키는 방법은 수익성이 떨어지는 자산을 매각하여 타인자본의 상황, 유상증자를 통해서 조달된 자금으로 타인자본을 실질적으로 감소시켜서 자기자본을 증가시키거나

타인자본을 자기자본으로 전환해서 감소시키는 방법 등이 사용되고 있다. 이러한 방법들은 수익성을 개선하거나 재무건전성을 높일 수 있으며 차입금 의존도도 낮출 수 있다

2) 형식적인 부채비율 감소

타인자본을 감소시키지 않고 자기자본의 증가를 통하여 부채비율을 감소시키는 방법으로 경영자들은 자산재평가를 사용할 수 있다. 자산재평가는 기업의 재무구조 개선과 자금난 완화문제 등과 관련해서 기업의 경쟁력을 높일 수 있는 유용한 수단으로 사용되어 왔다. 또 다른 부채비율 감소 방법은 리스를 이용하는 것이다. 종전의 리스회계 기준하에서 우리나라의 리스는 금융리스인 경우가 많았으나 대부분 기업에서 운용리스로 처리하여 부외금융효과를 유발시킴으로써 부채비율을 감소시킬 수 있었다. 자산유동화는 기업의 자금조달 수단으로 부각되고 있는 방법인데, 우리나라의 경우 1997년 말에 발생한 외환위기로 기업 및 금융기관의 유동성이 악화되고 부동산 시장이 침체되자 이를 해결하기 위한 방안으로 자산 유동화를 이용하였다. 특히 부동산을 담보로 채권을 발행한 경우 부채비율을 높이지 않으면서 자금을 조달할 수 있었다.

3. 선행연구의 검토

본 절에서는 연구주제와 관련된 선행연구들을 부채비율 관련연구, 부채특성관련연구, 기업가치 관련연구 등으로 구분하여 요약정리와 더불어 선행연구와의 차이점을 이인수와 최현돌(2008), 박연희 등(2011), 안은희(2012), 천미림과 김창수(2011), 박윤창(2013)의 연구를 인용한 후, 심층적으로 연구하여 다음과 같이 제시하였다.

(1) 이인수와 최현돌(2008)의 연구

이인수와 최현돌(2008)의 연구에서는 외환위기 이후 1998년 부채비율 축소정책을 시작한 시점부터 현재까지 부채비율이 지속적으로 하락하고 있는 현상이 실제로 이익의 증가와 부채의 감소로 인해 달성되었는지 확인해 보고자 하였다. 그 결과, 1998년부터 기업이 차입금을 지속적으로 줄여나가고 있고, 1998년의 부채비율 감소원인은 부채규모에는 변동이 없으나 자본 중 자본잉여금(재평가적립금)의 증가에 기인하였다. 또한 1999년의 부채비율 감소는 차입금의 감소에 따른 부채의 감소와 함께 이자비용 감소에 따른 이익잉여금의 증가 주식발행에 따른 자본금 증가, 주식발행 차금의 증가에 따른 자본잉여금 증가 투자유가증권 평가이익의 증가로 인한 자본조정액의 증가 등 자본의 모든 항목이 동시에 증가한 것이 원인이 되었으며

이를 미루어 부채비율을 200% 이하로 감소시키기 위해 기업이 가능한 모든 방법을 사용하였다는 것을 짐작 할 수 있었다. 그리고 부채축소정책의 종료와 함께 2000년 부터는 부채비율 감소율이 하락하고 있다. 2003년 부터의 부채비율의 감소는 부채의 감소보다는 자본의 증가, 특히 이익잉여금의 증가에 기인하였다고 보고하였다.

(2) 박연희 등(2011)의 연구

박연희 등(2011)의 연구에서는 외환위기 이후 정부에 의해 행해진 획일적인 부채비율 축소 정책이 국내 기업에 미치는 영향을 살펴보고 이에 대한 문제점과 개선점을 제시하고 형식적인 부채비율의 축소 방법들이 기업의 재무구조에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위해 사례연구를 하였다. 그 결과, 획일적인 부채비율 축소정책이 투자회피현상과 성장잠재력을 저하시킬 가능성이 있으며, 산업특성을 고려하지 않은 부채비율 축소정책은 오히려 수익창출의 기회를 상실하게 만드는 원인이 될 수 있음을 제시하였다. 이에 대한 개선방안으로는 모든 산업에 획일적으로 부채비율 축소정책을 강요할 것이 아니라 산업 및 개별기업의 특성에 맞는 기준을 제시하는 것이 필요하다는 것과 부채비율산정에서 유동성과 수익성을 반영해야 하며 이자 지급을 하는 부채만을 고려하여 산정하는 것도 바람직하다고 보고하였다.

(3) 안은희(2012)의 연구

안은희(2012)의 연구에서는 한국 코스닥시장에서 기업의 부채비율의 변화가 주가와 기업의 미래 투자에 대한 의사결정에 미치는 영향을 검증하고 또 Myers(1977)의 채무과잉 이론이 한국시장에서의 성립 여부를 검증 하였다. 그 결과, 부채비율에 따라 주가의 초과수익율이 부동하여 부채비율의 변화가 주가의 초과수익률에 영향을 미친다고 추론할 수 있었고, 한국 코스닥 시장 제조업의 부채비율의 변화와 부채비율의 크기는 주가수익률에 양(+)의 영향을 미쳐 부채비율이 클수록 주가수익률은 높다는 것을 알 수 있었다. 또한 부채비율의 변화와 미래투자변수는 유의한 양(+)의 값을 나타내며 미래의 영업실적과의 회귀분석에서도 양(+)의 유의한 값을 나타내어 부채비율이 증가할수록 미래에 대한 투자가 증가한다는 것을 설명한다. 이러한 결론은 Myers(1977)의 채무과잉이론을 기각 하였지만 부채가 증가 할수록 주가 수익률이 크다는 두 번째 결론과 일치한다고 보고하였다.

(4) 천미림과 김창수(2011)의 연구

천미림 김창수(2011)의 연구에서는 CSR의 지속성이 재무성과의 관계에 미치는 영향을 분

석하였다. 분석한 결과, 첫째, 지속적으로 우수한 CSR을 수행한 기업은 그렇지 않은 기업보다 재무성과가 더 좋은 것으로 나타났다. 둘째, 지속적으로 우수한 CSR을 수행하는 기업의 CSR은 경영성과에 유의한 정(+)의 영향이 있음을 발견하였다. 셋째, 지속적으로 우수한 CSR을 수행한 기업의 과거 재무성과는 이후의 CSR에도 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 발견하였다고 보고하였다.

(5) 박윤창(2013)의 연구

박윤창(2013)의 연구에서는 기업수명주기별 기업가치 및 경영성과가 외국인 투자지분율에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 분석결과 외국인 주주의 지분율은 기업가치와 경영성과와는 양의 상관관계를 가지는 것으로 나타나고 있으나, 기업의 수명단계를 보면, 초기 단계인 도입단계와 성장단계에서는 외국인 투자자들의 투자가 다소 증가하지 않는 것을 알 수 있고, 성숙단계와 회복단계는 가장 많은 수익을 창출하고 안정적인 단계이므로 외국인 주주의 지분율의 증가도 이 시점에 가장 많이 증가하는 것을 알 수 있어, 외국인 투자자가 공격적인 투자보다는 안정적인 투자를 선호하는 것을 할 수 있다.

III. 연구설계 및 방법

본 장에서는 2장에서 서술한 선행연구와 이론적 배경을 토대로 연구목적을 달성하기 위하여 선행연구를 바탕으로 보다 심층적인 연구가설을 설정하고 이를 검증하기 위한 연구모형과 변수 그리고 표본을 선정하였다.

1. 연구가설 설정

21세기 글로벌 사회에서 기업이 경쟁력을 확보하고 지속적인 성장을 위해서는 무엇보다도 자산의 확보가 중요하다. 자산 중에서도 부채의 필요성은 기업을 이끌어 나가는데 있어 없어서는 안될 중요한 부분으로 자리 잡았다. 부채는 과거의 거래와 사건의 결과로 인하여 미래에 다른 실체(기업 등)에 자산을 이전하거나 용역을 제공하기 위하여 특정실체의 현재의 의무로부터 발생하는 것으로 가능한 미래의 경제적 효익의 희생으로 보고 있다. 이러한 이유로 기업은 기업성장과 투자를 위해 부채를 증대하고 있으며, 특히 부채는 기업이 성장을 향상시

켜 기업가치상승에 지대한 공헌을 하고 있다(문준기, 2012). 반면 부채 증대는 기업의 부도 및 파산으로 이어질 수 있기 때문에 적정 수준의 관리가 필요하다.

따라서 본 연구에서는 기업의 부채의 증감이 금융위기 전후로 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지, 그리고 금융위기 후에도 끊임없는 투자로 과도한 기업성장을 하고자 부채비율이 높은 기업은 기업가치에 어떠한 영향을 주는지 알아보하고자 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하려고 한다.

가설1 : 부채비율은 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

가설2 : 금융위기 전 후 부채비율에 따라 기업가치에 미치는 영향이 다를 것이다.

가설3 : 금융위기 후 평균 이상의 부채비율은 기업가치에 (-)영향을 미칠 것이다.

2. 연구모형 및 변수설정

본 연구는 금융위기 전후 기업의 부채비율이 기업의 가치에 미치는 영향을 알아보기 위한 연구로서 민석주(1998), 이인수와 최현돌(2008), 김병기(2012), 박연희 등(2011), 강장원(2008)의 연구를 바탕으로 연구모형을 설정하였으며, 이와 관련된 선행연구들을 바탕으로 종속변수, 독립변수, 통제변수들을 서술하였다.

(1) 연구모형

본 연구는 실증분석을 하기 위하여 다음과 같이 연구방법에 타당하게 설정하였다.

$$TQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FC + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 FC \times LEV_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 DIV_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기서,

$TQ_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업가치(Tobin-q)

FC : 금융위기(금융위기전=0, 금융위기 후=1)

$LEV_{i,t}$: i기업의 t년도의 부채비율(총부채 / 자기자본)

$SIZE_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업의 크기(자연로그(총자산))

$CFO_{i,t}$: i기업의 t년도의 영업활동의 현금흐름(영업현금흐름 / 총자산)

- $DIV_{i,t}$: i기업의 t년도의 배당성향(현금배당 / 당기순이익)
- $ROA_{i,t}$: i기업의 t년도의 총자산순이익율(당기순이익 / 총자산)
- $\epsilon_{i,t}$: 잔차항

(2) 변수설정

1) 기업의 가치 및 부채비율 측정

Chung and Pruitt(1994)는 자산의 시장가치와 장부가치를 이용한 간결한 산출식을 사용하였으며, 본 연구에서도 Chung and Pruitt(1994)가 사용한 산출식을 이용하여 토빈-q를 산출하였다.

$$\text{토빈 } q(\text{기업가치}) = \frac{(MVE + MVPS + DEBT)}{TA}$$

여기서,

- MVE** i기업의 보통주가*발행주식수
- MVPS** i기업의 우선주가*발행주식수
- DEBT** 고정부채의 장부가액+(유동부채-유동자산)
- TA** 총자산의 장부가액

그리고 본 연구에서 가장 중요한 독립변수인 부채비율(LEV)에 대한 측정은 총부채를 자기자본으로 나눈 값으로 측정하였으며, 기초분석에서는 부채비율의 변화에 대하여 부채의 증가로 인하여 부채비율이 증가하였는지, 아니면 자기자본의 감소로 인하여 부채비율이 증가하였는지에 대한 분석을 할 것이며, 실증분석에서는 기업의 가치와 부채비율이 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 회귀분석 하였다.

2) 통제변수의 측정

본 연구에서는 기업의 가치에 영향을 미치는 변수들과 유의한 관계를 갖는 변수들을 선행 연구를 바탕으로 통제변수에 사용하였다. 본 연구 모형의 통제변수로서 첫 번째, 기업크기(SIZE)를 기준으로 하였으며, 이는 기업의 총자산에 자연로그 값으로 측정하였다. 이 변수는 기업에 대해서 계속영업에 대한 잠재적 역량을 나타내는 변수로서 중소기업보다는 대기업에

서 기업가치를 향상시키려는 개발활동이 클 것으로 생각하여 통제변수에 포함하였다. 두 번째로는, 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)을 통제변수로 사용하였다. 영업활동으로 인한 현금흐름은 기업이 외부에서 자금을 조달하지 않고 자체적으로 기업의 투자와 재무활동에 사용할 수 있는 현금을 어느 정도 보유하고 있는지를 나타내는 중요한 측정지표가 되므로 기업가치를 평가하는데 중요한 지표가 될 수 있기 때문에 변수에 포함하였다. 세 번째, 배당성향(DIV)변수를 사용하였다. 이는 현금배당을 당기순이익으로 나눈 값으로 측정하였으며, 배당성향은 즉, 기업이 영업활동의 결과 당기순이익이 발생할 것이며, 이를 기업입장에서는 주주들의 부를 위해 분배할 것인가 아니면 미래투자를 위해 적립하여 재투자에 사용할 것인가를 측정하는 지표이기 때문에 기업가치평가에 중요한 요소가 될 것이다. 마지막으로 총자산순이익율(ROA)로서 당기순이익을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 위의 변수도 기업가치를 평가함에 있어 총자산순이익률이 높을수록 기업가치에 긍정적인 상관성을 가질 것이기에 통제변수에 포함하였다.

3. 표본 선정

본 연구의 표본은 2004년부터 2013년까지 한국거래소의 거래소시장에 상장된 기업을 중심으로 선정하였다.

- ① 2004년부터 2013년까지 거래소시장에 상장된 기업 중 12월 결산법인
- ② 거래소 상장기업 중 금융업 제외
- ③ TS-2000에서 재무자료를 구할 수 있는 기업

본 논문은 분석기간을 2004년부터 2013년까지 10년간으로 하였다. 본 논문의 최종표본에 포함시키기 위해 적용된 기준을 선정한 이유는 다음과 같다. 조건 ①은 회계연도를 일치시킴으로써 예측시점과 결산시점의 시차를 모든 대상기업이 같게 하여 표본의 동질성을 기하기 위해 12월 결산 기업으로 제한하였다. 조건 ②는 금융업을 제외한 나머지 경우 영업환경특성과 재무제표의 구성항목이 크게 변동이 없기때문에 분석대상 기업의 동질성을 확보하고자 하였다. ③은 실증분석하기 위한 표본을 찾기 위하여 동일조건을 만족하는 기업의 데이터에 한정하였다.

IV. 실증분석 결과 및 해석

본 연구의 실증분석은 1차 분석과 2차 분석으로 나누어 진행하였으며, 1차 분석에서는 계속기업의 분석으로 연도별 부채비율의 추이분석과 이를 바탕으로 부채와 자본에 대한 구성요소를 보다 구체적으로 증감에 대해서 비율분석을 실시하였다.

2차 분석은 일반적인 분석으로 본 연구의 목적을 달성하기 위하여 기술통계량, 상관관계분석, 평균차이분석, 회귀분석을 실시하여 본 연구의 가설을 검증하였다.

1. 제1차 분석

다음은 제 1차 분석으로 계속기업의 분석인 연도별 부채비율의 추이분석과 이를 바탕으로 기업의 부채와 자본에 대한 구성요소를 보다 구체적으로 증감에 대해서 비율분석 하였으며, 다음과 같다.

〈표 1〉 부채비율의 추이 분석

(단위 : 천원)

연도	부채평균	자본평균	평균 부채비율	자본증감에 기여	부채증감에 기여
2004	509,897,203	545,438,013	93.48%		
2005	523,027,328	605,965,786	86.31%	60,527,773	13,130,125
2006	542,758,420	638,114,570	85.05%	32,148,784	19,731,092
2007	599,233,720	719,368,020	83.30%	81,253,450	56,475,300
2008	788,091,366	767,077,102	102.73%	47,709,082	188,857,646
2009	814,185,691	849,635,096	95.82%	82,557,994	26,094,325
2010	867,733,924	978,627,758	88.66%	128,992,662	53,548,233
2011	989,108,744	1,046,061,096	94.55%	67,433,338	121,374,820
2012	1,004,318,068	1,113,934,786	90.15%	67,873,690	15,209,324
2013	1,009,475,084	1,162,521,809	86.83%	48,587,023	5,157,016

〈표 1〉은 부채비율의 추이를 나타낸 표이다. 2004년부터 2013년까지 거래소상장기업의 유효표본기업의 부채와 자기자본 평균으로 평균부채비율을 나타낸 것이다. 분석결과를 보면, 2008년에 가장 많이 증가하는 것을 알 수 있으며, 부채비율의 증감 원인으로는 자본의 증감

또는 부채의 증감으로 나타날 수 있다. 2008년도와 2011년도에 부채의 증가가 자본의 증가보다 훨씬 높은 것을 알 수 있다. 그러나 2005년, 2006년, 2007년, 2009년, 2010년도, 2012년, 2013년도에는 자본의 증가가 부채의 증가보다 더 많은 것으로 나타났다.

〈표 2〉 재무부채의 추이분석

(단위 : 천원)

연도	단기차입금	유동성장기차입금	장기차입금	금융리스부채	장기미지급금	사채
2004	47,733,826	52,076,496	41,484,391	5,990,549	13,046,341	94,051,810
	18.76%	20.47%	16.31%	2.35%	5.13%	36.97%
2005	45,394,986	44,056,385	43,217,994	5,971,515	13,340,074	97,808,906
	18.17%	17.64%	17.30%	2.39%	5.34%	39.16%
2006	43,986,026	45,344,520	43,480,653	5,349,086	10,684,323	102,934,727
	17.47%	18.01%	17.27%	2.12%	4.24%	40.88%
2007	49,876,457	47,282,335	52,328,900	5,883,272	10,904,111	106,255,976
	18.30%	17.35%	19.20%	2.16%	4.00%	38.99%
2008	91,567,435	57,419,410	64,228,056	10,209,269	16,023,101	134,413,743
	24.49%	15.36%	17.18%	2.73%	4.29%	35.95%
2009	76,832,260	74,982,484	59,643,176	9,891,253	15,358,284	159,144,207
	19.41%	18.94%	15.07%	2.50%	3.88%	40.20%
2010	93,599,758	88,793,554	60,721,702	11,559,764	12,548,521	168,391,302
	21.49%	20.38%	13.94%	2.65%	2.88%	38.66%
2011	129,470,335	84,117,046	70,668,538	22,458,754	10,480,152	194,228,797
	25.32%	16.45%	13.82%	4.39%	2.05%	37.98%
2012	117,778,344	91,993,036	81,054,603	22,682,825	8,633,280	210,946,170
	22.09%	17.26%	15.20%	4.25%	1.62%	39.57%
2013	105,141,712	103,288,674	84,607,350	20,711,980	9,409,806	208,505,327
	19.78%	19.43%	15.91%	3.90%	1.77%	39.22%

〈표 2〉는 부채변동현황을 구체적으로 알아보기 위하여 차입금을 포함하여 재무부채의 구성요소를 분석한 표이다. 재무부채란 장단기차입금, 사채, 금융리스부채, 장기미지급금, 유동성장기차입금 즉, 이자를 부담하는 장단기부채의 총액을 말한다. 재무부채에는 차입금과 사

채는 물론이거니와 고정자산 구입에 따른 장기미지급금과 금융리스부채도 포함된다(이인수와 최현돌, 2008) 분석결과를 보면, 사채가 차지하는 부분이 가장 높게 나타나는 것을 볼 수 있으며, 약 40%정도인 것을 알 수 있다. 그리고 단기차입금과 유동성장기차입금, 장기차입금이 차지하는 부분이 높으며, 금융리스부채와 장기미지급금의 경우는 적게 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다.

〈표 3〉 자본구성요소 추이 분석

(단위 : 천원)

연도	자본금	자본잉여금	자본조정	기타포괄 손익누계액	이익잉여금
2004	95,887,493	192,623,338	-27,545,023	10,810,522	273,661,683
	17.58%	35.32%	-5.05%	1.98%	50.17%
2005	96,618,456	195,361,706	-32,039,229	12,406,821	333,618,032
	15.94%	32.24%	-5.29%	2.05%	55.06%
2006	93,283,699	197,843,774	-40,235,233	14,853,580	372,368,749
	14.62%	31.00%	-6.31%	2.33%	58.35%
2007	93,642,359	216,964,788	-52,851,438	30,755,911	430,856,400
	13.02%	30.16%	-7.35%	4.28%	59.89%
2008	93,099,146	231,843,615	-53,254,589	58,867,998	436,520,932
	12.14%	30.22%	-6.94%	7.67%	56.91%
2009	93,039,218	238,088,137	-54,835,496	87,005,849	486,337,388
	10.95%	28.02%	-6.45%	10.24%	57.24%
2010	97,184,209	242,838,572	-48,682,031	98,946,690	588,340,318
	9.93%	24.81%	-4.97%	10.11%	60.12%
2011	99,358,797	186,543,166	-34,549,703	36,693,829	758,015,007
	9.50%	17.83%	-3.30%	3.51%	72.46%
2012	100,821,369	200,433,317	-30,453,514	37,830,559	805,303,055
	9.05%	17.99%	-2.73%	3.40%	72.29%
2013	103,714,580	215,959,242	-25,628,060	38,168,475	830,307,572
	8.92%	18.58%	-2.20%	3.28%	71.42%

〈표 3〉은 자본변동현황을 구체적으로 알아보기 위하여 자본금을 포함하여 자본잉여금, 자본조정, 기타포괄손익누계액, 이익잉여금으로 자본의 구성요소를 분석한 표이다. 분석한 결과, 2004년부터 2013년까지 자본금의 비중은 줄어들고 있으며, 이익잉여금의 비중이 커지고 있는 것을 알 수 있다. 또한 자본조정계정은 증가하다 금융위기 전후를 기반으로 줄어들고 있으며, 자본잉여금 계정 또한 금융위기 전후를 기반으로 늘어났다 줄어드는 것을 알 수 있다. 또한 자본액도 시간이 흐를수록 증가하는 것을 알 수 있다.

2. 제2차 분석

본 장에서는 이미 전술한 연구설계 및 방법에 따라 기본적인 제 1차분석을 토대로 본 연구가설을 증명하기 위하여 기술통계량분석, 상관관계분석과 가설검증을 위한 다중회귀분석을 실시한 결과를 제시하면 다음과 같다.

본 논문에서 사용된 변수들에 대한 기본적 분석을 위하여 기술통계를 〈표 4〉에 제시하였으며, 보고된 기술통계는 최소값, 최대값, 평균, 표준편차가 제시되어 있다.

(1) 기술통계량

〈표 4〉은 본 연구의 주요변수의 기술통계량을 나타낸 표이다. 분석 결과를 보면, 기업가치는 토빈-q의 대응치를 사용하였으며, 평균 1.0559로 나타나고 있으며, 표준편차는 0.5974로 나타나는 것을 알 수 있다. 그리고 금융위기 더미변수의 평균은 50%로 최소값 0.00과 최대값 1.00 사이에서 나타나는 것을 알 수 있고, 부채비율은 평균 95.71%로 나타나고 있으며, 최소 0.0005에서 최대 14.8356으로 나타나는 것을 알 수 있다. 다음은 영업현금흐름변수로서 평균 0.0618로 나타나며, 현금배당변수는 평균 24.41%로 나타나는 것을 알 수 있다. 다음은 총자산순이익율로 평균 5.8%로 나타나며, 표준편차는 0.0482로 나타나는 것을 알 수 있다.

〈표 4〉 기술통계량

구분	평균	표준편차	최소값	최대값
$TQ_{i,t}$	1.0559	0.5974	0.1184	7.1229
FC	0.5074	0.5000	0.0000	1.0000
$LEV_{i,t}$	0.9571	0.9372	0.0005	14.8356
$SIZE_{i,t}$	26.6652	1.4854	23.0755	32.6733

구분	평균	표준편차	최소값	최대값
$CFO_{i,t}$	0,0618	0,0789	-0,5312	0,5240
$DIV_{i,t}$	0,2441	0,3756	0,0000	9,5188
$ROA_{i,t}$	0,0580	0,0482	0,0003	0,5194

주 : 1) $TQ_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업가치(Tobin-q)
 FC : 금융위기(금융위기전=0, 금융위기 후=1)
 $LEV_{i,t}$: i기업의 t년도의 부채비율(총부채 / 자기자본)
 $SIZE_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업의 크기(자연로그(총자산))
 $CFO_{i,t}$: i기업의 t년도의 영업활동의 현금흐름(영업현금흐름 / 총자산)
 $DIV_{i,t}$: i기업의 t년도의 배당성향(현금배당 / 당기순이익)
 $ROA_{i,t}$: i기업의 t년도의 총자산순이익율(당기순이익 / 총자산)
 $\epsilon_{i,t}$: 잔차항

(2) 상관관계 분석

본 연구에서 주요 변수 중에서 종속변수인 기업가치와 독립변수인 부채비율변수 그리고 통제변수들간의 상관관계가 존재하는지를 파악하기 위하여 상관관계분석을 실시하였으며 결과는 <표 5>와 같다.

<표 5> 상관관계분석

구분		$TQ_{i,t}$	FC	$LEV_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$CFO_{i,t}$	$DIV_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$NI_{i,t}$
$TQ_{i,t}$	상관계수	1							
	유의확률								
FC	상관계수	0.038***	1						
	유의확률	0.009							
$LEV_{i,t}$	상관계수	0.057***	-0.067***	1					
	유의확률	0.000	0.000						
$SIZE_{i,t}$	상관계수	0.194***	0.124***	0.179***	1				
	유의확률	0.000	0.000	0.000					
$CFO_{i,t}$	상관계수	0.258***	-0.043***	-0.105***	0.046***	1			
	유의확률	0.000	0.002	0.000	0.001				

구분		$TQ_{i,t}$	FC	$LEV_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$CFO_{i,t}$	$DIV_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$NI_{i,t}$
$DIV_{i,t}$	상관계수	0.002	0.001	-0.073***	-0.014	-0.038***	1		
	유의확률	0.902	0.949	0.000	0.334	0.007			
$ROA_{i,t}$	상관계수	0.336***	-0.065***	-0.218***	-0.019	0.433***	-0.191***	1	
	유의확률	0.000	0.000	0.000	0.171	0.000	0.000		

주 : 1) $TQ_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업가치(Tobin-q)
 FC : 금융위기(금융위기전=0, 금융위기 후=1)
 $LEV_{i,t}$: i기업의 t년도의 부채비율(총부채 / 자기자본)
 $SIZE_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업의 크기(자연로그(총자산))
 $CFO_{i,t}$: i기업의 t년도의 영업활동의 현금흐름(영업현금흐름 / 총자산)
 $DIV_{i,t}$: i기업의 t년도의 배당성향(현금배당 / 당기순이익)
 $ROA_{i,t}$: i기업의 t년도의 총자산순이익율(당기순이익 / 총자산)
 $\epsilon_{i,t}$: 잔차항

2) ***는 유의수준 1%에서 유의함.

〈표 5〉는 본 연구의 주요변수 중 종속변수인 기업가치와의 관련성을 파악하기 위하여 독립변수인 금융위기의 경우는 상관계수가 0.038로 유의 수준 1%하에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있고, 부채비율의 경우는 상관계수가 0.057로 양(+)의 상관성을 나타내고 있으며, 통계적으로 유의수준 1%하에서 유의하게 나타나는 것을 알 수 있다. 다음은 총자산 변수로서 기업가치와 상관계수가 0.194로 양(+)의 값을 나타내고 있고, 영업활동현금흐름 변수도 0.258로 양의 상관관계를 보이고 있으며, 총자산순이익율도 0.336으로 양의 상관성을 보이며, 이는 통계적으로 유의수준 1%하에서 유의하게 나타나는 것을 알 수 있다. 즉, 본 연구의 가설인 부채비율이 기업가치에 영향을 미칠 것이라는 가설을 지지하고 있으며, 보다 구체적으로 검증하기 위하여 회귀분석을 실시할 것이다.

(3) 평균 차이 분석

본 연구의 목적을 달성하기 위하여 금융위기 전후 연구의 종속변수인 기업가치와 독립변수인 부채비율의 평균차이에 차이가 존재하는지를 분석하고자 평균차이 분석을 실시하였으며, 결과는 다음과 같다.

〈표 6〉 금융위기 전후 기업가치와 부채비율의 평균차이분석

구 분		평균	표준편차	F	유의확률
$TQ_{i,t}$	금융위기 전	1.0317	0.5379	6.773	0.009***
	금융위기 후	1.0774	0.6449		
	합계	1.0559	0.5973		
$LEV_{i,t}$	금융위기 전	1.0208	1.0193	22.526	0.000***
	금융위기 후	0.8951	0.8454		
	합계	0.9570	0.9371		

주 : 1) $TQ_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업가치(Tobin-q)
 $LEV_{i,t}$: i기업의 t년도의 부채비율(총부채 / 자기자본)
 2) ***는 유의수준 1%에서 유의함.

〈표 6〉 금융위기 전후의 기업가치와 부채비율의 평균차이분석을 한 표이다. 분석결과를 보면, 기업가치의 경우 금융위기 전(1.0317)보다 금융위기 후(1.0774)에 기업가치가 높게 나타나며, 이는 통계적으로 유의수준 1%하에서 유의하게 나타나는 것을 알 수 있다. 그러나 부채비율은 금융위기 전(1.0208)보다 금융위기 후(0.8951)에 부채비율이 더 낮은 것을 볼 수 있으며, 이는 통계적으로 유의수준 1%하에서 유의하게 나타나는 것을 알 수 있다.

(4) 가설 검증

본 연구의 가설을 검증하기 위하여 전체기간과 금융위기 전과 금융위기 후를 대상으로 다중회귀분석을 실시하였으며, 결과는 다음과 같다.

$$TQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DIV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

〈표 7〉 부채비율과 기업가치의 회귀분석(표본전체)

구분	비표준화 계수	표준화계수	t-값	VIF
(상수)	-1,290		-8.227	
$LEV_{i,t}$	0.119	0.173	10.094***	1.132
$SIZE_{i,t}$	0.069	0.191	11.570***	1.051

구분	비표준화 계수	표준화계수	t-값	VIF
$CFO_{i,t}$	0.583	0.079	4.419***	1,249
$DIV_{i,t}$	0.092	0.067	4.088***	1,054
$ROA_{i,t}$	3.879	0.327	17,505***	1,345
산업변수	포함			
회귀식	F값(유의확률)	122,123(0,000***)		
	수정된 R제곱	0,188		

주 : 1) $LEV_{i,t}$: i기업의 t년도의 부채비율(총부채 / 자기자본)
 $SIZE_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업의 크기(자연로그(총자산))
 $CFO_{i,t}$: i기업의 t년도의 영업활동의 현금흐름(영업현금흐름 / 총자산)
 $DIV_{i,t}$: i기업의 t년도의 배당성향(현금배당 / 당기순이익)
 $ROA_{i,t}$: i기업의 t년도의 총자산순이익율(당기순이익 / 총자산)
 $\epsilon_{i,t}$: 잔차항

2) ***는 유의수준 1%에서 유의함.

<표 7>은 가설1을 검증하기 위하여 부채비율이 기업가치에 영향을 미치는지에 대한 회귀 분석을 나타낸 표이다. 분석한 결과를 보면, 부채비율의 표준화계수를 보면 0.185으로 나타나고 있으며, 통계적으로 유의수준 1%하에서 유의한 것을 알 수 있다. 이는 상관관계분석과 같은 결과로 부채비율과 기업가치는 양(+의 상관관계)를 나타내고 있다.

$$TQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 FC \times LEV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 CFO_{i,t} + \alpha_5 DIV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

<표 8> 금융위기 전후 부채비율과 기업가치의 회귀분석

구분	비표준화 계수	표준화계수	t-값	VIF
(상수)	-1,250		-7.927***	
$LEV_{i,t}$	0.109	0,157	8,469***	1,334
$FC * LEV_{i,t}$	0,032	0,039	2,155**	1,290
$SIZE_{i,t}$	0,067	0,186	11,160***	1,073
$CFO_{i,t}$	0,596	0,081	4,515***	1,252
$DIV_{i,t}$	0,093	0,068	4,144***	1,054

구분	비표준화 계수	표준화계수	t-값	VIF
$ROA_{i,t}$	3.918	0.330	17.632***	1.354
산업변수	포함			
회귀식	F값(유의확률)	105.462(0.000***)		
	수정된R제곱	0.189		

- 주 : 1) $TQ_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업가치(Tobin-q)
 FC : 금융위기(금융위기전=0, 금융위기 후=1)
 $LEV_{i,t}$: i기업의 t년도의 부채비율(총부채 / 자기자본)
 $SIZE_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업의 크기(자연로그(총자산))
 $CFO_{i,t}$: i기업의 t년도의 영업활동의 현금흐름(영업현금흐름 / 총자산)
 $DIV_{i,t}$: i기업의 t년도의 배당성향(현금배당 / 당기순이익)
 $ROA_{i,t}$: i기업의 t년도의 총자산순이익율(당기순이익 / 총자산)
 $\epsilon_{i,t}$: 잔차항

2) ***, **는 각각 유의수준 1%, 5%에서 유의함.

<표 8>은 가설2를 검증하기 위하여 금융위기 전후 부채비율과 기업가치의 회귀분석을 나타낸 표이다. 분석한 결과를 보면, 부채비율의 비표준화 계수는 0.109로 부채비율은 기업가치에 양(+의) 관련성이 있다는 것을 알 수 있으며 유의수준 1%하에서 유의하다. 그리고 주된 관심변수인 금융위기와 부채비율의 상호작용변수는 비표준화 계수가 0.032이고 양(+의) 관련성을 가지며, 유의수준 5%하에서 유의하다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 금융위기 전보다 후의 부채비율에 의해 기업가치가 증가하고 있음을 알 수 있다. 즉 금융위기 전후의 부채비율은 기업가치에 미치는 영향이 다름을 나타내어 가설2를 지지한다.

$$TQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DIV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

<표 9> 금융위기 이후 평균이상 부채비율과 기업가치의 회귀분석

구분	비표준화 계수	표준화계수	t-값	VIF
(상수)	-1.852		-6.275	
$LEV_{i,t}$	-0.320	-0.126	-4.601***	1.046
$SIZE_{i,t}$	0.092	0.228	8.413***	1.019

구분	비표준화 계수	표준화계수	t-값	VIF
$CFO_{i,t}$	0.497	0.060	1.871*	1.412
$DIV_{i,t}$	0.400	0.211	7.556***	1.084
$ROA_{i,t}$	5.155	0.415	12.525**	1.525
산업변수	포함			
회귀식	F값 (유의확률)	61.504(0.000***)		
	수정된 R제곱	0.261		

주 : 1) $LEV_{i,t}$: i기업의 금융위기 후 평균이상의 부채비율(평균부채비율-총부채 / 자기자본)
 $SIZE_{i,t}$: i기업의 t년도의 기업의 크기(자연로그(총자산))
 $CFO_{i,t}$: i기업의 t년도의 영업활동의 현금흐름(영업현금흐름 / 총자산)
 $DIV_{i,t}$: i기업의 t년도의 배당성향(현금배당 / 당기순이익)
 $ROA_{i,t}$: i기업의 t년도의 총자산순이익율(당기순이익 / 총자산)
 $\epsilon_{i,t}$: 잔차항
 2) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%하에서 유의함.

〈표 9〉는 가설3을 검증하기 위하여 금융위기 후에도 부채비율을 감소시키는 등의 관리를 하지 않아 부채비율이 평균이상인 경우, 부채비율이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 회귀분석을 나타낸 표이다. 분석한 결과를 보면, 부채비율의 표준화계수를 보면 -0.320으로 음의(-)관련성을 나타내고 있으며, 통계적으로 유의수준 1%하에서 유의한 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 부채비율을 관리하지 않아 금융위기 후에도 여전히 부채비율이 평균이상으로 높을 경우 기업가치가 음(-)의 값으로 떨어진다는 것을 알 수 있다. 한편 통제변수로 사용된 기업규모(SIZE)와 배당성향(DIV)은 양(+)의 상관관계를 나타내며 1%하에서 유의하지만, 영업활동현금흐름(CFO)은 10%하에서 양(+)의 상관관계를 나타내고 있고 총자산이익율(ROA)은 5%하에서 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 그리고 회귀식은 유의하게 나타나고 있으며, 모형에 대한 설명력은 26.1%로 나타나고 있다. 또한 다중공선성 검증결과 기준값(VIF값이 10이하)이하로 나타나고 있어 다중공선성은 문제가 없는 것으로 나타났다.

V. 결 론

본 연구는 금융위기 전 후로 기업의 재무상태 중 부채비율이 어떻게 달라졌는지를 알아보

고, 이로 인해 부채비율이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대해서 알아보려고 전체 기업을 대상으로 기업들의 금융위기 전후 부채비율을 구분하여 기업의 가치와의 관련성을 실증분석 하였다. 본연구의 표본은 2004년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업 중 제조업을 대상으로 선정하였으며, 총 표본의 수는 4,986이다.

연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 부채비율은 기업 가치에 양(+)영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 부채비율은 기업가치 증가에 영향을 미친다는 사실을 나타낸다. 둘째, 금융위기와 부채비율의 상호작용변수는 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 금융위기 전보다 후의 부채비율에 의해 기업가치가 증가하여 금융위기 전과 후의 부채비율은 기업가치에 미치는 영향이 다를 수 있다. 즉, 금융위기 이후 부도나 파산을 야기 시키는 과대투자 보다는 기업마다 발전 가능한 적정수준의 투자를 위한 부채비율을 유지하여 기업의 가치를 높이고자 노력하였음을 알 수 있다. 셋째, 금융위기 이후 평균 이상의 부채비율은 기업가치에 음(-)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 과대투자 또는 재정 부족 등으로 부채비율을 관리하지 않아 금융위기 후에도 여전히 부채비율이 평균이상으로 높은 기업의 경우 기업가치가 음(-)의 값으로 떨어진다는 것을 나타낸다. 또한 부채비율의 추이분석을 보면 부채비율의 증감은 대체적으로 자본의 증감에 의해 많은 영향을 받았고, 2008년과 2011년의 부채비율을 살펴보면 부채비율 증가가 자본의 증가보다 훨씬 높은 것을 알 수 있는데 이는 2008 미국발 금융위기와 2011년 유럽발 금융위기로 인하여 일시적으로 급증한 것임을 알 수 있다. 자본구성요소의 추이분석을 살펴보면 자본잉여금과 자본조정은 금융위기 전후를 기반으로 늘어났다 줄어드는 것을 볼 수 있는데 이러한 결과는 감자차손 또는 자기자본 처분손실에 의한 것이라 추정 할 수 있다. 따라서 기업들은 금융위기 전후를 분기점으로 하여 부채비율이 평균 이상으로 높아져 기업가치를 떨어뜨리는 것을 예방하기 위해 부채비율을 적정 수준으로 유지하여 기업가치를 높인것이라 볼 수 있어 기업들은 금융위기로 인하여 민감하게 반응할 시장을 우려해 금융위기 발생 후에 재무보고의 건전성을 높이고자 많은 노력을 한 것이라 해석된다.

본 연구는 IMF외환위기 당시 시행된 부채감소정책으로 인해 실제로 부채의 감소였는지, 자본의 증가였는지에 대한 많은 선행연구와는 달리 2008년 금융위기 전후로 부채비율의 증감에 부채의 증감이 크게 기여했는지, 자본의 증감이 크게 기여했는지 알아보았고 부채비율의 변화가 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤는지 부정적인 영향을 미쳤는지를 확인하였다. 그러나 본 연구의 한계점은 제조업의 재무구조를 통하여 기업 가치를 보고자 하였기 때문에 각 산업별 특성 등을 고려하지 못하였고, 2008년 미국 발 금융위기 전후를 분기점으로 분석하였기에 2011년 유럽 발 금융위기는 고려하지 못하였고, 자본구성요소의 자본잉여금과 자본

조정의 변화에 대해서는 추정만 할 뿐 세부내역을 검토하지 못하였다. 이를 보완하여 추가분석이 이루어 졌으면 한다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 강장원(2008), 부채비율 특성과 이익조정과의 관계, 국내박사학위논문, 수원대학교 대학원.
- 김병기(2012), “부채비율과 채권등급의 관계에 관한 연구,” 「기업경영연구」, 한국기업경영학회 19(6): 153-177.
- 김정옥(2010), “부채와 회계정보의 가치 관련성,” 「회계학연구」 35(1): 63-93.
- 김지홍, 고윤성(2005), “외환위기 이후의 부채비율 감소와 이익조정 행위에 관한 연구,” 「회계저널」 15(2): 119-144.
- 나종길, 최정호(2000), “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응,” 「회계학연구」 25(4): 55-88.
- 문준기(2012), 외화순부채의 기업가치 관련성, 국내석사학위논문, 전남대학교 대학원.
- 민병돈(2001), 부채비율이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구, 국내석사학위논문, 조선대학교 경영대학원.
- 민석주(1998), 주식수익률과 부채비율간의 관계성 연구, 국내석사학위논문, 연세대학교 대학원.
- 박승식, 장지인, 정길채, 배성태(2006), “기업지배구조와 이익조정의 관련성에 대한 실증연구,” 「회계정보연구」 24(1): 213-41.
- 박연희, 송인만, 배수일, 박성진(2011), “획일적인 200% 목표부채비율에 대한 제도적 문제점과 개선방안,” 「회계저널」 20(4): 287-328.
- 박윤창(2013), 기업수명주기별 기업가치 및 경영성결과 외국인 투자자 지분율에 미치는 영향, 국내 석사학위논문, 단국대학교 대학원.
- 박종찬(2011), “전통적 부채비율의 한계점과 위험회피회계기준 개정의 영향,” 「회계저널」 20(3): 427-42.
- 박한순(1996), “감사인 지정이 경영자의 이익조절행위에 미치는 영향,” 「회계학연구」 21(3): 33-61.
- 백원선, 전성일(2004), “무형자산성 지출의 회계처리, 초과이익 지속성 및 가치평가,” 「회계학연구」 29(3): 199-226.
- 안은희(2012), 기업 부채비율의 변화와 주가수익률 및 미래투자에 관한 연구, 국내석사학위논문, 숭실대학교 대학원.
- 육근효(2003), “연구개발비와 광고비지출의 경제적 효과에 관한 재검토,” 「경영연구」 18(3): 219-52.

- 이인수, 최현돌(2008), “외환위기 이후 부채비율 감소의 원인에 관한 연구,” 「산업교육학회」 19(-): 249-74.
- 전하나(2012), 글로벌 금융위기와 위기극복방안에 관한 연구, 국내석사학위논문, 건국대학교 경영대학원.
- 천미림, 김창수(2011), “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향,” 「회계정보 연구」 29(3): 351-74.
- 최성규, 김정민(2005), “부채비율과 경영자의 이익조절,” 「회계학연구」 30(3): 113-45.
- 최정호(1994), “광고비 및 연구개발비 지출이 기업가치에 미치는 영향 - 토빈 q에 의한 실증적 분석,” 「회계학연구」 19(1): 103-26.
- 최종민(2009), 최근 금융위기의 원인분석과 파급효과에 따른 대응방안, 국내석사학위논문, 경희대학교 행정대학원.

〈국외문헌〉

- DeAngelo. H., DeAngelo. L., and Skinner. D. J, “Accounting Choice in Troubled Companies,” *Journal of accounting & economics*, 17.1-2 (1993): 113.
- DeFond. M. L., and Jiambalvo. J, “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals,” *Journal of accounting & economics*, 17.1-2 (1993): 145.
- Duke, J. and Hunt, H, “An Empirical Examination of Debt Covenant Restrictions and Accounting-Related Debt Proxies,” *Journal of accounting & economics*, 12 (1990): 45.
- Hall. B. H. “The Stock Market Valuation of R&D Investment during the 1980’s,” *The American Economic Review*, 83.2 (1993): 259.
- Healy, P., and K. Palepu, “Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants,” *Journal of accounting & economics*, 12 (1990): 97.
- Hirschey, M. and J. J. Weygandt, “Amortization Policy for Advertising and Research and Development Expenditures,” *Journal of accounting research*, 23.1 (1985): 326.
- Megna. P., and Klock. M, “The Impact of Intangible Capital on Tobin’s q in the Semiconductor Industry,” *The American Economic Review*, 83.2 (1993): 265.
- Sweeney. A. P, “Debt-Covenant Violations and Managers’ Accounting Responses,” *Journal of accounting & economics*, 17.3 (1994): 281.
- Watts, Ross L., and Jerold L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1986.

A Study on the influences of Debt Ratio before and after the Financial Crisis on Firm's value

Choi, Yun Yee*

ABSTRACT

The main purpose of this study is to determining how different the debt ratio of the company's financial condition before and after the financial crisis and targeted entire enterprises, and to distinguishing the debt ratio between before and after the financial crisis to verify the relevance with the firm's value to determine how the debt to equity ratio effects the value of the companies. In this study, the samples are the 4,986 companies listed on the Korea Stock Exchange Market from 2004 to 2013.

The study results are as followed. First, the debt equity ratio has a positive effect on the firm's value. As a result, firm's value increase as the debt to equity ratio increase. Second, interaction variables between the financial crisis and the debt to equity ratio has a positive effect on the firm's value. As a result, debt to equity ratio before and after the financial crisis has a different effect on the business value. Third, after the financial crisis, above average debt to equity ratio has a negative effects on the firm's value. These result indicates the business value decreases to be negative side in case of companies have higher debt to equity ratio than the average after a financial crisis because they did not manage the debt. Therefore the companies took a lot of effort to raise the quality of financial reporting by concerning about the market that to be sensitive to the financial crisis because the companies increased the firm's value by decreasing the debt to equity ratio that has a role of decreasing the firm's value bifurcation of the financial crisis.

Key Words : U,S financial crisis, Debt Ratio, Firm's value

* Ph.D student, Dept. of Business Administration, Dankook University, E-mail : 6262yy@naver.com

