기독인 경영기업과 일반기업의 자본구조전략 차이에 관한 실증적 분석 : 성경적 접근

(An Empirical Analysis of the Differences in Their Capital Structure Between Christian-Managed Firms and General Firms : A Biblical Approach)

박 정 윤*

요 약

본 논문은 기독인 경영기업과 일반기업의 자본조달전략에 차이가 존재하는지를 미국 기독인 경영기업의 최고경영자를 대상으로 설문조사를 통해 실증분석하였다. 실증분석에 앞서 성경에 기초하여 부채에 관한 원리를 찾아서 정리하였다.

그 다음 도출된 차입원리에 기초하여 네 개의 가설을 설정하였다. 중심된 가설은 기독인 경영기업과 일반기업의 부채비율에 차이가 존재하는가 이었다. t-검증을 한 결과 두 집단의 부채비율에 통계적으로 유의한 차이는 없었다. 그러나 일부의 기독인 경영기업은 무부채정책을 추구하고 있는 것으로 조사되었다.

본 연구는 기업간의 상이한 자본구조의 차이를 성경적으로 접근하여 설명을 시도하였다는 데 그 의의가 있다.

* 영남대학교 경영학과 교수

I. 자본구조에 대한 새로운 접근법

기업의 자본구조에 대한 기본적인 접근은 세 가지의 방법이 있다. 즉, 순이익 접근법(net income approach), 순영업이익 접근법(net operating income approach), 그리고 전통적 접근법(traditional approach)이 있다.

완전자본시장을 가정하고 있는 MM이론(1958)은 자본구조와 기업가치는 관련이 없다고 주장하여 순영업이익접근법을 지지하고 있다. 그러나, 법인세를 고려할 때 MM(1963)은 부채를 사용하여 기업가치를 무한히 증가시킬 수 있다고 하여 순이익 접근법을 지지하게 되었다.

완전경쟁시장과 완전독점시장이 비현실적인 것처럼 순영업이익 접근법과 순이익 접근법도 현실적이 아니다. 그리하여 대부분의 학자들은 두 극단적인 접근법을 절충한 전통적인 접근법을 지지하고 있는 것 같다. 이것은 부채사용으로 인한 감세혜택의 효익과 부채사용으로 인한 재무곤경비용의 상대적 크기에 따라 최적자본구조가 존재할 수 있다는 가정하에 전개되고 있다. 이것을 정태적 균형이론(static tradeoff theory)이라 부른다.

정태적 균형이론은 산업간의 자본구조의 차이를 성공적으로 설명할 수 있으나, 동일한 산업내에서 가장 이익이 높은 기업이 일반적으로 가장 보수적인 자본구조를 갖고 있는 현실을 설명해 주지는 못하고 있다. 그리하여 Myers(1984)는 대체적인 자본조달순서이론(pecking order theory)를 제안하고 있다. 이 이론은 기업이 투자를 위해 자본이 필요할 경우에 내부금융, 부채, 주식의 순서로 조달한다고 주장한다.

비대칭정보를 가정하는 자본조달순서이론은 경영자가 주가가 너무 낮다고 판단될 때 왜 주식발행보다 채권발행을 선호하는가를 설명해 줄 수 있다. 그러나, 이 이론도 차입능력이 많은 기업들이 왜 보수적인 자본조달정책을 유지하는지에 대해서는 설명해 주지 못하고 있다.

따라서 본 연구에서는 기존의 자본구조이론에 대한 하나의 대안으로서 성경적 관점에서 자본구조를 설명하는 새로운 시도를 하고자 한다. 이 목적을 달성하기 위해 먼저 성경적 부채조달원리를 도출하고 정리한다. 그리고 기독인 경영자는 성경적 부채조달원리를 따라서 자본을 조달할 것이라는 가정하에 기독인 경영기업과 일반기업사이에 자본구조의 차이가 존재하는가를 조사하기 위하여 설문조사를 통하여 실증분석한다. 마지막으로, 연구결과를 해석하고 본 연구가 기업 자본구조의 연구에 주는 시사점을 제시한다.

II. 성경적 차입원리와 가설설정

성경으로부터 부채에 관한 원리를 찾아서 정리하면 대체로 다섯 가지의 원리로 정리할 수 있다.[1)]

제 1 원리 : 차입은 성경에 허용되어 있으나 될수록 억제하라.

일부 기독인들은 차입은 성경에서 금지되고 있다고 생각하고 있다. 이렇게 생각하는 사람들은 로마서 13장 8절에 근거하고 있다. 그러나, Harrison은 로마서 주석에서 이 구절이 기독인의 차입을 금지하는 것은 아니라고 주장하고 있다.[2)] 그는 빚지는 것이 하나님의 뜻에 반하는 것이라면 예수께서 "네게 구하는 자에게 주며, 네게 꾸고자 하는 자에게

---

1) Larry Burkett(1989, 1990)과 Ron Blue(1989)는 성경적 부채원리에 대하여 설명하고 있다. 박정윤(1996)은 성경적 차입원리와 대출원리로 분류하여 정리하였다.

2) Everett Harrison, *The Expositor's Bible Commentory*, Volume 10, Zondervan Publishing House, 1976, p.141.

거절하지 말라"(마5:42)라고 말씀하시지 않았을 것이라고 말하고 있다.

비록 차입이 성경에 허용되고 있더라도 대출이 장려되는 것과는 대조적으로 차입은 억제되고 있는 것으로 보인다. 왜냐하면 성경의 어느 곳에서도 차입을 장려하는 구절이 없기 때문이다.

제 2 원리 : 차입자는 대출자의 제한을 받게 된다.

잠언은 차입자는 대출자의 구속을 받는다고 기록하고 있다.

"부자는 가난한 자를 주관하고 빚진 자는 채주의 종이 되느니라"(잠언22:7).

이 구절에 의하면 차입자가 빚을 갚지 못할 경우 채권자가 채무자에 대한 모든 권한을 가질 수 있다는 것을 시사한다. 예수 그리스도의 시대에는 채무자가 채무이행을 할 수 없을 때는 채무자의 재산에 대한 권리는 물론이고 채무자를 종으로 삼을 수도 있었다. 미국에서는 20세기까지도 채무자가 빚을 갚지 못할 경우는 일반 범죄자와 분리하여 수용하는 감옥이 있었다.[3]

제 3 원리 : 차입은 정상적인 신호가 아니다.

성경에서는 차입은 하나님의 율법을 지키지 않음으로서 발생하는 여러 가지 현상 가운데 하나로 나열하고 있다.

"네가 만일 네 하나님 여호와의 말씀을 순종하지 아니하여 내가 오늘날 네게 명하는 그 모든 명령과 규례를 지켜 행하지 아니하면 이 모든 저주가 네게 임하고 미칠 것이니…… 그는 네게 꾸일지라도 너는 그에게 꾸지 못하리니 그는 머리가 되고 너는 꼬리가 될 것이라"(신명기 28:15, 44).

---

3) Larry Burkett(1989), ibid., p.54.

이 말씀에 의하면 차입은 하나님의 말씀에 불순종함으로서 초래되는 하나님의 저주의 신호라는 것으로 해석할 수 있다.

제 4 원리 : 장기부채를 누적시키지 말라.

오늘날 차입기한이 점차 장기화되는 추세가 있다. 그러나, 성경에서의 최장 차입허용기한은 7년이다. 왜냐하면 매 칠년 끝에 채무를 탕감하도록 율법에 정해져 있기 때문이다.

신명기 15장 1절과 2절에는 다음과 같이 기록되어 있다.

"매 칠년 끝에 면제하라 면제의 규례는 이러하니라 무릇 그 이웃에게 꾸어준 채무는 그것을 면제하고 그 이웃에게나 그 형제에게 독촉하지 말지니 이 해는 여호와의 면제년이라 칭함이니라."

제 5 원리 : 채무는 반드시 갚으라.

오늘날 상황윤리가 널리 수용되고 있는 실정이다. 그래서 채무를 갚지 않아도 된다는 생각을 합리화하기 쉽다. 그러나 성경에서는 차입자가 꾸고 갚지 않는 것은 악한 것이라고 말한다.

"악인은 꾸고 갚지 아니하나 의인은 은혜를 베풀고 주는도다"(시편 37:21).

이 구절이 가정하고 있는 것은 악인은 상환할 수 있으나 상환하지 않으려 한다는 것이다.

전술한 다섯 가지의 성경적 차입원리에 기초하여 다음과 같은 네 가지의 귀무가설을 설정하였다.

제 1 가설 : 기독인 경영기업의 부채비율과 일반기업의 부채비율은 차이가 없다.

이것은 제 1원리와 제 3원리에 기초하여 세운 것이다. 성경에서 차입

은 억제되고 대출은 장려되고 있다. 차입이 비정상적이라 간주된다면 기독인 경영기업은 차입에 신중을 기할 것이다. 따라서 기독인 경영기업의 부채비율은 일반기업의 부채비율보다 낮을 것으로 기대된다.

제 2 가설 : 기독인 경영기업의 단기부채 대 장기부채비율과 일반기업의 단기부채 대 장기부채비율은 차이가 없다.

제 2가설은 장기부채를 누적시키지 말아야 한다는 제 4원리에 기초하여 세워진 것으로, 기독인 경영기업은 부채를 사용할 경우에는 장기부채보다는 단기부채를 선호하여 사용할 것으로 예상된다.

제 3 가설 : 기독인 경영기업의 받을어음 대 지급어음의 비율은 1이다.

받을어음은 일종의 단기대출로 간주할 수 있다. 이에 반해 지급어음은 단기 차입으로 볼 수 있다. 성경에서 차입보다 대출이 장려되고 있다는 원리에 따라 기독인 경영기업의 받을어음 대 지급어음의 비율이 1보다 클 것이 기대된다.

제 4 가설 : 기독인 경영기업의 이익과 일반기업의 이익은 차이가 없다.

제 4가설은 기독경영자가 하나님의 경영원리에 따라 기업을 운영한다면 대출할지언정 차입하지 않게 될 것이기 때문에[4] 기독인 경영기업의 영업성과는 일반기업의 영업성과보다 높을 것으로 기대되고 있다.

---

4) 신명기 28장 1절, 12절은 하나님의 율법을 따라 살게 되면 대출자가 될 것이라고 약속하고 있다.

III. 자료와 검증결과

가설검증에 필요한 통계자료는 두 종류다. 하나는 기독인 경영기업의 정보이고 다른 하나는 일반기업의 정보이다.

먼저 기독인 경영기업의 정보를 얻기 위해서 16개 질문으로 구성된 질문서를 작성하여 표지편지와 함께 미국의 80개 기독인 경영기업의 최고경영자앞으로 우송했다.[5] 이 중 15개사로부터 응답이 있었으며 10개의 회사가 가설검증에 유용한 정보를 제공하였다. 나머지 5개 기업의 정보는 부분적으로 유용하였다.

기독인 경영기업의 정보에 상응하는 비교정보는 Dun & Bradstreet 정보 서비스를 통하여 구하였다.

이 두 가지 정보에 의해 1987년과 1992년의 두 해에 걸쳐 모든 가설을 검증하였다.

1. 표본기업의 규모

<표 1>은 매출액과 종업원수에 의한 표본기업의 규모를 정리한 것이다. 매출액 규모가 백만불에서 천만불사이에 속하는 기업수가 6개회사로서 가장 많았다. 표본기업의 반 이상이 50명 미만으로 고용규모가 비교적 작았다.

15개 회사 중 14개 회사가 비공개기업이었다. 이것은 이들 회사가 주식발행을 통한 자본조달이 힘들 수 있다는 것을 시사할 수도 있다.

---

5) 조사에 사용된 질문서 견본이 부록에 수록되어 있다.

<표 1> 표본기업의 규모

매출액	기업수	%	종업원수	기업수	%
1 미만	2	13	50명 미만	7	46
1 - 10	6	40	50 - 199	4	27
10 - 20	3	20	200 - 999	4	27
20 이상	4	27	1000명 이상	0	0
합계	15	100	합계	15	100

*매출액 단위는 백만불임

<표 2>는 표본기업의 부채정책을 나타낸다. 기업의 부채정책은 네 종류로 구분하여 질문하였다. 즉, 무부채정책, 보수적 부채정책(low debt policy), 공격적 부채정책(high debt policy), 그리고 균형부채정책(moderate debt policy)으로 분류하여 하나를 선택하도록 하였다.

가장 많은 기업이 균형부채정책을 추구하고 있었다(40%). 이것은 기독인 경영기업도 정태적 균형이론을 어느 정도 지지하는 것으로 해석할 수 있을 것 같다. 4개 기업이 보수적 부채정책을 갖고 있었고 3개 기업은 무부채정책을 추구한다고 답했다. 적어도 일부 기독인 경영기업(3개기업)은 무부채정책을 추구하고 있다는 것은 주목할 만한 사실이다.

<표 2> 표본기업의 부채정책

부채정책의 종류	기업수	백분율(%)
무부채 정책	3	20
보수적 부채정책	4	27
균형부채정책	6	40
공격적 부채정책	2	13
합계	15	100

<표 3>은 표본기업과 동종산업의 부채비율(총부채/자기자본)을 나타

낸 것이다. 표본기업에 상응하는 산업의 비율은 Dun & Bradstreet 정보서비스의 주요 기업비율에서 구했다.

1987년의 표본기업의 부채비율 평균(1.8)은 상응하는 산업 부채비율의 평균(0.92)보다 높았다. 기독인 경영기업과 일반기업의 부채비율에 차이가 있는가를 알아보기 위하여 두 표본 t검증을 하였다. 1987년의 t값은 1.34에 지나지 않았다. 따라서 5%의 유의수준에서 두 표본의 부채비율에 차이가 없다는 귀무가설을 기각할 수 없었다. 1992년의 경우에도 검증결과는 동일하였다.

<표 3> 부채비율(총부채/자기자본)

	표본기업		산 업	
기업 \ 연도	1987	1992	1987	1992
기업1(2842)	0	0	0.74	0.67
기업2(3489)	1.60	1.20	2.01	0.89
기업3(3829)	5.90	7.60	0.59	0.66
기업4(2499)	0.37	0.03	0.81	0.68
기업6(3315)	0.71	1.02	0.61	0.93
기업7(2821)	4.00	0.40	0.93	0.87
기업8(2821)	1.09	0.84	0.93	0.87
기업9(8911)	1.69	0.77	0.75	0.74
기업10(5085)	0.84	1.19	0.91	0.92
평 균	1.80	1.45	0.92	0.80
표준편차	1.92	2.35	0.43	0.11

*( )안의 숫자는 표준산업 번호(SIC)임

<표 4>는 표본기업과 상응하는 동종산업의 단기부채 대 장기부채비율(단기부채/장기부채)을 나타낸 것이다.

두 표본간에 이 비율의 차이가 있는가를 알기 위해 t검증을 하였다. 5%의 유의수준에서 검증을 한 결과 귀무가설을 기각할 수 없었다. 즉,

기독인 경영기업의 단기부채 대 장기부채비율과 일반기업의 단기부채 대 장기부채비율은 통계적으로 유의한 차이가 없었다. 기독인 경영기업보다 일반기업이 오히려 장기부채보다 단기부채를 더 많이 사용하는 것으로 나타났다.

<표 4> 단기부채 대 장기부채비율(단기부채/장기부채)

기업 \ 년도	표본기업		산업	
	1987	1992	1987	1992
기업2	0.21	0.52	2.94	2.26
기업3	1.36	0.05	2.26	2.80
기업4	0.05	0.23	4.27	1.79
기업5	0.80	0.83	2.26	2.07
기업6	0.11	0.18	1.77	1.76
기업7	0.10	0.20	1.92	1.83
기업8	1.45	0.64	1.92	1.83
기업9	4.00	1.77	3.00	3.51
평균	1.01	0.55	2.67	2.23
표준편차	1.34	0.56	0.78	0.62

<표 5>는 기독인 경영기업과 동종산업의 받을어음 대 지급어음의 비율을 나타낸 것이다.

먼저 기독인 경영기업의 받을어음과 지급어음의 비율이 1인지 아닌지를 알기 위해 1987년과 1992년의 비율로써 t검증을 하였다.

1987년에는 10%의 유의수준에서 귀무가설을 기각할 수 있었다. 따라서 받을어음이 지급어음보다 더 크다고 결론을 내릴 수 있다. 1992년에도 5%의 유의수준에서 동일한 결론을 얻었다.

그 다음엔 기독인 경영기업의 받을어음 대 지급어음의 비율과 일반기업의 동비율간에 차이가 있는가를 알기위해 t검증을 실시하였다. 그러나 통계적으로 유의한 차이는 없었다.

<표 5> 받을어음 대 지급어음 비율

기업 \ 년도	표본기업		산업	
	1987	1992	1987	1992
기 업 1	0.23	0.00	1.81	2.06
기 업 2	3.22	1.65	1.74	1.92
기 업 3	1.65	1.97	2.24	2.31
기 업 4	3.10	5.80	1.87	1.95
기 업 5	0.84	1.22	1.23	1.17
기 업 6	2.38	2.11	2.41	2.06
기 업 7	1.00	1.00	1.91	1.08
기 업 8	1.87	3.10	1.91	1.08
기 업 9	10.60	5.30	4.37	3.13
평 균	2.77	2.46	2.17	1.86
표준편차	3.11	1.95	0.99	0.67

<표 6>은 기독인 경영기업과 일반기업의 자기자본이익률을 백분율로 나타낸 것이다. 1987년의 기독인 경영기업의 평균 자기자본이익률이 일반기업의 평균 자기자본이익률보다 더 높은 것처럼 보였다. 그러나 t-검증을 하였을 때 두 표본사이에 통계적으로 유의한 차이는 발견되지 않았다. 1992년에도 마찬가지의 결과가 나타났다.

그러나 일부 기독인 경영기업(기업 1, 3, 7)은 1987년의 경우 상응하는 일반기업에 비해 매우 높은 영업성과를 보이고 있다. 특히 두 기독인 경영기업(기업3과 기업7)은 동종산업의 자기자본이익률의 분포에서 이례적으로 높은 위치에 있었다.

<표 6> 자기자본이익률

	표본기업		산 업	
기업 \ 연도	1987	1992	1987	1992
기 업 1	28.0	32.0	16.8	12.2
기 업 2	14.6	9.4	2.7	23.7
기 업 3	64.0	19.1	6.6	12.4
기 업 4	3.6	23.3	13.2	12.9
기 업 5	-2.5	1.6	18.1	12.5
기 업 6	-3.1	-8.3	8.8	10.4
기 업 7	80.0	30.0	14.9	14.6
기 업 8	13.0	-3.0	14.9	14.6
기 업 9	7.2	10.7	22.2	24.0
평 균	22.8	12.8	13.1	15.3
표준편차	29.8	14.4	6.1	5.0

IV. 요약 및 결론

Myers(1984)는 자본구조를 접근하는 데는 두 가지가 있다고 주장한다. 그 하나는 정태적 균형이론이고 다른 하나는 자본조달순서이론이다. 본 논문은 자본구조를 설명하는 새로운 접근방법을 제시하였다. "성경적 접근법"(biblical approach)이라 할 수 있다.

먼저 성경적 부채원리를 연구하고 정리하였다. 성경에서는 차입은 억제되고 있는 반면에 대출은 장려되고 있다는 원리에 기초하여 기독인 경영기업과 일반기업의 부채비율에는 차이가 있을 것이라는 가설을 설정하였다. 그러나, t-검증을 한 결과 유의적 차이는 발견하지 못하였다.

성경에서 허용되는 최장의 차입 기한이 7년이라는 원리에 기초하여 두 집단간에 단기부채 대 장기부채 비율에 차이가 있을 것이라는 가설을 세

웠다.

받을어음은 일종의 단기대출로 간주할 수 있다. 이에 반해 지급어음은 단기 차입으로 볼 수 있다. 성경에서 차입보다 대출이 장려되고 있다는 원리에 의하면 기독인 경영기업의 받을어음이 지급어음보다 더 많을 것으로 기대되는데 검증결과는 예상과 일치하였다.

마지막 가설은 기독인 경영기업과 일반기업사이에 경영성과에 차이가 있는가를 조사하기 위해 자기자본이익률을 비교하였다. 1987년에는 기독인 경영기업의 자기자본이익률이 일반기업의 자기자본이익률에 비해 두드러지게 높은 것처럼 보였다. 그러나, 실제로 t-검증결과 통계적으로 유의한 차이는 발견되지 않았다.

본 연구의 가장 큰 한계는 질문조사에 대한 응답률이 저조하여 표본이 작다는 데 있다.

실증분석결과에 의하면 기독인 경영기업의 자본구조나 일반기업의 자본구조가 평균적으로는 차이가 없는 것으로 나타났다. 실증 분석의 결과가 기대와는 달리 차이가 없는 것으로 나타난 이유는 세 가지로 해석할 수 있을 것 같다. 첫째는 기독인 경영기업이라 할지라도 최고 경영자가 성경의 타인자본에 대한 원리를 완전히 이해하지 못할 수 있다는 것이다. 둘째는 최고경영자가 성경에서 가르치는 타인 자본에 대한 원리를 이해하고 있다 하더라도 부채 사용에 대한 세금감소효과가 크기 때문에 타인 자본을 어느 정도는 사용하려고 한다는 것이다. 마지막으로, 표본기업으로 사용된 기독인 경영기업의 규모가 작아서 주식발행을 통한 차입에 의존하여 자본조달을 하였을 가능성이 높을 수 있다는 것이다. 그런데 일부의 기독인 경영기업은 무부채 정책을 추구하고 있는 것으로 응답하였다. 이것은 자본구조이론에 대한 성경적 접근의 가능성을 어느 정도 시사한 것으로 이해할 수 있다. 또한 표본기업의 일부는 일반기업보다 낮은 부채비율을 나타냈다는 것은 개별기업간의 자본구조의 차이를 설명하는 데 성경적 접근법의 유용성을 어느 정도 나타낸 것으로 보인

다.

또한 본 연구는 Burkett(1989)의 성경적 부채원리를 실증가능한 가설형태로 발전시켜 미국기업을 표본으로 하여 실증분석함으로써 최초로 성경적 관점에서 기업간 자본구조의 차이를 설명하는 시도를 하였다는 데 연구의 의의가 있다.

참 고 문 헌

그랜드 제자성경, 도서출판 영광, 1989.

박 정 윤, "성경적 차입 및 대출원리," 통합연구 가을 겨울호, 1996.

Blue, Ron, *The Debt Squeeze*, Colorado Springs Publishing, 1989.

-----, *Master Your Money,* Thomas Nelson Publishers, Nashville, 1991.

Brealey, R.A. and Myers, S.C., *Principles of Corporate Finance,* McGraw-Hill Companies, Inc. New York, 1996.

Brigham, Eugene F. & Louis C. Gapenski, *Financial Management: Theory and Prastice,* 5th ed., (New York: Dryden Press), 1988.

Burkett, Larry, *Your Finances in Changing Times*, Chicago: Moody Press, 1982.

-----, *Debt-Free Living*, Chicago: Moody Press, 1989.

-----, *Business By The Book*, Nashville: Thomas Nelson Publishers, 1990.

Dayton, H.L., *Your Money: Frustration or Freedom?*, Wheaten, IL: Tyndale House Publishers, 1982.

David Duran, "Costs of Debt Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement," *Conference on Research in Business Finance*, (New York: National Bureau of Economic Research), 1952.

Eckbo, B.E., "Valuation Effects of Corporate Debt Offerings," *Journal of Financial Economics*, 15, (Jan-Feb, 1986), 119-151.

Harrison, Everett F., *The Expositor's Bible Commentary*, Volume 10, Zondervan Publishing House, 1976.

Ibrahim, N.A., Rue, L.W., McDougall, P.P., and Greene, G.R., "Characteristics and Practices of Christian-managed Companies," *Journal of Business Ethics 10*, (1991), 123- 132.

Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and

Takeovers," *American Economic Review 76,* (1986), 323-339.

-----, "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review,* (1989), 61-74.

Kester, Carl, "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations," *Financial Management,* 15, (Spring, 1986), 5-16.

Krabbendum, Henry, "Biblical Instructions that can be Applied to the Business World," *Biblical Principles & Business:* The Foundations, (Colorado Springs, CO: NAVPRESS), 1989.

McMaster Jr., R.E., *Wealth For All,* Montana: A.N. Inc., 1982.

Miller, M., "Debt and Taxes," *Journal of Finance 32,* (May 1977), 261-275.

Milton, H. and Artur Raviv, "Capital Structure and the Informational Role of Debt," *Journal of Finance 45,* (1990), 297-356.

-----, "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance 46,* (1991), 297-356.

Modigliani, F. and Miller M.H., " The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review 48,* 261-297. 1958.

Modigliani, F. and Miller M.H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review 53,* 1963.

Myers, S.C., "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance,* 39, (July 1984), 581-582.

Pineager J.M. and Wilbricht, L., " What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey," *Financial Management,* (Winter, 1989), 82-91.

<부록>

Survey Questionnaire

1. Please state the standard industry code (SIC) to which your firm belongs.

2. Into which size category does your firm fit?

A. Sales

Less than 1 million	1-10 million	10-20 million	over 20 million

B. Employees

Less than 50	50 - 199	200 - 999	1,000 and over

3. How is your firm legally organized? (Circle correct answer)

Privately held
Publicly held

4. Circle the debt policy statement that best agrees with your firm's debt policy.

A. Use no debt
B. Use a conservative debt policy (low debt)
C. Use an aggressive debt policy (high debt)
D. Use a trade-off debt policy (moderate debt)

5. What is your main motive for your firm to use debt financing?

A. Tax deductibility of interests
B. Easy access to debt
C. Low cost of debt financing
D. Others

6. What was your firm's debt to equity ratio for each year indicated below?

Year	1987	1992
Debt to Equity Ratio		

7. What was your debt ratio (total debt/total assets) for each year indicated below?

Year	1987	1992
Debt Ratio		

8. What was your firm's return on equity ratio for each year indicated below?

Year	1987	1992
Return on Equity		

9. What was your firm's ratio of short-term to long-term debt (STD/LTD) for each year indicated below?

Year	1987	1992
Short-term debt to Long-term debt Ratio		

10. What was your return on assets (net profit/total assets) for each year indicated below?

Year	1987	1992
Return on Assets		

11. What was your firm's ratio of accounts receivable to accounts payable (AR/AP) for each year indicated below?

Year	1987	1992
Accounts receivable to Accounts payable Ratio		

12. What was your net value of your firm's assets (NAV) at the close of business for each year indicated below?

Year	1987	1992
Net Asset Value		

13. As a percentage of net sales, how much did your firm invest in trading and development for your employees for each year indicated below?

Year	1987	1992
Percentage of Net sales Invested in Trading and Development		
For managers		
For Rank and File		

14. As a percentage of net sales, how much did your firm invest in various charities or other socially-responsible causes for each year indicated below?

Year	1987	1992
Percentage of Net sales Invest in Charities or other socially-responsible causes		

15. If you have a written statement of your corporate values and a written mission statement, please send us a copy of it with your response to these question.

16. Are you interested in receiving a copy of the results of our research? (Circle your choice)

Yes No

Thank you!