

# 자본조달결정 및 금융형태의 선택

郭世榮\* · 韓光煥\*\*

## 요 약

본 연구는 기업의 자본조달행태를 가장 잘 설명할 수 있는 이론을 자본조달순서 이론으로 대별하고 한국기업의 자본조달행동에 대한 설명력을 실증분석하였다. 실증분석결과는 첫째, 투자안에 소요되는 충분한 여유자금의 유무는 외부자본조달결정에 정(+)<sup>1</sup>의 영향을 미치고 있으며, 보통주보다 회사채를 선호하는 것으로 나타났다. 그러나 현금과잉이 외부금융가능성에 음(-)<sup>2</sup>의 영향을 미친다고 단정지을 수는 없다. 둘째, 기업의 위험이 증가할수록 부채사용의 증가를 예측하고 있으며, 정보비대칭에 관한 대응변수가 POT에서 주장하는 자본조달 신호로 작용하고 있지 않다. 이러한 결과는 투자안에 소요되는 내부자본이 부족하여 외부자본을 조달할 경우에 기업의 능력보다도 자본시장의 환경과 시장여건이 더욱 중요하다는 것을 시사하고 있다.

---

\* 청주대학교 경상대학 경영학과 조교수

\*\* 경영전략연구소(한국담배인삼공사) 선임연구원

# I. 서 론

1997년말 우리나라는 IMF에 구제금융을 신청하지 않으면 안되는 상황에 몰리게 되었다. 삼미, 한보, 기아, 진로, 쌍방울 등의 연쇄부도에 의한 국내경제의 위기가 대외지불능력부족으로 인한 외환위기와 합쳐져 혹독한 시련을 겪고 있다. 국내 기업들은 그동안 경제성장과 선단식 사업다각화에 소요되는 자금을 대부분 직접금융보다는 간접금융에 의한 과도한 차입금을 사용하여 왔으며, 이는 금융산업 전체의 부실채권 증가로 이어져 대외신인도의 하락과 함께 한국경제의 위기를 불러왔다. 따라서 과도한 차입경영을 제재하지 못한 비효율적인 금융산업과 재벌기업에 대한 구조조정이 한국 경제의 핵심적인 내용으로 인식되고 있다. 또한 국내 기업들의 취약한 재무구조는 기업의 수익성, 가격경쟁력, 경기변동에 대한 적응력 등을 약화시켰을 뿐만 아니라 장기적인 기술개발 및 경영혁신을 가로막는 제약요인으로 작용하고 있다. 따라서 기업들은 금융비용 부담을 최소화하고 경쟁력을 확보하기 위해서는 무엇보다 자본구조의 개선이 시급한 과제라는 것에는 인식을 함께 하고 있다.

기업의 자본구조문제는 그동안 많은 연구가 이루어 졌는데, 주로 자본구조와 기업가치의 관련성여부, 최적자본구조의 존재여부 및 최적자본구조의 결정요인 등이 연구대상이었고 재무분야에서 중요한 자본조달결정문제는 투자결정문제와 더불어 오히려 부수적으로 다루어져 왔다. 따라서 대부분의 연구들은 일정 시점에서의 자본구조와 기업가치와의 관계를 설명하려는 정태적(static) 성격의 탐구이었으며, 자본구조를 결정해 주는 동태적(dynamic) 성격의 자본조달과정은 고려하지 못하였다. 그러나 비교적 최근에 정보비대칭이론을 바탕으로 자본조달결정을 설명하는 자본조달순서이론(pecking order theory : 이하 POT로 표기함. Myers, 1984, Myers-Majluf, 1984)을 근거로 동태적 성격의 연구가 시도되고 있다.

POT에서는 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭상황하에서 소극적인 구주주의 이익을 위하여 행동한다면 좋은 투자기회를 포기할지라도 주식발행을 하지 않는 경우가 있을 것이라고 주장하였다. 즉, 내부자본이 투자에 필요한 자본

을 충족시킬 수 있다면 NPV가 0보다 큰 모든 투자안을 채택할 것이지만, 만약 내부자본이 투자에 필요한 자금을 충족시킬 수 없다면 외부자본을 조달할 것인지 그리고 외부자본을 조달할 경우, 어떤 형태의 외부금융을 이용하여 자금을 조달할 것인지를 결정하는 순차적 의사결정과정(sequential decision process)을 따르게 된다는 것이다. 따라서 POT는 기업의 자본조달결정(financing decisions)과 투자결정(investment decisions)이 서로 영향을 미치고 있음을 보이고 있으며, 자본구조는 조달순서에 따라 자금을 조달한 결과일 뿐이며 미리 목표부채비율을 설정하지 않는다고 주장한다.

Krasker(1986), Narayanan(1988)의 연구에서도 부채가 비록 위험부채라고 할지라도, 이러한 위험부채의 발행은 항상 보통주를 발행하는 것보다 유리하다는 것을 시사함으로써 POT를 지지하고 있다. 그러나 Brennan-Kraus(1987), Noe(1988), Constantinides-Grundy(1989)는 POT에 의문을 제기하고 이를 반박하는 이론을 제시하였다. 이들은 Myers-Majluf(1984)의 모형에서와 동일한 상황에서 기업이 선택할 수 있는 자본조달수단의 종류를 확장시키면 기업이 주식보다 부채에 의하여 자금을 조달하려고 하지는 않을 뿐만 아니라 과소투자의 문제도 보다 많은 자본조달수단을 선택하여 선호함으로써 해결할 수 있다는 것을 보였다.

한편, Shyam-Sunder-Myers(1999)는 정태적 상충모델(static trade off model)과 POT모형을 사용하여 기업의 자본조달행동에 대한 설명력을 실증분석 하였으며, 분석결과 정태적 상충모델보다는 POT가 기업의 자본조달행동을 잘 설명하는 것으로 나타났다. 또한 POT를 지지하는 실증연구로는 Titman-Wessels(1985), Baskin(1989) 등이 있으며, 이들은 기업의 부채비율과 수익성간에 음(-)의 상관관계가 있다는 것을 확인함으로써 기업은 내부자금을 선호한다는 실증적 증거를 제시하고 있다.

POT가 국내기업의 자본조달측면에서 적용되고 있다는 국내연구로는 윤봉한(1989), 선우석호(1990), 신동령(1991) 등의 연구가 있다. 이들의 연구에 의하면 기업의 수익성은 부채비율에 음(-)의 영향을 미친다는 것이다. 즉, 수익성이 높을수록 내부자금의 여유가 있기 때문에 부채의존도를 줄일 수 있으며, 이는 그만큼 국내기업들의 자본구조가 내부유보자본에 대한 민감도가 크다는 것을 의

미하고 있다. 그러나 국내연구의 대부분은 정태적 자본구조모델에 관한 실증연구 과정에서 부수적으로 POT의 존재여부를 다루었으며, POT에 대한 직접적인 실증연구는 거의 이루지지 않았다.

따라서 본 연구에서는 기업의 위험과 정보비대칭에 관한 대용변수를 이용하여 국내기업들의 자본조달결정과 외부금융형태의 선택에 있어서 POT의 존재 여부를 직접적으로(directly) 실증분석하고자 한다. 즉, 국내기업들의 자본조달 결정 및 외부금융형태의 선택에 관한 실증분석을 통하여 국내기업의 자본조달 행태에 관한 POT의 설명력을 분석하고자 한다.

본 연구의 구성은 제Ⅱ장에서 POT에 관한 이론적 배경을 근거로 하여 가설을 도출하였으며, 제Ⅲ장에서는 가설검정을 위한 실증자료 및 변수의 정의, 그리고 연구모형을 설정하였다. 제Ⅳ장에서는 연구모형을 이용하여 실증분석을 실시하였으며, 제Ⅴ장에서는 요약 및 결론으로 구성되었다.

## Ⅱ. 연구가설

### 1. 자본조달결정에 관한 가설

POT에 대한 실증분석은 Myers-Majluf(1984)의 순차적 의사결정과정(sequential decision process)을 검정하는데 초점이 있다. 경영자는 시장에 전달할 수 없는 기존자산의 가치와 투자기회에 관한 사적 정보(private information)를 가지고 있기 때문에 투자자는 경영자의 시각에서 발행증권을 올바르게 평가할 수 없다. 더욱이 위험이 높은 증권일수록 경영자와 투자자간의 정보비대칭문제를 심화시키기 때문에 발행증권의 가격이 올바르게 평가되기가 더욱 어렵다. 즉, 위험이 낮은 증권보다도 위험이 높은 증권일수록 'lemon premium'이 요구됨에 따라 기업은 항상 외부자본보다 내부자본을 선호하며, 그리고 외부자본이 필요하다면 부채가 보통주보다 선호된다.

따라서 내부자본이 자본시장을 통한 외부자본조달보다 항상 선호된다는 가설은 첫째, 투자안을 실행하는데 소요되는 내부자본이 부족할 경우에만 그 부

족분 만큼 외부자본원천으로부터 자본을 조달하는지 둘째, 외부자본을 조달한다면 어떤 형태의 외부금융을 선택하여 자본을 조달하는지를 결정하는 순차적 의사결정과정으로부터 도출된다. 즉, 내부금융이 투자에 필요한 자본을 충족시킬 수 있다면 순현가가 0보다 큰 모든 투자안을 채택할 것이다. 그러나 투자안을 실행하는데 소요되는 여유자본(financial slack)이 부족한 기업은 순차적 의사결정과정에 따라 외부자본을 조달할 것이며, 또한 순현가가 0보다 큰 투자안을 채택하였을 때, 구주주의 富를 극대화시킬 수 있을 경우에만 외부자본을 조달하게 될 것이다. 따라서 다음과 같은 【가설 1】을 설정하였다.

【가설 1】 투자안을 실행하는데 소요되는 내부자본의 부족은 외부금융에 의한 자본조달을 증가시킨다.

## 2. 외부금융형태의 선택에 관한 가설

POT는 실제적으로 발행증권의 위험에 따라 회사채, 보통주의 순서를 주장하고 있다. 그러나 대부분 기업의 회사채등급은 발행증권 자체의 위험이 아니라 기업의 위험에 의해서 주로 결정된다. 따라서 외부금융형태의 선택에 관한 중요한 결정요인은 발행증권 자체의 위험이 아니라 기업의 위험이다.<sup>1)</sup> 즉, 외부금융형태는 증권을 발행하는 기업의 능력에 따라 결정되기 때문에 기업은 정보비대칭의 영향을 가장 작게 받는 증권발행을 선호할 것이며, 파산위험(default risk)이 낮은 기업은 회사채를 발행할 것이고 파산위험이 높은 기업들은 최종적으로 보통주발행을 통하여 자본을 조달할 것이다.

또한 경영자와 외부투자자와의 정보비대칭으로 인하여 투자자는 자본시장에서 올바르게 발행증권을 평가하기가 어렵다. 따라서 기업가치에 대한 우월한 정보를 가지고 있는 경영자는 외부투자자와의 정보비대칭이 적은 시점을 찾아 유상증자를 실시할 것이며(구맹희-정정현(1993), 김성민(1994)), 일정 수준의 파

---

1) 기업이 무위험부채(riskless debt)를 발행할 수 있다면 정보비대칭은 부채의 가격에 영향을 미치지 않는다. 또한 기업이 위험부채(risky debt)만을 발행할 수 있다면, 정보비대칭문제는 위험부채발행이 보통주발행 보다 덜 위험한 만큼 부채발행을 통하여 완화되어 질 수 있다.

산위험이 있는 기업일지라도 정보비대칭문제가 큰 기업은 부채를 발행할 강한 유인(incentive)을 가지고 있을 것이다. 그러므로 기업의 외부금융형태의 결정에 관한 추정에 있어서 정보비대칭문제를 고려할 필요가 있다.

따라서 투자안을 실행하는데 소요되는 내부자본이 부족할 경우, 기업은 자본시장에서 부족한 투자자금을 조달할 것이며, 이러한 자본조달결정과 외부금융형태결정은 서로 독립적인 의사결정과정으로 가정하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

**【가설 2】** 기업이 외부금융을 통하여 자본을 조달할 경우, 파산위험이 높은 기업일수록 회사채발행보다는 보통주발행을 더 선호한다.

**【가설 3】** 기업이 외부금융을 통하여 자본을 조달할 경우, 정보비대칭문제가 클수록 보통주발행보다는 회사채발행을 더 선호한다.

### Ⅲ. 실증자료 및 모형

#### 1. 실증자료

본 연구의 표본기업은 1984년~1996년까지 증권시장에 계속 상장되어 있는 기업으로서 본 연구의 분석에 필요한 충분조건<sup>2)</sup>을 만족시키는 143개 기업이 선정되었다. 분석에 필요한 표본기업의 데이터는 한국신용평가주식회사의 KIS- LINE 정보로부터 많은 부분이 입수되었으며, 연도별 자료를 이용한 데이터를 사용하였다.

실증분석에 있어서 표본기업의 분석기간은 1985년~1996년(panel A)으로 하

---

2) 본 연구의 표본기업으로는 총 256개 기업이 선정되었으나, 그 중 다음과 같은 기업은 분석에서 제외되어 143개 기업이 분석에 사용되었다. 첫째, 금융업, 금융관련 서비스업, 보험업에 속하는 기업, 둘째, 분석기간중 합병이나 영업의 일부 양도 등으로 회사의 자산구조에 심각한 변화가 발생한 기업 셋째, 분석기간 중 3년이상 연속 결손인 기업 넷째, 분석기간중 1회이상 유상증자를 하지 않은 기업 등 충분조건을 만족하지 못하는 기업은 분석에서 제외됨.

였으며, 하위기간으로 1985년~1989년(panel B)과 1990년~1996년(panel C)으로 나누어 실증분석을 하고자 한다. <표 1>에서 보는 바와 같이 국내기업의 외부자본조달 형태<sup>3)</sup>는 대부분 회사채발행에 의존하고 있는 것으로 나타났다.

<표 1> 표본기업의 연도별 자본조달 방법

년도 \ 형태	회사채	보통주	외부차입	자본조달 없음	샘플수(%)
1985	70 (49)	14 (9.8)	19 (13.3)	40 (28.0)	143 (100.0)
1986	38 (26.7)	28 (19.6)	36 (25.2)	41 (28.7)	143 (100.0)
1987	61 (42.7)	36 (25.2)	20 (14.0)	26 (8.2)	143 (100.0)
1988	60 (42.0)	46 (32.2)	13 (9.1)	24 (16.8)	143 (100.0)
1989	64 (44.8)	30 (21.0)	10 (7.0)	39 (27.3)	143 (100.0)
1990	63 (44.1)	17 (11.9)	11 (7.7)	52 (36.4)	143 (100.0)
1991	85 (59.4)	12 (8.4)	13 (9.1)	33 (23.1)	143 (100.0)
1992	96 (67.1)	7 (4.9)	12 (8.4)	28 (19.6)	143 (100.0)
1993	102 (71.3)	6 (4.2)	7 (4.9)	28 (19.6)	143 (100.0)
1994	95 (66.4)	6 (4.2)	10 (7.0)	32 (22.4)	143 (100.0)
1995	96 (67.1)	9 (6.3)	7 (4.9)	31 (21.7)	143 (100.0)
1996	102 (71.3)	7 (4.9)	5 (3.5)	29 (20.3)	143 (100.0)
합 계	932 (54.3)	218 (12.7)	163 (9.5)	403 (23.5)	1,716 (100.0)

3) 국내기업의 외부자본조달형태는 ①보통주발행, ②회사채발행, ③외부차입(부채비율이 10%이상 증가된 경우), ④보통주발행과 회사채발행, ⑤보통주발행과 외부차입, ⑥회사채발행과 외부차입, ⑦보통주 및 회사채발행과 외부차입의 혼합된 형태로 크게 7가지로 대별된다. 국내기업의 자본조달 방법은 대부분 유상증자보다 부채에 의한 자본조달 횟수가 많기 때문에 본 연구에서는 ④, ⑤, ⑦의 경우는 보통주발행으로 정의하였으며, ⑥의 경우는 회사채발행으로 정의하였다. 또한 외부금융형태의 선택에 관한 multinomial logit 분석에서 종속변수도 같은 방법으로 정의하여 사용하였음.

특히 1989년에는 회사채 발행기업이 44.8%, 보통주 발행기업이 21%를 나타내고 있으나, 1990년부터는 증권시장의 침체에 따라 보통주 발행기업의 수가 감소추세를 보이고 있다. 이러한 현상은 국내기업의 경우 유상증자가 주식시장에서 호재로 작용하고 있지만, 주식시장의 경기국면에 따라 유상증자 시점을 조정하고 있다는 것을 간접적으로 시사하고 있다. 따라서 자본시장의 경기국면에 따라 자본조달형태의 선택에 차이가 있는지를 살펴보기 위해서 하위기간으로 분류하여 실증분석을 실시하고자 한다.

분석방법을 살펴보면, 자본조달 결정에 관한 가설을 검정하기 위해서는 2개의 반응범주를 취하는 종속변수를 독립변수로 설명하기 위해서 logit모형을 이용하여 실증분석을 실시하였으며, 또한 외부금융형태의 선택에 관한 가설을 검정하기 위해서 multinomial logit 분석을 하였다.

본 연구의 분석대상변수의 측정방법은 <표 2>에 요약되어 있으며, 설명변수는 기업의 규모와 이분산성문제(heteroskedasticity)를 통제하기 위해서 총자산을 디플레이터(deflator)로 사용하였다.

주요 설명변수인 현금부족(DEF)변수는 계획된 투자안에 대한 예측된 현금부족분으로 정의된다. 이는 과거의 재무제표자료를 기준으로 하여 정의하였을 때, 회계적 특성으로 인하여 자본의 원천과 사용이 항상 같기 때문에 현금부족변수는 항상 영(zero)이 될 것이다. 따라서 이러한 회계적 특성을 고려하여 현금부족(DEF)변수는 총투자액(유·무형고정자산의 증가분에 배당금을 더한 금액)에서 총영업이익(영업이익에 유·무형고정자산 감가상각비를 더한 금액)을 차감한 값으로 정의하였다. POT는 NPV가 0보다 큰 투자안에 충당하기 위한 재무여유(financial slack)가 부족한 경우에만 외부금융을 통하여 자본을 조달한다고 POT는 예측하고 있다. 따라서 현금부족변수는 외부금융가능성에 대하여 정(+)의 부호가 예상된다.

또한 POT에서 주장하는 대로 내부자본이 부족할 경우에만 외부자본을 조달하는지 또는 내부자본의 여유가 있어도 자본구조를 조정하기 위한 외부자본조달이 있는지를 검정하기 위해서 현금부족변수를 두 가지 형태로 나누어 실증분석하였다. 첫째, 음의 현금부족(PCD)변수는 총투자액에서 총영업이익을 차감한 금액이 0보다 큰 정(+)의 값을 갖는 변수이다. 따라서 음의 현금부족액을 총자



산으로 나누어 산출하였으며, 그 이외의 경우는 0의 값을 부여하였다. 현금부족(DEF)변수와 같이 음의 현금부족(PCD)변수 또한 외부금융가능성에 대하여 정(+ )의 부호가 예상된다. 둘째, 정의 현금부족(SUP)변수는 총투자액에서 총영업이익을 차감한 금액이 0보다 작은 현금과잉을 나타내는 변수이다. 따라서 정의 현금부족액을 총자산으로 나누어 산출하였으며, 그 이외의 경우는 0의 값을 부

〈표 2〉 변수의 정의

DEF	: 현금부족 = (총투자액 - 총영업이익) / 총자산 여기서, 총투자액 = 유·무형고정자산의 증가 + 배당금 총영업이익 = 영업이익 + 유·무형고정자산감가상가비
PCD	: 음의 현금부족 = (총투자액 - 총영업이익) / 총자산 단, (총투자액 - 총영업이익) > 0 일 경우
SUP	: 정의 현금부족 = (총투자액 - 총영업이익) / 총자산 단, (총투자액 - 총영업이익) < 0 일 경우
POI	: 음의현금부족×영업이익 = $\left\{ \frac{-(\text{총투자액} - \text{총영업이익})}{\text{총자산}} \right\} \times \left\{ \frac{\text{영업이익}}{\text{총자산}} \right\}$
FGS	: 매출액성장률 = $\frac{(t+1\text{기의 매출액}) - (t\text{기의 매출액})}{(t\text{기의 매출액})}$
IAG	: 산업의 총자산성장률 = $\frac{(t+1\text{기의 동종산업자산}) - (t\text{기의 동종산업자산})}{(t\text{기의 동종산업자산})}$
TAS	: 자산의 규모 = In 총자산
UZS	: 파산위험예측값 = $5.323234 - 0.03257633 X_1 - 0.007613035 X_2$ - $0.02576745 X_3 + 0.05955586 X_4 - 0.004459718 X_5 + 2.270530 X_6$ - $2.782513 X_7$ 여기서, $X_1$ : 자기자본비율 $X_2$ : 고정장기적합률의 역수 $X_3$ : 유동비율 $X_4$ : 순운전자본/총자본 $X_5$ : 자본금경상이익률 $X_6$ : 총자본회전률 $X_7$ : 경영자본회전률
LEV	: 장기부채비율 = 장기부채 / (총자산 - 자산재평가적립금)
INT	: 이자비용 = 총이자비용 / 총자산
VAR	: 영업이익의 분산 = $\{((t+1\text{기의 영업이익}) - (t\text{기의 영업이익})) / (t\text{기의 영업이익})\}$ 의 분산
RAD	: 연구개발비 = {경상연구개발비 + 개발비} / 총자산
AGE	: 기업의 역사 = 1996년 - 설립년도
TAR	: 유형고정자산 = 유형고정자산 / 총자산

여하였다. 정의 현금부족변수는 순현가가 0보다 큰 투자안에 충당하기 위한 재무여유를 나타내는 현금과잉의 상태이므로 외부금융가능성과 음(-)의 부호가 예상된다.

높은 투자기회로부터 음의 현금부족을 갖는 기업일지라도 낮은 영업이익은 외부자본조달을 어렵게 할 수 있다. 따라서 음의 현금부족과 영업이익과의 상호효과(POI)변수를 고려하였으며, 음의 현금부족을 갖고 영업이익이 높은 기업일수록 외부자본조달 가능성이 높기 때문에 정(+ )의 부호가 예상된다.

기업에 대한 비전이 나쁘고 성장률이 둔화된다면, 투자에 요구되는 자본적 지출이나 배당금 등을 정확히 예측할 수가 없으며, 현금부족을 유발하는 투자 기회를 과대 평가할 수 있기 때문에 낮은 평균매출성장은 현금부족수준에 비해 외부금융을 어렵게 한다. 따라서 이를 조정하기 위하여 산업의 총자산성장률(IAG)과 매출액성장률(FGS)변수를 이용할 것이다. 산업의 총자산성장률과 매출액성장률이 높을수록 높은 투자기회로 인한 외부자본조달가능성이 높을 것으로 예측되며, 정보비대칭문제를 완화시킴으로서 외부금융형태중 보통주발행 가능성에 정(+ )의 부호가 예상된다.

기업은 1년 이상의 장기투자에 대하여도 스무스(smooth)하게 자본조달을 하고 있으며, 이러한 가능성을 설명하기 위하여 본 연구에서는 전년도 외부금융(PFG)변수를 포함하여 분석할 것이다. 전년도 외부금융(PFG)변수는 전년도에 외부자본조달을 한 경우는 1, 그렇지 않은 기업은 0의 값을 부여하여 지표변수로 사용하였다. 기업이 장기비전을 가지고 가까운 미래에 외부자본을 다시 조달해야 하는 경우 조달비용을 피하기 위하여 초과자본을 조달한다면, 전년도의 외부금융발행변수는 음(-)의 부호가 예상된다.

자산의 규모(TAS)변수는 장부가치 기준 총자산으로서 잔차의 이분산성(heteroscedasticity) 문제를 완화시키기 위하여 자연로그를 취한다.

기업의 자산규모에 비하여 현금부족액이 작은 기업일지라도 대기업의 경우 조달해야 될 자본의 절대액 규모는 클 것이다. 이러한 기업은 자산에 비해 작은 규모일지라도 외부금융을 통하여 조달할 것으로 기대되며, 따라서 외부금융가능성에 정(+ )의 부호가 예상된다. 또한 자산의 규모가 큰 대기업일수록 정보비대칭문제가 작기 때문에 회사채발행보다는 보통주발행을 선호할 것으로 보인다.

파산위험예측값(UZS)변수는 한국은행의 도산예측모형을 이용하여 파산위험의 대응변수로 사용하였다. 파산위험예측값이 높을수록 도산위험 가능성이 높아진다. 따라서 POT에서는 파산위험이 높을수록 회사채발행 보다 보통주발행을 선호할 것으로 보임에 따라 보통주와 정(+)<sup>1</sup>의 관계를 나타낼 것으로 예측된다.

장기부채비율(LEV)과 이자비용(INT)변수는 기업의 외부차입금의존도가 높을수록 파산위험을 증가시키는 대응변수로서 사용된다. 따라서 부채비율과 이자비용이 높을수록 파산위험은 증가되기 때문에 기업은 회사채발행보다 보통주발행을 선호할 것이다.

영업이익의 분산(VAR)변수는 기업의 영업이익 변동성에 대한 추정치로서 경영위험의 대응변수로 사용된다. 따라서 영업이익의 분산이 클수록 위험이 증가하여 외부금융형태중 보통주발행가능성에 정(+)<sup>1</sup>의 부호가 예상된다.

높은 연구개발비는 신기술이나 신제품 개발에 투자된다고 가정한다. 따라서 연구개발비(RAD)변수는 정보비대칭문제를 야기하며 외부금융형태중 회사채발행가능성에 대하여 정(+)<sup>1</sup>의 부호가 예상된다.

기업의 역사(AGE)변수는 기업이 설립된 이후의 기간을 뜻하는 것으로, 기업의 역사는 1996년에서 설립년도를 차감하여 산출하였다. 기업의 역사가 오래될수록 성숙산업에 속하며, 외부투자자들은 그 기업의 영업이익의 흐름을 잘 알고 있기 때문에 정보비대칭문제가 완화될 수 있다. 따라서 외부금융형태중 보통주발행가능성에 정(+)<sup>1</sup>의 부호가 예상된다.

유형고정자산(TAR)변수는 총자산 중에서 유형고정자산이 차지하는 비중을 나타내는 변수로서 유형고정자산의 비중이 증가할수록 자산특이성이 낮아지기 때문에 정보비대칭문제를 완화시켜 보통주발행가능성에 정(+)<sup>1</sup>의 부호가 예상된다.

40년 이상의 역사(LAG)변수는 기업설립일 이후 40년 이상된 기업으로 정의하고자 한다. 따라서 기업설립 이후 40년 이상 지속된 역사를 보유한 기업은 1, 그 이외의 기업은 0의 값을 부여하였다. 기업의 역사가 오래된 기업은 정보비대칭문제가 매우 작기 때문에 보통주발행가능성에 정(+)<sup>1</sup>의 부호가 예측된다.

이상에서 설명한 독립변수들간의 상관계수는 <표 3>에 요약되어 있으며, 대부분 0.3이하의 낮은 상관관계를 나타내고 있다.

〈표 3〉 독립변수간 피어슨 상관관계 계수

변수	DEF	PCD	SUP	POI	IAG	FGS	TAS
DEF	1.0000						
PCD	0.8087***	1.0000					
SUP	0.8453***	0.3692***	1.0000				
POI	0.3112***	0.3744***	0.1516***	1.0000			
IAG	0.0998***	0.0601**	0.1031***	0.0276	1.0000		
FGS	0.0203	0.0341	0.0012	0.1352***	0.1282***	1.0000	
TAS	0.2539***	0.0951***	0.3146***	0.0308	0.0650***	0.0713***	1.0000
UZS	0.0013	0.0116	-0.0084	0.0115	-0.0094	-0.0375	0.0196
LEV	0.1607***	0.1464***	0.1209***	0.0131	-0.0668***	-0.0060	0.2324***
INT	-0.1588***	-0.1136***	-0.1476***	-0.1454***	-0.0586**	0.0361	-0.0256
EVA	-0.0147	0.0962***	-0.1106***	-0.2327***	-0.0208	-0.0352	-0.0847***
RAD	-0.0968***	-0.0494**	-0.1081***	0.0010	0.0288	0.0205	0.0279
AGE	-0.0592**	-0.0355	-0.0612**	-0.0554**	-0.0156	-0.0304	0.1971***
LAG	-0.0659***	-0.0463*	-0.0621***	-0.0295	-0.0128	-0.0297	0.0785***
TAR	0.3262***	0.3540***	0.1938***	0.1990***	-0.1394***	-0.0192	0.0860***
변수	UZS	LEV	INT	EVA	RAD	AGE	LAG
UZS	1.0000						
LEV	-0.0115	1.0000					
INT	-0.0722***	0.0387	1.0000				
EVA	-0.0159	0.0927***	-0.0471**	1.0000			
RAD	-0.0020	-0.0920***	-0.0699***	0.0833***	1.0000		
AGE	0.0453*	0.0701**	-0.0071	0.0194	0.0900***	1.0000	
LAG	0.0738***	0.0176	0.0323	-0.0297	0.0640***	0.6931***	1.0000
TAR	0.0405*	0.2601***	-0.1607***	0.0194	-0.0694***	0.0080	0.0304

주) \* : P-값 < 0.1    \*\* : P-값 < 0.05    \*\*\* : P-값 < 0.01

## 2. 실증모형

본 연구에서는 순차적 의사결정(sequential decision process)내에서 첫째, 기업의 내부자본부족(cash deficit)과 외부금융가능성(probability of external financing)에 관한 logit모형과 둘째, 자본시장에서 자본을 조달하는 기업의 외부금융형태의 선택에 관한 multinomial logit모형을 추정하였다. 따라서

POT에서 주장하는 자본조달결정과 외부금융형태의 선택에 영향을 미치는 결정요인이 국내기업의 자본조달행동을 설명하는지를 분석하고자 연구모형을 설정하였다.

〈연구모형 1〉

$$\text{logit}(0, 1) = \alpha + \beta_1\text{DEF} + \beta_2\text{TAS} + \beta_4\text{FGS} + \beta_3\text{IAG} + \beta_5\text{PFG} \quad (1-1)$$

$$\text{logit}(0, 1) = \alpha + \beta_1\text{PCD} + \beta_2\text{SUP} + \beta_3\text{POI} + \beta_4\text{TAS} + \beta_6\text{FGS} + \beta_5\text{IAG} \quad (1-2)$$

〈연구모형 1〉은 【가설 1】을 검정하기 위해서 설정하였다. 범주형 종속변수로서 기업이 자본시장에서 외부금융에 의한 자본조달을 하는 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 하는 logit모형을 이용하여 그 효과를 분석할 것이다.

〈연구모형 1-1〉에서는 이용가능한 내부자본의 규모가 자본조달결정에 영향을 미치는지를 검정할 것이다. 또한 기업이 장기비전을 고려하여 가까운 미래에 다시 자본을 조달하는 경우 조달비용을 회피하기 위하여 초과자본조달을 하는지의 여부를 분석하기 위해서 전년도 외부금융발행(PFC)을 지표변수로 사용하여 분석하고자 한다. 따라서 기업이 POT를 따른다면 현금부족(DEF)이 큰 기업은 회사채 또는 보통주를 발행하거나 은행차입(bank loan) 등의 외부금융을 통하여 현금부족액을 조달할 것으로 예측되어 정(+)의 관계를 나타낼 것이다. 그러나 현금부족(DEF)이 기업의 자본조달결정에 관한 중요한 결정요인이 아니라면 POT는 기각될 것이다.

〈연구모형 1-2〉에서는 현금부족(DEF)변수를 음의 현금부족(PCD)변수와 정의 현금부족(SUP : 현금과잉)변수의 두 가지 형태로 구분하여 음의 현금부족(PCD)일 경우에만 외부자본조달결정에 영향을 미치는지 또는 정의 현금부족(SUP)일 경우에도 외부자본을 조달하는지를 분석하고자 한다. POT에 의하면 내부자본이 회사채 또는 보통주발행보다 선호되며, 내부자본이 투자안에 요구되는 자본을 충당할 수 있다면 외부자본조달을 요구하지 않기 때문에, POT를 따른다면 음의 현금부족(PCD)변수는 정(+)의 관계를, 정의 현금부족(SUP)변수는 음(-)의 관계를 나타낼 것이다.

<연구모형 2>

$$\text{logit}(0, 2) = \alpha + \beta_1\text{UZS} + \beta_2\text{LEV} + \beta_3\text{INT} + \beta_4\text{VAR} + \beta_5\text{RAD} + \beta_6\text{AGE} \\ + \beta_7\text{LAG} + \beta_8\text{TAR} + \beta_9\text{IAG} + \beta_{10}\text{TAS}$$

<연구모형 2>는 외부금융을 통한 자본조달이 요구될 때, 외부금융형태의 선택에 중요한 영향을 미치는 기업의 위험과 정보비대칭에 관한 대용변수들을 이용하여 【가설 2】와 【가설 3】을 검정하고자 한다.

범주형 종속변수로서 보통주발행일 경우 1, 회사채발행일 경우 2, 그리고 그 이외의 경우는 0으로 하는 multinomial logit모형을 이용하여 외부금융형태의 선택에 관한 결정요인을 분석할 것이다.

POT에 의하면 기업들은 파산위험이 작을수록 보통주에 비해 올바르게 평가되는 부채를 선호하며, 파산위험이 증가할수록 보통주를 발행하여 자본을 조달할 것이라고 예측하고 있다. 따라서 POT를 따른다면 위험변수들은 회사채와 음(-)의 관계를 나타낼 것이고 보통주와는 정(+)의 관계를 예측할 것이다. 그러나 국내기업의 경우, 경제성장을 위한 투자촉진정책으로 부채사용의 증가를 가져 왔으며 기업의 파산에 따른 경제적 파급효과를 줄이기 위한 구제금융 등으로 인하여 기업의 위험에 따른 금융형태의 선택에 관한 분석은 선진자본시장에 비해 설득력이 약할 것으로 추정된다.

POT는 정보비대칭이 클수록 보통주보다는 회사채발행을 선호할 것으로 예측하고 있다. 따라서 POT를 따른다면 연구개발비(RAD)변수는 회사채와 정(+)의 관계를 나타낼 것이며, 그 이외의 정보비대칭변수는 보통주와 정(+)의 관계를 예측할 것이다.

## IV. 실증분석

### 1. 자본조달결정에 관한 가설검정

자본조달결정에 관한 【가설 1】을 검정하기 위해서 logit분석을 실시하였으

며, 분석결과는 <표 4>에 요약되어 있다.

먼저 Panel A에 나타난 현금부족(DEF)의 증가에 따른 외부금융가능성에 대한 분석결과를 보면 정(+)<sup>4</sup>의 방향으로 나타났으나, 통계적으로 유의성은 없다. 또한 현금부족변수를 음의 현금부족(PCD)과 정의 현금부족(SUP)의 두 가지 형태로 구분하여 분석한 결과, 가설에서 예측한 부호를 나타내고 있지만 음의 현금부족(PCD)변수만이 통계적으로 유의한 정(+)<sup>4</sup>의 관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 투자안에 소요되는 내부자본이 부족할 경우 기업들은 외부금융을 통하여 부족한 자본을 조달할 것으로 보인다. 그러나 현금과잉의 경우 통계적 유의성은 없지만 외부로부터 자본을 조달하지 않는다고 단정지을 수는 없다. 즉, 현금과잉의 경우 외부자본을 조달하는 이유는 투자안에 소요되는 부족한 자본을 조달하기보다는 자본구조를 조정하는 과정에서 나타나는 결과이거나 또는 국내 자본시장의 여건을 고려한 초과자본 수요일 것으로 추론된다. 따라서 투자안에 소요되는 충분한 여유자본의 유무는 외부자본조달결정에 정(+)<sup>4</sup>의 영향을 미치지 않지만, POT에서 주장하는 대로 여유자본이 부족할 경우에만 한정되어 외부자본을 조달하지 않는 것으로 보인다.

Panel A에 요약되어 있는 분석결과를 보면, 자산의 규모(TAS)가 클수록, 매출액성장률(FGS)이 높을수록, 전년도에 외부금융(PFG)을 한 기업일수록 외부금융가능성이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내기업의 경우, 기업의 규모가 클수록 자본시장에의 접근이 용이<sup>4</sup>) 하며, 매출액성장률이 높을수록 많은 성장기회를 갖기 때문에 외부금융가능성과 정(+)<sup>4</sup>의 관계를 보이는 것으로 해석된다. 그러나 전년도에 외부금융(PFG)을 한 기업일수록 외부금융가능성이 높은 이유는 국내기업의 경우, 장기차입이나 회사채발행을 통한 장기자본조달의 인출이 기성고에 따라 이루어지므로 과거의 외부자본조달이 미래의 연속적인 외부금융으로 연결되어 정(+)<sup>4</sup>의 관계를 보일 수 있으며, 또한 기업들의 사업

---

4) 국내 실정을 비추어 보면, 담보위주의 금융관행으로 인하여 사업목적과는 무관하게 과도한 부동산을 보유하게 하여 외형적으로만 비대해지는 바람직하지 못한 결과를 초래하였다. 따라서 기업의 규모가 크지 않고서는 금융기관으로부터의 자금조달이 거의 불가능할 것이다. 이에 따라 금융자금은 중소기업보다는 대기업에, 그리고 단독기업보다는 상호지급보증이 가능한 재벌그룹기업에 우선적으로 배분되었다.

영역 확대에 의한 부족자금을 극복하기 위해서 지속적으로 자본을 조달한 것으로도 추론할 수 있다.

〈표 4〉 외부자본조달결정에 대한 logit 분석

변 수	Panel A (1985년~1996년)		Panel B (1985년~1989년)		Panel C (1990년~1996년)	
	I *	II **	III *	IV **	V *	VI **
$\alpha$ (상 수)	-6.0000*** (37.797)	-6.8847*** (47.349)	-4.2940*** (7.229)	-4.5166*** (7.813)	-9.7385*** (44.691)	-11.0444*** (56.372)
현금부족 (DEF)	0.7678 (1.009)	-	0.7555 (0.438)	-	1.3531 (1.527)	-
음의 현금부족 (PCD)	-	3.0298* (3.211)	-	0.8551 (0.034)	-	3.8012* (2.895)
정의 현금부족 (SUP)	-	-1.6849 (1.688)	-	0.2700 (0.024)	-	-1.9751 (0.942)
음의 현금부족 × 영업이익 (POI)	-	13.4165 (0.796)	-	10.4889 (0.037)	-	16.0156 (0.809)
자산의 규모 (TAS)	0.3542*** (45.435)	0.4209*** (64.086)	0.2757*** (10.145)	0.3074*** (12.651)	0.5394*** (48.254)	0.6286*** (67.357)
매출액성장률 (FGS)	0.5507* (3.435)	0.5001* (2.907)	1.3811*** (8.558)	1.3431*** (7.978)	-0.3843 (0.950)	-0.4079 (1.093)
산업의 총자산성장률 (IAG)	0.3256 (0.129)	0.4309 (0.230)	-0.2445 (0.031)	-0.0483 (0.001)	1.6334 (1.751)	1.6481 (1.832)
전년도 외부금융 (PFG)	0.7299*** (32.535)	-	0.5663*** (8.170)	-	0.7845*** (20.863)	-
$\chi^2$ 검정	112.904***	86.109***	33.262***	25.424***	103.975***	86.990***

주) \* : P-값<0.1                      \*\* : P-값<0.05                      \*\*\* : P-값<0.01    ( ) : t-값  
 ★ : <연구모형 1-1>                      ★★ : <연구모형 1-2>

하위기간으로 분석기간을 구분한 Panel B와 Panel C에서도 대부분의 결과가 Panel A에서 나타난 결과와 같이 음의 현금부족(PCD)이 외부금융가능성을 증가시키지만, 정의현금부족(SUP)일 경우에 외부금융을 하지 않는다고 단정지을 수가 없다. 더욱이 Panel B에서는 정의 현금부족(SUP)이 외부금융가능성과 정



(+)의 관계를 보임에 따라 현금과잉의 상태에서도 외부자본을 조달한 것으로 추측된다.

## 2. 외부금융형태의 선택에 관한 가설검정

POT는 기업의 능력에 따라 외부금융형태가 결정된다고 주장하고 있다. 즉, 경영자는 시장에 전달할 수 없는 기업내부의 사적정보를 소유하게 되며 이에 따라 투자자와 내부경영자간에 정보비대칭문제가 발생한다. 따라서 기업은 정보비대칭의 영향을 가장 작게 받는 증권발행을 선호하며, 파산위험이 낮은 기업은 회사채를 발행할 것이고 파산위험이 높은 기업은 보통주를 발행할 것이다. 따라서 기업이 외부금융을 통하여 자본을 조달할 경우, 기업의 위험과 정보비대칭에 따른 외부금융형태의 선택을 예측하기 위해서 <연구모형 2>를 이용하여 【가설 2, 3】을 검정하였으며, 분석결과는 <표 5><sup>5)</sup>와 같다.

먼저 Panel A에 나타난 기업의 위험과 외부금융형태의 선택에 관한 분석결과를 보면, 기업의 위험이 클수록 보통주보다 회사채를 선호하는 것으로 나타남으로서 【가설 2】를 기각한다. 즉, 파산위험예측값(UZS), 장기부채비율(LEV), 이자비용(INT), 영업이익의 분산(VAR)이 높을수록 보통주발행보다는 회사채발행가능성과 정(+)의 관계를 나타내고 있다. 이러한 결과는 과거 정책금융에 의한 저금리정책과 자본시장의 미발달로 인하여 주식발행을 통한 직접금융이 어려웠기 때문에 대부분의 기업들이 부채사용을 선호하고 있는 현실을 감안할 때, 담보력이 있고 자본시장에 접근이 용이한 대기업일수록 높은 부채비율을 갖고 있으나, 정부의 정책이나 구제금융에 의한 유효파산비용이 낮아짐에 따라 기업의 위험이 클수록 보통주에 비해 회사채를 선호하는 결과를 나타낸 것으로 보인다. 특히 무보증사채보다 보증사채를 발행하여 위험프리미엄(risk premium)을 감소시킴으로서 자본을 조달한 것으로 해석된다.

하위기간으로 분석기간을 구분한 Panel B와 Panel C에서도 Panel A의 분석

5) t값에 따른 P값은 종속변수와 각각의 독립변수에 대한 유의수준을 나타내며,  $X^2$ 검정 결과 P값은 종속변수와 독립변수 전체의 관계가 유의한가를 나타냄. 즉 금융형태의 선택에 있어서 어떤 증권이 발행가능성이 더 높은가를 설명하기 위해서는 독립변수의  $X^2$ 검정결과에 대한 P값이 유의해야 함.

결과와 같은 결과로서 위험이 큰 기업들이 부채를 선호하고 있는 것으로 나타났다.

또한 정보비대칭과 외부금융형태의 선택에 관한 분석결과인 <표 5>의 Panel A를 보면, 기업의 역사(AGE)가 오래될수록, 자산의 규모가 클수록 보통주발행

<표 5> 외부금융형태결정에 관한 multinomial logit 분석

변 수		Panel A (1985년~1996년)		Panel B (1985년~1989년)		Panel C (1990년~1996년)	
		보통주	회사채	보통주	회사채	보통주	회사채
$\alpha$ : 상 수		-6.1472*** (-4.680)	-11.571*** (-11.845)	-8.8267*** (-4.851)	-8.4611*** (-5.424)	-11.326*** (-4.640)	-13.525*** (-9.246)
위험 변수	파산위험예측값 (UZS)	0.0224* (-1.722)	0.0101 (1.118)	-0.0194 (-0.684)	0.0032 (0.424)	-0.0274* (-1.806)	0.0268* (1.911)
	부채비율 (LEV)	0.9790 (-1.256)	1.0997** (2.298)	-0.9164 (-0.909)	0.7299 (1.030)	-2.2984 (-1.633)	1.5111** (2.345)
	이자비용 (INT)	6.0223* (1.664)	17.782*** (7.088)	6.6070* (1.662)	10.510*** (3.019)	-5.0677 (-0.754)	24.248*** (7.021)
	영업이익의 분산 (VAR)	124.55* (-2.392)	28.239 (-1.279)	-97.446 (-1.442)	17.587 (0.568)	-21.971 (-0.338)	-89.363*** (-2.669)
	연구개발비 (RAD)	-14.534 (-0.536)	27.047 (1.612)	-46.769 (-1.017)	23.395 (0.810)	27.529 (0.789)	15.456 (0.711)
정보비 대칭 변수	기업의 역사 (AGE)	-0.0142 (-1.227)	0.0163** (2.386)	0.0070 (0.510)	0.0088 (0.829)	0.0249 (1.333)	0.0213** (2.038)
	40년이상의 역사 (LAG)	-0.0827 (-0.335)	-0.2588 (-1.581)	-0.5337* (-1.670)	-0.0410 (-0.162)	-0.6163 (-1.432)	-0.3331 (-1.414)
	유형고정자산 (TAR)	0.9488 (1.562)	-1.2466*** (-3.152)	1.7968** (2.199)	0.1772 (0.296)	0.2716 (0.259)	-2.6015*** (-4.547)
	산업의 총자산성장률 (IAG)	4.0791*** (3.352)	1.3719 (1.559)	4.2832*** (2.645)	1.9587 (1.416)	7.4580*** (3.573)	0.0913 (0.074)
	자산의 규모 (TAS)	0.2583*** (3.530)	0.5643*** (10.724)	0.3875*** (3.916)	0.3914*** (4.661)	0.4495*** (3.407)	0.6802*** (8.877)
모형의 $\chi^2$ 검정		310.9800***		73.6377***		257.6145***	

주) \* : P-값<0.1    \*\* : P-값<0.05    \*\*\* : P-값<0.01    ( ) : t-값  
   : 독립변수의  $\chi^2$ 검정결과 P-값<0.05인 변수

가능성보다 회사채발행가능성이 높게 나타났다. 이러한 결과는 기업의 역사가 오래되고 또한 자산의 규모가 클수록 외부투자자와의 정보비대칭문제를 완화하여 회사채보다는 보통주발행가능성을 높게 예측한 POT 가설을 기각한다. 따라서 국내기업의 경우 담보위주의 금융관행으로 인하여 자산의 규모가 큰 대기업일수록 금융시장에의 접근이 용이하였기 때문에 국내기업의 자본조달형태는 보통주발행보다 회사채발행을 더욱 선호하게 되었을 것이다. 또한 국내기업의 역사가 오래된 기업일수록 자본주의 발달의 초기단계에서 흔히 볼 수 있는 소유경영자가 대부분이기 때문에 외부주주에 대한 소유권보호를 위해서 보통주보다 회사채발행을 선호하여 소유지분의 약화로 인한 대리인 비용이 발생할 수도 있는 상황을 배제하기 위한 행위로 나타난 결과로서 해석된다.

그러나 유형고정자산(TAR)과 산업의 총자산 성장률(IG)변수는 정보비대칭 변수로서 POT에서 예측한 대로 회사채발행가능성보다 보통주발행가능성이 높은 분석결과를 나타내고 있다. 따라서 국내기업의 경우 유형고정자산의 비중이 큰 기업일수록, 산업의 총자산 성장률이 높은 기업일수록 외부투자자와의 정보비대칭문제를 완화시킴으로서 보통주발행가능성이 높은 것으로 해석된다.

하위기간으로 분석기간을 구분한 <표 5>의 Panel B와 Panel C에서도 Panel A의 분석결과와 같은 결과를 보이고 있다.

이상의 결과를 종합해 보면, 기업의 위험과 정보비대칭이 국내기업의 외부금융형태의 선택에 미치는 영향이 미약하기 때문에 POT에서 주장하는 부채선호 결과를 보이는 것으로 볼 수 있다. 따라서 과거 성장위주의 정부정책하에서는 기업의 능력보다 정부의 정책 및 규제가 기업의 자본조달결정에 중요한 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

## V. 요약 및 결론

본 연구에서는 자본구조이론 중에서 기업의 자본조달형태를 가장 잘 설명할 수 있는 이론을 POT로 대별하고, 한국기업의 자본조달행동에 대한 설명력을 실증적으로 분석하기 위해서 자본조달결정에 관한 logit모형과 외부금융형태의

결정에 영향을 미치는 위험과 정보비대칭의 대응변수들을 포함한 multinomial logit모형을 이용하여 순차적 의사결정과정을 검정하였다. 이러한 연구목적에 따라 본 연구의 실증적 결과는 다음과 같다.

첫째, 투자안에 소요되는 충분한 여유자금의 유무는 외부자본조달결정에 정(+ )의 영향을 미치고 있다. 그러나 현금과잉이 외부금융가능성에 음(-)의 영향을 미친다고 단정지을 수는 없다. 즉, 통계적 유의성은 없지만, 국내기업의 경우 여유자금이 있을지라도 초과자본 수요가 존재한다.

둘째, 기업의 위험이 증가할수록 부채사용의 증가를 예측하고 있으며, 정보비대칭에 관한 대응변수가 POT에서 주장하는 자본조달 신호로 작용하고 있지 않다. 따라서 기업의 위험과 정보비대칭이 외부금융형태의 선택에 미치는 영향이 미약하다. 그러나 국내기업들은 보통주발행보다 부채발행을 선호하는 결과를 보임에 따라 POT의 자본조달순서를 따르는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 투자안에 소요되는 내부자본이 부족하여 외부자본을 조달할 경우에 기업의 능력보다도 자본시장의 환경과 시장여건이 더욱 중요한 것으로 보인다.

이상의 연구결과를 종합한 실증적 시사점은 다음과 같다.

첫째, 국내기업이 보통주에 우선하여 부채를 선호하는 이유에는 차이가 있다. 즉, 기업이 외부로부터 자본을 조달할 경우, 기업의 위험과 정보비대칭문제가 외부금융형태의 결정에 영향을 미치는 정도가 심각하지 않다. 이러한 이유는 그 동안 규제금융으로 인하여 부채사용을 촉진시킨 요인들이 복합적으로 작용하여 국내기업의 자본조달 행동이 자본조달순서이론에서 주장하는 대로 보통주에 우선하여 부채를 선호하는 것으로 나타날 수도 있다. 따라서 POT에서 주장하는 이론적 근거와 국내기업의 자본조달행동이 일치한다고 단정지어 설명하기는 어렵지만, 실증분석 결과는 상당부분 자본조달순서이론에 의해서 한국기업의 자본조달행동에 대한 설명이 가능한 것으로 보인다.

둘째, 국내기업들은 증권시장보다 사채시장의 접근가능성이 높으며, 외부금융형태의 결정은 증권을 발행하는 기업의 능력에 따라서 결정되기보다는 정부의 정책이나 금융관행이 중요한 결정요인인 것으로 추정할 수 있다. 따라서 금융시장의 기능 정상화 및 주식시장의 활성화 등과 같은 근본적인 문제를 해결하여 기업의 능력에 따른 자본구조정책이 실현될 수 있는 경제환경을 제공할 수 있도록 노력해야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 국찬표, 구분열, 현대재무론, 비봉출판사, 1994.
- 김규형, 자본조달이 자본구조와 투자행태에 미치는 영향, 한국금융연구원, 1993.
- 구맹희, 정정현, "유상증자의 시기가 주가에 미치는 영향", 재무관리연구, 제10권 제2호, 1993, pp.213-237.
- 김성민, "정보비대칭과 유상증자 시점에 관한 연구", 증권학회지, 제16집, 1994, pp.81-114.
- 선우석호, "한국기업의 재무구조 결정요인과 자본비용", 재무연구, 제3호, 1990, pp.61-80.
- 신동령, "한국제조기업의 재무구조 결정요인에 관한 연구", 경영학연구, 제21권 제1호, 1991, pp.131-151.
- 윤봉한, "우리나라 제조업의 자본구조 결정요인에 대한 실증적 연구", 신평저널 (봄호), 1989, pp.38-57.
- Baskin, J., "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis," *Financial Management* 17(1989), pp.26-35.
- Brennan, M. & A. Kraus, "Efficient Financing under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, 42(1987), pp.1225-1243.
- Constantinides, G. M. & B. D. Grundy, "Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals," *Review of Financial Studies*, 2 (1989), pp.445-466.
- Jalilvand, A. & R. Harris, "Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets : An Econometric Study," *Journal of Finance* 39(1984), pp.127-144.
- Jensen, M. & W. Meckling, "Theory of Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3 (1976), pp.305-360.
- Kim, E., "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity," *Journal of Finance* 33(1978), pp.45-64.
- Miller, M., "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32(1977), pp.261-275.

- Modigliani, F. & M. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 4(1958), pp.261-297.
- Myers, S. C., "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance* 39(1984), pp.575-592.
- Myers, S. C. & N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13(1984), pp.187-221.
- Narayanan, M. P., "Debt versus Equity under Asymmetric Information," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23(1988), pp.39-51.
- Noe, T. "Capital Structure and Signaling Game Equilibria," *Review of Financial Studies* 1(1988), pp.331-356.
- Titman, S. & R. Wessels, The Determinants of Capital Structure Choice, *Working Paper*, UCLA., pp.1985.