자본조달순위이론에 관한 연구

곽 세 영*

요 약

이 연구는 우리나라 상장 제조기업의 자본조달행태를 외환위기를 기준으로 구분하여 분석함으로써 자본조달순위이론의 타당성 여부를 탐색하였다. 최적자본구조의 존재여부와 결정요인을 탐색하는 정태적 자본구조이론과 달리 우선순위에 따라 자본조달을 한다고 제시된 것이 동태적 성격의 자본조달순위이론이다. 1981년부터 2002년까지 우리나라 상장 제조업의 패널자료를 이용하여 분석한 결과 현금흐름의 회귀계수가 일관성 있게 음(-)의 부호를 나타냈는데 이것은 우리나라 기업들이 대체로 자본조달순위이론과 같은 행태로 자본을 조달하는 것으로 해석된다. 총자산 수익률변수도 자본조달순위이론을 지지하는 결과를 보여주었으며 외환위기이전과 이후의 차이는 크지 않은 것으로 나타났다.

Ⅰ. 서 론

기업의 자본구조에 대한 과학적 논의는 Modigliani & Miller(1958) 이후로 거의 반세기가 지나면서 수많은 연구가 이루어졌으나 아직도 미해결의 과제로 남아 있다. 자본구조에 대한 연구가 기업의 가치를 최대로 높게 하는 최적자본구조의 존재여부와 이의 결정요인들을 탐색하는 분야에 집중되어 왔다. 이들은 어느 일정시점에서의 부채와 자기자본의 구성이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 분석함으로써 정태적(static) 성격의 연구들이다.

1984년 Myers & Majluf에 의해 제시된 자본조달순위이론(pecking order

* 청주대학교 경상대학 경영학부 부교수

theory)은 기업이 자본을 조달함에 있어서 일정한 순서가 있는데, 우선 외부자본보다는 내부자본이 선호되며, 내부자본이 고갈된 경우에만 외부자본을 이용하게 된다. 외부자본 중에서도 증자에 의한 조달보다 부채가 선호되며 부채를 더 이상 이용할 수 없는 경우에만 자기자본으로 조달한다는 것이 자본조달순위이론의 내용이다. 자본조달에 이러한 순서가 존재한다는 결과는 경영자와 외부자 사이의 정보비대칭(information asymmetry)이 존재하기 때문이다. 자금조달에 있어서 위험과 비용이 적은 내부자금을 선호한다는 것이다. 채권이나 주식발행을 통한 외부자금조달은 시장에 부정적인 신호를 주기 때문에 내부자금이 부족할 경우에만 사용한다. 경영자가 외부의 잠재적 투자자들보다 기업경영상태에 대하여 우월한 정보를 가지고 있는 경우, 주식발행에 의한 자기자본 증자는 주가가 과대평가되었다는 신호로 작용을 할 가능성이 높기 때문에 가능한 꺼려한다는 것이다.

자본조달순위이론에 대한 실증적 연구는 비교적 최근부터 이루어져 왔으며 상반되는 결과를 보여주고 있다. 대부분의 우리나라 기업들은 전통적으로 대마불사 정신과 정경유착을 바탕으로 타인자본을 위주로 한 몸집 부풀리기 경쟁의 결과로 1997년 외환위기를 맞아 큰 시련을 겪었다. 그 이후 기업들은 과도한 부채사용의 위험을 인식하여 변화된 자본조달 행태를 보이고 있다.

본 연구는 기존의 연구들이 주로 외환위기이전의 자료를 사용하여 온 점을 감안하여 외환위기이후 비교적 안정을 되찾은 것으로 판단되는 1999년부터 2001년까지의 상장기업 자료도 이용하여 외환위기 이전, 이후, 그리고 외환위기 기간으로 구분하여 자본조달순위이론에 대한 타당성을 검증해 보고자 한다.

Ⅱ. 기존연구

Narayanan(1998)은 부채가 비록 위험부채라 하더라도, 위험부채의 발행은 항상 보통주를 발행하는 것보다 유리하다는 것을 시사함으로써 자본조달순위이론이 지지되는 결과를 보고하였다.

Helwege & Liang(1996)은 1983년에 기업공개한 미국기업들의 1984-1992 사이에 증권을 발행한 자료를 로짓분석을 한 결과 외부자금확보가능성은 내부자금부족과 무관한 것으로 나타나 자본조달순위이론에 따르지 않는 것으로 해석되었다.

Shyam-Sunder & Myers(1999)는 1971년부터 1889년 사이의 157개 기업의 자료를 이용하여 정태적 상충이론(static trade-off theory)과 자본조달순위이론의 설명능력을 비교하였다. 기업의 자금부족(financing deficit)을 배당금, 투자금액, 운전자본의 증가의 합계에서 영업현금흐름을 공제한 것으로 정의하고, 자본조달순위이론이 옳다면 자금부족분 증가가 바로 기업의 부채의 증가로 이어져야 한다고 주장하였다. 그리고 자금부족과 부채증가변수를 회귀분석하여 회귀계수가 1과 가깝다면 자본조달순위이론이 지지되는 것으로 가설을 설정하고 실증적으로 검정한 결과, 자본조달순위이론이 정태적 상충이론보다 기업의 자본조달행태를 잘 설명하는 것으로 보고하였다.

Chirinko & Singha(2000)는 Shyam-Sunder & Myers(1999)의 회귀분석결과의 해석에 대해 의문을 제기하였다. 이들은 Shyam-Sunder & Myers의 분석에서 주식발행이 음(-)의 偏倚(bias)를 가져올 수 있다는 것을 보여주었다. 기업이 실제로 자본조달순위이론을 따르고 기업이 실제로 보유하고 있는 금액의 주식을 발행했다고 가정할 경우 회귀분석의 계수가 1이 아니라 실제로 0.74라는 것을 밝혔다. 이 편의의 정도는 실제로 관찰된 계수의 크기와 큰 차이가 나는 것이다. 그리고 이들은 기업들이 자본조달순위이론과 반대로 부채와 자기자본의 비율을 정해놓고 자본을 조달한다면 Shyam-Sunder & Myers의 회귀분석에서도 이 비율을 확인할 수 있다는 것을 보였다. 따라서 1과 가까운 회귀계수를 찾아낸다는 것이 정태적 상충이론을 기각하는 것이 아님을 보여주었다.

Fama & French(2002)는 정태적 상충이론과 자본조달순위이론을 배당과 부채규모와 관련하여 1965년부터 1999년 사이의 자료를 이용하여 실증적으로 비교하였다. 상충이론과 자본조달순위이론의 예상과 같이 기업의 수익성이 높을수록, 그리고 투자규모가 적을수록 높은 배당금을 지급하였다. 자본조달순위이론의 예상대로 그러나 상충이론의 예상과 반대로 수익성이 높을수록 레버리지는 낮았다. 상충이론과 자본조달순위이론의 예상대로 투자안이 많을수록 시장

가치기준 레버리지는 낮았다. 투자안이 많은 기업일수록 장기적으로 배당금 지급이 낮았으나 단기적인 투자안을 수용하기 위해 배당금이 변동하지는 않았다. 자본조달순위이론이 예상하듯이 투자안과 이익의 단기적 변동은 대부분 부채에 의해 흡수되었다.

Frank & Goyal(2003)은 1971년부터 1998년 사이의 768개 미국기업의 자료를 이용하여 Shyam-Sunder & Myers(1999)와 비슷한 방법으로 분석한 결과 자본조달순위이론이 지지되지 않는 결과를 보고하였다. 자기자본의 순증가가 부채의 순증가보다 기업의 자금부족을 더 잘 설명하는 것으로 분석되었다.

김성민 · 이은모(1990)는 1985년부터 1988년의 기간에 175개 기업의 자료를 분석한 결과 자본조달순위이론이 지지되는 결과를 얻었다. 설명변수는 기업의 규모, 자기자본경상이익률, 영업위험의 정도가 사용되었다.

김규형(1993)은 우리나라 제조기업 473개를 대상으로 영업활동과 재무활동으로 인한 현금흐름을 구분하고 이들이 각각 유동부채와 고정부채에 미치는 효과를 분석하였는데 자본조달순위이론을 지지하는 결과를 얻었다.

윤종인 · 김형철(1999)은 자본조달순위이론과 여유현금흐름가설을 1991년부터 1996년까지의 우리나라 상장기업을 대상으로 비교분석을 실시하였는데, 주식대리비용효과가 있음을 발견했으나 자본조달순위이론을 지지하는 결과는 나타나지 않았다.

곽세영 · 한광환(2000)은 1984년부터 1996년까지 143개 기업을 대상으로 위험변수들과 정보비대칭변수들을 사용하여 로짓분석을 한 결과 투자에 소요되는 여유자금의 유무는 외부자본조달결정에 양(+)의 영향을 주며, 보통주보다 회사채를 선호하는 것으로 나타났다. 그러나 현금과잉이 외부금융가능성에 음(-)의 영향을 미친다고 단정지을 수는 없다. 정보비대칭에 관한 대용변수들이 자본조달순위이론에서 주장하는 자본조달신호로 작용하고 있지 않았다.

윤순석(2003)은 내부금융을 영업현금과 자산처분현금유입으로 세분하여 분석하였다. 1995년부터 2000년까지 우리나라 제조기업을 대상으로 자금조달정책을 분석한 결과 대부분의 자금수요는 투자현금유입으로 가장 많이 충당되며, 다음은 영업현금흐름, 재무현금흐름의 순서로 충당되는 것으로 나타났으며, 저자는 이를 자본조달순위이론에 의해 설명될 수 없는 것으로 해석하였다.

Ⅲ. 자료 및 변수의 측정

1. 자료 및 분석방법

이 연구는 한국상장회사협의회의 기업정보웨어하우스 TS2000의 1981년부터 2002년까지 한국증권거래소에 상장된 제조업체의 패널데이터를 이용하였다.

전체기간인 1981년부터 2002년까지의 전체기간과 우리나라가 외환위기를 겪었던 1997년, 1998년을 위환위기기간으로 설정하고, 1996년 이전기간과 1999년 이후의 기간으로 구분하여 회귀분석방법으로 분석한다.

2. 연구모형

회귀분석을 위한 모형은 다음과 같다.

$$\left(\frac{D}{A}\right)_{i,t} = \alpha + \beta_1\left[\frac{CF}{A}\right]_{i,t} + \beta_2\left[\frac{NDTS}{A}\right]_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4\left[\frac{FK}{A}\right]_{i,t} + \beta_5 \ln A_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기서,

D/A : 부채/자산 비율

CF : 현금흐름

NDTS : 비부채조세절감(감가상각비)

ROA : 총자산수익률

FK : 유형고정자산

$\ln A$: 총자산의 자연대수

$\epsilon_{i,t}$: 잔차항

현금흐름비율(CF/A)는 당기순이익과 감가상각비의 합으로서 자본조달순위이론에 의하면 현금흐름이 많을수록 외부자금을 사용할 가능성이 낮아지기 때문에 부채비율도 낮아질 것이라고 예측한다. 즉, β_1 은 음(-)의 부호를 갖는다고

예측된다. 그리고 비부채조세절감액비율(NDTS/A)은 감가상각비를 포함시켰으며, 이것은 부채의 이점을 감소시키기 때문에 β_2는 음(-)의 부호를 가질 것으로 예측된다.

총자산수익률(ROA)은 수익성을 나타내는 대표적 지표로 기업의 경영자와 외부자 사이에 정보비대칭이 있을 때 수익성이 높다는 것은 기업의 상황이 양호하다는 신호로 받아들여질 것이므로 부채사용이 증가할 것이다. 그러나 한편으로는 수익성이 높다는 것은 현금흐름이 많아진다는 의미이므로 자본조달순위이론에 의하면 부채비율이 감소한 결과로 나타날 수도 있다. 그리고 유형고정자산비율(FK/A)이 증가할수록 자산의 특이성이 낮아지기 때문에 정보비대칭 정도를 완화시켜 보통주발행가능성이 높아질 것이다.

자산(A)은 장부가치기준 총자산으로서 잔차의 이분산성문제(heteroscedasticity)를 완화시키기 위하여 자연대수를 취한다. 기업의 자산규모에 비하여 현금부족이 작은 기업일지라도 대기업의 경우 조달해야 할 자본의 절대액 규모는 클 것이다. 이러한 기업은 자산에 비해 작은 규모라 할지라도 외부금융을 통하여 조달할 것으로 기대된다. 그리고 자산의 규모가 큰 대기업일수록 정보비대칭문제가 작기 때문에 자본조달순위이론에 의하면 회사채발행보다는 보통주발행을 선호될 것으로 예상된다.

Ⅳ. 실증분석결과

표본으로 선정된 전체기간 1981년부터 2002년까지의 기간을 우리나라 외환위기 기간을 중심으로 1996년 이전을 외환위기이전기간으로 1997년부터 1998년 사이를 외환위기기간으로, 1999년부터 2002년까지의 기간을 외환위기이후기간으로 구분하여 비교분석하였다.

외환위기를 기준으로 기간을 구분하여 분석하는 이유는 다음과 같다.

우리나라 대부분의 기업들이 외환위기 이전에는 수익성보다는 대마불사 개념에 따라, 금융기관차입을 통한 외형위주의 경영을 해온 성장전략에 의존하여 급기야는 1997년말 외환위기와 극심한 경제불황을 겪게 되었다.

외환위기의 주요요인으로는 대부분의 우리나라 기업들이 방만한 사업다각화, 차입위주의 자금조달에 의한 재무구조의 취약성, 재벌총수에 의한 독단적 의사결정, 금융기관의 신용평가 부재와 지배구조의 문제점, 회계의 불투명성 등이 거론되고 있다.

따라서 외환위기 이전의 자금조달 패턴과 그 이후의 그것이 상이할 것이라는 전제하에 전체기간을 구분하여 분석한다.

<표 1>에는 기술통계량이 제시되어 있는데 자산규모는 평균 5억2000만원이며 최소 200만원에서 최대 645억원의 분포를 보였다. 유형자산은 평균 390만원으로 전체자산의 약 0.7%를 차지하고 있다. 총자산수익률은 평균 1.53%이며 부채비율(부채-자산비율)은 약 65%정도이었다.

독립변수들 사이의 상관관계는 먼저 전체기간에 해당되는 것이 <표 2>에 나와 있는데 현금흐름과 비부채조세절감액 사이의 관계가 0.52로 비교적 높게 나

〈표 1〉 기술통계량

	평균	표준오차	중앙값	최소값	최대값
자산(원)	529,000,000	26,283,260	107,000,000	2,024,286	64,500,000,000
유형자산(원)	3,906,360	781,147	264,600	0	2,990,000,000
현금흐름(원)	13,402,181	2,269,679	2,391,377	-5,000,000,000	7,150,000,000
ROA	0.0153	0.0015	0.0201	-3.3154	1.8105
부채비율	0.6490	0.0033	0.6460	0.001	8.9326

〈표 2〉 독립변수 사이의 상관관계 (전체기간 : 1981-2002)

	현금흐름	비부채조세절감액	ROA	유형자산
현금흐름	1			
비부채조세절감액	0.52	1		
ROA	0.15	0.01	1	
유형자산	0.05	0.04	-0.03	1
LN(자산)	0.19	0.15	-0.01	0.22

타났는데 이는 현금흐름이 당기순이익과 감가상각비의 합계이며 비부채조세절감액이 감가상각비로 이루어졌으므로 현금흐름 중에서 감가상각비의 비중이 적지 않기 때문에 나타나는 현상일 것으로 판단되며 나머지 변수들 사이의 상관관계는 크지 않은 편이다.

외환위기 이전기간의 독립변수들 사이의 상관계수는 <표 3>에 제시되어 있다.

이 중에서 현금흐름과 총자산수익률(ROA)의 상관관계가 0.99로 거의 완전한 정(正)의 관계를 보이고 있다. 따라서 이 기간에 대해서는 ROA를 제외하고 분석하는 것이 바람직하다.

<표 4>에 제시된 외환위기 기간의 상관관계에서도 현금흐름과 ROA사이에 거의 완전 양(+)의 상관관계를 보이고 있어 회귀분석에서는 ROA변수를 제외시켰다.

〈표 3〉 독립변수 사이의 상관관계 (외환위기 이전기간 : 1981-1996)

	현금흐름	비부채조세절감액	ROA	유형자산
현금흐름	1			
비부채조세절감액	0.02	1		
ROA	0.99	-0.01	1	
유형자산	-0.01	0.15	-0.01	1
LN(자산)	-0.07	0.46	-0.06	0.20

〈표 4〉 독립변수 사이의 상관관계 (외환위기 기간 : 1997-1998)

	현금흐름	비부채조세절감액	ROA	유형자산
현금흐름	1			
비부채조세절감액	0.07	1		
ROA	0.99	0.02	1	
유형자산	-0.05	0.09	-0.06	1
LN(자산)	0.04	0.19	0.04	0.26

〈표 5〉 독립변수 사이의 상관관계 (외환위기 이후 : 1999-2002)

	현금흐름	비부채조세절감액	ROA	유형자산
현금흐름	1			
비부채조세절감액	0.05	1		
ROA	0.99	0.02	1	
유형자산	-0.02	0.04	-0.03	1
LN(자산)	0.06	0.22	0.05	0.18

<표 5>에는 외환위기이후의 변수들 사이의 상관관계로서 ROA와 현금흐름 사이의 상관계수가 거의 1로 회귀분석에서 ROA를 제외한다.

독립변수 사이의 상관계수는 분석기간에 따라 차이를 보이는데 전체기간의 경우에는 현금흐름(CF/A)과 비부채조세절감액(NDTS/A)사이의 상관계수가 0.52로 약간 높은 편이다. 외환위기 이전기간에는 현금흐름(CF/A)과 총자산수익률(ROA) 사이의 상관계수가 거의 1.00으로 완전 양(+)의 상관관계를 이루고 있다. 외환위기 기간인 1997년부터 1998년까지의 기간에는 비부채조세절감액(NDTS/A)과 현금흐름(CF/A)사이의 상관계수가 0.33으로 약간 높은 편이다.

이에 따라 각 기간별로 상관관계가 높은 변수들을 제외시키고 회귀분석을 한 결과가 <표 6>에 제시되어 있다.

<표 6>에서 보는 바와 같이 현금흐름(CF/A)은 모든 기간에서 일관성있게 음(-)의 부호를 나타냈다. 다만, 전체기간에는 현금흐름변수의 계수가 통계적으로 의미는 있으나 그 값이 거의 0에 가까우며 외환위기 기간에는 음(-)이기는 하지만 그 값이 거의 0에 가깝고 통계적으로 유의하지 않다. 이것은 당기순이익을 중심으로 한 현금흐름이 증가할수록 부채비율이 낮아진다는 것으로 자본조달순위이론의 예측과 일치하는 결과이다.

이러한 결과는 외환위기 기간에는 IMF의 규제에 따라 많은 기업들이 부채를 감소시키는 노력으로 비록 현금흐름이 증가하더라도 부채는 증가하지 않는 결과를 가져온 것으로 추정할 수 있다.

윤종인 · 김형철(1999)은 1991년부터 1996년 사이의 패널자료를 이용하여 이 연구와 비슷한 방법으로 분석하였는데 현금흐름의 추정계수가 유의한 음(-)의

〈표 6 〉 회귀분석결과

기본모형 : $\left(\frac{D}{A}\right)_{i,t} = \alpha + \beta_1\left[\frac{CF}{A}\right]_{i,t} + \beta_2\left[\frac{NDTS}{A}\right]_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4\left[\frac{FK}{A}\right]_{i,t} + \beta_5 \ln A_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

기간	변수	계수	표준오차	t-통계량	p-값	Adj. R^2
전체기간 (1981-2002) *높은 상관계수 때문에 (NDTS/A)제외	절편	0.494	0.037	13.297	0.000	0.278
	CF/A	-0.000	0.000	-1.075	0.283	
	ROA	-1.146	0.021	-53.550	0.000	
	FK/A	-0.079	0.017	-4.621	0.000	
	LN(A)	0.011	0.002	5.289	0.000	
외환위기이전 (1981-1996) *높은 상관계수 때문에 ROA제외	절편	0.419	0.040	10.433	0.000	0.479
	CF/A	-2.287	0.036	-63.824	0.000	
	NDTS/A	0.000	0.000	2.993	0.003	
	FK/A	-0.170	0.017	-9.842	0.000	
	LN(A)	0.020	0.002	9.195	0.000	
외환위기 기간 (1997-1998)	절편	0.015	0.101	0.152	0.879	0.432
	CF/A	-0.000	0.000	-1.327	0.185	
	NDTS/A	-1.011	0.038	-26.383	0.000	
	FK/A	-0.053	0.044	-1.218	0.223	
	LN(A)	0.035	0.005	6.456	0.000	
외환위기 이후 (1999-2002) *높은 상관계수 때문에 ROA제외	절편	0.550	0.094	5.872	0.000	0.214
	CF/A	-0.835	0.036	-23.420	0.000	
	NDTS/A	0.000	0.000	0.496	0.620	
	FK/A	0.137	0.037	3.671	0.000	
	LN(A)	-0.001	0.005	-0.193	0.847	

주) D/A : 부채/자산 비율 CF/A : 현금흐름/자산 NDTS/A : 비부채조세절감액/자산
ROA : 총자산수익률 FK/A : 유형고정자산/자산 ln$A$: 총자산의 자연대수

값을 보이는 경우가 거의 없었다고 보고하였다. 이들은 표본을 배당성향이 높은 기업과 배당성향이 낮은 기업으로 구분하였고, 규모가 큰 기업과 작은 기업으로 구분하였으며 80년 이전에 상장한 기업과 88년 이후 상장한 기업으로 구

분하여 분석하였는데 80년 이전에 상장한 기업의 경우에만 현금흐름의 추정계수가 유의한 음(-)의 부호를 나타났을 뿐 나머지는 양(+)이거나 음(-)이더라도 통계적으로 유의하지 않았다. 따라서 본 연구는 윤종인·김형철(1999)의 연구와 정반대의 결과로서 보다 더 깊이 있는 분석이 필요하다.

수익성비율인 총자산이익률(ROA)은 전체기간의 경우에만 포함되었는데 통계적으로 의미가 있는 음(-)부호를 나타냈다. 이는 기업의 경영자와 외부자 사이에 정보비대칭이 있을 때 수익성이 높다는 것은 기업의 상황이 양호하다는 신호로 받아들여질 것이므로 부채사용이 증가할 것이라는 가설보다는 수익성이 높다는 것이 현금흐름이 많아진다는 의미이므로 부채비율이 감소한 결과로 나타난다는 자본조달순위이론의 예상과 일치하는 결과로 해석된다.

비부채성조세절감액(NDTS/A)은 감가상각비를 포함시킨 변수로 외환위기이전 통계적으로 의미가 있었으나 크기가 거의 0에 가까운 양(+)의 부호를 나타냈다. 외환위기 기간에는 통계적으로 의미있는 음(-)의 부호를 나타냈으며, 외환위기 이후에는 양(+)의 부호로 통계적으로 의미가 있었으나 크기는 거의 0에 가까웠다. 이는 법인세를 감소시킴에 있어서 감가상각비가 부채의 대체작용을 한다는 가설이 외환위기 기간에만 제한적으로 지지되는 결과로 해석된다.

유형고정자산(FK/A)은 전체기간과, 외환위기이전 그리고 외환위기기간에서 모두 통계적으로 의미있는 음(-)의 부호를 나타냈으며, 외환위기이후기간에서만 통계적으로 의미있는 양(+)의 부호를 나타냈다. 이는 유형고정자산이 기업의 내부자와 외부자 사이의 정보비대칭 정도를 완화시킴으로써 주식을 발행하여 자금을 조달하는 것을 증가시키는 효과를 가져왔으나 외환위기 이후기간에서는 반대로 나타나 해석하기가 어렵지만 유형고정자산이 부채조달을 위한 담보자산으로의 역할이 커짐에 따라 양(+)의 부호를 나타난 것이라는 해석이 가능하다.

자산(ln A)의 경우에는 전체기간, 외환위기 이전 그리고 외환위기 기간에서 통계적으로 의미있는 양(+)의 부호를 보였으나 외환위기 이후기간에서는 음(-)의 부호를 보였지만 통계적으로 의미가 없었다. 이는 자산규모가 정보비대칭의 대용변수이므로 자산이 증가할수록 정보비대칭이 감소하여 부채발행보다는 주식을 발행하여 자본을 조달할 것이라는 자본조달순위이론의 예상과 반대되는

결과인데 자산이 부채사용을 위한 담보로서의 역할이 정보비대칭으로서의 역할보다 더욱 크게 나타난 결과로 해석된다.

V. 결 론

기업가치를 극대화시키는 최적자본구조의 존재여부와 결정요인들에 대한 연구는 수없이 이루어져왔으나 1980년대부터 기업이 자본을 조달함에 있어서 일정한 우선순위가 존재한다는 이론이 등장하였다. 기업의 내부자와 외부자 사이에 기업경영에 대한 정보의 양과 질에 차이가 존재할 때 위험이 큰 자산일수록 저평가될 가능성이 많기 때문에 자본조달을 하는 기업입장에서는 발행을 꺼리게 된다. 자본조달의 대안을 내부금융과 외부금융으로 구분하는 경우에 기업은 유보이익금과 같은 내부금융을 먼저 이용하게 된다. 불가피하게 외부금융을 이용하는 경우에는 위험이 작은 부채를 먼저 활용하게 되며 위험이 큰 주식은 최후의 선택대안이 된다는 것이다. 이러한 자본조달순위이론에 대한 실증적 연구는 비교적 일천하며 연구결과들도 상반되어서 계속적인 탐구가 이루어져야 할 필요가 있다.

한편 우리나라의 기업경영행태는 1997년말의 외환위기를 계기로 많은 변화가 있어 왔다. 특히 과도한 차입을 통해서 규모의 경제의 수준을 넘어서는 방만한 사업을 벌여왔는데, 이에 따라 결국은 경제가 부실해지고 IMF의 구제금융을 받게 되는 결과를 초래하였다. 경제위기 이후에 IMF의 권고로 사업구조조정과 재무구조조정이 이루어져 왔으며 기업의 자본조달행태도 변화하여 왔다.

본 연구는 우리나라 상장 제조기업의 자본조달행태를 외환위기를 기준으로 구분하여 분석함으로써 자본조달순위이론의 타당성 여부를 탐색하였다.

분석결과, 설명변수의 하나인 현금흐름의 회귀계수가 일관성있게 음(-)의 부호를 나타냈다는 것은 자본조달순위이론을 지지하는 결과로 해석될 수가 있다. 총자산수익률변수도 자본조달순위이론을 지지하는 결과를 보여주었으며 외환위기이전과 이후의 차이는 크지 않은 것으로 나타났다.

참 고 문 헌

강준구 · 박경서, "아시아 금융위기 하에서 한국기업의 경영적 특성이 자본구조 변화에 미치는 영향," 경영저널, 제1권 제1호, 2000, 1-29.

곽세영 · 한광환, "자본조달결정 및 금융형태의 선택," 재무관리논총, 제6권 제1호, 2000, 1-22.

김규형, 자본조달이 자본구조와 투자행태에 미치는 영향, 한국금융연구원, 1993.

김성민 · 이은모, "우리나라 기업의 자금조달 및 운용구조 분석," 한국은행 조사통계월보, 1990.

김필규, "기업의 부채조달원 선택에 관한 연구," 재무연구, 제12권 제1호, 1999, 69-102.

박경서, "국내기업의 타인자본조달과 기업금융시장의 역할에 관한 연구," 재무연구, 제12권 제1호, 1999, 39-68.

선우석호, "한국기업의 재무구조 결정요인과 자본비용," 재무연구, 제3호, 1990, 61-80.

신동령, "한국제조기업의 재무구조 결정요인에 관한 연구," 경영학연구, 제21권 제1호, 1991, 131-151.

_____, "기업지배구조 관련 제도와 그 변화에 관한 고찰 -한국과 일본의 비교를 중심으로-," 재무관리논총. 제9권 제1호, 2003, 37-67.

윤봉한, "기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구," 재무연구, 1994, 57-80.

윤순석, "영업현금 및 자금수요원천과 자금조달정책," 경영학연구, 제32권 제1호, 2003, 203-231.

윤종인 · 김형철, "자금조달순위이론과 여유현금흐름가설의 타당성에 관한 실증연구: 상장기업을 대상으로", 증권학회지, 제25집, 1999, 301-342.

최도성 · 박영석 · 고봉찬, "한국기업의 재무구조와 배당정책," 한국경영학회 학술발표회 발표논문, 2001, 327-335.

최선호, "기업의 자본조달행태 분석을 통한 자본구조이론과 자본조달이론의 재조명," 재무연구, 제3집, 1990, 45-59.

황선웅 · 김종대, "우리나라 기업의 투자결정유형이 자본구조에 미치는 영향에 관한 실증분석," 경영학연구, 제25권 제4호, 1996, 311-340.

Chirinko, Robert S. and Anuja R. Singha, "Testing Static Tradeoff against

Pecking Order Models of Capital Structure : A Critical Comment," *Journal of Financial Economics* 58, 2000, 417-425.

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt," *Review of Financial Studies* 15, 2002, 1-33.

Fisher, E.O., R. Heinkel and J. Zechner, "Dynamic Capital Structure Choice:Theory and Tests," *Journal of Finance* 44, 1988, 19-40.

Frank, Murray Z. and Vidhan K. Goyal, "Testing the Pecking Oder Theory of Capital Structure," *Journal of Financial Economics* 67, 2003, 217-248.

Harris, M. and A. Raviv, "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance* 46, 1991, 297-355.

Helwege and Liang, "Is There a Pecking Order? Evidence from Panel of IPO Firms," *Journal of Financial Economics*, 1966

Jensen, M. & W. Meckling, "Theory of Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976, 305-360.

Korajczyk, R. A. and Amnon Levy, "Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints," *Journal of Financial Economics*, 2003.

Lerner, Josh, Hilary Shane and Alexander C. Tsai, "Do Equity Financing Cycles Matter? Evidence from Biotechnology Alliances," *Journal of Financial Economics*, 67, 2003.

Modigliani, F. and M. Miller, "The cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 4, 1958, 261-297.

Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, 1977, 147-175.

_____, "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance* 39, 1984, 575-592.

_____ and N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13, 1984, 187-221.

Narayanan, M. P., "Debt versus Equity under Asymmetric Information," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, 39-51.

Shyam-Sunder, L. and S. C. Myers, "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure," *Journal of Financial Economics* 51, 1999, 219-244.

Titman, Sheridan and Robert Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance* 43, 1988, 1-19.