

# 韓國海運產業의 財務構造 決定要因에 관한 研究

안 기 명<sup>1)</sup>

## A Research on Determinants of Financial Structure in Korean Shipping Industry

*Ki-Myoung An*

### 第1章 序 論

#### 1. 研究必要性和 研究目的

##### 1) 研究必要性

오늘날 企業經營者들이 行하는 意思決定中 重要な 決定은 資金調達에 대한 財務政策과 新規프로젝트에 대한 投資決定이다. 특히 수출위주의 경제정책을 指向하는 우리 경제에서 막대한 資金이 소요되는 海運產業에서는 이 두 정책의 重要性은 두말할 나위없이 매우 크다. 이 두 정책이 調和되어 圓滑히 수행될 때만 企業이 성장되며 目標收益을 達成할 수 있는 것이다.

특히, 우리나라의 海運產業의 資金調達は 주로 他人資本(負債)에 의존하고 있어 과중한 金融費用으로 海運經營環境變化에 따른 對應能力을 크게 惡化시키는 要因으로 작용하고 있을 뿐만아니라, 일본에 비하여 賣出原價나 一般管理費 比重은 낮아 賣出額 營業利益率은 높지만 營業外費用의 비중이 높아 總資本經常利益率과 賣出額經常利益率은 오히려 낮게 나타나고 있어 한국해운산업의 國際競爭力을 脆弱하게 하는 主要要因으로 나타나고 있다.<sup>2)</sup>

또한 우리나라 주요 상장기업(제조기업)의 재무구조와 비교해 볼 경우, 부채의존도가 높게 나타나고 있다.<sup>3)</sup> 이처럼 악화된 재무구조는 한국해운산업의 자금난을 심화시키고 환경변화에 따른 국제 경쟁력을 취약하게 하는 주요 요인으로 작용하고 있다.

따라서, 한국해운산업의 재무구조에 영향을 미치는 요인을 분석하여 재무구조를 건실하게 하는 방안을 강구하여 본 산업의 경쟁력을 강화하여 육성하고자 하는데 본 연구의 의의가 있다.

1) 한국해양대학교 사회과학대학 해운경영학과 조교수

2) 1990년도 한국해운과 일본해운산업(외항해운업체)의 주요 재무비율을 비교해 볼때, 자기자본비율은 한국이 3.5%, 일본이 21.1%이며 부채비율은 2,735.4%, 373.5%이고 총자본경상이익율, 매출액영업이익율은 각각 1.1%, 2.1% 그리고 10.2%, 4.1%로 나타나고 있다.

자료 : 한국선주협회, {한국의외항해운업체 경영분석}, 1991. 日本運輸省 國際運輸視光局 {外航海運の現況} 1990.

3) 졸고의 분석결과에 의하면, 주요 상장기업에 비하여 해운기업의 장기부채비율이 16.81%(1988), 17.36%(1989년) 더 높게 나타나고 있다.

안기명, 기업소유구조에 따른 장기부채의존도에 관한 실증연구, 경영학연구, 제4호, 한국동남경영학회, 1991년 12월, pp. 123 - 141.

## 2) 研究目的

우리나라 海運企業은 資本規模가 방대할 뿐만 아니라, 수출위주의 경제성장을 지향하는 우리경제에 미치는 影響은 막대하지만, 대부분 海運企業의 所有構造가 非公開, 閉鎖型 形態를 띠고 있어 자본시장에서 자기자본을 조달하지 못하여 企業規模에 비해 資金調達의 限界가 있을 뿐만 아니라 海運산업의 財務意思決定行態의 특수성으로 여타산업에 비하여 부채의존도가 높다. 따라서 본 研究에서는 이처럼 자금조달행태가 특수한 海運産業體의 재무구조에 영향을 미치는 요인을 분석함으로써, 韓國海運産業의 資本構造의 適合性與否를 평가함과 동시에 最適資本調達 구성을 위한 資本調達方案을 提示하여 韓國海運産業의 건전한 재무구조를 構築하여 본 산업의 국제경쟁력을 강화시키는데 研究目的이 있다.

## 2. 研究內容과 研究節次

한국해운산업은 주식회사형태를 띠고 있는 그러나 기업소유구조가 폐쇄형 소유구조로 발행주식의 대부분을 소유경영층에서 보유하고 있으며 대부분의 기업이 비공개 기업으로서 자본시장과는 무관하게 자본을 조달하고 있다. 이처럼 필요한 자본을 주식발행에 의하지 못하는 것이 한국해운산업의 재무구조를 취약하게 하는 요인이 되기도 한다. 또한 부채조달도 거의 대부분이 선박취득 및 용선과 관련된 것으로 計劃造船制度, 國籍取得條件附裸傭船制度, 特別貸出支授 등과 같이 일반적인 자금조달행태와는 다르고 장기부채행태가 많으며 회사채발행도 거의 이루어지지 않고 있는 실정이다.

따라서, 경영자의 의사결정에 따른 자본시장행태를 분석하여 재무구조결정요인을 파악하는 최근의 연구동향과 같이 연구를 진행할 수가 없으며 다음과 같이 분석하고자 한다.

재무이론에서 재무구조가 기업가치에 영향을 미치는가에 대한 여부는 기업가치가 레버리지증가와 더불어 증대된다는 전제하에서 논의되고 있다. 즉, 레버리지증가는 자본시장이 평가하는 기업가치를 증대시키기 때문이다. 이에 대한 근거로는 최근의 재무구조결정이론인 대리이론과 신호화이론(Incentive-Signalling Approach)에서 보다 정교하게 설명하고 있지만, 보다 단순히 설명하면, 부채증대에 따른 레버리지효과와 세금절감효과의 존재 그리고 부채조달이 보다 유리한 수익성있는 사업기회의 존재를 의미하는 것으로 평가되기 때문이다.

이러한 논리에 따라서

첫째로, 현재 한국해운기업의 재무구조가 정의 재무레버리지효과가 있는 지에 대한 적합성분석을 실시하고, 둘째로, 이러한 재무구조에 영향을 미치는 요인을 실증하여 본 연구의 목적을 달성하고자 한다.

## 第2章 理論的 背景과 既存 研究

### 1. 財務構造 決定理論

기업가치를 극대화하기 위해서는 적절한 투자계획에 의하여 최적자본예산을 편성하여 자산에 대한 투자를 효율적으로 하여야 하는데, 이러한 투자에는 자본이 필요하다. 자금조달원천은 다양하지만 대부분의 기업은 주식시장에서 주식을 발행하여 자기자본을 조달하든가 금융시장과 사채시장에

서 부채를 조달하는 것이 일반적이다. 그런데 자기자본을 조달하든 부채를 조달하든 간에 자금조달에는 조달비용(자본비용)이 발생한다. 가령 부채조달시에는 지급이자라는 비용이 발생하고 주식발행시에는 주식발행비용과 더불어 주주들에게 배당금을 지급하여야 한다.

이러한 자본비용은 조달원천에 따라 상이하므로 경영자는 필요한 자본을 어떠한 자금조달원으로 구성하여 재무구조를 결정하느냐에 따라서 기업전체의 자본비용(가중평균자본비용)이 달라진다.<sup>4)</sup> 기업가치는 투자수익(미래현금흐름)을 가중평균자본비용으로 할인한 가치이므로 재무구조를 어떻게 결정하느냐에 따라서 기업가치는 달라질 수가 있는 것이다. 재무구조와 기업가치의 관련성에 대해서는 크게 두가지 주류를 형성하여 지금까지 논쟁이 되고 있다.

1960년대 자본구조결정논쟁은 다소 비현실적인 전제 즉, 자금을 조달하는 자본시장이 완전경쟁적(Perfect Market)이고 미래현금흐름에 대한 기대가 동질적이며 세금과 파산비용을 무시하고 부채에 대한 개인이 부담하는 위험과 기업이 부담하는 위험이 동일하다는 가정하에서 전개되어 왔다.<sup>5)</sup>

이러한 전제하에서 MM의 무관련 명제는 기업가치가 미래현금흐름을 결정하는 투자정책에 의해서만 결정되고 재무구조와는 무관하다는 것이다.<sup>6)</sup> 이에 대한 반박이론은 부채증대에 따라서 정의

4) 기업의 자금조달비용(가중평균자본비용)은 크게 부채조달비용과 자기자본조달 비용으로 구성되는데 이는 다음과 같이 결정된다.

\* 부채조달비용 :  $K_i = K_d (1 - t)$  단,  $K_d =$  이자율

\* 자기자본조달비용은 다시 자본금(Capital Stock)원천인 보통주식과 우선주식에 대해서 다음과 같이 계산되며 이익잉여금은 재투자에 대한 기회비용으로서 보통주식과 같은 방식으로 계산된다.

ㄱ. 보통주식 CAPM ;  $K_e = R_f + (R_m - R_f) \beta_i$

(Ke) Stock Valuation Model ; Zero Growth Stock ;  $D_1 / P_o (1 - F)$

Normal Growth Stock ;  $D_1 / P_o (1 - F) + g$

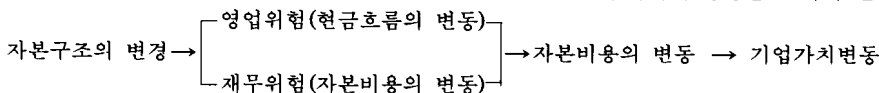
ㄴ. 우선주(Kp) ;  $D_1 / P_n$  (우선주 주당가격)

ㄷ. 이익잉여금(Ks) =  $D_1 / P_o + g$  (재투자에 대한 기회비용)

따라서, 가중평균자본비용(Kw)은  $K_i, K_e, K_p, K_s$ 을 조달규모에 따른 가중평균치로 계산된다. 그리고 기업가치는 미래현금흐름(CF)을 Kw로 할인한 가치로 결정된다. 즉,

$$\text{기업가치} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1 + K_w)^t} = CF / K_w \text{가 된다.}$$

5) 기업의 자본구조가 변경되면 다음과 같은 맥락에 의해서 기업가치에 영향을 미치게 된다.



그러나 초기의 자본구조결정논쟁에서는 영업위험에 미치는 요인을 무시하고 주로 재무위험에만 강조하였다.

영업위험은 부채수준과는 상관없이 기업의 영업활동으로 발생하는 위험으로 이에 영향을 미치는 요인으로는 제품의 수요 및 가격의 변동, 요소가격 및 고정비의 변동을 들 수가 있으며 이에 대한 측정치로는 다음과 같다.

$$\text{영업레버리지} = \text{영업이익의 변동치/매출의 변동치} = (P - v) Q / (P - v) Q - FC = (\text{Sales} - VC) / \text{EBIT}$$

재무위험은 부채수준의 변동으로 유동성 상실로 인한 재무위험의 증대로 미래의 주주이익에 미치는 위험을 말하며 이에 대한 측정치로는 다음과 같다.

$$\text{재무레버리지} = \text{EPS Change/EBIT Change} = \text{EBIT} / (\text{EBIT} - I)$$

$$\text{단, EPS} = (\text{EBIT} - I)(1 - t) / N$$

부채비율의 변동에 따른 기업손익확대효과를 측정한다.

6) 기업의 가치는 해당 기업이 속한 위험집단에 적합한 요구수익율로 기대현금흐름을 할인함으로써 도출되며 이는 자본구조와는 무관하다는 것이며, 파산비용 및 부채의 세금절감효과를 고려하는 수정된 MM 이론에서도 자본구조와 기업가치는 여전히 무관하다고 주장하고 있다.

레버리지효과로 가중평균자본비용은 감소하지만 어느 수준이상의 부채증대부터는 재무위험이 증대하여 자기자본에 대한 자본비용이 증대하므로 가중평균자본비용이 최소화되는 최적자본구조가 존재하며 이곳에서 기업가치가 극대화된다는 이론이다.<sup>7)</sup>

MM의 무관련이론을 반박하는 대표적인 최적자본구조이론으로서, Rubinstein과 Stiglitz은 적절한 자본구조를 결정하는 데에 있어서 경영자의 취향(Tastes)이나 신념(Belief)에 의하여 자본시장이 구분된다고 보고 있으며, Kraus와 Litzenberger은 자본구조결정에 영향을 미치는 주요 요인을 법인세 절감효과(Tax Saving Effect)와 파산비용(bankruptcy cost)으로 보고 부채가 있는 기업의 가치는 부채가 전혀 없는 기업가치에서 법인세절감효과와 파산비용의 현재가치를 더하고 파산비용의 현재가치를 감하여 다음과 같이 결정된다고 보고 있다.

$$CV_L = CV_U + \sum_{t=1}^{\infty} (Kd \times t \times B) / (1 + Kd)^t \quad - \text{파산비용의 현재가치}$$

단,  $CV_L$  : 부채조달한 기업가치,  $CV_U$  : 부채가 없는 기업가치

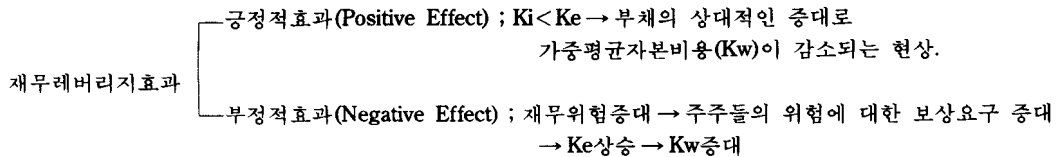
$Kd$  : 이자율,

$B$  : 부채규모

한편, 기업이 외부자금을 조달하여 재무구조를 결정할 경우에는 기업에 자금을 투자한 채권자나 외부주주들은 기업의 의사결정에 상당한 이해관계가 존재하게 된다. 즉, 이들은 자신이 투자한 지분을 보호하고 이익을 극대화하기 위해서 경영자의 의사결정을 통제하고자 하므로 경영자들은 이들의 이해관계를 고려하여 투자 및 재무의사결정을 행하게 된다. 이처럼, 代理理論에서는 企業을 企業利害關係人들간의 契約的 合意에 의해 이루어진 팀(team)으로 보기 때문에, 代理人과 主人間的 契約이 성실히 이행되어야만 대리문제가 誘發되지 않고 企業價値를 증대시킬 수 있다고 보고 있다.

企業의 意思決定行態論的 視覺에서 파악하고자 하는 代理理論의 先驅者는 Fama(1972)와 Jensen과 Meckling(1976)이다. Fama는 企業은 개개인의 利益追求를 목표로 모여진 구성원들간 契約에 의한 팀으로서, 經營과 危險分擔은 構成員들간의 契約集合內에서 추구하는 目的에 따라 經營과 소유를 자연스럽게 分離한다고 보고 있다. 즉 企業에서 經營과 所有의 分離가 효율적인 組織形態 構成을 합리적으로 설명하는 理論의 根據를 제시하고 있다. 다시 말하면, 企業經營에 대한 전통적인 이론을 반박하면서 企業에 대한 새로운 行動的 및 管理指向的 理論으로서 代理理論 模型을 설명하고 있다<sup>8)</sup>. 한편, Jensen과 Meckling理論에 의하면 企業의 所有構造는 企業의 資金調達過程에서 발생하는 代理費用을 最小化하려는 合理的 經濟行爲의 産物이다. 따라서 企業의 이 두 비용은 株式發

7) 부채증대에 따른 재무레버리지효과는 다음과 같이 두가지로 설명할 수가 있다.



8) E. F. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2(April 1988), pp. 288 - 307.

9) 기업에서 최적규모는 한계기업가치와 한계투자액이 균등해지는 점에서 결정되며, 최적외부자금비용은 외부자금사용에 대한 한계이득과 한계대리비용이 균등해지는 점에서 결정되고 최적외부주식발행비용은 주식발행에 대한 한계대리비용과 부채비용에 대한 한계대리비용이 균등해지는 점에서 결정된다고 보고 있다.

行 代理費用과 負債代理費用으로 구분되며, 이 두 비용의 총비용을 최소화하는 데에서 企業과 最適 所有構造가 결정된다고 보고 있다.<sup>9)</sup>

대리문제로 야기되는 경제적 손실인 代理費用類型은 크게 監視費用(Monitoring cost by principal), 保證費用(Bonding cost by Agent) 그리고 殘餘損失(Residual loss)로 볼 수 있는데, 부채조달에서 주요 대리비용의 發生源泉은 誘引效果(Incentive Effects), 감시비용 및 破産費用(企業再組織費用)으로 볼 수 있다. 즉, 誘引效果는 負債水準이 높은 企業의 經營者는 상대적으로 위험이 높은 사업에 투자할 誘引을 지니게 되는데, 이는 事業失敗時 위험의 대부분은 債權者가 부담하고, 사업성공시의 수익의 대부분은 경영자에게 돌아감으로써 채권자로부터 경영자로의 富의 移轉(wealth transfer)이 發生하는 것을 말하며, 監視費用은 負債價値(특히, 社債價値)를 하락시키는 經營者行爲를 制限하는 負債 約款(Debt covenant)를 강화시키는 一連의 監視活動에서 야기되는 비용이며, 破産費用, 또는 企業再組織 費用(整理費用)은 자본구조에서 長期負債依存度가 높아짐에 따라 企業收益과 營業 활동이 악화됨으로써 企業價値가 하락되는 것을 말한다.

그런데 상기와 같이 부채의 대리비용이 발생함에도 불구하고 부채조달을 선호하는 이유는 부채조달비용인 지급이자에 대한 節稅效果(Tax saving effect)와 收益性이 있는 投資機會의 존재여부, 산업의 特殊性<sup>10)</sup>, 그리고 所有集中度 등으로 설명되고 있다. 또한 Myers는 법인세효과와 더불어 투자자의 사결정에서의 도덕적 위해 (Moral Hazard) 문제가 최적자본구조결정에 영향을 미친다고 보고있다.<sup>11)</sup>

그리고, 利害關係人들이 저마다 追求하는 目標가 相異하고 환경의 不確實性으로 이러한 대리문제는 크게 주인과 대리인간의 情報獲得의 차이인 情報的 非對稱性(Informational asymmetry)로 인한 시장가격기능의 상실인 逆選擇(Adverse Selection) 問題가 존재할 경우에 자본구조 선택에 대한 연구가 최근에 진행되고 있다. 즉, MM의 무관련 명제에 따르면 완전경쟁시장과 완전정보하에서 자본시장참여자 모두가 기업의 수익흐름을 알고 있으며, 이를 바탕으로 기업가치가 평가된다는 기본전제가 함축되어 있다. 그러나, 현실적으로는 자본시장은 불완전하고 기업의 경영자와 일반투자자들간의 정보수준 차이가 존재하는 정보적 불균형상태(Informational asymmetry) 하에서는 투자자의사결정과 재무의사결정이 완전히 분리되지 않고 상호의존관계가 존재할 수도 있다는 것을 신호이론에 의하여 설명하려는 시도가 이루어지고 있다.

신호화문제는 정보적 불균형이 존재하는 시장에서 시장실패요인을 해결하는 방향으로 연구되고

10) Michael G. Ferrl and Wesley H. Jones, "Determinants of Financial Structure" *Journal of Finance*, (Spring 1979).

상기 논문에서는 기업의 재무구조와 이에 영향을 미치는 요인으로서 산업분류, 규모, 이익변동성 및 영업레버리지간의 상관관계를 분석하였는데, 산업분류(산업의 특수성)은 자본구조에 유의적인 영향을 미친다고 실증연구되었다. 즉 동일산업내에서는 원자재, 임금수준 및 기술수준이 유사할 뿐만 아니라 유사한 제품을 생산하므로 영업 위험이 유사하며 영업위험은 자본시장에서 부채조달규모, 이자율에 영향을 미치므로 산업특성이 다른 산업에는 자본구조가 상이하다고 보고 있다.

11) 開放型 所有構造下에서의 주주와 專門經營人 사이에서 야기되는 代理問題는 道術的 危害(Moral Hazard)問題로 發生되는 것으로서, Holmstorm(1979)과 Shavell(1979)는 주주로부터 專門經營人이 委任받는 事業의 未來結果가 불확실하고 따라서 專門經營人의 代理行爲에 대한 觀察이 不可能하고 代理人의 效用函數가 危險回避의일 경우 道術的 危害問題로 인한 代理費用이 發生된다고 볼 수 있으며 상기 세가지 조건중 하나라도 예외일 경우 代理問題는 回避可能하다고 說明하고 있다.

있다. 즉 정보적 불균형이 존재하는 시장에서는 기업가치가 정확하게 평가되지 못하여 시장실패가 발생하므로 경영자는 이에 대한 추가정보를 공시(signalling)하여 시장에서 적정하게 평가되도록 하는 유인이 발생한다.<sup>12)</sup> 그러나, 시장에 신호하기 위해 산출된 정보가 과거의 기업성과에만 관련이 있고 미래성과(기대현금흐름)과는 관련이 없으면 사회전체의 효익은 증대하지 않고 사적효익만 위한 정보공시로 정보의 과잉공시 가능성이 존재한다. 따라서 정부나 규제기관에 의한 정보에 대한 규제가 필요하다.

## 2. 既存 實證研究

기업가치와 재무구조간의 관련성에 관하여 MM이론과 이에 반대하는 최적자본구조이론을 실증하고자 하는 연구는 무수히 많이 이루어져 왔다. 재무구조결정에 대한 주요논문을 간략하게 소개 하면 다음과 같다.

(1) Ferri와 Jones(1979)은 재무구조에 영향을 미치는 요인으로 산업의 특수성, 기업규모, 영업위험 그리고 영업레버리지를 주요 변수로 보아 재무구조와 이들 변수간에 상관관계를 분석한 결과 산업특수성이 재무구조에 유의한 영향을 미치며 영업레버리지는 부채비율과 부의 상관관계가 존재함을 실증하였다. 한편 기업규모는 재무구조에 영향을 미치지 않는 정의 상관관계임을 나타내지 못했으며, 영업위험(미래이익의 변동성)과 부채비율이 부의 상관관계를 나타낸다는 가설은 기각되었다.

(2) 지급이자에 대한 법인세절감효과가 재무구조에 미치는 영향에 관한 대표적인 실증연구로 Deangelo와 Masulis(1980)와 Bowen와 Daley 그리고 Huber(1982)의 연구를 들 수가 있는데, Deangelo와 Masulis은 세액공제혜택과 관련된 투자가 적을수록 재무구조에서 부채비율을 증대시키려는 경향이 있으며 Bowen와 Daley 그리고 Huber은 산업별 부채비율과 해당 산업의 세액공제비율은 부의 순위상관관계가 존재하고 세금증대에 따른 부채증대의 동기중 하나는 기업소유원본산으로 부채에 대한 대리비용의 증대를 상쇄시킬 수가 있다는 것이다.

(3) Fama와 Jensen(1983)은 기업의 소유집중도가 높을수록 투자위험의 분산기회가 제약되므로, 소유경영자의 위험회피성향이 증대되어 안정적인고 소극적인 투자경향이 강하므로 최적투자규모이하의 과소투자될 가능성이 크며 되도록이면 부채조달을 회피하려고 한다고 주장하고 있다.

(4) Kester(1986)는 所有經營者의 持分比率이 높을수록 株式發行, 특히 有價增資時의 資金負擔의 加重으로 可及의 負債使用을 증대시키려는 傾向이 있다고 보고 이를 美國이나 日本의 製造企業을

12) 자본시장에서 신호효과에 대한 연구는 주로 배당, 재무의사결정(유, 무상증자 포함)에 대한 것으로 우리나라에서는 오환중의 연구(1989)에서 신호효과의 주 원인인 정보불균형과 조세차이가 존재하는 경우, 고정영업비와 고정채무비의 증대로 주주이익의 감소를 완화하기 위해 배당지급수준이나 배당성향을 증대시켜야 한다고 주장하고 있다.

또한 김동욱(1989)은 시장조정수익율모델을 사용한 사상연구에 의한 배당의 정보효과를 검증한 결과 우리나라 자본시장에서는 기업의 미래가치에 관한 정보를 전달하지 않는 것으로 나타나고 있으며, 우춘식(1989)은 배당정책의 정보효과에 대한 실증적 검증에서 현금배당공시의 정보내용가설과 공시시가의 정보내용의 가설을 지지하는 증거를 발견할 수가 있었으며, 이와 같은 정보내용은 배당정책의 신호효과에 기인한다고 한다. 한편 이규금(1991)은 정보적 불균형이 존재할 경우 기업의 경영자가 투자결정과 배당정책 및 자금의사결정 등의 기업 재무결정을 기업의 내부자가 외부자에게 그 기업 고유의 질에 대한 유용한 신호로 동시적으로 활용될 수 있는 지를 실증하고 있다.

대상으로 實證研究를 한 結果, 負債比率과 所有經營者 持分比率간에는 留意的인 정의 關係가 있다고 研究結果를 報告 하였다.

(5) Friend & Hasbrouch(1985)는 Kester와는 달리 株主立場에서 財務危險은 포오트폴리오構成으로 分散化가 가능한 非體系的危險이지만, 所有經營者立場에서는 分散機會가 제약되어 財務危險에 敏感하므로 所有持分比率이 높을수록 加급적 負債調達을 회피하려는 傾向이 있다고 보고 이를 實證하려고 하였으나 留意的인 實證結果를 導出하지는 못하였다.

(6) Kim & Sorensen(1986)는 所有持分比率이 높을수록 債權者 보호계약 이행이 효과적으로 이루어질 수 있으므로 주주와 債權者間의 道德的 危害問題가 감소할 것이며, 또한 經營者와 債權者間의 妥協도 효과적으로 될 수 있으므로 經營者의 所有持分比率이 높을수록 負債의 代理費用이 감소하여 負債調達이 많아지리라고 예상하여 實證分析한 結果 留意的인 關係를 입증하였다. 즉, 非公開企業(所有經營人의 持分比率이 25% 이상)과 公開企業(5%미만)間의 資本構造를 비교해 본 結果 非公開企業이 公開企業에 비해 負債比率이 留意的으로 6% 내지 7%가 더 높게 나타나고 있어 이는 代理費用이 資本構造에 영향을 미치고 있음을 시사하는 것이다. 즉 內部持分比率( $\alpha$ )이 더 큰 企業일수록 企業支配力 維持目的으로 負債調達을 더 選好하고 있는 것을 입증하는 것으로 解析하고 있다.

한편, 정보적 불균형하에서는 신호화문제는 Akorlof(1970)의 중고자동차시장에서의 연구를 선두로 Arrow(1973), Spence(1973)의 연구가 효시이며 신호화이론에 의하여 企業가치와 재무의사결정이 정의 상관관계가 있다는 이론적 기초를 제공한 연구는 Wilson(1977), Riley(1976, 1979)를 들 수가 있다.

특히 Ross(1977)는 企業의 내부정보를 經營자가 독점하게 되면 經營자의 보상체계(Incentive Schedule)의 선택과 재무구조선택이 시장에 정보로 신호하게 되어 이러한 신호에 의하여 증권가격이 결정된다고 보고 있다. 즉 자본구조변경은 企業이 속한 위험집단(Risk Class)의 變化를 초래하고 이것이 어떻게 經營자보상체계와 연계하여 최적자본구조를 도출하는 가를 보여주고 있다. 즉, 만일 시장에 불확실성이 존재하지 않고 투자자들이 企業에 대해 완전한 정보를 지닌다면 해당 企業의 자본구조변화가 企業가치에 영향을 미치지 아니하여 MM이론과 일치하지만 불확실한 상황하에서 정보적 불균형이 존재(자본구조변경에 대한 정보를 企業내부자(經營자)만 알고 있음)하고 내부經營자는 투자자들에게 알려진 보상체계에 의해서 보상을 받는다고 할 경우에, 經營자는 시장에 제공하는 정보가치와 企業수익에 의한 보상의 상충관계를 나타내는 자본구조를 자신의 보상이 최대로 되도록 결정한다는 것이다.<sup>13)</sup>

이 때 해당 企業의 자본구조에 의해 企業가치가 올바르게 평가된다. 즉, 자본구조의 變化에 의하여 시장이 판단하는 企業의 소속 위험집단이 變化하고 이것이 최적자본구조를 결정한다는 것이다.

13) 시장은 관찰된 企業의 재무정책에 의하여 企業을 평가하므로 經營자는 자신의 행동에 따른 신호전달효과를 알고 있으므로 완전시장의 최적균형으로부터 이탈할 인센티브를 지닌다. 이 때 企業가치의 증가분이 신호전달이익이고 완전시장의 최적균형에서 이탈로 발생하는 손실이 신호비용으로 이 두 요인의 상충관계에 의하여 비대칭 정보하의 최적균형이 성립한다.

### 第3章 韓國海運産業의 財務構造 決定要因에 관한 實證研究

#### 1. 韓國海運産業의 財務構造 現況

한국해운산업의 재무구조는 구성항목이나 구성비율에 있어서 여타 산업에 비하여 상이하다. 1990년도를 기준으로 볼 때, 부채비율이 제조기업에 비하여 10배이상 높고 일본해운업체에 비해서도 거의 7~8배 가까이 높게 나타나고 있으며 자기자본비율도 3.5%로 전년도에 비해 약간 호전되고 있으나 일본해운(21.8%)에 비하면 재무구조가 아주 취약하다.

한편 해운산업은 주요 영업활동이 선박을 운용하는 것이고 주요 고정자산이 선박이므로<sup>14)</sup> 고정설비투자의 효율성여부를 측정하는 고정장기적합율을 살펴보면, 약 107.5%로 선박에 대한 설비투자가 자기자본과 장기부채범위내에서 이루어진다고 볼 수가 있어 적정하게 투자하였다고 볼 수가 있다. 그러나 자기자본에 대한 고정비율이 2300%가 넘어 지나치게 높게 나타나고 있어, 설비투자의 대부분이 장기부채에 의존하여 자본취약성이 여실히 드러나 경기침체시 금융비용압박이 예상된다.

또한 단기지급능력을 측정하는 유동비율이 66.8%(한국 제조업은 103.7%임)로 극히 저조하게 나타나고 있는데, 이는 수년동안의 심각한 해운불황을 겪어 온 한국해운의 특성을 보여 주는 단면으로서 하루속히 유동성을 회복하여 유동성부족으로 인한 기업도산을 방지하여야 할 것이다.<sup>15)</sup>

#### 2. 財務構造 適合性分析

기업이 부채를 조달하는 동기는 수익성있는 투자기회에 투자하기 위한 것이므로 투자수익율이 부채조달비용보다 커야 투자가치가 있으며 또한 이러한 의사결정에 의하여 기업가치가 증대되는 것이다. 따라서 우리나라 해운산업의 부채비율이 일본해운산업이나 우리나라의 제조업에 비하여 엄청나게 커도 투자수익율이 부채비용을 상쇄할 정도로 양호할 경우에는 부채비율이 크다는 것이 별로 문제가 되지 않는다.

즉 재무레버리지효과는 레버리지증대에 따른 손익확대효과를 의미하는데, 수익성이 양호하여 정의 손익확대효과가 발생될 경우 오히려 부채증대가 기업가치를 증대시킬 수 있는 것이다.

이처럼 부채증대에 따른 정의 레버리지효과가 발생하기 위한 필요조건은 기업의 수익성(총자본이익율)이 부채비용<sup>16)</sup>보다 커야 한다. 그러나, 한국해운산업의 아래의 도표에서와 같이 부채비용은 약 10%인데 총자본이익율은 82년부터 88년까지는 負의 수치를 나타내며 89년부터 경기회복에 힘입어 부의 수치를 면하는 수준으로 부채비용을 훨씬 하회하고 있다.

이처럼 총자본이익율이 부채비용보다 낮을 경우에는 부채증대에 따라 부의 손익확대효과가 가중되어 자기자본이익율은 계속 낮아지므로 기업가치도 감소될 수 밖에 없다.

이처럼 한국해운기업은 수익성이 낮아 부채증대에 따른 정의 레버리지효과를 실현할 수도 없는

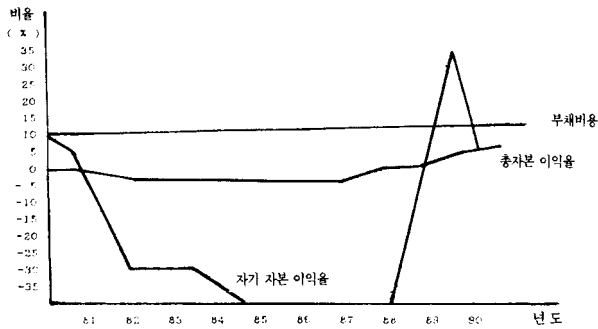
14) 한국 해운업체의 총자산 중 고정자산이 차지하는 비율은 약 82%내지는 84%정도로 자산투자의 대부분은 고정자산 즉 선박취득과 관련된 것으로 볼 수 있다. 한국선주협회, op. cit., 1991년 5월

15) 한국선주협회, op. cit., 1991년 5월.

16) 일반적으로 기업이 부담하는 부채비용은 지급이자총액을 부채총액으로 나눈 값으로 계산하고 있으나 본 연구에서는 지급이자(금융비용)를 실제로 이자를 발생하는 차입금으로 나누어 계산하였다.

J. Fred Weston and Eugene F. Brigham, Managerial Finance, 1972, p. 250.





(도표 1) 한국해운산업의 수익성비율과 부채비용 추세

데에도 불구하고 부채비율이 높은 이유는 다음과 같은 요인이 재무구조결정에 작용하는 것으로 예상된다.

첫째로, 제조업체와는 상이한 자금조달상의 특수성에 기인한다.

한국해운산업은 이미 앞에서 지적한 바와 같이 한국제조업체에 비하여 부채비율이 약 10배가량 높고 주요 상장기업에 비하여 장기부채비율도 훨씬 높게 나타나고 있다.<sup>17)</sup>

해운산업은 여타 산업과는 달리 시설투자 소요 자금의 과다성으로 투자에 필요한 자금을 기업 스스로 조달한다는 것은 무리가 있으며, 관련된 여타 산업에 대한 과급효과가 클 뿐만 아니라 우리나라와 같이 수출위주의 경제성장을 도모하는 국가에서는 해운산업을 정책적 차원에서 지원할 필요가 있다. 이러한 맥락에서 우리나라에서도 1984년 해운산업육성법이 발효되면서 해운산업을 육성하기 위한 각종 재정적 지원과 정책적 지원을 하기 시작하였다<sup>18)</sup>. 이에 따라서 해운업체는 이러한 재정적 지원에 의거하여 선박의 건조 및 취득에 필요한 자금을 조성할 수가 있어 자본시장을 통한 자금을 조달할 필요가 없을 뿐만 아니라, 그동안 해운산업의 불황으로 자본시장에서 투자자들에 의해 적정하게 기업가치가 평가되지 못하여 자본시장을 이용할 수도 없었던 연유가 우리 해운산업의 부채의존도를 높게 한 주 요인이다.

이는 Ferri와 Jones(1979)의 實證研究에서 나타난 바와 같이 우리나라 海運企業의 資金調達形態의 特殊性(計劃造船) 등으로 인한 産業特性에 따른 자본구조의 相異性이 존재함을 부인할 수가 없는 것이다.

둘째로, 부채조달에 있어서 규모효과가 작용한다.(가설 1)

17) 안기명, op. cit., pp. 132 - 135.

18) 1984년에 발효된 해운산업육성법의 주요내용을 보면 다음과 같다.

ㄱ. 재정적 지원

- 국내항간의 운항수입에 대해 신청자금총액의 80%이내 융자
- 선박시설의 개량, 보수 또는 대체시 소요자금의 20% 보조 및 80% 이내의 융자
- 계획조선에 의한 건조시 국내조달자금의 80% 이내 융자

ㄴ. 항만청장이 지정한 지정해운업자(외항정기 및 부정기화물운송사업자)에 대한 지원

- 계획조선에 의한 선박실수요자 선정(기준; 장기화물운송계약, 경제선형의 건조)
- 국제정기항로의 개설면허
- 지정화물의 수송
- 기타 해운산업의 육성에 필요한 사항으로 대통령이 정하는 사항

ㄷ. 해운합리화계획의 추진

ㄹ. 계획조선을 위한 자금조성

- ㄱ. 국제운송업자에게 장려금을 교부
- ㄴ. 국제항로 취항에 대한 보조금을 지급
- ㄷ. 국제취항명령선에 대한 손실을 보상

ㅇ. 외국항행사업에 대한 특별상각(일반상각범위의 100%) 허용 (조감법 32조)

企業規模가 클수록 信用度가 높아서 資本市場의 接近이 容易하여 負債調達源泉이 다양할 뿐만아니라, 조달규모가 크고 利率이 낮은 것이 일반적인 경향이다. 특히 우리나라의 경우는 先進諸國에 비하여 이러한 傾向이 더욱 더 크리라고 예상된다. 더우기, 海運産業分野는 다른 산업분야와는 달리 資金調達の 特殊性으로 企業의 對外信用度, 經營層의 포괄적인 신용능력이 負債調達規模를 좌우하므로 부채조달에서 規模效果가 더욱 더 크리라고 기대된다. 특히 해운산업분야에서 간과할 수 없는 점은 총자산의 80%이상이 고정자산인 선박과 관련된 것이고, 이러한 고정자산 취득에 필요한 자금의 대부분이 해운산업의 특수성에 의한 부채성자금(거의 장기부채임)이므로 여타 산업에 비하여 규모효과가 더욱 더 크리라고 예상된다.

세째로, 부채조달에 따른 세금절감효과가 작용한다.(가설 2)

기존의 재무구조결정이론에 의하면 부채비용에 대해서는 법인세절감효과가 발생하기 때문에 이러한 혜택을 누리기 위해 기업은 주식발행에 의한 자기자본조달보다는 부채조달을 더 선호한다고 한다. 이러한 논리에 의하면, 실질적인 法人稅負擔이 큰 企業일수록, 이자에 대한 稅制效果가 크기 때문에 負債調達을 증대시키고자 할 것이다. 다만, 본 가설을 보다 정확하게 檢證하기 위해서는 企業間에 限界稅率의 變化를 측정해야 하지만, 限界稅率測定이 실질적으로 어렵기 때문에 본 研究에서는 平均稅率로 측정하고자 하였다.<sup>19)</sup>

네째로, 유리한 수익성 있는 투자기회의 존재에 기인한다.(가설 3)

자산투자에 대한 투자수익율이 부채비용을 상회할 경우 정의 레버리지효과가 발생하여 재무위험의 증대를 상쇄시켜 오히려 자기자본이익율이 상승하여 기업가치는 증대한다. 따라서 한국해운산업의 수익성이 양호할 경우에는 부채비율이 높게 나타날 수도 있는 것이다.

### 3. 研究假說 設定

상기의 한국해운산업의 재무구조 적합성분석에 나타난 근거와 재무구조결정에 관한 이론에 의거하여 본 연구를 위한 가설을 다음과 같이 설정하였다.

假說 1 企業規模가 클수록 長期負債比率이 높다.

假說 2 平均法人稅率이 크리라고 예상되는 企業일수록 長期負債比率이 높다.

假說 3 賣出額成長率과 營業利益成長率이 높을수록 長期負債比率이 높다.

假說 4 減價償却比率이 클수록 長期負債比率이 높다.

한국해운산업은 총자산 중 고정자산비중이 높아 여타산업에 비하여 감가상각비율도 상대적으로 높으며 고정자산의 대부분이 장기성부채로 투자되므로 규모효과와 동일한 상관관계가 예상된다. 아울러 負債와 마찬가지로 法人稅節減效果가 存在하기 때문에 이러한 減價償却費의 規模와 稅制效果가 企業의 長期負債調達行態에 어떠한 영향을 미치는 지를 검증하고자 본 假說4 을 설정하였다. 특히 船舶을 보유한 海運企業의 경우 總資産에 대한 減價償却比率이 상대적으로 크기 때문에 이러한 效果가 相對的으로 크리라고 豫想된다.

19) Zimmerman, "Taxes & Firm Size", *Journal of Accounting and Economics*, (April 1983), pp. 119-149.

#### 4. 研究方法論

재무구조 적합성분석에서 나타난 바와 같이 한국해운산업은 제조기업과는 상이한 재무구조를 띠고 있다. 이처럼 한국해운산업은 본 산업의 자금조달상의 특성이 재무구조결정에 중요한 영향을 미치고 있지만 이 이외에 규모효과, 부채조달의 세제효과 그리고 수익성 있는 사업기회의 존재가 본 산업의 재무구조와 관련이 있는 지에 대한 研究假說을 檢證하기 위하여 長期負債比率과 研究假說과 관련된 變數를 多變量 回歸分析(Multiple Regression Analysis)에 依據하여 實證하고자 하였다.

##### 1) 研究對象의 選定 및 資料蒐集

본 研究를 위한 對象企業으로 海運業體는 船主協會에 등록된 海運企業과 韓國信用評價(株)에 發行한 韓國財務總覽(外監法人 및 登錄法人)에 수록된 海運企業中 資料利用이 가능한 41개 企業體를 選定하였으며, 통계기업으로서는 해운기업과 所有構造가 전혀 상이한 上場企業(製造業體)中에서도 企業規模(總資產)가 100억원 이상의 大企業을 대상으로 55개 企業을 無作爲 抽出하였다.

\* 選定基準 \*

(ㄱ) 決算年度日:12월 31일

(ㄴ) 企業 規模:海運企業(10억 이상), 上場企業(100억 이상, 大株主持分比率이 50%미만)

(ㄷ) 檢證 期間:1988年 - 1989年<sup>20)</sup>

##### 2) 變數設定과 研究模型

본 研究假說을 檢證하기 위한 變數와 多變量 回歸分析模型은 다음과 같다.

###### (1) 從屬變數

$$LD / TA_{t,j} = t\text{年度의 } j\text{企業의 長期負債比率}(t = 88\text{年에서 } 89\text{年, } j\text{는 各 企業})^{21)}$$

###### (2) 獨立變數

$$\Delta OI / OI_{t,j} = t\text{年度의 } j\text{企業의 營業利益成長率}$$

$$TAX / EBT_{t,j} = t\text{年度의 } j\text{企業의 平均法人稅率}$$

$$DEP / TA_{t,j} = t\text{年度의 } j\text{企業의 平均減價償却率}$$

$$SIZE_{t,j} = t\text{年度의 } j\text{企業의 총자산규모(장부가액)}$$

###### 3) 多變量 回歸分析模型

$$LD / TA_{t,j} = \alpha_t + \beta_1 \cdot \frac{\Delta OI}{OI_{t,j}} + \beta_2 \cdot \frac{TAX}{EBT_{t,j}} + \beta_3 \cdot \frac{DeP}{TA_{t,j}} + \beta_4 \cdot SIZE_{t,j}$$

20) 검증기간을 1988년부터 설정한 이유는 1986년에 우리나라 해운업체의 통폐합이 이루어져 1986년과 1987년이후의 우리나라 해운업체의 상황이 전혀 다르다. 또한 해운기업은 본 연구에 필요한 자료가 미비하여 1988년과 1989년만 분석하였다.

21) 우리나라 해운산업의 부채조달은 거의 대부분이 선박취득 및 용선과 관련된 것으로 장기부채의 형태를 띠고 있으며, 자금조달 의사결정에서 중요한 것은 장기부채조달과 관련된 것이므로 장기부채비율을 종속변수로 설정하였다.

- 回歸分析結果 -

A 上場企業

年度	모델명	變數	B 값	留意水準	R <sup>2</sup>	F 값	留意水準
88年	88 - I	Z1	0.00138	0.4711	0.19724	3.00987	0.0268**
		Z2	1.63381	0.0057***			
		Z3	0.09606	0.4207			
		Z4	0.00728	0.8693			
	88 - II	Z1	0.00142	0.4576	0.19680	3.00153	0.0271**
		Z2	1.64998	0.0057***			
		Z3	0.09668	0.4198			
		Z6	-0.00165	0.9809			
	88 - III	Z1	0.00146	0.4261	0.20777	3.21274	0.0203**
		Z2	1.90102	0.0031***			
		Z4	0.00640	0.8842			
		Z5	0.17555	0.2562			
88 - IV	Z1	0.00151	0.4261	0.20752	3.20786	0.0204**	
	Z2	1.90897	0.0031***				
	Z5	0.17860	0.8842				
	Z6	0.00531	0.9387				
89年	89 - I	Z1	-0.00056	0.6510	0.18250	2.73465	0.0393**
		Z2	1.39478	0.0041***			
		Z3	-0.05278	0.5947			
		Z4	0.00046	0.9826			
	89 - II	Z1	-0.00056	0.6519	0.19253	2.73523	0.0392**
		Z2	1.39015	0.0045***			
		Z3	-0.05341	0.5932			
		Z6	0.00628	0.9613			
	89 - III	Z1	-0.00057	0.6253	0.22604	3.57767	0.0123**
		Z2	1.12231	0.0193***			
		Z4	0.00301	0.8836			
		Z5	-0.21322	0.0865			
89 - IV	Z1	-0.00054	0.6253	0.23136	3.68715	0.0106**	
	Z2	1.03693	0.0356**				
	Z5	-0.23783	0.0704*				
	Z6	0.07890	0.5509				

유의수준 : \*\*\* (0.01) \*\* (0.05) \* (0.1)

단) 平均法人稅率은 상기 식이외에도 法人稅/減價償却費控除前利益에 의해서도 檢證하였으며, 營業利益成長率 대신 賣出額 成長率에 의해서도 檢證하였다.

B. 海運企業

年度	모델명	變數	B 값	留意水準	R <sup>2</sup>	F 값	留意水準
88 年	88 - I	Z1	0.38527	0.0008***	0.38617	5.66208	0.0012***
		Z2	0.06466	0.8755			
		Z3	-0.17554	0.3424			
		Z4	0.06595	0.1720			
	88 - II	Z1	0.41383	0.0004***	0.35322	4.91511	0.0029***
		Z2	0.06603	0.8761			
		Z3	-0.24998	0.1718			
		Z6	0.01354	0.9253			
	88 - III	Z1	0.31765	0.0028***	0.49319	8.75807	0.0000***
		Z2	-0.11826	0.7557			
		Z4	0.06983	0.0986*			
		Z5	-0.72432	0.0055***			
	88 - IV	Z1	0.35218	0.0013***	0.45299	7.45297	0.0002***
		Z2	-0.12617	0.7493			
		Z5	-0.75647	0.0052***			
		Z6	0.01749	0.8950			
89 年	89 - I	Z1	0.88324	0.0000***	0.55770	10.08723	0.0000***
		Z3	-1.05098	0.3210			
		Z3	0.10329	0.4157			
		Z4	-0.00480	0.9089			
	89 - II	Z1	0.86283	0.0000***	0.55846	10.11837	0.0000***
		Z2	-1.05875	0.3161			
		Z3	0.10122	0.4121			
		Z6	0.47333	0.7954			
	89 - III	Z1	0.69147	0.0000***	0.59996	11.99810	0.0000***
		Z2	-1.03238	0.2990			
		Z4	0.01670	0.6720			
		Z5	-0.51018	0.0504			
	89 - IV	Z1	0.71928	0.0000***	0.59819	11.90908	0.0000***
		Z2	-1.04090	0.2963			
		Z5	-0.50319	0.0563*			
		Z6	-0.03558	0.8418			

第四章 實證 分析 및 假說 檢證

앞에서 設定한 모델에 의거하여 분석된 回歸分析結果는 다음과 같다.

단, 여기서 Z1 = 總資產規模, Z2 = 平均減價償却率, Z3 = 平均法人稅率, Z4 = 營業利益成長率, Z5 = 減價償却費控除前 平均法人稅率, Z6 = 賣出額成長率을 나타낸다.

상기 回歸分析結果를 요약하여 연구가설을 검증한 結果는 다음과 같다.

C. 全體企業 (海運企業・上場企業)

年度	모델명	變數	B 값	留意水準	R2	F 값	留意水準
88年	88 - I	Z1	-0.00132	0.7086	0.11970	3.09347	0.0195
		Z2	0.31391	0.3425			
		Z3	-0.15093	0.2452			
		Z4	0.10204	0.0058**			
	88 - II	Z1	-0.00075	0.8380	0.04295	1.02105	0.4008
		Z2	0.32208	0.3502			
		Z3	-0.23628	0.0743*			
		Z6	-0.01658	0.8597			
	88 - III	Z1	-0.00227	0.4898	0.23775	7.09602	0.0001***
		Z2	0.05667	0.3502			
		Z4	0.09855	0.0035***			
		Z5	-0.65143	0.0001***			
	88 - IV	Z1	-0.00163	0.6351	0.16351	4.44692	0.0025**
		Z2	0.03918	0.9050			
		Z5	-0.70495	0.0001**			
		Z6	-0.02784	0.7507			
89年	89 - I	Z1	-0.00280	0.2387	0.07178	1.68206	0.1614
		Z3	1.50919	0.0350**			
		Z3	-0.16913	0.0854*			
		Z4	0.01021	0.7244			
	89 - II	Z1	-0.00277	0.2323	0.09368	2.24816	0.0703*
		Z2	1.39556	0.0447**			
		Z3	-0.15051	0.1228			
		Z6	0.21208	0.1390			
	89 - III	Z1	-0.00279	0.1993	0.20456	5.59350	0.0005***
		Z2	0.70512	0.2889**			
		Z4	0.01877	0.4856			
		Z5	-0.71755	0.0001***			
	89 - IV	Z1	-0.00269	0.2033*	0.22129	6.18091	0.0002***
			0.60190	0.3541			
		Z2	-0.68889	0.0001***			
		Z5	0.20171	0.1273			
		0.07890	0.5509				

첫째, 全體企業(上場企業+海運企業)에 대한 分析結果는 개별적인 海運企業, 上場企業의 分析結果에 비하여 獨立變數들이 從屬變數를 설명하는 模型의 說明力이 대체로 낮게 나타나고 있다. 또한 상장기업에 비하여 해운기업의 R<sup>2</sup>값이 크게 나타나고 있는 점을 볼 때, 변수설명력이 해운기업에서 더 우수하다. 이러한 分析結果는 上場企業(製造企業)과 海運企業間의 産業의 特性이 전혀 판이하여 두 集團을 포함하여 분석할 경우, 오히려 負債調達意思決定이 상이한 特性이 相殺되어 나타난 것으로

로 思料된다. 따라서 分析結果에 나타난 바와 같이 長期負債比率을 留意的으로 설명할 수 있는 變數가 一貫性있게 나타나지 않고 있어 全體企業을 대상으로 한 回歸分析結果로는 본 연구가설을 檢證하기가 곤란하다.

둘째, 海運企業과 上場企業에 대한 독립적인 回歸分析한 結果에 의하면, 모든 모델에 있어서 海運企業의 경우는 長期負債比率을 留意的으로 설명할 수 있는 變數는 規模變數(正의 相關關係)이며, 上場企業은 감가상각비율(正의 相關關係)이 長期負債比率을 留意的으로 설명할 수 있는 變數로 나타나고 있다. 이러한 分析結果에 의하면, 海運企業은 가설 1에서 예상한 바와 같이 海運산업의 자금조달상의 특수성이 재무구조에 영향을 미치고 있음을 입증해 주는 것이다.

한편, 上場企業(製造企業)의 경우는 규모효과가 留意的인 關係를 나타내고 있지 않기 때문에 長期負債調達에 있어서 規模效果를 설명할 수 없다. 그러나 上場企業의 경우 海運기업과는 달리 長期負債比率과 감가상각비율간에 留意的인 正의 關係가 나타나고 있다.

이에 대한 가능한 解析으로는 總資産에 대한 감가상각비율이 클수록 固定資産規模가 상대적으로 크고, 企業이 合理的인 資金調達意思決定을 한다면 이러한 고정자산에 대한 資金調達源泉이 주로 長期負債 내지는 自己資本에 의존할 것이기 때문에 長期負債比率과 減價償却費率이 正의 相關關係가 나타날 수 있다고도 볼 수 있으며, 또한 우리나라의 金融市場에서의 資金調達行態가 信用貸出보다는 고정자산에 대한 擔保貸出이 一般化되고 있기 때문에 이러한 金融與件을 반영한 結果라고도 볼 수 있다. 그러나 이에 대해서는 앞으로 追加的인 研究가 補完되어야 할 것이다.

셋째, 負債調達費用의 稅制效果에 있어서, 全體企業은 模型 88-I(留意水準; 0.01), 88-III(留意水準; 0.01), 88-IV(留意水準; 0.01), 89-II(留意水準; 0.1), 88-III(留意水準; 0.01), 89-IV(留意水準; 0.01)이 留意的으로 설명할 수 있는 것으로 나타나고 있지만 模型 89-I은 模型全體의 說明力이 없으며 나머지 留意的인 模型들도 연구가설과는 달리 대체로 負의 相關關係를 띠고 있어 研究假說을 입증할 수가 없다.

또한 上場企業의 경우는 留意的으로 설명할 수 있는 模型이 없으며 다만 模型 89-IV만이 留意水準 0.1에서 負의 相關關係를 나타내고 있고 海運企業은 模型 88-III(留意水準; 0.01), 88-IV(留意水準; 0.01), 89-IV(留意水準; 0.1)만이 留意的인 負의 相關關係를 나타내고 있어 全體企業에 대한 분석과 마찬가지로 假說2 를 입증할 수가 없다. 즉, 海運企業이나 上場企業 모두가 본 연구에 있어서는 長期負債調達意思決定에 부채조달비용의 稅制效果가 중대한 영향을 미친다고 볼 수가 없다고 본다.

넷째, 長期負債調達意思決定에서 收益性 있는 投資事業存在로 인한 利益增大效果가 미치는 영향을 검증하고자 營業이익성장을 및 매출액 성장율도 분석한 結果, 全體企業水準에서는 模型 88-I(留意水準; 0.01)만이 留意的인 關係가 입증되고 나머지 模型은 留意的으로 설명할 수가 없다. 그리고 上場企業은 모든 模型이 留意的인 關係가 없으며, 海運企業은 模型 88-III만이 留意水準 0.1하에서 留意的인 關係를 나타내고 있음을 미루어 볼 때, 우리나라의 上場企業(製造企業)은 물론 資金調達行態가 특수한 海運企業은 長期負債調達意思決定에 있어서 收益性이 있는 투자기회의 존재가 별로 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

## 第五章 結 論

### 1. 研究結果

대부분이 非公開企業으로서 經營者가 所有經營者임은 물론 所有持分比率이 거의 100%인 閉鎖的인 所有構造를 지니고 있는 우리나라 海運企業은 어느정도 株式分散化가 되어 있는 開放的인 所有構造를 가진 上場企業(製造業體)에 비해 負債依存度가 높게 나타나고 있다.

이처럼 재무구조에서 부채비율(본 연구에서는 장기부채비율로 실증함)이 높은 이유를 본 연구결과에 의하여 해석하면 다음과 같다.

첫째로, 재무구조 적합성분석에 의하면 Ferri와 Jones(1979)이 지적한 바와 같이 우리나라 海運産業의 資金調達行態의 特殊性이 재무구조에 중대한 영향을 미친다고 볼 수 있다. 즉, 총자본이익율에 비하여 부채비용이 훨씬 상회하여 정의 레버리지효과를 실현할 수도 없고 유리한 수익성기회가 재무구조와는 무관하다는 결과를 미루어 볼 때, 한국해운산업의 재무구조는 비정상적이라고 볼 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 부채의존도가 높은 이유는 폐쇄적인 소유구조 및 자본의 집약성으로 자본시장에서 필요한 자금을 조달할 수가 없고 해운산업육성법에 의한 자금지원 등의 산업적 고유 특성으로 제조기업에 비하여 부채의존도가 높게 나타나고 있는 것이다.

둘째로, 가설검증에서 나타난 바와 같이 해운산업에서는 규모효과가 재무구조결정에 유의적으로 영향을 미치고 있다.

企業規模가 클수록 信用度가 높아서 資本市場의 接近이 容易하여 負債調達源泉이 다양할 뿐만 아니라, 조달규모가 크고 利率이 낮은 것이 일반적인 경향이다. 특히 우리나라의 경우는 先進諸國에 비하여 이러한 傾向이 더욱 더 크리라고 예상된다. 더우기, 海運産業分野는 다른 산업분야와는 달리 資金調達の 特殊性으로 企業의 對外信用度, 經營層의 포괄적인 신용능력이 負債調達規模를 좌우하므로 부채조달에서 規模效果가 더욱 더 크리라고 기대되며 특히 해운산업분야에서 간과할 수 없는 점은 총자산의 80% 이상이 고정자산인 선박과 관련된 것이고 이러한 고정자산 취득에 필요한 자금의 대부분이 해운산업의 특수성에 의한 부채성자금(거의 장기부채임)이므로 여타 산업에 비하여 규모효과가 더욱 더 크리라고 예상된다. 이러한 예상이 한국해운산업의 재무구조에 영향을 미친다고 볼 수가 있다.

세째로, 負債에 대한 法人稅節減效果와 減價償却費에 대한 法人稅節減效果 그리고 영업이익성장율이나 매출액성장율은 부분적으로 長期負債依存度에 영향을 미친다고 볼 수 있으나 留意的으로 영향을 미친다고 볼 수는 없다.

結論적으로 볼 때, 우리나라 海運企業은 閉鎖的인 所有構造를 지니고 있어 자본시장에의 접근이 거의 불가능하여 資本構造가 健全하지 못할 뿐만 아니라, 막대한 資金을 필요로 하는 본 産業分野에서 資金調達意思決定이 圓滑하지 못하여 合理的인 財務政策을 수행할 수 없으리라고 예상되며 특히 경기변동에 민감한 본 産業에서 景氣沈滯期에는 財務構造惡化로 財務危險이 증대되어 企業破産을 예상하지 않을 수 없다. 따라서 국민경제에 막대한 영향을 미치는 海運産業을 育成하기 위해서는 政府는 企業公開를 유도하여 개방적인 所有構造下에서의 資本構造를 堅實하게 하여 정의 레



버리지효과가 실현되도록 하여야 하며, 經營者 역시 이러한 必要性을 認識하여 보다 합리적인 財務政策을 遂行하여 國際競爭力을 強化시켜 나가야 할 것이다. 또한, 아직까지는 海運產業에 대해서 정부의 統制가 작용하고 있기 때문에 우리나라 해운산업이 先進諸國과의 海外市場에서 가격경쟁력을 提高시키기 위해서는 다음과 같은 金融 및 稅制面에서의 政策的 支援을 하여 資本構造를 合理化시켜야 할 것이다.

첫째, 一關運送體制, 複合運送 등으로 船舶의 대형화, 專門船化 됨에 따라 船社의 資本費 부담이 점차 커지고 있으므로 이에 대한 부담을 경감시키기 위해 현행 法人稅法에 일률적으로 규정하는 減價償却方法과 耐用年數를 선박별로 수정할 필요가 있으며, 또한 축소 및 폐지되고 있는 特別償却制度를 제고할 필요가 있다. 그리고 현행법인세법과 租稅減免規制法에 규정되어 있는 각종 準備金制度를 보완하여 해운환경변화에 해운선사들이 능동적으로 대처할 수 있는 配慮가 시급하다.

둘째, 우리나라 해운산업체들이 자율적으로 企業公開를 할 수 있도록 企業構造 調整을 위한 金融支援은 물론 資本市場開放化, 國際化에 따라 대응할 수 있도록 여건조성의 배려가 아쉽다.

## 2. 研究의 貢獻 및 限界點

본 研究는 상장기업에 비하여 폐쇄적인 소유구조를 지니고 있고 또한 자금조달행태가 일반 제조기업과는 상이한 해운산업의 재무구조결정요인을 체계적으로 分析하였다는 점에서 意義를 찾아 볼 수 있다. 또한 국민경제에 막중한 영향을 미치는 한국해운산업의 재무구조의 문제점을 미흡하나마 검토하여 재무구조를 개선하여야 한다는 근거를 제시하였다고 볼 수 있지만 다음과 같은 연구의 한계점이 연구과정상 나타나고 있어 이에 대한 보완연구가 요망된다.

첫째, 海運企業이 非公開企業으로서 資料蒐集의 制約으로 檢證期間이 너무 짧아 多期間 分析이 未備할 뿐만아니라, 研究對象企業의 數가 너무 적어 검증모형의 설명력이 다소 미흡하여 假說檢證에 대해 解析이 명료하지 못하여 上記 研究結果를 一般의인 結論으로 導出하기는 어렵다.

둘째, 海運企業 뿐만아니라 市場企業(製造企業)의 선정에 있어서 全產業에 걸쳐 完全한 無作爲 標本抽出이 이루어지지 않아 標本抽出偏倚(selection bias)問題가 研究結果에 영향을 미치는 것을 排除할 수가 없다.

셋째, 우리나라 海運企業의 資金調達意思決定行態는 餘他 產業과 獨특하여 이러한 要因이 長期負債依存度에 영향을 미치고 있는 것을 파악하였지만 보다 세부적인 연구가 필요하다. 즉, 해운산업의 主要 資金調達源泉은 計劃造船制度, 特別貸出支援 등으로 이러한 要因을 細部的으로 檢討하지 못한 점이다. 즉, 餘他產業에 비하여 獨특한 여건에 직면하고 있는 해운산업체는 營業危險이 여타산업과 相異하리라고 예상되는데, 이러한 營業 위험을 발생시키는 要因分析은 물론 이러한 요인이 資金調達意思決定에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 補完的 研究가 필요하다. 上記와 같은 研究의 限界點은 보다 精巧한 研究方法論의 開發과 폭넓은 資料蒐集으로 補完해 나가야 할 것으로 思料된다.

