

석사학위논문

기업부동산이 부채비율과
경영성과에 미치는 영향
-코넥스 상장 기업을 중심으로-

2023년

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

이 규 황

석사학위논문
지도교수 유연우

기업부동산이 부채비율과 경영성과에 미치는 영향

-코넥스 상장 기업을 중심으로-

The Effect of Corporate Real Estate on Debt
Ratio and Business Performance

2022년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

이 규 황

석사학위논문
지도교수 유연우

기업부동산이 부채비율과 경영성과에 미치는 영향

-코넥스 상장 기업을 중심으로-

The Effect of Corporate Real Estate on Debt
Ratio and Business Performance

위 논문을 컨설팅학 석사학위 논문으로 제출함

2022년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

이 규 황

이규황의 컨설팅학 석사학위 논문을 인준함

2022년 12월 일

심사위원장 전우소 (인)

심사위원 유연우 (인)

심사위원 한충근 (인)

국 문 초 록

기업부동산이 부채비율과 경영성과에 미치는 영향

한성대학교 지식서비스&컨설팅 대학원
스 마 트 용 합 컨 설 팅 학 과
스 마 트 용 합 컨 설 팅 전 공
이 규 황

기업부동산은 기업 경영 전반에 영향을 미치고 있다. 기업의 총자산 중 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 여러 사업 부문의 비용구조가 기업부동산의 보유 유무 및 정도에 따라 달라진다. 또한 기업부동산은 기업의 생산환경을 안정적으로 구축하게 하거나 시세차익을 실현하여 기업의 수익성을 제고하는데 이바지할 수 있다. 반면 유동성을 악화시키고 부채비율을 증가시켜 기업을 파산에 이르게 할 수도 있다. 그래서 기업은 부동산의 중요성을 인식하여 전략적으로 의사결정에 임해야 한다.

그런데 기업부동산이 기업 경영에 미치는 영향은 대기업과 중소기업을 구분하여 분석할 필요가 있다. 중소기업은 대기업과 규모가 다르므로 기업부동산이 기업에 미치는 영향이 다르게 작용할 수 있다. 또한 중소기업의 자금조달 방식은 간접금융에 의존하고 있는데 간접금융에서 기업부동산이 담보로써 결정적인 역할을 하는 사례를 통해서도 대기업과 중소기업의 연구를 달리할 필요성을 알 수 있다.

그럼에도 불구하고 중소기업을 대상으로 실시된 연구는 미흡하다. 특히 중소기업의 기업부동산이 기업가치(주가)에 미치는 영향에 대한 연구는 비교적 최근에 이르러 진행되는 추세이지만, 기업부동산이 경영성과(performance)에 미치는 영향에 대한 연구는 국내에서 단 2건만 실시되었기 때문에 연구를 수행할 동기를 제공한다.

그래서, 본 연구는 세 가지 가설을 검증하였다. 첫 번째는 기업부동산과 부채비율과의 관계, 두 번째는 부채비율과 경영성과의 관계, 세 번째는 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에 미치는 조절효과에 대하여 분석하였다.

선행연구를 고찰해보면 부채비율과 경영성과 간 관계에 관한 연구는 적지 않았다. 하지만 기업부동산을 조절변수로 검증한 연구는 단 1건밖에 존재하지 않았다. 그래서 본 연구는 단일한 연구의 주장을 재확인하고 미흡한 영역에 학문적인 성과를 제공한다는 점에서 의미가 있다.

본 연구의 연구방법은 문헌연구와 실증분석을 실시하였다. 문헌연구를 통해 국내외 관련 이론과 문헌을 고찰하여 중소기업, 기업부동산, 부채비율, 경영성과의 개념에 대해 정의하였고 선행연구를 살펴보며 기존 연구의 한계점을 찾아내어 이를 보완할 수 있도록 연구방향을 설정하였다. 또한, 연구가설 및 연구모형의 근거를 마련하였으며 각각의 변수에 대해 조작적 정의를 하였다. 실증분석은 코넥스 상장기업을 표본으로 하였고 전술한 세 가지 가설을 실증분석 하였다.

연구결과, 기업부동산과 부채비율 간의 영향을 검증한 결과 단측검정하에 유의한 영향력을 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 대출을 통해 부채를 조달하는 중소기업이 부동산을 담보로 활용하여 대출한도를 높였거나 혹은 부동산을 취득하는 과정에서 차입이 일어나기 때문에 부채비율이 높아졌다고 생각할 수 있다. 다음으로 부채비율과 경영성과(ROA) 간에는 유의한 영향관계를 찾을 수는 없었다. 하지만 부채비율과 경영성과(ROE) 간에는 부(-)의 관계를 가지고 있음을 확인할 수 있었다. 즉, 부채비율이 높으면 기업의 자기자본이익률은 나빠진다. 끝으로 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에 미치는 영향을 분석한 결과 마찬가지로 종속변

수가 ROA인 경우는 유의한 영향관계를 찾을 수 없었으나 종속변수가 ROE인 경우는 정(+)의 영향을 미침을 알 수 있었다. 즉, 기업에 있어서 기업부동산은 정(+)의 조절효과를 발휘하여 경영성과에 도움이 됨을 확인할 수 있었다.

본 연구의 한계는 표본대상을 코넥스 상장 중소기업으로하고, 분석기간을 2016년부터 2021년까지 6개연도로 한정하여 대상 표본 수가 적은 것으로 지목된다. 유의확률은 표본의 수를 따라가는데 본 논문은 참고논문에 비하여 요건을 갖춘 데이터 수가 빈약하였기 때문이다. 실제로 참고한 논문과 변수 간 영향관계는 동일하지만 유의확률이 낮게 나오는 것으로 분석되었다. 그래서 연구결과가 일관된 결과를 보이지 않으며, 선행연구를 기반으로 예상하였던 결과를 보이지 않는 것으로 추론하고 있다. 상기의 이유로 연구결과를 전체 중소기업으로 일반화하기에 무리가 있다. 향후 연구에서는 대상과 기간을 확대하여 연구를 진행할 필요가 있겠다.

【주요어】 기업부동산, 부채비율, 경영성과, 중소기업

목 차

| | |
|---|----|
| I. 서 론 | 1 |
| 1.1 연구의 배경 및 목적 | 1 |
| 1.2 연구의 방법 및 구성 | 4 |
| 1.3 연구의 차별성 | 5 |
| II. 중소기업 개요 | 6 |
| 2.1 중소기업의 현황 | 6 |
| 2.2 중소기업 자본조달 | 8 |
| 2.3 중소기업 대출의 특징 | 13 |
| 2.4 코넥스 상장기업 | 15 |
| III. 이론적 배경 및 선행연구 | 18 |
| 3.1 이론적 배경 | 18 |
| 3.1.1 기업부동산 | 18 |
| 3.1.2 자본구조 이론 | 20 |
| 3.1.3 자산구조 이론 | 25 |
| 3.2 경영성과 | 27 |
| 3.3 선행연구 | 29 |
| 3.3.1 기업부동산과 부채비율에 관련한 선행연구 | 29 |
| 3.3.2 부채비율과 경영성과에 관련한 선행연구 | 30 |
| 3.3.3 기업부동산에 관련한 선행연구 | 34 |
| IV. 연구가설 설정 및 모형설정 | 36 |
| 4.1 가설설정 | 36 |
| 4.1.1 기업부동산과 부채비율의 관계 | 36 |
| 4.1.2 부채비율과 경영성과의 관계 | 37 |
| 4.1.3 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간의 관계에 미치는 영향 | 38 |
| 4.2 연구모형 | 39 |
| 4.3 변수의 조작적 정의 | 42 |
| 4.3.1 독립변수 | 42 |
| 4.3.2 매개변수 | 42 |

| | | |
|-----------------|--------------------------------------|-----------|
| 4.3.3 | 중속변수 | 43 |
| 4.3.4 | 통제변수 | 44 |
| 4.3.5 | 변수의 정의 요약 | 46 |
| 4.4 | 표본선정 및 자료수집 | 47 |
| V. | 실증분석 | 48 |
| 5.1 | 기초통계량 및 상관관계분석 | 48 |
| 5.2 | 연구가설 검증 | 50 |
| 5.2.1 | 기업부동산과 부채비율의 관계 | 50 |
| 5.2.2 | 부채비율과 경영성과 관계 | 52 |
| 5.2.3 | 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에 미치는 영향 | 54 |
| VI. | 결론 | 59 |
| 6.1 | 연구결과 요약 | 59 |
| 6.2 | 연구의 한계와 시사점 | 62 |
| 참고문헌 | | 63 |
| ABSTRACT | | 68 |

표 목 차

| | |
|--|----|
| [표 2-1] 2020년 중소기업 현황 | 6 |
| [표 2-2] 직접금융을 통한 자금조달 실적 | 8 |
| [표 2-3] 은행대출을 통한 자금조달 실적 | 9 |
| [표 2-4] 주식 및 회사채 발생계획이 없는 이유 | 10 |
| [표 2-5] 외부차입금 미보유 이유 | 12 |
| [표 2-6] 코넥스 상장 요건 | 16 |
| [표 2-7] 코넥스 상장 법인 현황 | 17 |
| [표 3-1] 재무상태표의 구성 | 25 |
| [표 3-2] 재무적 성과 측정 4영역 | 28 |
| [표 4-1] 조절효과 검증방법 | 41 |
| [표 4-2] 변수의 정의 | 46 |
| [표 5-1] 기초통계량 분석결과 | 48 |
| [표 5-2] 상관관계 분석결과 | 49 |
| [표 5-3] LEV에 대한 CRE의 영향력 검증 결과 | 50 |
| [표 5-4] ROA에 대한 LEV의 영향력 검증 결과 | 52 |
| [표 5-5] ROE에 대한 LEV의 영향력 검증 결과 | 53 |
| [표 5-6] CRE가 LEV과 ROA에 미치는 영향력 검증 결과 | 55 |
| [표 5-7] CRE가 LEV와 ROE에 미치는 영향력 검증 결과 | 57 |
| [표 5-8] 가설채택 기각여부 | 58 |

그림 목 차

| | |
|------------------------------|----|
| [그림 2-1] 중소기업 자금 조달 비중 | 8 |
| [그림 4-1] 연구모형 | 39 |

I. 서 론

1.1 연구의 배경 및 목적

1.1.1 연구의 배경

본 연구는 기업부동산(Corporate Real Estate)이 기업에 미치는 영향을 인식하고 연구를 기획하게 되었다. 기업부동산은 기업의 전체 자산의 24.39%를 차지하여 단일항목으로는 가장 큰 비중을 차지하고, 취득 시 막대한 자본이 융통되어 보유기간 내내 기업의 재무에 큰 영향을 미치게 된다. 또한 기업부동산은 자금조달 시 담보(collateral)의 기능을 수행할 수 있어 기업의 유동성을 확보하는데 있어 도움이 된다는 연구결과가 있다. 이와 반대로 부동산을 보유하게 될 경우 막대한 자본이 부동산에 묶여있어 기업의 유동성에 악영향을 미친다는 결과도 있다. 이러한 선행연구들은 기업부동산이 기업의 경영에 밀접한 관련이 있음을 시사하며 기업부동산에 대해 분석해 볼 동기를 제공한다.

기업부동산이 기업에 미치는 영향 중 부채비율에 초점을 둔 이유는 기업부동산과 부채비율 간의 관련성에 주목함에 있다. 기업부동산을 취득하는 과정에서 상당한 부채가 발생하며, 전술한 바와 같이 기업부동산을 담보로 활용하여 부채를 늘리는 데 도움이 될 수 있다.

그런데 이렇게 기업부동산을 통해 조정된 부채비율이 기업의 궁극적 목표인 경영성과(performance) 창출에 이바지할 수 있을지는 미지수이다. 어느 정도의 부채비율이 기업에 긍정적으로 작용하는지에 관하여 우리나라는 1998년 외환위기와 2008년 금융위기를 거치면서 본격적으로 논의가 시작되었다. 차입경영을 통해서 재무 레버리지(leverage) ¹⁾효과를 보려고 했던 수많은 기업들이 도리어 경제상황이 좋지 않자 가중된 손실을 입고 부도가 나는 경우가 발생하였다. 일련의 사건들로 인하여 경제부처와 금

1) 재무 레버리지란 일명 '지레 효과'로 차입금을 통해 기업 이익의 변동성을 확대하는 것을 말함.

융기관을 비롯하여 학계에서도 적정 부채비율에 대한 중요성을 인식하였다.

적정 부채비율을 찾기 위한 방법으로 자본구조이론을 활용할 수 있다. 하지만 대부분의 연구는 대기업을 중심으로 자본구조이론을 실증 분석하였기 때문에, 이를 바로 중소기업에 접목하기는 곤란한 상황이다. 또한, 중소기업에 관한 기존 연구는 중소기업이 대기업에 비해 재무구조가 취약하고 신용위험이 높아 자금조달에 어려움을 겪고 있으니 정부의 지원이 필요하다는 결과를 도출하는 것이 대부분이다.(이소현, 2011). 본 연구는 자금지원과 같은 정책적 대안을 제시하기보다 어느 정도 부채비율을 갖추었을 때 경영성과를 높일 수 있는지를 분석하고 분석 결과가 기존의 자본구조이론과 부합되는가에 대해 살펴보려 한다.

한편, 중소기업의 자본문제를 대기업과 다른 관점에서 접근하려는 까닭은 목표자본구조를 향한 자본조달 방식과 행태가 대기업과는 차이가 있기 때문이다. 대기업의 자본조달 방식은 상장, 회사채 발행과 같은 직접금융을 주로 활용하는 반면 중소기업의 자본조달 방식은 직접금융을 거의 활용하지 않고 간접금융을 중심으로 이루어지고 있는 실정이다. 또한, 자본조달의 행태도 채무불이행 위험수준 및 차입능력 수준 차이 때문에 대기업과 중소기업은 다른 현실을 나타낸다. 실제로 IBK기업은행의 2022년 중소기업 금융실태조사결과, 중소기업의 대출 거절 사유로는 대출한도 초과가 54.3%, 담보 부족이 46.6%로 나타났다. 이는 중소기업의 자본문제는 대기업과 다른 관점에서 접근해야 함을 시사한다.

국내의 기업부동산 연구(강원철, 2016 외 다수) 역시 대기업을 주축으로 수행되어왔다. 비교적 최근부터는 중소기업을 대상으로 하는 연구들이 이루어지고 있으나 아직은 연구가 미흡한 실정이다. 장기 경기 침체와 원자재 값 상승, 환율상승 등으로 어려움을 겪고 있는 중소기업들에 재무적인 건전성을 돕고 안정적인 성장을 돕기 위해서라도 기업부동산의 연구범위를 중소기업으로 설정할 당위성을 얻었다.

본 연구와 같이 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간에 미치는 영향을 분석한 선행연구는 2018년 연구가 단 1건 존재한다. 해당 연구는 우량

중소기업만을 대상으로 하였기에 연구결과를 중소기업에 일반화하기가 곤란하였고 부채비율과 레버리지를 혼용하는 등의 용어적인 혼란을 보이고 있었다. 이에 본 논문은 용어의 개념을 명확히 하고 표본을 달리하여 선행 연구와 동일한 결론에 도달할 수 있는지 확인하였다. 이로써 미흡하였던 학문적 영역이 양적으로 한 단계 도약하기를 기대하며 나아가 실무적인 관점에서도 중소기업 경영진의 의사결정과 컨설팅 분야에서도 참고할 수 있는 자료로 활용될 것을 기대한다.

1.1.2 연구의 목적

본 연구는 경영활동에서 기업부동산을 효율적으로 활용할 수 있도록 다음과 같은 목적을 설정하여 연구를 진행하고자 한다.

첫 번째, 기업부동산이 부채비율에 미치는 영향과 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간에 관계에 미치는 영향을 밝히고자 하였다. 선행연구를 종합하여 각각 기업부동산과 부채비율은 정(+)의 영향을, 기업부동산은 부채비율과 경영성과 간에 관계에 정(+)의 영향을 미치고 있음을 검증하고자 한다.

두 번째, 부채비율과 경영성과 간 관계를 밝히고자 한다. 선행연구들은 기업의 부채가 경영성과에 미치는 영향에 대하여 다양한 결과를 제시하고 있었다. 본 연구는 자본조달순위 이론과 이를 지지하는 연구의 입장에 따라 부채비율이 경영성과에 부(-)의 영향을 미치고 있는지 밝히고자 한다.

끝으로, 전문인력의 한계로 인해 전략적 의사결정을 하지 못하는 중소기업에게 도움을 제공하려 한다. 대기업에 비해 전문지식과 경험을 갖춘 인력이 부족한 중소기업은 전문적으로 기업의 자산관리가 이루어지지 못하고 경우가 많다. 하지만 기업부동산은 기업의 재무에 큰 영향을 끼치고, 취득 시 상당한 자금이 단기적으로 투입되므로 전략적 의사결정은 매우 중요하다 할 수 있다. 이에 본 연구가 실무적인 도움을 주고자 한다.

1.2 연구의 방법 및 구성

본 연구는 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간에 미치는 영향을 분석하고자 하였고, 목적을 달성하기 위해 문헌연구와 실증연구 두 방법을 사용하였다.

먼저 문헌연구를 위해 선행연구 자료를 수집하여 해석하고 활용하였다. 이를 토대로 중소기업의 개요와 이론적 배경을 고찰해보았고 가설을 설정하였으며 연구모형을 구성하였다.

다음으로 실증연구를 위해 코넥스 상장기업의 데이터를 수집하고 SPSS 프로그램을 통해 기술적 통계, 상관관계 분석, 회귀분석, 위계적 회귀분석을 실시하였고 분석된 내용을 토대로 객관적인 결과를 도출하였고 나아가 이를 통해 연구가설을 검증하고 가설에 대한 실증적 근거를 제시하였다. 실증연구의 대상은 중소기업만이 상장할 수 있는 코넥스 상장기업을 대상으로 하였고 감사의견 적정을 받은 기업으로 한정하여 진행하였다.

본 연구는 총 6장으로 구성되어 있다.

제 1 장에서는 연구의 배경 및 목적을 제시하고, 연구의 방법 및 구성, 연구의 차별성을 기술하였다.

제 2 장에서는 연구 진행에 앞서 이해가 필요한 중소기업의 특징에 대하여 기술하였다.

제 3 장에서는 논문의 이론적 배경과 선행연구를 기술하여 본 연구의 가설을 설정하는데 필요한 문헌과 정보를 기술하였다.

제 4 장에서는 연구주제에 맞는 연구모형과 연구가설을 설정하였고, 변수에 대한 조작적 정의와 선정이유도 함께 기술하였다.

제 5 장에서는 설정된 연구모형에 따라 추출한 데이터를 활용하여 실증분석을 실시하였고 그 결과를 기술하였다.

제 6 장에서는 연구결과를 요약한 후 결과의 해석 및 한계점을 제시하고 추후 연구방향을 논의하였다.

1.3 연구의 차별성

전술하였듯 기업부동산이 기업에 미치는 영향에 관하여는 주로 대기업을 중심으로 진행되어왔다. 비교적 최근에 이르러서야 중소기업을 대상으로 기업부동산이 기업에 미치는 영향에 대해 분석하기 시작하였으나 아직까지 연구가 미흡한 실정이다. 이에 본 연구는 중소기업을 대상으로 기업부동산이 기업에 미치는 영향을 실증분석한다는 점에서 타 연구와 차별성을 가진다.

나아가 기업부동산이 경영성과(performance)에 미치는 영향에 대한 기존 연구 2 건은 우량중소기업을 대상으로 하였다는 한계가 있다.

먼저 본 연구가 직접적으로 참고한 문더큰(2018)의 연구는 2012년부터 2016년까지 월드클래스300 선정 우량중소기업을 대상으로 기업부동산이 레버리지와 경영성과에 미치는 영향을 연구하였다. 분석 결과 기업부동산은 조절효과로써 중소기업의 부채비율과 경영성과의 관계에서 긍정적 영향을 미치는 것으로 드러났다.

다음으로 권오명(2018)의 연구가 있다. 연구자는 1995년부터 2015년까지 코스닥 상장 중소 제조업을 대상으로 기업부동산의 자산관리 효과에 대해 분석하였다. 분석 결과 중소기업이 소유한 기업부동산은 기업의 수익을 높이는 것으로 드러났다.

두 연구는 모두 연구의 표본이 코스닥 상장 기업 혹은 우량 중소기업으로 수익과 매출이 좋은 기업을 표본으로 하였다는 점에서 연구 결과를 중소기업에 일반화하기는 곤란할 것으로 보인다. 이에 본 연구는 연구 결과를 일반적인 중소기업 실무에서 좀 더 유용하게 사용할 수 있기를 기대하며, 연구대상을 중소기업을 대표할 수 있는 기업으로 설정하려 하였다. 이러한 목적을 바탕으로 데이터 정확성과 수집의 경제성을 고려하여 연구대상을 코넥스 상장 기업으로 설정하였다. 전술한 두 연구와 달리 일반적인 중소기업의 현실을 반영하여 검증한다는 점에서 타 연구와 차별성을 가진다. .

Ⅱ. 중소기업의 특징

본 장에서는 실증연구의 대상인 중소기업이 우리나라 국가경제에서 차지하는 위상을 고찰 함으로써 본 연구를 수행하는 당위성을 설명하려 한다.

2.1 중소기업의 현황

우리나라 중소기업은 그야말로 국가 경제의 근간을 책임지고 있다. 중소기업의 수는 728만 6,023개로 전체 기업의 99.9%를 차지하고 있으며, 종사자의 수는 1,784만 1,182명으로 전체 기업의 81.3%, 매출액은 2,673조 3,019억 원²⁾을 달성하고 있다. 이 같은 결과는 우리나라 경제는 중소기업이 지탱하고 있다고 해도 과언이 아니며, 국가경제가 성장하기 위해서는 중소기업의 성장이 도모될 필요가 있음을 보여준다.

〈표2-1〉 2020년 중소기업 현황

| | 전체 | 중소기업 | 대기업 |
|------|-------------------------|------------------------|------------------------|
| 기업수 | 729만5393개 (100.0%) | 728만6023개 (99.9%) | 9370개 (0.1%) |
| 종사자수 | 2158만486명 (100.0%) | 1754만1182명 (81.3%) | 403만9314명 (18.7%) |
| 매출액 | 5659조9655억원 (100.0%) | 2673조3019억원 (47.2%) | 2986조6636억원 (52.8%) |

정부 역시 중소기업의 중요성을 인식하여 헌법 제123조 제3항에 따라

2) 중소벤처기업부 ‘2020년 기준 중소기업 기본통계’

중소기업기본법을 제정하여 중소기업이 나아갈 방향과 중소기업 육성시책의 기본사항을 규정하고 있다. 중소기업은 경제에 미치는 영향이 클 뿐만 아니라 사회적 영향과 개인에 미치는 영향력도 강대하다. 중소기업의 역할은 크게 세 가지로 국가경제 발전, 지역 사회 발전, 개인의 발전에 기여하게 된다고 하였다(김종재, 2000).

첫 번째, 국가경제 발전이란 중소기업이 대기업의 보완역할을 수행함과 기술개발의 혁신성을 담당함을 의미한다. 전자는 대기업이 제품에 필요한 부품을 모두 자체 생산하기가 불가능하므로 중소기업을 통해 부품을 공급받아 생산한다는 의미이다. 후자는 중소기업이 고유의 아이디어와 혁신성으로 기술개발을 선도한다는 의미로 풀이된다. 한편, 중소기업은 풍부한 노동력을 활용하여 경공업 분야에 상당한 비중을 담당하여, 중공업 분야에 집중된 대기업에 보완적인 역할을 수행하고 있다.

두 번째, 지역사회에 있어서도 중소기업은 지역사회를 기반으로 사업을 영위하므로 지역경제 기반을 구축하는데 기여한다. 또한 중소기업은 지역 인재에 고용기회를 제공하여 실업률을 낮추고 지역민들의 소득증대에 기여한다. 다음으로 중소기업의 수익은 지역사회 환원으로 이어져 지역사회 인프라 구축에 기여하게 된다.

세 번째, 중소기업은 개인에게도 발전의 기회를 제공하는데 기업가 정신과 톡톡 튀는 아이디어만 있다면 누구나 창업을 할 수 있으며, 창업주는 새로운 시장을 개척하고 새로운 제품을 개발하면서 자기실현의 욕구를 충족 할수 있다.

이렇게 중소기업은 국가경제의 중심에 서서 지역불균형, 실업률, 부문간 불균형을 극복하는 역할을 수행하며, 중소기업의 발전은 국가경제 및 산업발전으로 이어질 것이다. 그렇기 때문에 중소기업의 자금조달 기회 부족, 신기술 개발 및 신시장 진출 기회 부족 등 중소기업 성장의 저해요인을 해소할 수 있도록 지원할 필요가 있다. 정부부처 뿐만 아니라 사회, 학술 전 분야에서 중소기업의 안정적인 성장을 위해 노력을 기울여야 할 것이다.

2.2 중소기업의 자본조달

2.2.1 중소기업의 자본조달 방식

기업은 필요한 자금을 이익잉여금 등으로 내부에서 충당하거나 금융기관 대출, 회사채, 주식발행 등으로 외부에서 충당한다. 외부금융은 다시 직접금융(direct financing)과 간접금융(indirect financing)으로 구분된다. 전자는 기업이 금융기관 개입 없이 주식이나 채권을 발행하여 투자자들로 부터 자금을 직접적으로 조달하는 방식이고, 후자는 은행 등을 통해 간접적으로 돈을 빌리는 방식을 의미한다. 그런데 중소기업은 대기업에 비해 직접금융을 통한 자금조달 실적이 현저히 저조함을 아래 <표2-2>를 통해 알 수 있다.

<표2-2> 직접금융을 통한 자금조달 실적

(단위: 조원)

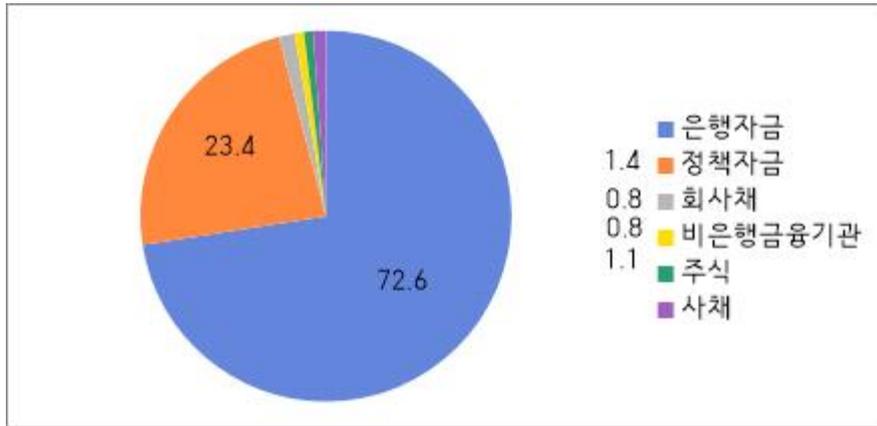
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 직접금융 | 154.4 | 169.8 | 175.5 | 194.5 | 231.5 |
| 대기업 | 39.4 | 41.5 | 47.6 | 48.3 | 70.6 |
| 중소기업 | 3.2 | 3.1 | 3.1 | 4.7 | 5.2 |
| 금융채 | 96.7 | 109.1 | 109.9 | 120.7 | 139.6 |
| ABS | 15.0 | 16.1 | 14.9 | 20.9 | 16.1 |

주1) 자료: 금융감독원 「기업의 직접금융 조달실적분석」

주2) 월말잔액기준

또한, 중소기업이 직접금융보다 금융기관의 차입을 통한 간접금융 방식이 대다수를 이루고 있는 실정은 다음의 <그림2-1>에서도 확인 가능하다. 2017년 중소기업중앙회에서 시행한 「중소기업 금융애로 실태조사」

에 의하면 중소기업의 자금조달 형태가 은행자금이 72.6%, 중소벤처기업부 등을 통한 정책자금이 23.4%로 다수를 차지하고 있고 다른 방법은 1%에 불과하다.



〈그림2-1〉 중소기업의 자금조달 비중

주) 자료: 중소기업중앙회, 2017년 「중소기업 금융애로 실태조사

자금조달실적을 통해서도 중소기업의 간접금융방식을 확인할 수 있는데 〈표2-3〉을 보면 은행대출 실적은 중소기업이 상당부분을 차지하고 있다. 중소기업은 은행대출을 통하여 886조원의 자금을 조달(2021년)하여 대기업 179조원에 비해 4.9배나 많은 은행 의존도를 보인다.

〈표2-3〉 은행대출을 통한 자금조달 실적

(단위: 조원)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 기업대출 | 781.4 | 824.1 | 869.0 | 976.3 | 1,065.7 |
| 대기업 | 149.6 | 154.7 | 152.3 | 171.8 | 179.3 |
| 중소기업 | 631.8 | 669.4 | 716.7 | 804.6 | 886.4 |

주1) 자료: 한국은행 「금융시장 동향」

주2) 월말잔액기준

일반적으로 기업들은 자금조달의 방식 중에서 이자부담의 이유로 직접 금융을 선호하게 된다. 주식이나 회사채를 발행하여 직접금융을 이용하면 이자에 대한 부담없이 자금을 조달할 수 있을뿐더러 사업이 잘 되면 그 이익만큼 배당만 해주면 되기 때문이다. 또한 간접금융을 활용할 경우 은행정책에 의한 대출 축소 등 외부 요인에 의한 다른 영향이 있을 수 있어 일반적으로 직접금융방식을 선호하고 있으며 간접금융의 과도한 의존은 기업의 재무구조를 약하게 하여 경영을 위협하는 요소로 인식된다.

그럼에도 불구하고 중소기업에서 주식 및 회사채 발행 등의 직접 금융을 통한 자금조달을 하지 않는 이유는 2020년 중소기업중앙회의 중소기업 금융애로 실태조사를 조사한 결과 결과, 기업규모가 영세하고 요건이 미달된다는 응답이 73.6%, 까다로운 기업심사가 13.6%, 경영권 침해 우려가 4.7% 등으로 응답하였다.(〈표2-4〉참조).

〈표2-4〉 주식 및 회사채 발생계획이 없는 이유

(단위: %)

| 구분 | 기업규모 영세 | 까다로운 기업심사 | 경영권침해 우려 | 기업정보 노출기피 | 기업공시등 규제증가 | 기업저평가 우려 |
|-------|---------|-----------|----------|-----------|------------|----------|
| 2020년 | 73.6 | 13.6 | 4.7 | 4.1 | 4.1 | 3.6 |
| 2019년 | 49.4 | 22.0 | 13.4 | 6.1 | 1.2 | 9.1 |

주1) 자료: 중소기업중앙회, 2020년 「중소기업 금융애로 실태조사」

IBK기업은행의 4683개의 중소기업을 대상으로 한 2022년 중소기업 금융실태조사 결과, 은행 신규대출 시 거절당한 경험이 있는 중소기업은 전체의 19.1%로 주된 거절 사유는 대출한도 초과가 54.3% 담보 부족이 46.6%로 나타났다. 영세한 규모의 중소기업은 담보가 없다는 점은 은행대출에 큰 애로사항으로 작용함을 확인할 수 있다. 이러한 이유에서 중소기업은 자금의 유동성 확보를 위해 담보 가능한 자산 획득 위주의 전략을 행사할 가능성이 높다. 나아가 가파른 금리 인상으로 기업들이 이자부담

이 가중된 2022년은 담보대출의 평균금리가 5.3%인 반면 신용대출은 8%에 육박하여 조달에 들어가는 비용의 관점에서 담보 가능한 자산이 자본 조달 비용을 낮추어 수익성을 개선할 수 있도록 한다. 기업의 부동산이 재무적 중요성을 가금년 원자재값 상승, 환율 상승으로 중소기업의 자금 수요가 커지고 있는 상황에서 차입을 위해 담보 관리를 해야 할 필요가 있음을 의미한다.

2.2.2 중소기업의 자본조달 의사결정

Welsh-White, Levin-Travis(1987)은 중소기업이 그 고유한 특성으로 인하여 재무정책이 대기업과는 다르다고 하였다. 비슷한 맥락으로 Keats-Bracker(1988)도 중소기업은 기업 대표자에 의한 절대적인 방식으로 경영의 방향이 결정되고 대기업과는 상이한 의사결정 구조를 가진다고 하였다. 즉, 대기업은 주주에 의해 의사결정이 이루어지며 주주의 이익 실현을 위해 움직인다. 하지만 중소기업은 대표자 개인의 가치관과 성향에 따라 재무적인 의사결정이 이루어지는 경향이 있다.

다음의 <표2-4>는 중소기업의 의사결정이 대표자 개인의 직관과 가치관에 달려있음을 방증한다. 외부차입금을 보유하지 않는 이유에서 비외감기업은 대표이사의 무차입 경영철학 실현이 10.3%를 차지하는 반면 상장기업과 비상장 외감기업은 각각 0%와 1.3%에 불과하였다. 이는 기업 규모에 따라 대표이사의 경영철학이 얼마나 입김을 미치는지 알 수 있다. 즉, 기업의 규모가 영세할수록 대표이사의 영향력이 크다고 할 수 있다. 한편, 표에서 매출액에 따른 결과를 살펴보면 매출액 10억 또는 20억 미만의 1규모의 기업에 비하여 매출액 30 또는 50억원의 2규모 기업이 내부자금으로 유동성 확보가 어렵다는 점을 알 수 있다. 이것은 업체의 매출이 어느 정도 수준으로 증가한 상황에서는 자금에 대한 수요를 내부에서는 충족하기가 힘들다는 점을 알 수 있다. 하지만 오히려 매출액 50 또는 80억원 3규모의 기업은 내부유보자금으로 필요자금이 충족가능하다는 비율이 96.4%에 육박하는 것으로 나타났다. 이는 일정 수준의 매출액 규모

를 상회하면 내부유보자금이 풍부하여 필요한 자금을 충당할 수 있다는 것으로 해석할 수 있다.

〈표2-5〉 외부차입금 미보유 이유

(단위: 개, %)

| 구분 | | 기업수 | 내부유보 자금으로 충당가능 | 대표의 무차입 경영철학 실천 | 담보부족 으로 금융기관 대출 어려움 | 기업공개 유상증자 등 방식 선호 |
|----------|---------|---------|----------------------|--------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 기업 규모 | 소기업 | 175,881 | 85.0 | 11.1 | 3.8 | 0.1 |
| | 중기업 | 15,909 | 87.2 | 4.6 | 8.1 | 0.1 |
| 상장 여부 | 상장기업 | 93 | 100.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | 비상장외감기업 | 4,752 | 90.9 | 1.8 | 7.1 | 0.2 |
| | 비외감기업 | 186,945 | 85.0 | 10.8 | 4.1 | 0.1 |
| 매출액 | 1규모 | 126,501 | 86.5 | 9.0 | 4.5 | 0.0 |
| | 2규모 | 48,764 | 78.8 | 17.6 | 3.1 | 0.5 |
| | 3규모 | 7,535 | 96.4 | 2.6 | 1.0 | 0.0 |
| 전체 | | 191,790 | 85.2 | 10.6 | 4.1 | 0.1 |

주1) 자료: IBK기업은행, 2022 중소기업 금융실태조사

주2) 매출액의 규모는 산업분류별로 총화하여 분류.

2.3 중소기업 대출의 특징

기업의 자본조달 방식은 그 나라의 경제발전이나 금융제도, 경영환경에 따라 매우 다양한 형태를 보일 수 있다. 우리나라 중소기업의 자본조달 방식은 전술하였듯 간접금융 방식이 일반적이다. 그런데 간접금융을 시행하는 기관인 은행은 중소기업에 대한 대출을 기피하고 있다.

신용상(2016)은 은행이 중소기업에 대해 대출을 기피하는 이유를 크게 4가지로 분류하였다. 첫 번째, 중소기업의 대출은 거래비용이 높다. 대출의 규모가 크면 클수록 단위당 거래비용은 낮아지게 되는데 대출 심사와 대출 관리 및 대출액 회수 등에 대한 고정비용은 중소기업이 대기업보다 높아지게 된다는 것이다. 특히, 은행의 입장에서는 기업의 업력이 짧은 경우 리스크를 줄이기 위해 대출 심사를 심층적으로 하게 되고 결과적으로 거래비용이 상승하게 된다.

두 번째, 중소기업의 정보 비대칭성 때문이다. 중소기업은 대기업에 비해 정보 공개 수준이 낮은 편이다. 대출을 심사하는 은행의 입장에서는 중소기업에 대한 정확한 정보를 얻기 힘들기 때문에 객관적인 심사지표에 따라 심사하기 보다는 기업의 규모나 담보에 근거하여 대출을 결정하게 된다. 이러한 현실 때문에 미래 잠재성이 좋은 중소기업도 기업 규모의 영세성, 담보의 부족 문제로 대출을 이용할 수 없는 상황이 발생한다.

세 번째, 중소기업의 위험을 높게 본다. 규모가 작은 영세 업체일수록 경기 악화에 따른 영향에 취약하다. 은행도 중소기업은 경기 변동에 더욱 민감하게 영향을 받을 것으로 예상하고 있다. 이러한 점에서 중소기업에 대하여는 위험가중치를 높게 적용하여 중소기업에 대한 대출을 꺼리는 경향이 있다.

네 번째, 은행권이 기술력과 미래성장성이 높은 중소기업에 대해 대출을 결정해야 함에도 불구하고 현실적으로는 정보 비대칭성과 중소기업의 위험도 때문에 담보를 기준으로 대출을 결정한다. 그런데 이때 중소기업은 당장 생산에 필요한 기계나 판매에 필요한 재고를 가지고 있을뿐 담보로 제공할 만한 부동산이 부족한 상황이 많으므로 결과적으로 대출로 이

어지기 힘들게 된다.

전술된 사유로 인하여 은행은 중소기업이 적절한 담보를 제공하지 못한다면 대출을 꺼리게 되고 중소기업은 자금조달에 어려움을 겪을 수 밖에 없다. 이렇게 자금조달이 어렵다보니 기업의 경영자는 장기적인 계획을 위한 성장과 수익을 추진하는 일보다 한정된 사업분야에 한정된 사업분야에 몰두하여 보수적인 결정을 내리게 된다. 왜냐하면 성장과 수익성을 위한 사업의 다각화 할 시 혹여 어느 한 분야에서 현금흐름이 막히게 되면 기업 전체의 유동성 부족으로 이어지질수 있기 때문이다. 또한, 국내 연구인 김문점, 김순철(2007)의 연구에서도 전술된 이유로 중소기업이 대기업과 다른 재무 특성이 있음을 보고하였다.

마찬가지로, 중소기업 대출의 특징에 대한 해외의 선행연구를 살펴보면 다음과 같다. Devereux and Schiantarelle(1989), Blundell et al.(1992)는 영국기업을 표본으로 분석한 결과 중소기업의 유동성 부족과 사업 다각화 부족을 고유의 위험을 나타내는 요인이라고 규정하였고 그로인해 대기업에 비해 재무적인 제약을 더 많이 받는다고 하였다. LeCornu et al.(1996)도 호주의 중소기업을 대상으로 성장기업의 경영자에 대한 연구를 실시하였는데 유사한 결론을 도출하였다. 해당 연구는 기업의 위험요인을 유동성 부족(low liquidity), 다각화의 결여(lack of diversification), 제한된 재정적 유연성(limited financial flexibility), 통제문제(control issues), 설명책임(accountability), 제한된 소유권(restricted ownership)으로 지목하였다. 그중에서도 가장 큰 기업의 위험 요인을 유동성 부족과 다각화의 결여라 하였다. 여기서 다각화의 결여란 사업의 분야가 협소함을 의미하며, 기업의 경영자는 장기적인 계획을 위한 성장과 수익을 추진하는 일보다 유동성 확보에 집중하게 되어 보수적인 결정을 내리게 된다고 하였다.

2.4 코넥스 상장기업

본 연구는 코넥스 상장 기업을 표본으로 설정하였다. 그 이유는 첫 번째, 중소기업 전체를 대상으로 연구가설을 검증하기에는 모집단의 크기가 방대하여 시간적, 경제적 한계 상 전수조사가 불가능하지만, 코넥스 시장은 중소기업만이 진입 가능하므로 중소기업을 대표할 수 있다고 판단하였기 때문이다. 두 번째, 분석을 위한 재무제표의 신뢰성에 있어 여타의 중소기업의 재무제표보다 신뢰성을 담보할 수 있음에 연유한다. 이하에서는 연구의 이해를 돕기 위해 코넥스 상장 기업에 대한 개괄적인 내용을 정리하였다.

2.4.1 코넥스 시장의 정의 및 개설 배경

코넥스는 KONEX(Korea New Exchange)로 증권을 통해 초기 중소·벤처기업의 자본 선순환 체계를 구축하기 위해 한국거래소에서 개설한 시장이다. 코넥스 시장은 중소기업의 자금조달이 은행에 편중되어 있어 과중한 이자 부담을 지고 있으며 그렇다고 코스닥 시장에 진입하기에는 계속되는 상장요건 강화로 초기 단계의 중소기업은 더 이상 진입이 곤란하게 된 한계를 감안하여 2013년 7월 1일 출시되었다. 그래서 코넥스 시장은 유가증권시장이나 코스닥시장보다 완화된 상장요건을 적용하고 있다.

2.4.2 코넥스 시장 특성

코넥스 시장은 초기 중소·벤처기업에 특화된 시장으로 중소기업만이 상장 가능하다. 또한 코스닥과 유가증권시장과 달리 공모방식의 상장에 제한되지 않고 공모와 사모 등으로 상장방법을 다양화하고 있다.

특히 코넥스 시장은 공시 의무와 기업 지배구조 측면에서 기업이 부담스럽게 느끼는 부분을 완화하였다. 다른 증권시장보다 공시항목을 축소하였고 분기와 반기보고서 제출을 면제하고 있는 등의 편의를 보이고 있다.

코넥스 시장은 개설 배경인 중소기업의 자본 선순환 체계 구축을 위하여 모험자본의 회수 및 재투자를 지원하고 있다. 중소기업 투자의 전문성이 인정되는 벤처캐피털과 엔젤투자자의 시장 참여를 허용하여 모험자본의 코스닥 상장 전 중간회수를 돕고 재투자를 지원하고 있다.

또한 코넥스 시장은 M&A 등 구조조정을 용이하게 지원하고 있다. 초기 중소기업은 내부동력을 통한 성장 외에도 M&A를 통한 기업성장 및 경쟁력 강화가 매우 중요하다. 그래서 코넥스 시장은 M&A를 위해 합병요건을 완화하였으며 대규모 지분 매각 제도를 도입하여 운영 중에 있다.

2.4.3. 코넥스 시장 상장 요건

코넥스 시장에 상장하려면 기본적으로 자기자본이 5억원 이상, 매출액이 10억 이상, 순이익이 3억원 이상의 세 가지 조건 중 적어도 한 가지 조건을 충족해야 한다. 기본 조건을 충족하게 되면 상장을 위한 심사를 받게 된다. 현재 코넥스 시장은 기업의 외형요건과 질적요건을 심사하고 있다. 외형요건은 초기 중소기업의 실적이 가시화되지 않은 점을 고려하여 매출액과 순이익과 같은 재무자료를 적용하지 않고 아래 <표2-6>와 같이 최소한의 요건만 적용한다.

<표2-6>코넥스 상장 요건

| 구분 | 내용 |
|--------|--|
| 상장대상 | 중소기업기본법 제2조의 중소기업에 해당할 것 |
| 지정자문인 | 지정자문인 1사와 선임계약을 체결할 것 |
| 주식양도제한 | 주식의 양도제한이 없을 것 |
| 감사의견 | 최근사업연도 감사의견이 적정일것 |
| 액면가액 | 100원,200원,500원,1,000원, 2,500원, 5,000원 중 하나일 것 |

질적요건은 지정자문인이 제출한 상장적격성보고서를 토대로 시장건전성 저해행위 여부, 경영투명성, 회계정보 투명성 등을 종합적으로 검토하여 부적합 사유가 없는지 심사하고 있다.

2.4.4 코넥스 상장법인 현황

코넥스시장 개장 이후부터 신규상장된 기업 중 상장폐지된 기업을 제외하면 2022년 11월말 기준 코넥스 상장법인은 총 126개사로 집계되었다.

업종별 현황을 살펴보면 다음의 <표2-6>과 같다. 노동집약적인 제조업이 과반 이상의 비중을 보이고 있으나 지식재산 및 혁신기술에 기반하고 있는 의료와 IT 업종도 상당한 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다.

<표2-7> 3)코넥스상장법인 현황

| 구분 | 기업 수(개) | 비중(%) |
|------------|---------|-------|
| 제조업 | 74 | 59 |
| 전문과학기술서비스업 | 21 | 17 |
| 정보통신업 | 20 | 16 |
| 도소매업 | 4 | 3 |
| 건설업 | 4 | 3 |
| 기타 | 3 | 2 |
| 총계 | 126 | 100 |

3) 2022년 11월 29일 기준

Ⅲ. 이론적 배경 및 선행연구

3.1 이론적 배경

3.1.1 기업부동산

기업부동산(CRE: Coporate Real Estate)이란 기업이 사업 영위 또는 사업 외 투자목적에 위해 보유한 비유동적 자산 중 토지, 건물, 건축물 그 외 모든 구축물 등을 총칭하는 개념이다. 기업부동산은 보유 목적에 따라 크게 투자부동산, 소유부동산으로 구분된다. 임대수익 및 시세차익이 목적인 경우 투자부동산에 해당하며 재화생산, 용역제공 등 기업의 경영활동이 목적인 경우 소유부동산에 해당한다. (김병만, 2018)

국내의 회계처리 기준에 따르면 기업부동산은 유형자산과 투자자산으로 분류 및 정의할 수 있다. 한국채택국제회계기준에서는 ‘재화나 용역의 생산이나 제공, 타인에 대한 임대 또는 관리활동에 사용할 목적으로 보유하는 물리적 형태가 있는 자산으로서 한 회계기간을 초과하여 사용할 것이 예상되는 자산’을 유형자산으로, ‘임대수익이나 시세차익 또는 둘 다를 얻기 위하여 소유자가 보유하거나 리스 이용자가 사용권자산을 보유하고 있는 부동산으로 재화나 용역의 생산 또는 제공이나 관리목적에 사용되거나 통상적인 영업과정에서의 판매를 목적으로 하지 않는 자산’을 투자부동산으로 분류하여 정의하고 있다.

한편 기업부동산은 취득하려 할 때 한 번에 막대한 비용이 들어간다는 특징이 있다. 이때 상당한 규모의 자금을 부동산에 투입한다는 것은 그만큼의 자금을 다른 곳에 투자할 기회를 포기함을 의미한다. 자금이 제한적인 중소기업이라면 한정된 자금을 어디에 쓸지 더욱 전략적으로 결정해야 할 것이다. 실제로 총자산 대비 부동산이 차지하는 비율은 대기업이 19.7%인 반면 중소기업은 25.9%⁴⁾에 달한다. 이는 기업부동산 결정이 기

4) 2019년 한국은행의 기업경영분석 통계

업의 유동성을 악화시킬 가능성이 중소기업이 대기업보다 더 크다는 것을 반증한다. 대기업의 입장에서 작은 규모의 수익 또는 손실일 수 있는 결정이 중소기업에게는 기업의 존폐를 결정짓는 결정이 될 수 있다. 그렇다면, 기업부동산은 기업에 어떤 역할을 수행하는가? 먼저 기업부동산은 경영활동을 위한 필수 3요소(노동, 자본, 토지) 중 하나로 기업의 생산·영업활동을 영위하기 위한 본원적인 구성요소로서 기능을 수행하고 있다. 특히 제조업의 경우 생산활동을 위한 공간이 필수이다. 그래서 기업들은 부동산을 소유하거나 임차하여 사용하고 있다.

또한 현재 대한민국 민법은 공시제도를 통해 부동산 소유자의 물권적 권리를 확인하고 있다. 그래서 기업부동산은 은행 차입 시 대출에 대한 담보 제공의 역할을 수행하게 된다. 채권자는 부동산 공시제도에 따라 거래의 안정성을 확인할 수 있으며 채권기관은 기업의 채무불이행이 발생한 경우 경매를 통해 권리보전이 가능하여 부동산을 담보로 사용하고 있다.

기업부동산의 역할을 통해 기업이 부동산을 가지려는 목적을 설명할 수 있다. 기업부동산의 보유 목적을 분석하는 일은 추후 연구가설의 근거를 제시하는데 유의미한 정보를 제공한다.

김민채(2015)는 기업부동산 보유 동기에 대해 학계에서 일반적으로 지목되는 3가지 사유를 정리하였다. 첫 번째 동기는 생산활동에 의한 순현재가치(NPV) 증대이다. 기업은 추구하는 성과를 내기 위해 기업부동산을 보유하여 안정적인 생산환경을 구축하고 원가절감을 도모하게 된다. 두 번째 동기는 시세차익을 목적으로 하는 투자목적의 부동산 보유이다. 미래에 부동산 가치가 크게 상승할 것으로 예상된다면 부동산을 임차하여 임차료를 지급하는 것보다 비용이 들더라도 부동산을 취득하는 것이 더 바람직한 결정이 된다. 마지막 동기는 담보 채널로의 이용이다. 기업이 금융기관을 통해 자본을 조달할 경우 금융기관은 기업에 담보를 요구할 수 있다. 이때 부동산은 기업에서 제공하는 담보로 활용된다. 은행은 혹여 기업이 대출을 변제하지 못할 경우 부동산에 설정된 저당권을 통해 변제받을 수 있기 때문이다. 그래서 기업은 유동성을 확보하고 담보 능력을 키우는 일환으로 기업부동산을 보유하게 된다.

3.1.2 자본구조이론

본 항에서는 부채비율에 대한 이론적 고찰을 위해 자본구조(capital structure)이론을 살펴보도록 한다. 자본구조란 자기자본과 부채의 구성비율 조합을 의미한다. 즉, 부채비율에 대한 이해는 자본구조에 대한 이해가 전제되므로 아래는 자본구조이론에 대해 다루도록 한다.

자본구조이론은 기업가치를 최대화하는 최적의 자본구조가 존재하는지, 만약 그렇다면 그 최적의 자본구조는 어떻게 결정되는가를 파악하기 위한 연구이다. 그리고 자본구조이론은 가중평균자본비용을 최소화시키는 자본구조에 주된 관심을 두고 있는데, 기업가치는 향후 발생할 현금흐름에 할인율을 적용하여 결정되고, 이때 할인율을 결정하는 가격으로 가중평균자본비용이 쓰이기 때문이다. 참고로 가중평균자본비용(WACC; Weighted Average of Cost of Capital)이란 자기자본 조달시와 타인자본 조달시 발생하는 자본조달비용을 가중평균한 값을 말한다.

자본구조이론은 경제학자인 모딜리아니-밀러의 정리(이하 M/M 자본구조이론이라 함)을 기점으로 M/M 이전의 초기이론과 M/M의 자본구조이론 그리고 이후의 수정이론으로 구분된다. 아래에서는 이들 이론들이 주장하는 바와 세부내용에 관한 내용이다.

3.1.2.1 초기 자본구조 이론

초기 자본구조 이론은 순이익접근법(Net Income Approach), 순영업이익접근법(Net Operating Income Approach), 전통적접근법(Traditional approach)로 나누어진다.

1) 순이익접근법(Net Income Approach)

순이익접근법이란 부채가 많을수록 기업가치가 높아진다는 이론이다. 일반적으로 자기자본을 조달하는 경우보다 타인자본을 조달하는 경우 가

중평균자본비용이 낮는데 순이익접근법은 타인자본을 조달하면 할수록 가중평균자본비용이 작아져 기업가치는 꾸준히 증가하게 된다고 보는 것이다. 그러나 이 주장은 동시에 부채가 많을수록 기업의 가치가 무한히 증가한다는 점을 의미하므로 현실성이 떨어진다는 평가를 받고 있다.

2) 순영업이익접근법(Net Operating Income Approach)

해당 이론은 타인자본비용이 자기자본비용보다 저렴하므로 가중평균자본비용의 감소하는 효과가 발생하지만 부채비율 증가로 인해 나타난 자기자본비용의 증가 때문에 결국에는 자본의 조달 방법과 무관하게 기업가치가 결정된다는 이론이다. 이는 타인자본의 증가로 인해 발생하는 비용증가를 설명하지 못한다는 한계를 가진다. 본 이론의 주장은 이후 M/M 자본구조이론으로 이어진다.

3) 전통적접근법(Traditional approach)

전통적 접근법은 가중평균자본비용이 최소화되는 최적의 자본구조가 존재한다고 주장한다. 기업이 타인자본을 사용하면 처음에는 저렴한 자본비용이 부채비율 증가로 인하여 발생하는 재무위험을 상쇄하고도 남으므로 기업가치가 상승한다고 주장한다. 하지만 적정수준을 통과하게 되면 타인자본 사용에 따른 자본비용이 재무위험보다 커지게 되어 가중평균자본비용이 상승하게 되고 그 결과 기업의 가치가 하락하게 된다는 것이다. 다만, 이 이론은 한계점은 적정 부채비율을 찾는 것이 현실적으로 불가능하다는 것이다.

3.1.2.2 M/M 자본구조이론

F.Modiglian-M.miller(1958, 이하 M/M이라 함)은 순영업이익접근법을 토대로 완전자본시장 아래에서는 기업의 타인자본비율이 기업가치에 영향을 미치지 않는다는 것을 수학적으로 증명하였다. M/M은 기업은 전통적인 자본구조 하에 현금흐름은 동일하지만 자본구조만 다른 위험집단으로 분류할 수 있다고 가정하고 다음의 세 가지 명제를 제시하였다.

제1명제, 기업의 총 시장가치는 영업이익을 가중평균자본비용의 값을 할인율로 적용하여 산출되기 때문에 기업가치는 자본구조와는 무관하다.

제2명제, 기업의 가중평균자본비용은 부채비율 증가에 따른 위험프리미엄의 증가로 인하여 상대적으로 저렴한 타인자본비용으로 인한 효과가 상쇄되기 때문에 일정하게 유지된다. 그래서 기업가치는 자본구조와 무관하다.

제3명제, 새로운 투자안의 거부율을 뜻하는 최저요구수익률은 자본구조와는 무관하게 투자안의 위험도에 따라 결정된다.

이러한 M/M의 자본구조이론은 현대 자본구조이론의 출발점이 되어 정태적 절충이론(static trade-off theory), 정보의 비대칭성을 고려한 자본조달순위이론(pecking order theory), 주주와 경영자 및 채권자의 계약관계(nexus of contract)를 고려한 대리인이론 등으로 다양하게 전개된다.

3.1.2.3 불완전시장하의 자본구조 이론

1963년부터는 불완전자본시장에서 기업가치를 증대하기 위한 최적의 자본구조를 찾기 위한 논의가 활발하게 이루어졌다. 이러한 연구들은 정태적 절충이론으로 집약된다. 정태적 절충이론(Static Trade-off Theory)은 부채를 사용하면서 발생하는 이자비용절세효과의 현재가치 합, 즉 부채비율 이득(G)과 부채를 사용할 때 발생하는 비용 사이의 일정 기준에서

최적의 자본구조가 결정된다는 이론이다.

1) 수정 M/M 자본구조 이론

M/M(1963)은 완전자본시장을 전제로 하여 기업의 자본구조가 기업가치에 영향을 미치지 않는다는 것을 증명하였으나, 실질적으로 완전자본시장은 존재하지 않는다는 점을 고려하여, 타인자본 사용에 따라 발생하는 지급이자에 따른 법인세 감소효과(tax shield)를 반영한 이론을 발표하였다. 부채비율이 증가할수록 타인자본 사용에 따른 비용절감으로 가중평균자본비용이 감소하게되어 결과적으로 기업가치가 증가한다고 하였다.

2) 파산비용이론(Bankruptcy Theory)

Kraus&Litzenberger(1973)은 현실적인 관점에서 시장에는 파산비용, 거래비용, 정보획득 비용과 같이 불완전 요인이 존재한다는 점을 고려하여 완전자본시장의 가정을 완화한 자본구조이론을 제시하였다. 파산비용이론은 기업의 부채비율이 높아지면 이자비용에 대한 절세효과는 나타나지만 파산의 위험에 따른 비용(bankruptcy cost)도 증가하므로 이자비용의 절세효과와 파산비용의 관계를 고려해서 최적자본구조를 설정해야고 주장하였다.

3) 대리비용이론(Agency Theory)

기업은 이해관계에 있는 당사자 간 복잡한 계약의 연계집합(nexus of contracts)이다. 이러한 계약은 위임자와 대리인으로 구성되는 대리관계를 내포하게 된다. 이 경우 위임자는 대리인의 행동을 자신의 이해관계와 일

치하도록 행동하기 위해 관찰하고 감시해야 하는 과정에서 대리인 비용이 발생하게 된다. 이러한 문제는 인간의 이기주의와 기회주의, 정보비대칭, 불확실성이 존재하는한 필연적으로 발생하기 때문에 대리인 문제를 해결하기 위해 최적의 계약구조를 설정하거나 효율적인 감시체계를 구성하는 식으로 해결책을 마련하여야 한다. 이러한 시각은 기업 경영에도 반영이 된다. 현대사회 기업의 일반적 형태인 주식회사는 주주가 경영권을 경영자에게 위임하게 되는데 여기서 주주와 경영자 간 관계와 같이 기업관련 이해관계자들로부터 대리인 문제와 대리비용이 발생하게 된다. Jensen and Meckling(1976)은 연구에서 대리비용의 발생 원인을 부채로 자금을 조달할 경우와 자기자본을 이용할 경우로 구분하여 전자의 경우 채권자와 주주 간 이해관계가 상충되어 대리비용이 발생하고 후자의 경우 외부주주와 내부주주 간 이해관계가 상충하여 발생하게 된다. 이러한 관계에서 발생하는 대리비용을 최소화할 수 있는 자본구조가 최적의 자본구조라고 주장하였다.

4) 자본조달순위이론 (Pecking Order Theory)

Myers-Majluf(1984)는 최적자본구조의 존재를 부인하였다. 이들은 기업이 자본을 조달할 때 위험과 비용이 낮은 방법부터 순차적으로 실행하기 때문에 최적자본구조는 존재하지 않는다고 하였다. 정보비대칭성과 신호문제 때문에 기업은 자본조달에 있어서 외부자본보다는 내부자본을 선호하고 내부자본을 소진한 경우에 외부에서 자본을 조달하게 된다고 한다. 그리고 외부자본 중에서도 직접금융보다는 간접금융을 선호하며 이것이 불가할 경우 증자 등 직접금융 방식을 취한다고 하였다. 따라서 자본조달순위이론에 따르면 잉여이익, 부채, 우선주, 보통주 순으로 자본을 조달하게 된다.

3.1.3 자산구조이론

본 항에서는 기업부동산에 대한 이론적 고찰을 하기 위해 기업부동산의 상위개념인 자산구조에 대해 이해하고 관련 논의를 살펴보려 한다.

기업의 자산구조는 자본구조와 밀접한 관계가 있다. 기업의 자본구조가 자금의 조달 결정에 따른 구성이라면 자산구조는 자금 사용의 결과에 해당한다. 자본과 자산은 기업의 경영활동과 영업활동에 따라 항목과 비중이 결정된다. 이러한 유기성에도 불구하고 자본구조에 관한 연구는 중요시된 반면, 자산구조에 관한 연구는 등한시된 측면이 있다. (Hall, 2012)

자산구조는 유동자산과 고정자산으로 나뉜다. 유동자산은 현금화가 쉬운 자산을 의미한다. 유동자산의 하위 항목으로는 현금, 매출채권 등 당좌자산과 상품, 제품 등 재고자산이 있다. 반대로 고정자산은 현금화가 어려운 자산을 말한다. 고정자산은 투자자산과 유형자산과 무형자산으로 분류된다. 재무상태표의 구성에 대해 정리하면 아래의 <표3-1>과 같다.

<표3-1> 재무상태표의 구성

| 자산(차변) | | 자본+부채(대변) | |
|-----------|-----------------------------|------------------|----------------------------|
| 유동자산 | 당좌자산 : 현금, 매출채권 등 | 자본 | 자본금 |
| | 재고자산 : 상품, 제품, 원재료 | | 자본잉여금 : 주식발행초과금 등 |
| 고정자산 | 투자자산 : 장기금융상품, 장기대여금 등 | | 이익잉여금 : 이익준비금 등 |
| | 유형자산 : 토지, 건물, 기계장치 | 자본조정 : 자기주식 등 | |
| | 무형자산 : 영업권, 특허권, 지식재산권 등 | 부채 | |
| | | | 유동부채 : 단기차입금, 미지급금 등 |
| | | | 고정부채 : 장기차입금, 퇴직급여충당금 등 |
| 자금 사용의 결과 | | 자금의 조달 | |

어떤 자산이 담보로 기능할 수 있는지에 대한 재무적 관점에서의 논의가 있었는데, 일반적으로는 유형자산이 그 자산을 담보로 한 자본조달의 통로로 여겨진다. 유형자산은 물건이 다른 목적으로 쉽게 적용될 수 있는 정도를 나타내는 자산특이성(asset specificity)이 낮기 때문에 재판매가치가 높을 뿐더러 자산가치에 관한 정보비대칭성 문제도 다른 자산에 비하여 낮기 때문에 담보로서의 가치가 충분하기 때문이다.

이러한 유형자산의 항목 중에서도, 토지와 건물과 같은 부동산 자산은 정부의 공시제도를 따르기 때문에 정보의 투명성이 높고 교환가치로 여겨지는 자산특이성도 현저히 낮기 때문에 우량 담보로 여겨진다. 반면 유형 자산 중 기계나 구축물은 업종과 업태에 따라 사용하는 범위와 방식이 달라 자산특이성이 높은 편에 속하여 교환가치가 낮아 비우량 담보로 여겨진다. 이러한 점 때문에 Hall(2012)도 자산 중에서 부동산(real rstate)이 자산 전환성이 가장 높고 확실한 담보채널로 작용할 수 있다고 강조 한바 있다.

3.2 경영성과

경영성과란 기업이 일정기간 동안 기업실체의 운영으로 발생한 성과의 정도를 의미한다. 일반적으로 경영성과는 기업의 투자활동 및 영업활동과 관련한 의사결정에 따른 재무적 성과측정에 초점을 맞추게 된다. 즉 자금 조달 결정이 목표한 자본구조에 맞게 이루어졌는지, 투하된 자본이 효율적으로 사용이 되었는지, 이로 인하여 이익을 거두었는지를 평가하게 된다. 보통 재무적 성과측정을 위해 기업가치(Enterprise Value) 또는 ROE와 ROA 및 ROI 같은 회계적 이익지표들이 사용된다.

기업가치부터 살펴보면, 기업가치는 주식시가총액에 기업의 총부채를 더하고 여기에 현금 및 현금등가물을 제외하여 계산된다. 기업가치는 시장에서 결정한 기업의 가치로 기업을 인수할 경우에 지불할 가격으로 생각하면 쉽다. 경제학 분야에서는 오래전부터 기업의 성과를 측정하는 기준으로 기업가치(EV)를 활용해 왔다. Easton(1991)은 회계정보와 주가에 동시적 연관성이 존재하므로 회계정보로 나타나는 기업의 성과는 기업가치와 연결된다고 하였다. Ohlson(1995)의 연구도 기업가치평가모형을 토대로 회계정보가 기업가치평가와 상관관계를 가진다는 것을 입증하였다. 이는 회계정보와 기업가치 간의 관계를 정립하였다는데서 의의가 있다.

경영성과를 측정하는 또 다른 방법은 회계정보를 활용하여 측정할 수 있다. 재무적 성과는 생산성, 인당 매출액, 매출액증가율, 총자산수익률(ROA), 자기자본이익률(ROE), 투자수익률(ROI), 매출채권회전율, 자기자본회전율 등 객관적인 지표를 통해 성과를 측정한다. (장원섭·장지현·유지은, 2006). 이들 지표는 성장성, 수익성, 안정성, 활동성 총 4가지 영역으로 재분류할 수 있다. 성장성은 사업의 규모 및 성과 측면에서, 수익성은 기업의 전반적인 이익 창출 측면에서, 안정성은 기업의 재무적 안정성을, 활동성은 기업의 자산운용 효율성 측면에서 분석한 지표이다. 각 영역에 대한 내용을 정리하면 아래 <표3-2> 과 같다.

〈표3-2〉 재무적 성과 측정 4영역

| 구분 | | 내용 |
|-----|---------|---------------------|
| 성장성 | 매출액증가율 | 기업의 외형적 신장을 보여주는 지표 |
| | 총자산증가율 | 기업의 전체적 성장을 보여주는 지표 |
| | 유형자산증가율 | 기업의 성장잠재력을 보여주는 지표 |
| | 순이익증가율 | 기업의 실질적 성장을 보여주는 지표 |
| 수익성 | 매출액이익률 | 영업활동의 효율성을 보여주는 지표 |
| | 총자산순이익률 | 자본 운용의 효율성을 보여주는 지표 |
| | 자기자본이익률 | 주주 입장에서 본 수익률 지표 |
| 안정성 | 유동성비율 | 단기 채무 상환 능력을 나타낸 지표 |
| | 레버리지비율 | 타인자본 의존도를 나타낸 지표 |
| | 비유동비율 | 자금 조달의 안정성을 나타낸 지표 |
| 활동성 | 총자산회전율 | 총자산의 활용 효율성을 나타낸 지표 |
| | 매출채권회전율 | 매출채권 현금화 속도를 나타낸 지표 |
| | 채고자산회전율 | 채고자산 현금화 속도를 나타낸 지표 |

본 연구에서 활용하는 ROE와 ROA는 자본 대비 수익성을 나타내는 지표이다. ROA는 풀어쓰면 Returns On Asset으로 자산 대비 순이익이 얼마인지를 가늠하는 지표이다. 마찬가지로 ROE는 Returns On Equity로 자기자본에 대비하여 이익이 얼마인지를 나타내는 지표이다. 본 연구는 연구의 강건성을 강화하고자 두 변수를 모두 활용하였다.

3.3 선행연구

3.3.1 기업부동산과 부채비율에 관련한 선행연구

‘기업이 부족한 자금은 위험과 비용이 적은 순서대로 충당해 나간다’는 자본조달순위이론을 제시한 Myers-Majluf(1984)은 유형자산과 부채비율 간 부(-)의 관계를 주장하였다. 유형자산이 적을수록 정보비대칭성 문제가 심각해진다는 가정하에, 유형자산이 적은 기업은 증자에 의한 조달보다는 비용이 적은 부채로 자금을 조달하게 되므로 부채비율이 올라간다고 예상하였다.

반면, Hall(2012)은 고정자산과 부채비율이 정(+)의 영향관계를 보인다고 하였다. 연구자는 유럽 11개국의 소규모 비상장 기업의 1997년부터 2001년까지 재무자료를 통해 자산구조와 부채비율 간 관계를 분석하였는데 연구 결과 자산이 담보의 역할을 하여 부채차입을 용이하게 하므로 고정자산이 많으면 부채비율이 높을 것으로 예상하였다. 나아가 담보에 대한 제한이 적은 나라일수록 더 강한 영향관계를 보인다고 설명하였다.

자산구조와 부채비율 간 관련성을 실증분석한 국내의 연구 결과는 다음과 같다. 이상호(2013)는 비상장중소기업과 코스닥 상장 중소기업 그리고 유가증권시장 대기업 총 세 그룹의 4천 여개의 기업을 대상으로 자산담보가치와 부채비율 간의 관계를 회귀분석을 실시한 결과 자산이 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 드러났다. 이러한 결과는 우리나라 금융기관의 대출관행이 담보를 중요시하는 현실을 반영한 것으로 보인다. 특히 자산담보가치의 회귀계수는 비상장 중소기업이 2.308인 반면 코스닥 중소기업과 유가증권시장 대기업은 각각 1.248과 1.390으로 1%내에서 유의한 정(+)의 결과를 보였다. 이를 통해 기업규모가 작은 중소기업의 경우 자산이 담보의 기능을 보다 더 수행하고 있음을 추론할 수 있다.

3.3.2 부채비율과 경영성과에 관련한 선행연구

부채비율에 대한 일반적인 연구를 살펴보고 다음으로 부채비율이 기업 가치에 미치는 영향에 대한 선행연구를 검토한 다음, 마지막으로 국내 중소기업을 대상으로 실시한 연구를 정리하겠다.

3.3.2.1 부채비율에 대한 선행연구

기업의 재무적 곤경을 야기하는 주요한 원인은 건전하지 못한 자본구조 즉, 높은 부채비율로 지목된다. 여러 선행연구(Frank and Goyal, 2008; Baimwera and Muriuki, 2014)에서 부채비율의 증가는 부채에 대한 기업의 자본비용을 증가시켜 기업의 현금흐름을 둔화시키고, 이로 인해 재무적 곤경을 가중시켜 기업의 실패 가능성을 높인다고 하였다. 이처럼 기업의 부채비율은 기업성과와 실패에 영향을 줄 수 있는 중요한 요소이다. 따라서 본 연구는 기업실패 가능성에 영향을 주는 많은 요소 중에서 기업의 부채비율에 초점을 맞추어 분석하고자 한다.

부채비율이 기업의 실패가능성을 높이는 이유는 이자 문제에 있다. 이자를 지불해야 하는 이자부 부채의 증가는 기업의 자본비용을 직접 증가시키기 때문에 기업의 실패 가능성을 더욱 높일 수 있다(Frank and Goyal, 2008; Baimwera and Muriuki, 2014).

하지만 부채의 유형에 따라 기업실패 가능성에 미치는 영향이 달라질 수 있으며, 특히 기업규모에 따라 기업실패 가능성에 미치는 영향이 차등적으로 적용될 수 있다. (Gertler and Gilchrist, 1994)

예를 들면, 기업규모가 서로 다른 두 기업이 동일한 재무적 곤경에 직면할 때, 중소기업은 은행으로부터의 자금조달 시 제약이 많아 기업이 원하는 자금조달 시기와 금액에 차이를 보일 수 있으며 이로 인해 기업의 원활한 현금흐름이 저해될 수 있다. 설령, 중소기업이 은행으로부터 자금을 조달받더라도 대기업보다 높은 이자 비용을 요구받을 수 있다. 이는 중

소기업의 자본비용 증가를 초래하여 기업의 재무적 곤경을 야기하게 된다. 이러한 지속적인 재무적 곤경으로 인해 중소기업의 실패 가능성은 더욱 커지게 될 것이다

따라서 유사한 부채비율을 갖는 기업이라도 부채비율이 기업실패 가능성에 미치는 영향은 대기업보다 중소기업이 훨씬 더 크다고 할 수 있다 (Gertler and Gilchrist, 1994).

3.3.2.2 부채비율이 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구

M/M(1963)은 부채를 사용하는 기업의 가치가 그렇지 않은 기업보다 증가한다고 하였다. 기업이 부채를 사용할 경우 이자비용은 세금공제로 인하여 감세효과가 발생한다. 그래서 기업이 이자비용을 초과하는 영업이익이 발생시킨다면 기업가치는 이자비용 감세효과의 현재가치만큼 높아지게 된다.

파산비용이론을 전개한 Kraus & Litzenberger(1973)은 부채사용에 따른 세금공제효과와 파산비용의 상충관계에 초점을 맞추었다. 기업이 부채를 늘리면 이자비용의 감세효과도 증가하지만 반면 파산비용도 증가하게 되므로 무한히 부채를 늘리는 것은 기업에 부담으로 작용한다고 하였다. 즉, 부채사용의 정도에 따라 일정 수준까지는 기업가치가 증가하지만 그 수준을 넘어설 경우 기업가치가 하락한다고 한다.

Jensen and meckling(1976)은 기업의 내부주주, 외부주주, 채권자 사이의 대리관계에서 발생하는 대리인이론에 입각하여 기업가치를 설명하였다. 투자위험이 큰 경우 기업 주주들에게 과소투자를 선택할 유인이 존재하므로 순현재가치가 0 보다 큰 투자안이라도 투자를 기피하게 되어 기업가치가 감소하게 된다고 하였다.

Ross(1977) 등은 부채비율과 기업가치가 정(+)의 관계를 가진다고 한다. 부채비율이 기업의 수익성에 대한 신호로 작용한다는 주장이다. 채

권자는 기업이 타인자본을 조달하는 경우 미래 수익성이 좋고 부채상환능력이 충분하다는 것을 의미한다고 받아들여지게 된다. 즉, 부채비율이 높다는 것은 그 기업의 수익성이 좋다는 신호로 작용하여 부채를 많이 사용할수록 기업가치가 높아지게 된다고 한다.

국내의 연구로 최효순(2005)은 상장기업을 대상으로 부채와 경영성과를 실증적으로 분석하였다. 연구는 부채를 금융기관 등 외부로부터 조달한 차입금을 의미하는 재무부채와 영업활동을 위해 필수적으로 발생하는 매입채무, 매출채권 등의 영업부채로 구분하여 영업부채비율이 높을수록 기업가치가 상승함을 검증하였다.

김병기(2010)는 기업가치와 부채비율 간의 관계를 분석하였다. 분석결과 부채비율이 높으면 기업가치도 증가하게 되지만 이는 선형으로 증가하는 것이 아니라 역U자형을 나타낸다고 하였다. 이것은 적절한 수준의 부채사용이 기업가치에 기여함을 의미한다.

3.3.2.3 국내 중소기업의 부채비율이 경영성과에 미치는 영향 연구

3.3.2.1 과 3.3.2.2 와 같이 기업의 자본구조 연구는 오랫동안 학계의 관심을 받아왔으며 그 실증분석도 활발히 진행되었다. 반면 중소기업 특유의 환경을 고려한 실증분석은 미흡한 편이다. 다음은 중소기업의 부채비율과 수익성을 연구한 결과로, 대체로 부채비율이 경영성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 확인하였다.

김문겸, 김순철(2007)은 코스닥 상장 중소기업 424개를 대상으로 기업의 성장기회와 재무정책 간 영향관계를 분석하였다. 분석결과 벤처기업의 수익성(ROS)와 부채비율은 부(-)의 관계에 있음을 밝혔다. 또한 뒤이은 2012년 연구, 부채가 수익성에 미치는 영향에 관한 연구에서 기존의 연구결과와 동일하게 부채비율은 수익성에 부(-)의 영향을 미치는 것을 확인하였다.

강경모, 전인오(2007)은 코스닥 등록 벤처기업을 대상으로 자본조달방식이 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 실증연구 결과 자본조달방식

이 성장성에는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 수익성과 유동성에는 부(-)의 영향을 미치는 것으로 드러나 자본조달순서이론을 실증적으로 확인하였다.

한편, 최창호·유연우(2010)는 중소기업의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향을 분석한 결과 부채비율이 총자산영업이익률에 부(-)의 영향을 미친다고 하였다. 뒤이은 2011년의 연구에서도 동일한 결과를 도출하였다. 한편, 2012년 연구는 부채사용이 자기자본순이익률에 정(+)의 영향을 미친다고 주장하였으며 뒤이은 2014년의 연구는 부채사용이 자기자본순이익률에 전반적으로 긍정적 영향을 미치지만 부정적 측면도 가지고 있음을 주장하였다.

최근의 연구를 살펴보면 취신평(2014)는 한국증권거래소에 상장된 5백 여개의 중소기업을 대상으로 기업가치와 자본구조 간의 관계를 실증적으로 연구하였다. 기업가치를 측정함에 있어서 Tobin's Q모형과 M/B모형의 결과가 상이하게 나왔는데 전자의 경우 부채비율은 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나 후자의 경우 정(+)의 영향을 보이는 것으로 나타났다.

최형석, 변진호(2013)은 코스닥 시장에 상장된 1천 여개의 중소기업을 대상으로 자본구조가 성과에 미치는 영향에 대한 분석하였다. 그 결과, 성장형 중소기업의 경우 부채비율이 낮을수록 성과가 높은 것을 확인하였다.

ROE값을 측정한 연구도 있다. 이상호(2013)는 비상장중소기업과 코스닥 상장 중소기업 그리고 유가증권시장 대기업을 종합하여 총 4천여개의 기업을 표본으로 회귀분석을 실시한 결과 부채비율과 경영성과(ROE)가 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 연구자는 이러한 결과를 두고 중소기업이 대출을 받을 경우 높은 금리 부담으로 인하여 부채가 경영성과에 보다 부정적 영향을 미치는 것으로 해석하였다.

3.3.3 기업부동산에 관한 선행연구

전술하였든 3.3.1 항에서 기업부동산은 부채비율에 정(+)의 영향을 미침을 알 수 있었고 3.3.2 항에서 부채비율은 경영성과에 부(-)의 영향을 미치는 경향을 확인할 수 있었다. 이에 기업부동산이 경영성과에 부(-)의 영향을 미친다는 결론을 도출할 수 있겠으나, 본 연구는 기업부동산이 조절변수로서 대립효과(interference effect)를 작용하여 오히려 영향관계를 변화시킬 수 있음에 주목하였다. 즉, 기업부동산의 크기가 증가할수록 부채비율은 경영성과에 정(+)의 영향을 미칠 수 있다고 보았다. 이를 위해 5.3.2 실증분석시 기업부동산(조절변수)과 부채비율(독립변수)의 상호작용항이 포함하였고 부채비율(독립변수)이 경영성과(종속변수)에 미치는 효과가 반대로 나타나는지 확인하였다.

아래에서는 기업부동산이 기업가치에 미치는 영향과 기업부동산이 조절변수의 역할을 수행한 연구에 대해 정리하였다.

3.3.3.1. 기업부동산이 기업가치에 미치는 영향

Chaney et al.(2012)는 기업부동산이 담보채널로 기능하여 기업의 가치상승의 기회가 발생한다고 하였다. 즉, 기업부동산은 자본을 조달하는 과정에서 담보역할을 수행하여 금융비용을 낮추도록 돕는다. 또한 부동산 가격 상승한다면 기업의 자산가치를 상승시키게 된다.

다음으로 Brounen et al.(2005)은 1993년부터 2002년까지 400여개 기업 중 소매업을 대상으로 기업부동산과 기업의 수익성 및 위험 간 관계를 연구하였다. 분석한 결과는 세부업종에 따라 다르게 나타났다. 다른 업종에서는 부동산보유가 부정적인 효과를 나타낸 반면 소매업종에서는 유의한 정(+)의 관계를 가지고 있음이 나타났다.

국내 초기 연구인 김지수·정기웅(1993)은 국내 유가증권시장에 상장된 제조업종 1300 여 개를 대상으로 토지비율과 주가 관계를 분석한 결과, 회귀계수가 0으로 나타나 기업의 부동산 보유비율이 주식수익률과는 유의

한 영향이 없다고 평가하였다.

뒤이은 강진수·심한택(1998)은 국내 유가증권시장에 상장된 제조업종 기업 약 2천 여 개를 대상으로 토지 보유 비율과 기업가치간 영향 관계에 대해 분석하였다. 연구에는 기업가치의 변수로 PBR(주가/장부가치 비율)이 사용되었다. 분석결과 부동산 보유비율의 증가는 지가의 등락과는 관계없이 PBR에 부(-)의 영향을 미친다는 결과를 얻었다.

이해영, 조명호(2009)는 증권거래소에 상장된 제조업 기업 121개를 표본으로 기업부동산을 소유부동산과 투자부동산으로 나누어 기업가치와의 관련성을 연구하였다. 연구 결과 소유부동산은 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 투자부동산은 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 대하여 영업활동과는 관련이 없는 투자부동산이 시장투자자들에게는 부정적으로 받아들여지기 때문이라고 해석하였다.

최근에 진행된 한광호, 한혜은, 노승한(2021)은 국내 상장기업을 대상으로 기업부동산보유가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 연구 결과, KOSPI 기업의 소유부동산은 기업가치에 영향을 미치지 않았으나 KOSDAQ 기업이 보유한 소유부동산은 기업가치에 부(-)의 영향을 미쳤다. 또한 투자부동산은 KOSPI 및 KOSDAQ 기업의 기업가치에 모두 부(-)의 영향을 미쳤다.

3.3.3.2. 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에 미치는 영향

본 연구와 같이 부채비율과 경영성과 간 관계에 기업부동산이 미치는 조절효과를 분석한 문더큰(2018)은 우량중소기업을 대상으로 실증분석을 실시한 결과, 기업부동산이 부채비율과 경영성과의 관계에서 정(+)의 조절효과를 가지고 있음을 확인하였다. 연구자는 이에 대해 기업부동산이 대출금리를 낮추고, 유동성을 적시에 확보하는 등의 역할을 수행하여 기업의 성과에 도움이 된다고 해석하였다.

IV. 연구가설 설정 및 모형설정

4.1 가설설정

4.1.1 기업부동산과 부채비율의 관계

이상호(2013)는 비상장중소기업과 코스닥 상장 중소기업 그리고 유가증권시장 대기업을 대상으로 기업의 자산구조와 부채비율 간 관계를 검증한 결과 정(+)의 영향을 미침을 확인하였다. 특히 실증분석 결과 비상장중소기업의 회귀계수가 코스닥 상장 중소기업과 유가증권시장 대기업을 비해 더 큰 것으로 나타났다.

문더큰(2018)도 우량중소기업을 대상으로 실증분석한 결과 기업부동산이 부채비율에 정(+)의 영향을 미침을 확인하였다. 연구자는 금융기관이 대출할 때 담보가 되는 기업부동산의 많고 적음이 대출한도에 영향을 미친다고 해석하였다.

Hall(2012)도 자산 중에서 담보로 기능할 수 있는 부동산이 부채비율에 정(+)의 영향을 미친다고 분석하였다. 이러한 관계는 정보비대칭성이 높고 시장접근성이 낮은 기업일수록 강하게 나타내는 것으로 드러났다. 이를 통해 중소기업의 경우 기업부동산이 많을수록 부채비율과 정(+)의 관계에 있을 것으로 추론되어 아래와 같이 [가설1]를 설정하였다.

[가설1] 중소기업의 기업부동산은 부채비율에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

4.1.2 부채비율과 경영성과의 관계

부채비율과 경영성과의 영향관계를 밝힌 선행연구들은 지지이론과 분석 대상에 따라 결과를 상이하게 도출하였다.

먼저 M/M(1963)의 수정자본구조이론에 의하면 부채를 사용할 경우 이자비용이 발생하는데 이 이자비용의 절세효과 때문에 부채사용기업이 무부채기업보다 기업가치가 크다고 하였다. 그러면서 두 기업의 기업가치 차이는 부채사용에 따른 감세효과의 현재가치만큼이라 하였다.

반면, 파산비용이론을 전개한 Kraus&Litzenberger(1973)은 기업의 부채비율이 증가하면 이자비용에 대한 절세효과를 누리는 점은 인정하지만 파산위험 수준까지 부채비율을 증가시킨다면 기업가치가 감소하게 된다고 하였다. Ross(1977) 등은 신호이론에서 높은 부채비율은 기업 능력의 높은 신호로 작용하게 되어 부채비율과 기업가치가 정(+)의 관계를 가진다고 보았다.

한편, 자본조달순위이론을 입각한 연구들은 기업의 부채비율이 수익성과 부(-)의 관계에 있다고 분석하였다. 자본조달순위이론의 주창자 Myers-Majluf(1984)는 기업의 수익성이 좋을수록 이익잉여금이 충분하게 되는데 이때 자금조달비용이 낮은 내부유보자금을 우선적으로 사용하게 되고 내부자금으로도 수요를 충족할 수 없을 때 차입결정을 내리는 것으로 분석하였다. 즉, 기업의 수익성이 좋으면 그로 인해 발생한 내부자금을 먼저 쓸 것이고 결과적으로 부채비율은 낮아진다.

중소기업의 경우 3.3.2.2에서 서술한 바와 같이 부채비율이 경영성과와 대체로 부(-)의 관계에 있음을 실증적으로 증명하였다.

이러한 기존 연구결과를 종합하였을 때 중소기업의 부채비율은 기업의 수익성과 부(-)의 관계에 있다고 가설을 설정할 수 있다. 본 연구와 동일하게 ROE 값을 변수로 사용한 이상호(2013)의 연구도 중소기업은 부채비율과 수익성이 부(-)의 관계에 있음을 밝혔다. 이에 따라 아래와 같은 [가설2-1][가설2-2]를 설정하였다.

[가설2-1] 중소기업의 부채비율은 경영성과(ROA)에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

[가설2-2] 중소기업의 부채비율은 경영성과(ROE)에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

4.1.3 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에 미치는 영향

본 연구와 같이 기업부동산을 조절변수로 설정한 문더큰(2018)은 우량중소기업의 경우 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에서 정(+)의 조절효과를 가지고 있음을 밝혀내었다.

한편, 기업부동산과 경영성과 간 관계를 분석한 강경모, 전인오(2007)은 코스닥 등록 벤처기업을 대상으로 자본조달방식이 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 연구는 토지와 건물에 대한 투자가 기업의 생산기반 구축 및 확장에 기여하여 원가를 줄이고 영업기반을 확보할 수 있도록 하여 수익성을 강화한다고 결론내렸다.

재무론적 관점에 입각하면 기업은 생산활동과 영업활동을 위해 일정규모의 고정자산에 대한 투자가 필수적일 수밖에 없다. 하지만 고정자산의 비중이 커질수록 고정비 부담이 악화되어 경기변동에 민감하게 반응하게 된다.

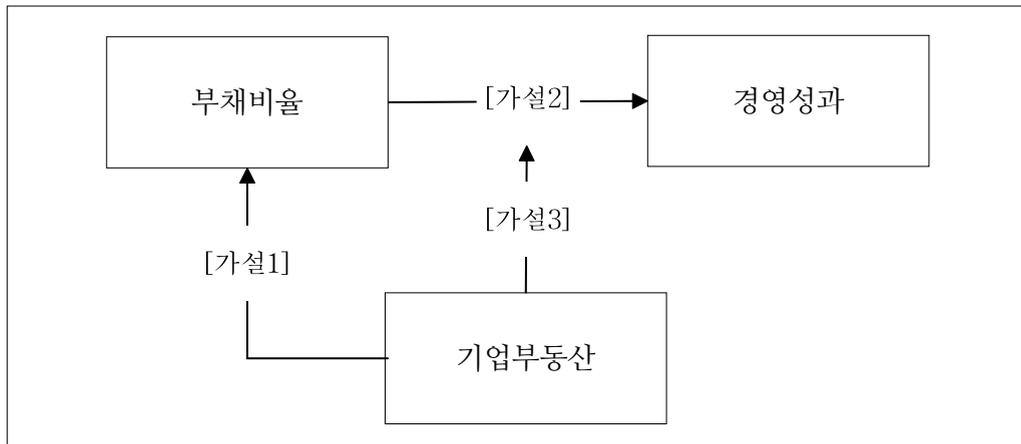
선행연구와 재무론적 관점을 종합하였을 때 중소기업의 경우 기업부동산을 보유하게 되면 생산기반을 확보하여 안정적인 생산활동이 가능하다. 나아가 기업부동산을 담보로 제공하여 낮은 비용으로 차입금을 조달할 수 있어 부채비율과 경영성과에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 추론된다. 이에 아래와 같은 [가설3-1][가설3-2]를 설정하였다.

[가설3-1] 중소기업의 기업부동산은 부채비율과 경영성과(ROA) 간 관계에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[가설3-2] 중소기업의 기업부동산은 부채비율과 경영성과(ROE) 간 관계에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

4.2 연구모형

연구모형은 우량중소기업을 대상으로 기업부동산이 조절변수로서 부채비율과 경영성과에 미치는 영향에 대해 연구한 문더큰(2018)의 연구모형을 재인용하여 아래 <그림4-1>과 같이 설정하였다. 다만, 기존모형에서 사용한 레버리지라는 용어가 레버리지 효과를 의미하는지 부채비율을 의미하는지 혼란을 야기할 수 있어 레버지지를 부채비율로 수정하고 모형을 구축하였다.



<그림4-1> 연구모형

연구모형은 3가지 가설을 통해 형성된다. 각 가설에 대한 설명과 모형식에 대한 내용은 아래와 같다.

Hall(2012)는 고정자산이 담보의 기능을 하여 부채차입을 용이하게 하므로 고정자산이 많으면 부채비율이 높을 것이라고 예상하였다. 실무에서도 금융기관은 기업부동산을 담보로 취급하고 있으며 담보로 활용하는 자산은 기계와 설비와 같은 유형자산 전체가 아니라 공사와 저당권 설정이 가능한 부동산이 된다. 따라서 본 연구도 기업부동산이 부채비율과 정(+)의 영향을 미친다고 하여 [가설1]를 설정하고 이에 따라 기업부동산을 독립변수로 삼고 부채비율을 종속변수로 삼아 아래의 수식에 따라 분

석을 실시하였다.

종속변수는 LEV(부채비율)을, 독립변수는 CRE(부동산 보유비율)을 설정하고 통제변수로 SIZE(기업의 규모), GROW(성장성) 등 설정하였다. 수식은 아래와 같다.

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 CRE + \beta_2 SIZE + \beta_3 AGE + \beta_4 GROW1 + \beta_5 GROW2 + YDdummy + \epsilon Ddummy + \epsilon$$

본 연구에서 연구대상으로 삼은 코넥스 상장 중소기업은 대기업처럼 풍부하게 내부자금을 보유하고 있지는 못하다. 또한 여러 한계로 인하여 직접금융을 사용하기도 힘든 것이 현실이다. 전술하였듯 자본조달순서이론에 의하면 부채비율과 기업의 경영성과는 부(-)의 관계에 있으며 선행 연구들은 이러한 관계를 실증적으로 입증하였다. 이에 본 연구도 동일하게 [가설2-1][가설2-2]을 설정하고 가설을 검증하기 위해 부채비율을 독립변수로, 경영성과를 종속변수로 삼아 아래의 수식에 따라 분석을 실시하였다.

종속변수는 경영성과를 나타내는 ROE, ROA를, 독립변수는 LEV(부채비율)을 설정하고 통제변수로 SIZE(기업의 규모), GROW(성장성), AGE(업력)을 설정하였다. 수식은 다음과 같다.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LEV + \beta_2 SIZE + \beta_3 AGE + \beta_4 GROW1 + \beta_5 GROW2 + YDdummy + \epsilon Ddummy + \epsilon$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 LEV + \beta_2 SIZE + \beta_3 AGE + \beta_4 GROW1 + \beta_5 GROW2 + YDdummy + \epsilon Ddummy + \epsilon$$

끝으로 기업부동산을 조절변수로 삼아 부채비율과 경영성과 간 관계에 영향을 미치는지 검증하고자 하였다. 기업부동산은 자산전환성이 좋아 직접금융을 이용하기 힘든 중소기업에게 유동성을 제공할 수 있으며 이 경

우 차입금리를 낮추어 결과적으로 수익성을 제고할 수 있을 것으로 추론된다. 이에 따라 종속변수는 경영성과를 나타내는 ROE, ROA를, 독립변수는 LEV(부채비율)로 설정하였으며 조절변수로 CRE(부동산 보유비율)을 두었고 나머지 SIZE(기업의 규모), GROW(성장성), AGE(업력) 등은 통제변수로 설정하였다. 수식을 정리하면 다음과 같다.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1LEV + \beta_2CRE + \beta_3LEV \times CRE + \beta_4SIZE + \beta_5AGE + \beta_6GROW1 + \beta_7GROW2 + YDdummy + \epsilon Ddummy$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1LEV + \beta_2CRE + \beta_3LEV \times CRE + \beta_4SIZE + \beta_5AGE + \beta_6GROW1 + \beta_7GROW2 + YDdummy + YDdummy + \epsilon Ddummy$$

한편, 조절효과를 검증하는 방법으로 하위집단별 상관관계 분석(sub-group correlation analysis) 등 여러 방법이 있지만 가장 널리 사용되는 방법은 계층적 회귀분석(hierarchical multiple regression)이다. 해당 방법을 통해 독립변수가 종속변수에 영향을 미칠 때 어떤 조절효과를 가지는지 고찰이 가능하다. 본 연구에서도 조절변수의 효과를 검증하기 위해 <표4-1>과 같이 계층적 회귀분석을 시행하였다

<표4-1> 조절효과의 검증방법

| | |
|-------|---|
| 제 1단계 | $Y = \alpha + \beta_1X + \epsilon$ |
| 제 2단계 | $Y = \alpha + \beta_1X + \beta_2Z + \epsilon$ |
| 제 3단계 | $Y = \alpha + \beta_1X + \beta_2Z + \beta_3XZ + \epsilon$ |
| 설명 | $X =$ 독립변수, $Y =$ 종속변수, $Z =$ 조절변수 $\alpha =$ 회귀상수, $\beta_1\beta_2\beta_3 =$ 회귀계수, $\epsilon =$ 잔차항 |

4.3 변수의 조작적 정의

4.3.1 독립변수

4.3.1.1 CRE(기업부동산보유비율)

독립변수인 CRE는 부동산 중 토지와 건물으로 한정하여 연구하였다. 선행연구들은 토지와 건물, 기계장치, 구축물을 모두 포함한 개념을 기업부동산으로 삼기도 하였다. 하지만 본 연구는 기업부동산이 담보적 기능에 주목하여 부채비율과 정(+)의 관계를 가질 것이라 추론하였으며 실무에서 담보적 기능을 하는 부동산은 유형자산 중 토지와 건물이며 건설 중인 자산과 구축물은 제외하므로 아래 수식과 같이 기업부동산을 토지와 건물로 한정하였다. 그리고 총자산을 토지와 건물을 합한 값을 나누어 측정하였다.

$$CRE = \frac{\text{소유부동산(토지 + 건물)}}{\text{총자산}} \times 100$$

4.3.2 매개변수

4.3.2.1 LEV(부채비율)

부채비율인 LEV는 기업이 타인자본에 의존하고 있는 정도를 나타낸다. 그래서 본 연구에서는 부채비율을 부채총계를 자본총계로 나눈 값을 사용하였다.

$$LEV = \frac{\text{부채총계}}{\text{자본총계}} \times 100$$

4.3.3. 종속변수

‘[가설2]과 [가설3]’의 종속변수인 경영성과는 기업의 경영활동 결과를 의미한다. 재무적 관점에서 경영성과를 측정하는 지표는 재무제표를 활용한 비율이 주로 활용되고 있다. 대표적인 측정지표로 ROE(return on equity)과 ROA(return on assets), ROS(return on sales)가 있다. 본 연구에서도 ROA를 경영성과를 나타내는 지표로 설정하였고 아울러 연구의 강건성(robustness)을 확보하기 위해 ROE도 추가적으로 제시한다.

4.3.3.1 ROE(자기자본수익률)

ROE는 총자본 중 타인자본을 제외한 순수 자기자본의 수익률을 나타낸다. 자기자본에 대한 값이기 때문에 주주중심의 수익성을 측정할 수 있으며 부채비율 효과도 알 수 있다는 점이 장점이다. 대부분의 중소기업은 경영자와 소유자가 동일하며 개인적 판단으로 재무결정을 내리고 경영성과도 개인에게 귀속된다는 점을 고려하여 본 연구에서는 ROE을 활용하는 것이 바람직하다고 판단하였다. ROE는 당기순이익에서 자기자본을 나눈 값을 사용하였다.

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}} \times 100$$

4.3.3.2 ROA(총자산수익률)

반면 ROA는 자기자본과 타인자본을 모두 투입하여 얻은 성과를 나타내는 비율이다. 본 연구에서는 강건성을 확보하고자 ROA를 사용하였고 해당 지표는 당기순이익을 총자산으로 나눈 값을 사용하였다.

$$ROA = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} \times 100$$

4.3.4 통제변수

4.3.4.1 SIZE(기업의 규모)

기업의 규모는 규모차이에서 발생하는 효과를 측정하기 위해 설정하였다. Berryman(1982)은 기업의 실패위험이 기업 규모에 따라 달라진다고 하였다. 연구자는 기업규모와 파산가능성이 강한 부(-)의 관계에 있다고 하였는데 그 이유로 대기업은 중소기업보다 사업 다각화 정도가 높고 상대적으로 많은 자본을 조달할 수 있으므로 파산위험이 상대적으로 낮다고 하였다. 또한 자본조달순위이론에 따른 연구들은 규모가 큰 기업일수록 정보비대칭 정도가 낮으며 이에 따라 자기자본을 증가시키고 부채비율은 낮게 유지한다고 하였다. 이러한 이유로 본 연구도 선행연구를 참고하여 기업규모를 통제변수로 설정하고 총자산을 로그값으로 환산하여 분석에 사용하였다.

4.3.4.2 GROW(성장성)

일반적으로 성장성이 높은 기업은 더 많은 투자기회를 얻게 되는 것으로 밝혀졌다. 자본조달순위이론은 성장성이 좋을수록 내부 유보자금이 많아지고 이를 통해 기업은 경영성과를 높인다고 하였다. 이러한 성장성의 대용변수로 이상호(2013), 문더큰(2018) 등이 총자산증가율과 매출액증가율을 사용하였다. 이에 본 연구도 선행연구를 참고하여 GROW1은 총자산증가율으로, GROW2는 매출액증가율을 설정하였다. 증가율 계산은 두 변수 모두 전년도에 비하여 금년에 얼마나 증가하였는지 비율을 측정하였다.

4.3.4.3 AGE(업력)

Diamond(1991)는 자본구조 연구에 업력을 포함하였다. 업력은 기업의 신용을 나타낸다고 하면서 기업이 금융기관과 오랫동안 거래할수록 명성이 좋아지게 되고 좋아진 명성은 기업의 높은 신용으로 작용하여 결과적으로 자본비용을 낮출 수 있다고 하였다. 그래서 본 연구도 업력을 통제변수로 설정하였고 선행연구들과 같이 기업설립 이후부터 분석기준일까지 연수를 측정하였다.

4.3.5 변수의 정의 요약

본 연구에서 쓰인 변수에 대한 정의를 모두 요약하면 아래 <표4-2>와 같다. 측정 방법은 변수의 산출 방법에 대한 내용이며 변수 구분은 해당 변수가 각 가설에서 어떤 변수로 사용되는지를 나타내었다.

<표4-2> 변수의 정의

| 변수특성 | 변수구분 | 측정방법 |
|------|----------------|-------------|
| 독립변수 | CRE(기업부동산보유비율) | 토지+건물/총자산 |
| 매개변수 | LEV(부채비율) | 부채총계/자본총계 |
| 조절변수 | CRE(기업부동산보유비율) | 토지+건물/총자산 |
| 종속변수 | ROE(자기자본수익률) | 당기순이익/자기자본 |
| | ROA(총자산수익률) | 당기순이익/총자산 |
| 통제변수 | SIZE(기업의 규모) | log(총자산) |
| | AGE(업력) | log(설립이후연수) |
| | GROW1(총자산증가율) | 전년대비자산증감률 |
| | GROW2(매출액증가율) | 전년대비매출액증감률 |
| 더미변수 | YDdummy | 2016년-2021년 |
| | INDdummy | 표준산업분류 |

4.4 표본선정 및 자료수집

연구 분석 기간은 자료의 안전성과 정확성을 위하여 한국채택 국제회계기준(K-IFRS;International Financial Reporting Standards) 사용이 의무화된 2011년 이후의 기간 중 2016년부터 2021년까지 6개 연도를 선택하였다.

본 연구는 한국거래소에 상장된 코넥스 기업을 대상으로 하고 있으므로 분석 표본은 코넥스 상장기업 중 기업부동산을 보유하고 있는 기업으로 선정하였다. 이에 따라 2022년 11월 말일 기준 상장된 기업 126개 중 기업부동산을 보유하고 있는 89개 기업의 2016~2021년 데이터를 대상으로 분석을 진행하였다. 다만, 연구의 신뢰성을 위해 아래의 요건을 충족하는 데이터를 추출하였다.

- ① 12월 결산법인으로 분석기간 중 결산기를 변경하지 않은 데이터
- ② 조사일 외부감사의견이 적정인 데이터
- ③ 분석기간 중 누락 없이 모든 변수의 자료를 갖춘 데이터

상기한 요건을 갖추지 못한 케이스를 모두 제외한 결과 81개 기업이 분석대상으로 최종 선정되었으며 총 409개 케이스를 대상으로 분석을 진행하였다.

분석에 필요한 자료는 한국거래소로부터 코넥스 상장기업 리스트를 내려받은 다음 국내 최대규모인 약 1,100만 개 이상의 기업정보를 제공하는 한국평가데이터(Kodata)를 통해 필요한 정보를 획득하였다. 추가로 한국거래소와 금융감독원 전자공시시스템(Dart)의 공개자료를 병합하여 활용하였다.

V. 실증분석

5.1 기초통계량 및 상관관계 분석

5.1.1 기초통계량 분석

본 연구의 대상인 코넥스 상장 기업 중 요건을 충족하는 81개 기업의 6개년치 결산자료를 대상으로 독립변수, 종속변수, 통제변수들의 기초통계량 분석을 실시하였고 그 결과를 정리하면 <표5-1>과 같다.

<표5-1> 기초통계량 분석결과

| | 평균 | 표준편차 | 왜도 | 첨도 |
|--------|---------|----------|---------|---------|
| ROA | -3.911 | 32.324 | -12.580 | 208.166 |
| ROE | -23.188 | 135.015 | -8.245 | 78.196 |
| LEV | 464.033 | 3394.483 | 17.868 | 343.090 |
| CRE | 29.753 | 18.273 | 0.497 | -0.397 |
| AGE | 19.912 | 6.831 | -0.009 | -0.336 |
| lnSIZE | 9.904 | .893 | 1.046 | 8.335 |
| GROW1 | 16.921 | 46.207 | 5.288 | 44.852 |
| GROW2 | 51.515 | 710.313 | 19.660 | 393.071 |

기초통계량 분석 결과, 경영성과 지표인 ROA는 최소값이 -554.560, 최대값이 41.130이며 평균은 -3.911, 표준편차는 32.324로 나타났다. ROE는 최소값이 -1532.230, 최대값이 148.600이며 평균은 -23.188, 표준편차는 32.324로 나타났다. 마찬가지로 부채비율인 LEV를 살펴보면 최소값은 -6781.000, 최대값은 66000.000이며 평균과 표준편차는 각각

464.033과 3394.483으로 나타났다. 기업부동산보유비율인 CRE는 최소값은 0.160이며 최대값은 83.570, 평균과 표준편차는 각각 29.753과 18.273으로 나타났다.

5.1.2 상관관계 분석

이러 변수들 간 상관관계를 알아보기 위해 상관분석을 실시하였다. <표5-2>는 독립변수와 종속변수 간 상관관계를 나타낸 것이다.

<표5-2> 상관관계 분석결과

| | ROA | ROE | LEV | CRE | lnSIZE | AGE | GROW1 | GROW2 |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| ROA | 1 | | | | | | | |
| ROE | .775 | 1 | | | | | | |
| LEV | -.059 | -.126 | 1 | | | | | |
| CRE | -.084 | -.125 | .124 | 1 | | | | |
| lnSIZE | .131 | .171 | -.137 | -.228 | 1 | | | |
| AGE | .143 | .120 | -.032 | -.079 | .326 | 1 | | |
| GROW1 | .086 | .086 | -.065 | -.058 | -.050 | -.218 | 1 | |
| GROW2 | .020 | .014 | -.007 | -.057 | -.062 | -.122 | .214 | 1 |

ROA와 유의미한 상관관계가 있는 변수를 살펴보면 ROE($r=0.755$, $p<0.001$), lnSIZE($r=0.131$, $p<0.01$), AGE($r=0.143$, $p<0.01$)이 있었으며 모두 양의 상관관계를 나타내었다.

ROE와 LEV($r=-0.126$, $p<0.05$), CRE($r=-0.125$, $p<0.05$)는 음의 상관관계가 있으며, lnSIZE($r=0.171$, $p<0.01$), AGE($r=0.120$, $p<0.05$)는 양의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

각 변수들 간 유의미한 상관관계는 보였으나, 종속변수 ROA와 ROE를 제외한 나머지 변수들 간 상관관계는 대체로 낮은 관계를 보였다. 따라서 변수들 간 독립성은 만족한다고 판단하여 회귀분석을 진행하였다.

5.2 연구가설 검증

5.2.1 기업부동산과 부채비율 관계

기업의 부동산보유비율이 기업의 부채비율에 정(+)의 영향을 미친다는 [가설1]을 검증하기 위해 회귀분석을 수행하였고 그 결과를 <표5-3>에 제시하였다.

회귀분석 결과 표본으로부터 계산한 t 값은 1.645보다 컸다. 단측검정(one-tailed test)하에 부동산보유비율은 기업의 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 통계적으로 유의한 결과가 나왔다. 따라서 [가설1]을 부분 채택하였다.

이러한 결과는 Hall(2012)의 연구가 고정자산이 기업에 담보의 역할을 하여 부채차입을 용이하게 하므로 고정자산이 부채비율에 정(+)의 영향을 미친다고 주장한 것과 맥락이 같다.

〈표5-3〉 LEV에 대한 CRE 영향력 검증 결과

| LEV | 비표준화계수 | | 표준화계수 베타 | t | p-value | VIF |
|-------------|-----------|----------|-------------|--------|---------|------|
| | B | 표준오차 | | | | |
| (상수) | 5589.195 | 2148.094 | | 2.602 | .010 | |
| CRE | 18.873 | 10.070 | .102 | 1.874 | .062 | .825 |
| lnSIZE | -594.292 | 219.867 | -.156 | -2.703 | .007 | .725 |
| AGE | -1.035 | 30.399 | -.002 | -.034 | .973 | .647 |
| GROW1 | -4.016 | 3.884 | -.055 | -1.034 | .302 | .867 |
| GROW2 | .012 | .244 | .002 | .049 | .961 | .926 |
| IND_dummy1 | -540.578 | 759.038 | -.036 | -.712 | .477 | .950 |
| IND_dummy2 | -756.840 | 675.824 | -.057 | -1.120 | .263 | .926 |
| IND_dummy3 | -1275.359 | 1578.824 | -.041 | -.808 | .420 | .925 |
| IND_dummy4 | 501.103 | 949.637 | .030 | .528 | .598 | .734 |
| IND_dummy5 | 776.347 | 1432.693 | .028 | .542 | .588 | .939 |
| IND_dummy6 | 184.707 | 940.973 | .010 | .196 | .844 | .951 |
| IND_dummy7 | .297 | 2428.913 | .000 | .000 | 1.000 | .970 |
| YEAR_dummy1 | -19.976 | 597.074 | -.002 | -.033 | .973 | .577 |
| YEAR_dummy2 | 259.653 | 585.907 | .029 | .443 | .658 | .559 |
| YEAR_dummy3 | 1207.541 | 593.336 | .135 | 2.035 | .043 | .551 |
| YEAR_dummy4 | 299.519 | 596.349 | .033 | .502 | .616 | .546 |
| YEAR_dummy5 | 263.386 | 608.337 | .028 | .433 | .665 | .563 |

$F=1.277, R^2=0.053, Adj-R^2= 0.011$

5.2.2 부채비율과 경영성과 관계

중소기업의 부채비율은 경영성과(ROA)에 부(-)의 영향을 미칠 것이라는 [가설2-1]를 검증하기 위해 독립변수 LEV, 종속변수 ROA, 통제변수들을 대상으로 회귀분석을 수행하였다. <표5-4>은 회귀분석 결과를 나타낸다.

<표5-4> ROA에 대한 LEV의 영향력 검증 결과

| ROA | 비표준화계수 | | 표준화계수 베타 | t | p-value | VIF |
|-------------|---------|--------|-------------|--------|---------|------|
| | B | 표준오차 | | | | |
| (상수) | -30.988 | 19.375 | | -1.599 | .111 | |
| LEV | .000 | .000 | -.044 | -.887 | .375 | .956 |
| lnSIZE | 1.211 | 2.037 | .033 | .595 | .552 | .732 |
| AGE | .800 | .282 | .169 | 2.840 | .005 | .653 |
| GROW1 | .081 | .036 | .116 | 2.250 | .025 | .867 |
| GROW2 | .000 | .002 | .010 | .196 | .845 | .928 |
| IND_dummy1 | -8.272 | 7.048 | -.058 | -1.174 | .241 | .955 |
| IND_dummy2 | -26.074 | 6.302 | -.207 | -4.137 | .000 | .923 |
| IND_dummy3 | 7.056 | 14.569 | .024 | .484 | .628 | .942 |
| IND_dummy4 | -3.122 | 8.554 | -.020 | -.365 | .715 | .785 |
| IND_dummy5 | .502 | 13.327 | .002 | .038 | .970 | .941 |
| IND_dummy6 | 5.403 | 8.615 | .030 | .627 | .531 | .984 |
| IND_dummy7 | 9.582 | 22.611 | .021 | .424 | .672 | .971 |
| YEAR_dummy1 | 1.261 | 5.558 | .014 | .227 | .821 | .578 |
| YEAR_dummy2 | 2.302 | 5.451 | .027 | .422 | .673 | .560 |
| YEAR_dummy3 | -1.477 | 5.544 | -.017 | -.266 | .790 | .548 |
| YEAR_dummy4 | 2.209 | 5.547 | .026 | .398 | .691 | .547 |
| YEAR_dummy5 | -4.377 | 5.663 | -.050 | -.773 | .440 | .563 |

$F=2.384^{**}$, $R^2=0.094$, $Adj-R^2=0.055$

회귀분석 결과 회귀모델은 유의수준 0.05에서 유의미한 것으로 나타났다. 아울러 변수들 간 다중공선성을 확인하기 위해 VIF를 산출했으며, 그

결과 VIF는 모두 10 미만으로 다중공선성의 문제는 없는 것으로 확인되었다. LEV 변수의 회귀계수는 유의미하지 않았다. 즉, 부채비율이 경영성과(ROA)에 미치는 영향력은 유의미하지 않았다.

그리고 연구의 강건성을 위해 종속변수를 ROE로 하여 회귀분석을 진행한 ‘[가설2-2] 중소기업의 부채비율은 경영성과(ROE)에 부(-)의 영향을 미칠 것이다’의 결과는 채택하는 결과로 나타났다. 분석결과는 아래의 <표5-5>와 같다.

<표5-5> ROE에 대한 LEV의 영향력 검증 결과

| ROE | 비표준화계수 | | 표준화계수 베타 | t | p-value | VIF |
|-------------|----------|--------|-------------|--------|---------|------|
| | B | 표준오차 | | | | |
| (상수) | -242.313 | 81.501 | | -2.973 | .003 | |
| LEV | -.004 | .002 | -.101 | -2.041 | .042 | .956 |
| lnSIZE | 17.862 | 8.569 | .118 | 2.084 | .038 | .732 |
| AGE | 2.367 | 1.186 | .120 | 1.996 | .047 | .653 |
| GROW1 | .286 | .152 | .098 | 1.878 | .061 | .867 |
| GROW2 | .004 | .010 | .022 | .441 | .660 | .928 |
| IND_dummy1 | -31.334 | 29.645 | -.052 | -1.057 | .291 | .955 |
| IND_dummy2 | -44.376 | 26.511 | -.084 | -1.674 | .095 | .923 |
| IND_dummy3 | 58.282 | 61.284 | .047 | .951 | .342 | .942 |
| IND_dummy4 | -19.965 | 35.982 | -.030 | -.555 | .579 | .785 |
| IND_dummy5 | -2.362 | 56.061 | -.002 | -.042 | .966 | .941 |
| IND_dummy6 | 32.799 | 36.239 | .044 | .905 | .366 | .984 |
| IND_dummy7 | 48.354 | 95.113 | .025 | .508 | .611 | .971 |
| YEAR_dummy1 | 12.636 | 23.379 | .034 | .540 | .589 | .578 |
| YEAR_dummy2 | 9.575 | 22.929 | .027 | .418 | .676 | .560 |
| YEAR_dummy3 | -1.384 | 23.320 | -.004 | -.059 | .953 | .548 |
| YEAR_dummy4 | -29.604 | 23.334 | -.083 | -1.269 | .205 | .547 |
| YEAR_dummy5 | -17.452 | 23.821 | -.047 | -.733 | .464 | .563 |

$F=2.029^{**}$, $R^2=0.081$, $Adj-R^2=0.041$

분석 결과, 회귀모델은 유의수준 0.05에서 유의미하였으며 VIF 확인결과 다중공선성은 모두 문제가 없는 것으로 확인되었다. LEV 변수의 회귀계수는 -0.004이며 유의수준 0.05에서 회귀계수는 유의미한 것으로 나타났다. 즉 부채비율 LEV는 경영성과 ROE에 부(-)의 영향을 미친다. 이는 이상호(2013)의 비상장중소기업과 코스닥상장중소기업을 대상으로 한 연구에서 경영성과(ROE)가 부채비율과 부(-)의 영향을 미치고 있다는 결론과 맥락을 같이한다. 다른 변수를 살펴보면 InSIZE의 회귀계수는 17.862로 ROE에 정(+)의 영향을 미치며, AGE 또한 회귀계수가 2.367로 ROE에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

5.2.3 기업부동산이 부채비율과 경영성과간 관계에 미치는 영향

끝으로 [가설3-1]과[가설3-2], 각 종속변수에 대한 기업부동산보유 비율이 조절효과를 가지는지 검증하기 위해 위계적 회귀분석을 실시하였다. 독립변수와 조절변수 그리고 독립변수와 조절변수를 곱한 상호작용항을 순차적으로 투입하여 R^2 의 유의미한 변화량을 확인하며 조절효과 여부를 판단한다.

ROA를 종속변수로 설정하여 위계적 회귀분석을 실시했으며 분석결과는 다음의 <표5-6>과 같다. model 1은 독립변수인 LEV와 통제변수, 그리고 종속변수인 ROE에 미치는 영향을 분석한 결과이다. model 2에서는 조절변수인 CRE가 투입되었으며, model 3에서는 LEV×CRE 인 상호작용항이 투입되었다. 분석결과 model 1에서 R^2 의 값은 0.094이며, model 2에서는 0.096으로 0.002이 증가하였으나 통계적으로 유의미하지는 않았다. model 3에서는 0.101으로 0.005만큼 증가하였으나 통계적으로 유의미 하지 않았다. 즉, ROA와 LEV의 관계에서 CRE의 조절효과는 유의한 영향을 확인할 수 없었다.

〈표5-6〉 CRE가 LEV와 ROA에 미치는 영향력 검증 결과

| ROA | model 1 | | | model2 | | | model3 | | |
|-------------|---------|--------|------|---------|--------|------|---------|--------|------|
| | β | t | p | β | t | p | β | t | p |
| (상수) | | -1.599 | .111 | | -1.279 | .202 | | -1.224 | .222 |
| LEV | -.044 | -.887 | .375 | -.039 | -.796 | .426 | -.493 | -1.601 | .110 |
| lnSIZE | .033 | .595 | .552 | .025 | .431 | .666 | .024 | .420 | .675 |
| AGE | .169 | 2.840 | .005 | .174 | 2.913 | .004 | .176 | 2.939 | .003 |
| GROW1 | .116 | 2.250 | .025 | .114 | 2.204 | .028 | .111 | 2.146 | .033 |
| GROW2 | .010 | .196 | .845 | .007 | .148 | .883 | .006 | .120 | .905 |
| CRE | | | | -.049 | -.920 | .358 | -.059 | -1.098 | .273 |
| LEV × CRE | | | | | | | .460 | 1.493 | .136 |
| IND_dummy1 | -.058 | -1.174 | .241 | -.054 | -1.091 | .276 | -.049 | -.987 | .324 |
| IND_dummy2 | -.207 | -4.137 | .000 | -.208 | -4.154 | .000 | -.209 | -4.171 | .000 |
| IND_dummy3 | .024 | .484 | .628 | .030 | .609 | .543 | .029 | .589 | .556 |
| IND_dummy4 | -.020 | -.365 | .715 | -.033 | -.587 | .557 | -.039 | -.690 | .491 |
| IND_dummy5 | .002 | .038 | .970 | -.001 | -.012 | .990 | -.001 | -.019 | .985 |
| IND_dummy6 | .030 | .627 | .531 | .022 | .448 | .654 | .024 | .487 | .627 |
| IND_dummy7 | .021 | .424 | .672 | .020 | .399 | .690 | .021 | .429 | .668 |
| YEAR_dummy1 | .014 | .227 | .821 | .016 | .254 | .800 | .017 | .262 | .793 |
| YEAR_dummy2 | .027 | .422 | .673 | .030 | .467 | .641 | .032 | .496 | .620 |
| YEAR_dummy3 | -.017 | -.266 | .790 | -.014 | -.209 | .835 | -.012 | -.188 | .851 |
| YEAR_dummy4 | .026 | .398 | .691 | .029 | .447 | .655 | .038 | .580 | .562 |
| YEAR_dummy5 | -.050 | -.773 | .440 | -.047 | -.740 | .460 | -.045 | -.709 | .479 |
| R^2 | | .094 | | | .096 | | | .101 | |
| $Adj - R^2$ | | .055 | | | .054 | | | .057 | |
| R^2 변화량 | | .094 | | | .002 | | | .005 | |
| F 변화량 | | 2.384 | | | .846 | | | 2.228 | |

주: 표의 통계치는 표준화된 회귀계수(β)를 나타냄

반면, 종속변수가 ROE인 분석에서는 조절효과를 확인할 수 있었다. 결과값은 <표5-7>과 같다. model 1은 독립변수인 LEV와 통제변수, 그리고 종속변수인 ROE에 미치는 영향을 분석한 결과이다. model 2에서는 조절변수인 CRE가 투입되었으며, model 3에서는 LEV×CRE 인 상호작용항이 투입되었다. 분석 결과 model 1의 R^2 의 값은 0.081이며, model 2에서는 0.086으로 0.005이 증가하였으나 통계적으로 유의미하지 않았다.

model 3에서는 LEV×CRE 인 상호작용항을 투입한 결과 R^2 이 0.086에서 0.111로 0.025 증가하였으며 F 변화량도 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다. 상호작용항값은 1.010으로 ROE에 정(+)의 영향을 미치며 통계적으로 유의미했다. 분석결과, LEV와 ROE의 관계에서 CRE의 조절효과는 유의미하며, 즉 기업부동산이 부채비율과 경영성과의 관계 효과를 높이는 것으로 나타났다.

〈표5-7〉 CRE가 LEV와 ROE에 미치는 영향력 검증 결과

| ROE | model 1 | | | model2 | | | model3 | | |
|-------------|---------|--------|------|---------|--------|------|---------|----------|------|
| | β | t | p | β | t | p | β | t | p |
| (상수) | | -2.973 | .003 | | -2.437 | .015 | | -2.343 | .020 |
| LEV | -.101 | -2.041 | .042 | -.094 | -1.892 | .059 | -1.089 | -3.559 | .000 |
| lnSIZE | .118 | 2.084 | .038 | .103 | 1.803 | .072 | .102 | 1.798 | .073 |
| AGE | .120 | 1.996 | .047 | .128 | 2.133 | .034 | .131 | 2.206 | .028 |
| GROW1 | .098 | 1.878 | .061 | .094 | 1.807 | .072 | .087 | 1.696 | .091 |
| GROW2 | .022 | .441 | .660 | .018 | .361 | .718 | .015 | .304 | .761 |
| CRE | | | | -.081 | -1.517 | .130 | -.103 | -1.930 | .054 |
| LEV × CRE | | | | | | | 1.010 | 3.294 | .001 |
| IND_dummy1 | -.052 | -1.057 | .291 | -.046 | -.926 | .355 | -.035 | -.708 | .479 |
| IND_dummy2 | -.084 | -1.674 | .095 | -.086 | -1.707 | .089 | -.087 | -1.752 | .080 |
| IND_dummy3 | .047 | .951 | .342 | .058 | 1.156 | .248 | .056 | 1.126 | .261 |
| IND_dummy4 | -.030 | -.555 | .579 | -.052 | -.924 | .356 | -.065 | -1.161 | .246 |
| IND_dummy5 | -.002 | -.042 | .966 | -.006 | -.124 | .901 | -.007 | -.142 | .887 |
| IND_dummy6 | .044 | .905 | .366 | .030 | .614 | .540 | .035 | .705 | .482 |
| IND_dummy7 | .025 | .508 | .611 | .023 | .469 | .639 | .026 | .539 | .590 |
| YEAR_dummy1 | .034 | .540 | .589 | .037 | .586 | .558 | .038 | .611 | .542 |
| YEAR_dummy2 | .027 | .418 | .676 | .032 | .493 | .622 | .036 | .561 | .575 |
| YEAR_dummy3 | -.004 | -.059 | .953 | .002 | .035 | .972 | .005 | .082 | .935 |
| YEAR_dummy4 | -.083 | -1.269 | .205 | -.078 | -1.187 | .236 | -.059 | -.901 | .368 |
| YEAR_dummy5 | -.047 | -.733 | .464 | -.044 | -.679 | .497 | -.039 | -.619 | .537 |
| R^2 | | .081 | | | .086 | | | .111 | |
| $Adj - R^2$ | | .041 | | | .044 | | | .068 | |
| R^2 변화량 | | .081 | | | .005 | | | .025 | |
| F 변화량 | | 2.029* | | | 2.301 | | | 10.852** | |

주: 표의 통계치는 표준화된 회귀계수(β)를 나타냄

전술한 실증분석 결과에 바탕하여 가설의 채택 및 기각여부를 요약하면 <표5-8>과 같다.

<표5-8> 가설 채택 기각여부

| 가설 | | 기각여부 |
|--------|--|--------------|
| 가설 1 | 중소기업의 기업부동산은 부채비율에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. | 채택 (단측검정) |
| 가설 2-1 | 중소기업의 부채비율은 경영성과(ROA)에 부(-)의 영향을 미칠 것이다. | 기각 |
| 가설 2-2 | 중소기업의 부채비율은 경영성과(ROE)에 부(-)의 영향을 미칠 것이다. | 채택 |
| 가설 3-1 | 중소기업의 기업부동산은 부채비율과 경영성과(ROA) 간 관계에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. | 기각 |
| 가설 3-2 | 중소기업의 기업부동산은 부채비율과 경영성과(ROE) 간 관계에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. | 채택 |

VII. 결 론

마지막으로 이번 장에서는 앞서 검토한 가설검증을 위한 연구모형에 따른 실증분석 결과를 요약하고 본 논문의 실무적, 학문적 시사점을 제시하며 또한 한계점과 향후 연구의 방향을 제시하려 한다.

6.1 연구결과 요약

본 연구는 세 가지 가설을 검증하였다. 먼저 기업부동산이 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는지, 그리고 기업의 부채비율이 경영성과에 부(-)의 영향을 미치는지, 마지막으로 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간의 관계에 정(+)의 영향을 미치는지 밝혀내고자 하였다.

연구의 표본은 코넥스상장 기업으로 한정하여 2016년부터 2021년까지 재무적 데이터를 수집하였고 데이터에 대해 SPSS(ver.19.0)을 사용하여 회귀분석 및 위계적 회귀분석을 실시하였다.

분석결과, 코넥스 상장 중소기업은 기업부동산이 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는지에 대해서 통계적으로 유의미한 관계에 있음을 확인할 수 있었다. 다음으로 부채비율이 경영성과(ROE)에 부(-)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 이어서 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에 정(+)의 영향을 미치는 것에 대해서도 확인할 수 있었다.

각각의 분석결과를 상세히 살펴보면 다음과 같다.

먼저 기업부동산과 부채비율 간 관계에 대한 유의수준이 5% 일 때 t 값이 1.645보다 컸다. 이는 단측검정 하에 통계적으로 유의한 영향을 보인다는 것을 의미한다. 이 결과로 추론할 수 있는 바는 자본 조달을 대부분 은행에 의존하는 우리나라 중소기업은 대출 시 주담보로 담보제공이 가능한 기업부동산 보유에 따라 대출에 영향을 주어 자연스럽게 부채비율이 증가하게 될 수 있으며, 또한 기업부동산 매입 당시에도 일반적으로 자본의 차입이 일어나기 때문에 부채비율을 증가시키는 데에 영향을 끼칠 수 있다는 결론을 얻을 수 있다.

두 번째로 부채비율과 경영성과(ROE)의 관계에서는, 중소기업을 대상으로 부채비율과 수익성을 연구한 선행연구들의 실증연구 결과인 ‘부채비율이 경영성과에 부(-)의 영향을 미친다는’와 동일하게 코넥스 상장 중소기업도 부채비율과 경영성과가 부(-)의 관계에 있음을 알 수 있었다. 이는 결국 부채는 경영성과에 부정적인 영향을 미치고, 그 이유를 부채가 많을수록 이자비용이 높아지고 이에 따라 순이익이 줄어들게 되어 결과적으로 자기자본수익율 ROE에 부정적인 영향을 미친다고 생각해 볼 수 있다.

하지만, 연구의 강건성을 더하고자 실시한 ROA에서는 결과값이 통계적으로 유의미한 관계를 보이지는 않았다. 본 연구와 동일한 모형을 사용하여 우량중소기업을 대상으로 실증분석한 문더큰(2018)의 연구와 다른 결과치이다. 이러한 결과가 나타난 이유로 두 가지가 추론된다. 첫 번째는 연구에서 사용한 데이터의 수가 미흡함에 있다. 실증분석을 할 때 변수들이 서로 영향 관계에 있더라도 데이터가 충분하지 않다면 영향 관계를 감지하지 못할 확률이 올라간다. 본 연구는 표본인 코넥스 시장의 상장기업의 수가 제한적이었고 그 한정된 숫자의 표본에서 최종적으로 활용한 데이터는 모든 변수의 자료를 갖춘 경우 및 외부감사의견이 적정한 경우 등의 요건으로 걸러진 값이었기에 유효성을 입증할 만큼 충분한 데이터값을 갖추지 못하였다고 생각해 볼 수 있다.

부채비율과 경영성과(ROA)의 관계를 검증한 결과 유의한 영향을 보이지 않은 두 번째 이유는 ROA와 ROE의 산출방법 차이 및 연구대상의 높은 부채비율에 있다고 본다. ROA는 당기순이익을 자기자본에 부채를 합한 총자산으로 나누는 반면 ROE는 당기순이익을 자기자본으로 나누어 산출한다. 그래서 부채가 많으면 많을수록 ROE 값은 높아지지만 ROA 값은 0에 수렴하게 된다. 한편, 본 연구의 대상이 된 코넥스 상장기업의 평균 부채비율 값은 464인 반면 선행연구의 경우 109에 불과하다. 높은 부채비율과 산출방법의 차이 때문에 통계의 유의성이 밝혀지지 않은 것으로 추론하고 있다.

마지막으로, 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 미치는 영향에 대해

여 ROE에서는 정(+)의 영향을 보이는 것으로 나타났다. 기업부동산을 매입하면 부채비율이 높아질 수 있고, 부채비율이 높아지면 이자 비용 증가로 인해 경영성과가 안 좋아질 수 있음에도 불구하고, 이 결과로부터 추론할 수 있는 바는 기업부동산의 보유는 경영성과(ROE) 측면에서 긍정적인 역할을 미친다는 것을 알 수 있다. 그 이유는 첫 번째는 안정적인 생산환경을 구축하고 원가절감을 도모하게 하여, 생산활동에 의한 순현재가치(NPV) 증대가 유도된 것이며, 두 번째는 부동산 가치상승을 통한 자산의 증가와 기업이익의 증대를 기대할 수 있기 때문이라 추측한다.

제 3 장 이론적 배경에서 기업부동산이 기업가치에 미치는 영향에 관한 선행연구들은 부(-)의 영향을 미친다, 정(+)의 영향을 미친다, 유의미한 영향을 미치지 않는다 등 결론이 경합하고 있었다. 하지만 본 연구는 중소기업의 경우 기업부동산이 부채비율과 경영성과(ROE) 간 관계에서 정(+)의 조절효과를 발휘하여 긍정적인 역할을 미치고 있음을 밝혀내었다. 이는 우량중소기업의 경우 기업부동산이 레버리지 효과에 정(+)의 영향을 미친다고 주장한 문더큰(2018)의 주장을 재확인함과 아울러 우량중소기업이 아닌 경우에도 기업부동산을 취득하는게 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

한편, 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 미치는 영향에 대하여 ROA에서는 유의미한 관계를 확인할 수 없었다. 이러한 결과가 나온 것 역시 전술한 바와 동일하게 ROA와 ROE의 산출방법의 차이 및 본 연구 대상의 높은 부채비율에 기인한다고 본다. 선행연구는 우량중소기업을 대상으로 하였기에 부채수준이 낮았으나 본 연구는 코넥스 상장중소기업을 대상으로 하여 부채수준이 약 4.25배 높았다. 이러한 높은 부채비율로 인하여 ROA 값은 유의한 영향이 없다고 나온 것으로 추론하고 있다..

6.2 연구의 한계와 시사점

본 연구의 의의는 기존의 대기업 또는 코스닥 및 코스피에 상장된 기업을 위주로 논의되어온 기업부동산의 논의를 중소기업에 확장함에 있다. 또한 기업부동산이 부채비율과 경영성과 간 관계에 미치는 조절효과에 대해 연구하여 학문적인 탐구가 부족했던 영역에 성과를 제공하였다는 데서 의의를 찾을 수 있겠다.

다만, 연구대상 기업의 선정에서 우리나라의 전체 중소기업이 아니라 코넥스 상장 기업을 대상으로 한정하고, 분석대상 기간을 6년으로 제한함으로써 연구결과를 전체 중소기업에 일반화하기에는 문제가 있을 수 있음이 한계로 지적된다.

둘째, 본 연구는 경영성과의 대리변수를 ROA와 ROE로 설정하여 상이한 결과를 도출하였다. 그 원인으로 표본 및 데이터 수를 지목하였고 ROA와 ROE의 산출방법 차이를 지목하였는데 이와 관련하여 또 다른 원인을 제시하지 못하였다는 문제가 있다.

따라서 차후 연구에서는 표본을 늘리고 충분한 데이터를 확보하여 보다 영향력있는 결과를 도출할 수 있기를 기대하고 있다. 이를 위해서는 연구자들이 중소기업의 재무자료에 접근하기 쉽도록 금융당국의 협조가 필요할 것으로 보인다. 또한 표본이 충분한 연구에서도 경영성과를 ROA와 ROE의 설정하였을 때 결과가 상이하다면 그 원인을 새롭게 제시하여야 할 필요가 있다.

앞으로의 연구에서 양적으로도 충분하며 정확하고 신뢰성 있는 자료를 확보하여 본 연구주제에 관련하여 유의한 결론을 도출하고 이를 통해 기업의 입장에서 적용이 가능한 시사점을 제시하기를 바란다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

- 강경모, 전인오. (2007). 코스닥등록 벤처기업의 자본조달방식이 투자 와 경영성과에 미치는 영향. 『벤처경영연구』, 10(3), 129-146.
- 강원철. (2016). 『기업부동산과 기업가치』, 건국대학교 대학원 박사학위 논문.
- 강진수, 심한택. (1998). 부동산보유비율이 주가장부가치에 미치는 영향. 『세무회계연구』, 5(0), 361-744.
- 권오명. (2018). 『중소기업 부동산의 자산관리 효과에 관한 연구』, 강남대학교 대학원 박사학위논문.
- 김문겸, 김순철. (2007). 성장기회가 재무정책에 미치는 영향에 관한 연구. 『중소기업연구』, 29(2), 173-199.
- 김문겸, 김순철. (2012). 부채가 수익성에 미치는 영향에 관한 연구: 중소기업과 대기업의 비교, 『기업경영연구』, 19(3), 47-70.
- 김민체. (2015). 『기업부동산 보유정책과 기업구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구』, 창원대학교 대학원 박사학위논문.
- 김병만. (2018). 기업지배구조와 기업부동산 보유정책과 기업가치와의 관련성: IFRS 도입을 중심으로. 『디지털융복합연구』, 16(9), 125-132.
- 김지수, 정기웅. (1993). 기업의 부동산 보유와 기업가치에 관한 연구, 『재무관리연구』, 19(2).
- 김종재. (2000). 『현대중소기업경영론』. 박영사.
- 문더근. (2018). 『기업부동산이 레버리지와 경영성과간의 관계에 미치는 영향』, 부산대학교 대학원 박사학위논문.
- 신용상. (2006). 경기변동과 중소기업 자금조달간의 관계에 대한 연구. 『금융조사보고서』. 한국금융연구원.

- 유연우, 최창호. (2010). 『중소기업의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구』. 한성대학교 대학원 석사학위 논문.
- 유연우, 최창호. (2011). 자산구성 및 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구. 『생산성논집』, 25(3), 401-425.
- 유연우, 최창호. (2012). 중소기업의 재무컨설팅 활용을 위한 재무구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구. 『디지털융복합연구』, 10(2), 73-82.
- 유연우, 최창호. (2014). 자본조달 수단으로써 부채의 양면성에 관한 연구. 『디지털융복합연구』, 12(6), 115-123.
- 이상호. (2013). 『재무레버리지가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구』, 숭실대학교 대학원 박사학위논문.
- 이소현. (2011). 중소기업의 자본조달에 관한 연구. 『중소기업금융연구』. 73-110
- 이해영, 조명호. (2009). 기업의 소유 및 투자 부동산이 기업 가치에 미치는 영향. 『기업경영연구』. 16(4), 67-81.
- 장원섭, 장지현, 유지은. (2006). 『관계를 통한 학습이 조직성과에 미치는 영향 분석』. 제1회 인적자본 기업패널 학술대회 논문집, 161-199
- 최형석, 변진호. (2013). 코스닥 상장 중소기업의 자본구조와 성과에 관한 연구. 『중소기업금융연구』. 332, 61-81.
- 최효순. (2005). 한국 기업의 부채선택요인과 기업가치 영향. 『증권학회지』. 34(2), 79-121.
- 한광호, 한혜은, 노승한. (2021). 기업의 부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향. 『부동산분석』 7(3), 163-183.
- 취신평. (2014). 『자본구조가 기업가치에 미치는 영향』, 청주대학교 대학원 석사학위논문.

2. 국외문헌

- Baimwera, B., & Muriuki, A. (2014). Analysis of corporate financial distress Determinants: A survey of non-financial firms listed in the NSE. *International Journal of Current Business and Social Sciences*, 1(2), 58-80
- Berryman, J. (1982). Small Business Failure and Bankruptcy: A Survey of the Literature, *European Small Business Journal*, 1, 43-59.
- Blundell, R., Bond, Devereux, M., and F. Shiantarelli. (1992). Investment and Tobin's Q, *Journal of Econometrics*, 51(1/2), 233-257.
- Brounen, D. G. Colliander, and P. M. A. Eichholtz. (2005). Corporate Real Estate and Stock Performance in the International Retail Sector. *Journal of Corporate Real Estate*, 7, 287-299.
- Chaney, Thomas, David sraer, and David Thesmar. (2012). The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment. *American Economic Review*, 102(6), 2381-2409.
- Chittenden, F., G. Hall, and P. Huchinson. (1996). Small firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of issues and an Empirical Investigation, *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.
- Devereux, M. and F. Schiantarelli. (1989). Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from UK Panel Data, *NBER Working Paper*, No. 3116.
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737.
- Easton, P. D., & T.S. Harris. (1991). Empirical Evidence on the Relevance of Earnings and Book Value of Owners' Equity in

- Security Valuation. *Working Paper*. Columbia University.
- F. Modiglian–M.miller. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 262–297.
- F. Modiglian–M.miller. (1963). Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- F. Modiglian–M.miller. and N. Majluf. (1984). Coporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do nott Have, *Journal of Financial Economics*, 132), 187–221.
- Feltham G.A., Ohlson J.A.. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11, 689–731.
- Frank and V. K. Goyal. (2008). Capital structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? . *Financial Management*. 38(1). 1–37.
- Gertler, M. and Gilchrist S. (1994). Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small manufacturing Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, 109(2), 309–340.
- Hall, T. (2012). The Collateral Channel: Evidence on Leverage and Asset Tangibility. *Journal of Corporate Finance*, 18, 570–583.
- Jensen, C. & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Keats, W.B. and Bracker, J.S. (1988). Towards a Therory Small Firm Performance: A Conceptual Model. *American Journal of Small Business*, 12, 41–58.

- Kruas, A. and Lizenberger, R. H. (1973). A State-Reference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28, 911-922.
- Lecornu, M.R., McMahon, R.G.P., Forsaith, D.M. and Stanger, A.M.J. (1996). The small enterprise financial objective function, *Journal of Small Business Management*, 34(3), 1-14.
- Miao, J. and P. Wang. (2014), Sectoral bubbles, misallocation, and endogenous growth, *Journal of Mathematical Economics*, 53, 153-163.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach, *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from 1994-1998 Spanish Panel Data, *Small Business Economics*, 25(5), 447-457.
- Welsh, J. A. and J. F. White. (1981). A Small Business is Not a Little Big Business, *Harvard Business Review*, 59(4), 18-32.

ABSTRACT

The Effect of Corporate Real Estate on Debt Ration and Business Performance

Lee, Kyu-Hwang

Major in Smart Convergence
Consulting

Dept. of Smart Convergence
Consulting

The Graduate School

Hansung University Knowledge
Service & Consulting

Corporate real estate affects the overall business management. It accounts for the largest share of a company's total assets, and the cost structure of various business divisions depends on the presence and extent of corporate real estate. In addition, corporate real estate can contribute to improving corporate profitability by stably establishing a corporate production environment or realizing capital gains. On the other hand, it can lead to bankruptcy by worsening liquidity and increasing the debt ratio. Therefore, companies should recognize the importance of real estate and make strategic decisions.

However the impact of corporate real estate on corporate management needs to be analyzed separately for large enterprises and small and medium-sized enterprises. Small and medium-sized enterprises are different in size from large enterprises so the impact of corporate real estate on them can act differently. In addition the financing method of SMEs relies on indirect financing, and the case in

which corporate real estate plays a decisive role as collateral in indirect financing shows the need to differentiate research between large enterprises and SMEs.

Nevertheless, studies conducted on SMEs are insufficient. In particular studies on the effect of corporate real estate on business value stock price of small and medium-sized enterprises have been conducted relatively recently but only two studies on the effect of corporate real estate on business performance have been conducted in KOREA. Motivation to do research.

So, this study tested three hypotheses. The first is the relationship between corporate real estate and debt ratio, the second is the relationship between debt ratio and management performance, and finally the moderating effect of corporate real estate on the relationship between debt ratio and management performance.

Considering the previous research, there are not many studies on the relationship between debt ration and management performance, but there was only one study that verified the relationship using corporate real estate as a parameter. This study is significant in that it reaffirms the claims of that one study and provides academic achievements in areas that are lacking.

The research methods of this study were literature research and empirical analysis. Relevant theories and literature at home and abroad were examined, and the concepts of SMEs, corporate real estate, debt ratio, and management performance were defined. By examining prior research, we identified the limitations of existing research and set the research direction to compensate for them. In addition, through literature research, the basis for the research hypothesis and research model was prepared, and operational definitions were made for each variable. In addition, using a sample of KONEX listed companies, the above three hypotheses were empirically analyzed.

As a result of the study, the result of verifying the effect between corporate real estate and debt ratio confirmed a significant effect under a one-sided test. These results can be attributed to the fact that SMEs raising debt through loans raised the loan limit by using real estate as collateral or that the debt ratio increased because borrowing occurred in the process of acquiring real estate. Next, no significant relationship could be found between the debt ratio and ROA. However, it was confirmed that there is a negative(-) relationship between debt ratio and ROE. In other words, the higher

the debt ratio, the lower the return on equity of the company. Finally as a result of analyzing the effect of corporate real estate on the relationship between debt ratio and business performance, no significant effect was found when the dependent variable was ROA, but a positive(+) effect was found when the dependent variable was ROE. In other words, it was confirmed that corporate real estate has a positive(+) moderating effect and is helpful to business performance.

The limitation of this study is that the sample target is KONEX listed SMEs, and the analysis period is limited to six years from 2016 to 2021, indicating that the sample number is small. Therefore, it is difficult to generalize the results of the study to all small and medium-sized enterprises. In future studies It is necessary to expand the target and time period.

【Keywords】 Corporate Real Estate(CRE), Debt ratio, Management Performance, SMEs