

석사학위논문

중소기업의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구

- 신용보증기금의 경영컨설팅 수행기업과 비수행기업에 대한
비교를 중심으로 -



한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

지식서비스&컨설팅학과

매니지먼트컨설팅전공

권갑용

석사학위논문
지도교수 박현우

중소기업의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구

－ 신용보증기금의 경영컨설팅 수행기업과 비수행기업에 대한
비교를 중심으로 －

A Study on the Effects of Capital Structure on Management
Performance in Small and Medium sized Corporations
－Focused on the Comparision Consulted corporations and
Non-consulted corporations using KCGF－

2013년 6월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

지식서비스&컨설팅학과

매니지먼트컨설팅전공

권갑용

석사학위논문
지도교수 박현우

중소기업의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구

－ 신용보증기금의 경영컨설팅 수행기업과 비수행기업에 대한
비교를 중심으로 －

A Study on the Effects of Capital Structure on Management
Performance in Small and Medium sized Corporations

－Focused on the Comparision Consulted corporations and
Non-consulted corporations using KCGF－

위 논문을 컨설팅학 석사학위 논문으로 제출함

2013년 6월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

지식서비스&컨설팅학과

매니지먼트컨설팅전공

권갑용

권갑용의 컨설팅학 석사학위논문을 인준함

2013년 6월 일



심사위원장 _____인

심 사 위 원 _____인

심 사 위 원 _____인

국 문 초 록

중소기업의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구 - 신용보증기금의 경영컨설팅 수행기업과 비수행기업에 대한 비교를 중심으로 -

한성대학교
지식서비스&컨설팅대학원
지식서비스&컨설팅학과
매니지먼트컨설팅 전공
권 갑 용

본 연구는 중소기업의 경영성과에 미치는 여러 가지 변수 중 자본구조에 초점을 맞추어 경영성과중 수익성, 성장성 및 유동성에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해 검증함을 목적으로 하고 있다.

본 연구의 대상은 신용보증기금에서 2009년부터 2011년 까지 경영컨설팅을 수행한 156개 업체와 같은 기간 내에 경영컨설팅을 수행한 사실이 없는 183개 중소기업을 대상으로 부채비율, 자기자본증가율, 자본구조를 독립변수로 수익성, 성장성, 유동성을 종속변수로 정하고 이들의 상관관계를 실증적으로 분석하였다. 실증분석 결과,

첫째, 부채비율과 수익성, 자본구조와 수익성의 관계에서는 각각 컨설팅수행기업이 컨설팅비수행기업 보다 긍정적인 영향을 더 미치는 것으로 나타났다.

둘째, 부채비율과 성장성, 자기자본증가율과 성장성 그리고 자본구조와 성장성의 관계에서도 각각 컨설팅수행기업이 컨설팅비수행기업 보다 더 긍정적

인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

결국, 컨설팅수행기업이 컨설팅비수행기업 보다 자본구조가 수익성, 성장성의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

하지만 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫째, 신용보증기금을 이용하고 있는 컨설팅수행기업 156개, 컨설팅비수행기업 183개만을 대상으로 했다.

둘째, 컨설팅수행기업과 컨설팅비수행기업간 표본의 선정기준이 다르다는 것이다.

셋째, 경영성과에 영향을 미치는 요인은 부채비율, 자기자본증가율 외에도 여러 가지 요인이 있을 수 있다.

앞으로 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 대한 추가 연구에서 상기와 같은 문제점이 보완되길 바란다.

【주요어】 자본구조, 부채비율, 경영성과

목 차

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구의 목적	1
제 2 절 연구의 방법 및 범위	2
제 3 절 논문의 구성	3
제 2 장 이론적 배경 및 선행연구	4
제 1 절 이론적 배경	4
1. 자본구조이론의 의의	4
2. 자본구조이론	4
1) 전통적 자본구조이론	4
2) MM의 무관련이론	6
3) MM 이후의 자본구조이론	8
가. MM의 수정이론	8
나. Miller의 균형부채이론	9
다. 파산비용이론	9
라. 대리인이론	11
마. 신호이론	13
바. 자본조달순위이론	14
제 2 절 선행연구	16
1. 해외 선행연구	16
2. 국내 선행연구	17

3. 선행연구와 차이점	21
제 3 장 연구설계	24
제 1 절 연구가설의 설정	24
제 2 절 변수의 조작적 정의.....	28
1. 변수의 개요	28
2. 독립변수	28
3. 종속변수	29
제 3 절 표본기업의 선정과 분석방법	31
1. 표본기업의 선정	31
2. 분석방법	32
제 4 장 연구결과	33
제 1 절 표본 구성과 특성	33
1. 표본기업의 일반적 특성	33
2. 변수의 정의	34
3. 각 변수들 간의 기술통계량 분석	35
4. 컨설팅수행여부에 따른 차이 비교	35
5. 각 변수들 간의 상관관계 분석	36
제 2 절 연구가설의 회귀분석 검정결과	38
1. 부채비율과 종속변수의 영향관계	38
1) 부채비율과 수익성의 영향관계	38
2) 부채비율과 성장성의 영향관계	39

3) 부채비율과 유동성의 영향관계	41
2. 자기자본증가율과 종속변수의 영향관계	43
1) 자기자본증가율과 수익성의 영향관계	43
2) 자기자본증가율과 성장성 영향관계	45
3) 자기자본증가율과 유동성의 영향관계	47
3. 자본구조와 종속변수의 영향관계	49
1) 자본구조와 수익성의 영향관계	49
2) 자본구조와 성장성의 영향관계	51
3) 자본구조와 유동성의 영향관계	53

제 5 장 결 론 57

제 1 절 연구결과 및 시사점.....	57
-----------------------	----

제 2 절 연구의 한계점 및 제언.....	60
-------------------------	----

[참고문헌] 61

ABSTRACT 66

[표 목 차]

[표2-1] 자본구조가 기업 가치에 미치는 영향에 관한 이론 요약	15
[표2-2] 자본구조가 기업 가치에 미치는 영향에 대한 선행연구 요약.....	22
[표3-1] 연구가설의 요약	27
[표4-1] 표본기업의 일반적 특성	33
[표4-2] 표본기업의 자산규모별 특성	34
[표4-3] 변수의 정의	34
[표4-4] 각 변수들 간의 기술통계량 분석결과	35
[표4-5] 컨설팅수행 여부에 따른 차이 비교	36
[표4-6] 각 변수들 간의 상관관계 분석결과	37
[표4-7] 부채비율과 수익성에 대한 회귀분석	39
[표4-8] 부채비율과 성장성에 대한 회귀분석	41
[표4-9] 부채비율과 유동성에 대한 회귀분석	43
[표4-10] 자기자본증가율과 수익성에 대한 회귀분석	45
[표4-11] 자기자본증가율과 성장성에 대한 회귀분석	47
[표4-12] 자기자본증가율과 유동성에 대한 회귀분석	49
[표4-13] 자본구조와 수익성에 대한 회귀분석	51
[표4-14] 자본구조와 성장성에 대한 회귀분석	53
[표4-15] 자본구조와 유동성에 대한 회귀분석	55
[표4-16] 연구가설의 검정결과 요약	56

[그림목차]

[그림 3} 가설검증 연구모형 설명도	26
----------------------------	----



제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

우리나라는 70년대 이후 정부주도의 강력한 성장정책을 앞세워 단기간 내에 급속한 경제발전을 이루어왔다. 이 과정에서 대기업들은 정부의 각종 정책금융 등을 레버리지로 활용하여 규모를 키울 수가 있었다. 그러나 1997년도 외환위기를 거치면서 자본구조가 취약했던 국내기업들은 높은 부도율과 실업률을 기록하게 되었으며 부채의존도가 높은 국내기업들은 자본구조에 대한 변화가 요구되었다. 이를 계기로 기업의 현실에 맞는 적정 부채를 찾는 최적자본구조에 대한 많은 연구들이 이루어져 왔다.

기존 최적자본구조를 찾는 대부분의 연구들이 주권상장기업과 코스닥 등록 기업들을 대상으로 한 연구들에 집중되었던 반면에 중소기업의 경우 대기업에 비해 상대적으로 자기자본 확보가 불리하여 자본구조가 취약하고 타인자본조달 측면에서도 대기업에 비해 절대적으로 불리한 입장에 있어 적정부채 규모를 찾고자 하는 노력이 더욱 더 필요했음에도 불구하고 중소기업의 자본구조에 대한 실증연구는 다소 부족한 것이 현실이었다.

이론적으로 자본구조란(capital structure) 타인자본과 자기자본의 구성비율을 말한다. 기업의 대차대조표를 분석하면 차변은 기업이 투자한 내역을 보여주고, 대변은 이를 위해 조달한 자본의 형태를 보여준다. 자본구조이론의 핵심은 다른 모든 조건이 동일한 경우 자본구조(부채비율)의 변화가 기업가치 또는 가중평균자본비용(WACC:weighted average cost of capital)에 영향을 미치는지 여부와 영향을 미친다면 기업 가치를 극대화 또는 가중평균자본비용을 극소화할 수 있는 부채비율을 찾고자 하는 것이다. (김승원,2010:176)

전통적으로 자본구조가 기업 가치에 영향을 준다는 이론에는 크게 2가지 이론으로 나누어진다. 자본구조가 기업 가치와는 무관하다는 자본구조 무

관련이론과 기업 가치에 영향을 준다는 최적자본구조 이론이다. 실제 시장의 불완전성이라는 현실을 고려할 때 자본구조가 기업 가치에 영향을 준다는 최적자본구조 이론을 현재 대다수의 연구가 지지하고 있는 입장이다. 이론적으로는 타인자본 의존도에 따라 자기자본의 한계비용과 가중평균자본비용이 일치하는 점이 최적자본구조가 된다. 그러나 실제 기업에서는 자본구조를 변화시키면 이에 따른 자기자본의 한계비용과 가중평균자본의 한계비용을 계산하는 것이 매우 어렵다. 따라서 기업에서는 차선의 방법으로 기업의 자본구조를 결정하는 여러 요인들을 분석하여 각자의 기업에 맞는 적절한 자본구조를 취하는 것이 현실적인 상황이다. (손옥하,2003:1)

본 논문에서는 신용보증기금을 이용하고 있는 중소기업 중 2009년부터 2011년 까지 경영컨설팅을 받은 기업과 같은 기간 컨설팅을 받은 사실이 없는 기업을 상대로 자본구조와 이의 하위변수인 부채비율과 자기자본증가율이 기업의 수익성, 성장성 및 유동성에 미치는 영향을 각각 실증분석함으로써 중소기업 경영컨설팅에 도움을 주고자 하는 것이 연구의 목적이자 기존 연구와의 차별성이 있다고 할 것이다.

제 2 절 연구의 방법 및 범위

본 연구는 중소기업의 경영성과에 미치는 여러 가지 변수 중 부채비율, 자기자본증가율의 자본구조에 초점을 맞추어 경영성과중 수익성, 성장성과 유동성에 어떠한 영향을 미치는지 또한 경영컨설팅을 수행한 업체와 그렇지 않은 업체 간에 차이가 있는지에 대해 분석하고자 한다.

본 연구의 대상은 신용보증기금을 이용하고 있는 중소기업 중 2009년부터 2011년 까지 신용보증기금이 수행하고 있는 창업컨설팅을 포함하여 직접 경영컨설팅을 수행한 156개 업체와 같은 기간 내에 경영컨설팅을 수행한 사실이 없는 183개 기업을 대상으로 2011년도 부채비율과 자기자본증가율, 자본구조를 각각 독립변수로 수익성, 성장성, 유동성을 각각 종속변수로 정하고

이들의 상관관계를 실증적으로 분석하여 자본구조와 경영성과와의 관계를 검증하고자 하였다.

제 3 절 논문의 구성

본 논문은 모두 5장으로 구성되어 있다. 우선, 제1장 서론에서는 연구의 목적을 간략히 설명하였고 연구의 범위와 논문의 구성에 대해 설명하였다. 제2장에서는 자본구조와 기업가치 간의 관계에 대한 이론적 배경 및 선행 연구에 대해 고찰하였으며, 제3장에서는 연구의 목적 달성을 위한 실증분석의 절차로서 연구가설을 도출 및 설정하여 실증분석의 방법을 서술하였으며, 제4장에서는 독립변수와 종속변수들 간의 기술통계량분석, 상관관계 분석 및 회귀분석을 통한 실증분석 결과를 바탕으로 연구가설을 검증하였다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구의 결론과 정책적 시사점을 도출하고 한계점을 밝혀 앞으로의 연구방향을 제시하였다.

제 2 장 이론적 배경 및 이론연구

제 1 절 이론적 배경

1. 자본구조이론의 의의

자본구조란(capital structure) 장기타인자본과 자기자본의 구성 비율을 말한다. 한편, 자본구조의 비슷한 개념으로 재무구조가 있는데, 재무구조는 대차대조표 대변의 모든 항목의 구성형태를 말한다. 그러나 일반적으로 자본구조와 재무구조를 구분하지 않고 동일한 의미로 사용한다.

기업의 대차대조표를 분석하면 차변은 기업이 투자한 내역을 보여주고, 대변은 이를 위해 조달한 자본의 형태를 보여준다. 자본구조이론의 핵심은 다른 모든 조건이 동일한 경우 자본구조(부채비율)의 변화가 기업가치 또는 가중평균자본비용(WACC: weighted average cost of capital)¹⁾에 영향을 미치는지 여부와 영향을 미친다면 기업 가치를 극대화 또는 가중평균자본비용의 극소화할 수 있는 부채비율을 찾고자 하는 것이다.(김승원,2010:176)

2. 자본구조 이론

1) 전통적 자본구조 이론.(김승원,2010:178~180)

가. 순이익접근법(net income approach: NI 접근법)

1) 기업자본을 형성하는 각 자본의 비용을 자본구성비중에 따라 가중평균한 것으로 투자결정의 기준이 된다. 사채,차입금 등 타인자본비용과 자기자본비용을 산정한 후 자본구조의 선택에 의해서 가중평균자본비용을 산정하여 그것을 투자결정의 기준으로 삼는다. 따라서 자본구조가 달라짐에 따라 가중평균자본비용도 다르게 나타난다.

*WACC=(타인자본비용× 타인자본구성 비율) + (자기자본비용× 자기자본구성 비율)

기업의 부채비율이 증가할수록 기업가치가 증가하여 100%부채로 자본을 조달할 때 최적자본구조가 된다는 이론이다. 순이익접근법은 ①자본구조와 관계없이 타인자본비용과 자기자본비용은 일정하다. ②항상 자기자본비용은 타인자본비용보다 크다 라는 전제를 가정으로 한다. 즉, 타인자본비용이 자기자본비용보다 저렴하기 때문에 부채비율이 증가하면 타인자본의 가중치가 커져 가중평균자본비용은 감소하게 된다. 따라서 모든 자본을 부채로 조달하는 경우에 기업가치가 극대화된다. 하지만 부채비율이 증가하면 부채비용의 저렴효과로 가중평균자본비용이 감소하는 장점만을 고려할 뿐 부채비율 증가에 따라 재무위험도 증가하여 자기자본비용(주주의 요구수익률)과 타인자본비용이 증가된다는 점을 간과하고 있다.

나. 순영업이익접근법(net operating income approach)

Miller-Modigliani이론의 논리적 배경이 된 이론으로서 가중평균자본비용은 부채비율에 관계없이 일정하기 때문에 기업가치는 자본구조와 무관하다는 이론이다. 이 이론은 ①타인자본은 부채비율과 관계없이 항상 일정하다. ②기업가치란 미래영업이익을 가중평균비용으로 할인한 것으로 자본구조에 관계없이 항상 일정하다 라는 전제를 가정으로 한다. 즉, 부채사용이 증가하면 부채의 저렴효과로 인한 가중평균자본비용이 하락하게 되지만 반대로 재무위험도 높아져 자기자본비용이 증가하게 되어 부채의 저렴효과를 정확히 상쇄하여 가중평균비용은 부채비율에 관계없이 항상 일정하게 되고 기업가치도 일정하게 된다는 이론이다.

부채사용 증가로 자기자본비용이 높아지는 점은 고려했지만, 타인자본비용도 높아질 수 있음을 간과했다. 일반적으로 부채비율이 증가하면 재무위험이 높아져 타인자본비용도 증가하게 된다.

다. 전통적 접근법(traditional approach)

기업의 부채비율이 증가하면 일정비율까지는 기업가치가 상승하나 일정

비율을 초과하면 기업가치가 감소한다는 이론이다. 전통적 접근법은 부채 비율이 증가하면 재무위험의 증가에 따라 타인자본비용과 자기자본비용이 상승한다고 전제하고 있다. 즉, 일정 부채비율 까지는 부채의 저렴효과가 자기자본비용의 상승효과보다 커서 가중평균자본비용이 하락하지만 일정 부채비율을 초과하면 자기자본비용의 상승효과가 부채의 저렴효과 보다 커서 가중평균자본비용은 상승하게 된다. 하지만 이 이론은 최적자본구조가 존재하는 부채비율을 구체적으로 설명하지 못하는 문제점이 있다.

2) Miller-Modigliani의 무관련이론

(Miller-Modigliani, 1958: 262~297)는 그 당시 까지 믿어 오던 최적 자본구조가 존재한다는 전통적인 자본구조이론을 부정하고 기업이 부채비율을 증가시키더라도 기업의 가치는 일정하게 유지된다고 하는 것을 수학적으로 증명하였다. Miller-Modigliani는 무관련이론을 증명하기 위해서 다음과 같이 가정하였다.

첫째, 자본시장에서는 어떠한 마찰적 요인도 존재하지 않는다. 즉, 증권을 거래하거나 자본을 조달하는데 아무런 거래비용과 제한이 없다. 따라서 모든 투자자들은 무위험수익률로 자금을 자유롭게 빌리고 빌려줄 수 있다.

둘째, 기업이나 투자자의 부채는 무위험부채이다. 따라서 부채에 대한 이자율은 무위험수익률과 동일하며, 기업과 개인에 대한 이자율은 무위험수익률과 같다.

셋째, 모든 기업은 영업위험이 동일한 동질적 위험집단(homogeneous risk-class)으로 구분될 수 있다.

넷째, 매기간의 현금흐름은 모두 일정하며 영구적으로 발생한다.

다섯째, 법인세나 개인소득세와 같은 세금은 존재하지 않는다.

MM은 위와 같은 가정과 시장이 일시적으로 불균형상태일 경우 투자자들은 추가적인 위험을 부담하지 않으면서 과대평가된 자산을 매각하고 과소평가된 자산을 매입함으로써 이익을 얻는다는 차익거래(arbitrage process)의 개념을

이용하여 다음과 같은 결과를 증명하였다.

명제1) 기업 가치는 자본구조와 무관하다. 즉, 기업의 가치는 기대영업이익을 영업위험이 동일한 기업군에 적용되는 할인율로 할인함으로써 결정되며, 자본을 부채로 조달하느냐와 자기자본으로 조달하느냐 하는 것에 의해 영향을 받지 않는다.

명제2) 기업의 자기자본비용은 부채비율의 증가에 따라 비례적으로 증가하며, 총자본비용과 재무위험 프리미엄의 합계로 이루어져 왔다. 부채비율이 증가함에 따라 자기자본비용은 비례적으로 증가하지만 부채의 자본비용이 자기자본비용에 비해 상대적으로 저렴하기 때문에 자기자본비용의 증가와 저렴한 부채비용의 이점이 정확히 상쇄되어 가중평균자본비용은 일정하게 유지된다.

명제3) 신규투자안의 절사율(cut-off rate)은 투자소요자금의 조달방법과 무관하다.

명제1의 의미는 기업 가치는 기업의 기초가 되는 실물자산의 수익력과 위험도에 의해 결정되며, 자본조달을 위해 부채와 자기자본으로 어떻게 나누어 발행하는 가와는 무관하다는 것이다. 명제2는 명제1을 자본비용의 개념으로 표현한 것이다. 명제3은 자본구조이론을 새로운 투자안의 평가에 적용시킨 것으로 새로운 투자안의 가치도 기업 가치와 마찬가지로 자본구조와 무관하게 결정된다는 것이다.

한편, Miller-Modigliani는 자본구조이론의 발전에 지대한 공헌을 하였지만 Miller-Modigliani이론은 현실적으로 다음과 같은 한계점을 갖고 있다

첫째, 완전자본시장을 가정했다는 것이다. 그러나 현실적으로 자본시장은 불완전하기 때문에 자본구조와 기업가치가 무관할 정도의 차이거래는 활발히 일어날 수 없다.

둘째, 모든 기업을 영업이익이 동일한 동질적위험집단으로 분류할 수 있다고 가정했다는 것이다. 그러나 현실적으로 모든 기업을 동질적 집단으로 분

류하기는 어렵다.

셋째, 부채사용에 따른 재무적 곤경위험을 고려하지 않았다는 것이다.

넷째, 개인투자자가 기업과 마찬가지로 얼마든지 차입이 가능하다고 가정했다는 것이다. 그러나 개인이 기업과 같은 조건으로 차입이 가능하다는 가정은 비현실적이다.

마지막으로 대리인비용(agency cost), 정보비대칭(information asymmetry)의 문제를 고려하지 않았다. (김승원,2010:186)

3) Miller-Modigliani 이후의 자본구조이론

Miller-Modigliani 이후의 자본구조에 관한 연구는 Miller-Modigliani의 가정을 완화하여 법인세 및 개인소득세, 파산비용, 대리인비용, 정보비대칭 등을 고려하였으며 자본시장의 불완전성으로 자본구조와 기업가치는 무관련이 아니고 관련이 있으며, 이러한 가정 하에 기업가치를 극대화시키는 최적자본구조가 존재한다는 것이다.

가. Miller-Modigliani의 수정이론(법인세효과 고려)

(Miller-Modigliani,1963:433~443)는 1958년의 연구에서 법인세가 없다면 최적자본구조가 있을 수 없다는 자본구조와 기업가치의 무관련성을 주장하였으며, 1963년의 연구에서 여러 가지 시장불완전 요인 중에서 제일 먼저 법인세가 존재하지 않는다는 가정을 완화하였다. 이자비용은 세금이 공제되기 때문에 이자비용 보다 더 많은 영업이익을 벌어들이는 한 부채사용에 따른 감세효과는 계속해서 발생한다. 따라서 기업가치는 감세액의 현가만큼 증가하게 된다. 수정이론에 따르면 기업은 100%에 가까운 부채를 조달함으로써 감세액의 현가를 최대화할 수 있으며, 이때 기업 가치를 극대화할 수 있는 최적자본구조에 이를 수 있게 된다고 주장하였다.

나. Miller의 균형부채 이론(개인소득세 효과 고려)

밀러(M.H Miller, 1977:261~275)는 1977년의 연구에서 이자소득에 대한 개인소득세율이 누진적이고 주식투자소득에 대한 개인소득세율이 “0”이라는 가정하에 경제전체의 부채발행량이 균형에 도달하면 부채의 이용에 따른 법인세 절감효과는 이자소득세 효과에 의해 완전히 상쇄되기 때문에 법인세뿐만 아니라 개인소득세를 동시에 고려할 경우 자본구조가 기업 가치에 영향을 미치지 않게 된다고 주장하였다.

Miller에 의하면 사회 전체적인 부채의 수요와 공급이 일치하는 균형을 이루는 부채규모가 존재하지만 개별기업의 부채수준은 기업가치와 무관하다. 법인세만을 고려하는 경우, 부채의 법인세 절감효과가 존재하므로 부채사용 증가는 기업가치 및 주주의 부에 대하여 유리한 효과를 갖는다.

그러나 개인소득세만을 고려하면 부채의 개인소득세율이 보다 크기 때문에 부채의 증가는 기업가치 및 주주의 부에 대하여 불리한 효과를 갖는다. 따라서 법인세와 개인소득세를 함께 고려하면 위의 두 가지 상반된 효과가 정확히 상쇄되어 부채이용의 세금효과가 “0”으로 된다는 것이다. 그러므로 Miller의 결과는 법인세와 개인소득세를 고려하는 경우에도 기업가치는 자본구조와 관련이 있으며, 본래의 Miller-Modigliani의 명제1이 성립한다는 것이다.

한편, (DeAngelo와Masulis1980:3~27)는 1980년의 연구에서 부채의 법인세 절감효과 이외에도 감가상각이나 투자지출의 세액공제 등을 활용하여 법인세를 절약할 수 있기 때문에 균형시장에서도 개별기업들의 최적자본구조가 존재한다고 주장하였다. 그들에 의하면 기업이 얻을 수 있는 법인세 절약효과는 일정한 한도가 있으며, 현실적으로 기업의 이익이 적으면 법인세 효과를 충분히 얻을 수 없게 된다.

다. 파산비용이론

Miller-Modigliani의 자본구조이론에서는 파산비용을 고려하지 않았다.

그러나 현실적으로 부채비율이 높아지면 미래 경제상황의 변동에 따라 파산위험이 커지게 된다. 기업이 파산하게 되면 이에 직접·간접적인 비용을 수반하게 되는데 그 비용은 기업 가치에서 지급해야 한다.

부채비용은 한편으로 법인세의 감세효과를 가져다 주지만 다른 한편으로는 부채를 사용함으로써 파산비용이 증가하는 효과를 가져 온다. 이러한 파산비용은 첫째, 기업이 파산하게 되면 소유하고 있는 자산을 정당한 가치 보다 낮게 처분함으로써 입는 기업의 손실, 둘째, 기업의 파산과정에서 발생하는 법적 처리나 관리비용, 셋째는 기업 재조직(reorganization) 되는 경우 기업 이미지의 실추 때문에 고객을 잃고 거래처를 상실하게 되며 자본조달이 가능하더라도 높은 비용을 지불하게 된다는 것이다.

기업이 부채 사용을 증가시키면 한편으로는 법인세 절감이라는 긍정적인 효과가 발생되지만 다른 한편으로는 재무적 곤경비용을 초래한다. 따라서 부채는 기업 가치에 긍정적 영향과 부정적 영향을 동시에 미친다는 것이다. 즉, 기업의 부채비율이 낮은 수준에서는 부채사용에 따른 법인세 절감효과가 파산비용의 현가 보다 커서 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치지만, 부채비율이 일정수준을 초과하면 파산비용의 현가가 법인세 절감효과를 초과하여 기업 가치는 하락하게 된다는 것이다. 결국 법인세와 파산비용을 고려할 경우 기업의 부채비율이 높아지면 법인세 절감효과가 존재하지만 반대로 부채 사용 증가로 인해 기업은 파산 가능성이 증가하게 된다. 이와 같이 파산 비용이론은 두 효과가 상충관계에 있으므로 적절한 부채비율이 기업의 가치를 극대화할 수 있다는 이론이다.(김승원,2010:190~191)

(Kraus-Litzenberger,1973:september)는 1973년의 연구에서 기업가치 결정모형에 세금효과와 파산비용을 처음으로 도입하였다. 이들은 완전자본시장하에서는 Miller-Modigliani이론이 맞지만 파산의 위험을 고려할 때는 최적자본구조가 존재한다는 것을 상태선호모형으로 설명하였다. 즉, 상태선호모형(state-preference model)을 통해 부채가 갖는 세금효과와 파산비용 사이의 상충관계 의하여 최적자본구조가 존재한다는 것이다. 이는 불확실성하에서의

재무구조를 설명하는 모형으로 증권을 상태에 따라 달라지게 되는 청구권으로 가정하고 이들의 가격이 어떻게 결정되어 지는가를 설명했다. 여기서는 상태에서 파산의 경우를 감안하여 모형을 설계함으로써 파산위험을 설명했는데 기업의 자본구조의 최적화는 부채비용의 세금효과와 파산비용 사이의 관계에 의해 결정된다고 하였다.

라. 대리인 이론

주식회사는 소유와 경영이 분리되어 있어 경영자(대리인)는 주주를 대신하여 기업에 관련된 의사결정을 한다. 그러나 주주와 경영자는 이해관계가 서로 상충되어 경영자는 주주의 부를 극대화하기 보다는 자신의 이익을 극대화하려는 의사결정을 하게 되어 주주 부의 극대화가 이루어지지 않게 된다. 이를 대리인 문제라고 한다.(김승원,2010:192)

(Jensen-Meckling,1976:305~360)은 기업의 소유경영자가 어떤 투자안을 수행할 때에 필요자금을 유상증자를 통해서 조달하면 자기자본의 대리비용이 발생하게 될 것이고 이를 발생하지 않게 하기 위해서 투자자금을 부채로 조달할 수 있겠지만 이때에는 부채의 대리비용이 발생하게 된다고 주장하였다. 그러나 기업의 가치를 감소시키는 것은 이 두 가지 대리비용의 합인 총대리비용이므로 이를 최소로 하는 수준에서 부채를 조달할 경우 최적자본구조가 달성될 수 있게 된다.

그는 대리인 비용을 그 발생형에 따라 감시비용, 확증비용, 잔여손실로 분류했다. 감시비용은 대리인의 행위가 위임자의 목적으로 부터 이탈하지 않도록 감시하는데 발생하는 비용이고 이와는 반대로 확증비용은 대리인이 자신의 행위가 위임자의 목적에 해가 되지 않는다는 것을 위임자에게 알리기 위해 지출하는 비용을 말하며, 잔여손실은 감시 또는 구속이 적절히 이루어진다고 하더라도 일어날 수 있는 대리인과 주체간의 의사결정의 괴리에서 오는 기업의 가치감소를 말한다. 이와 같이 대리인 비용을 사용하면 사용하지 않았을 때보다 대리인 문제가 발생하였을 경우 기업가치가

더 커진다고 설명하고 있다.

(Stewart C. Myers, 1977: 147~175)는 기업의 성장기회를 일종의 옵션으로 보고 이 옵션이 주주의 이익을 위해서 행사가 되면 채권자의 이익에 반대되는 의사결정을 가져오게 되므로 기업의 가치가 하락한다고 설명하면서 이와 같이 주주가 채권자의 이익을 해치는 대리인 문제를 야기하는 경우를 2가지로 제시했다. 첫째로 과소투자의 문제를 들 수 있는데 기업이 가지고 있는 어떠한 성장기회, 즉, NPV(net present value)²⁾가 (+)의 부호를 가진 투자안이 있다고 가정할 때 성장기회에서 얻을 수 있는 이익이 부채의 비용을 감당하기에 충분하지 않을 경우에는 성장기회가 기업 가치를 증가시키는데 기여하더라도 주주의 입장에서는 자신들에게 이익이 오지 않기 때문에 옵션, 즉, 성장기회를 행하지 않는다는 것이다. 둘째로 자산대체의 문제인데 주주의 입장에서 두 가지의 성장기회를 행사할 수 있는 기회가 있을 때 이미 약정된 일정량의 부채비용을 커버하고 남은 부문에 대해서 주주의 이익이 실현되므로 주주의 입장에서는 가능성을 무시하고 성장기회로 인한 이익의 크기만을 고려하는 의사결정을 내릴 수 있다는 것이다. 채권자의 경우 의사결정에 관한 권한이 없으므로 주주의 측면에서 위험한 성장기회 즉, 위험자산으로 기업의 부를 이전시키려는 성향이 강하게 반영되어 이럴 경우 안전한 자산에서 위험한 자산으로의 대체가 이루어진다는 것이다. Myers는 이와 같은 2가지 경우를 볼 때, 채권자의 경우 자신의 이익을 위해서 높은 보상을 원하게 되고 이는 기업가치 하락으로 이어진다고 주장했다.

(Barnea, Haugen & Senbet, 1981: 7~12)는 대리비용을 발생원천에 따라 자기자본의 대리비용인 특권적 소비와 부채의 대리비용인 과대 위험유인, 과소 투자유인 등으로 분류하였다. 또한, 기업이 외부주주와 채권자들로 부터 자금

2) 어떤 사업의 가치를 나타내는 척도 중 하나로서, 최초 투자 시기부터 사업이 끝나는 시기까지의 연도별 순편익의 흐름을 각각 현재가치로 환산하여 합하여 구할 수 있다. 순현재가치법(줄여서 순현재가치법 또는 NPV법)은 NPV를 계산하여 투자가치를 판단하는 방법이다. NPV가 0보다 크면 투자가치가 있는 것으로, 0보다 작으면 투자가치가 없는 것으로 평가한다.

을 조달하는 경우에는 투자기회가 확대되어 기업의 수익력이 향상되며 부채 사용에 의한 세금절감 등과 같은 이익이 발생하는 한편, 외부소유자의 비율이 높아짐에 따라 경쟁적 요인이 증가하여 대리비용도 상승한다고 보았다. 즉, 외부 소유자들로 부터 조달되는 외부금융이 증가하면 외부금융의 이득과 대리인의 비용이 증가하기 때문에 기업은 외부금융 이득이 대리인 비용을 완전히 상쇄할 때까지 외부금융을 증가시킬 것이고 외부금융 이득이 완전히 상쇄하는 수준에서 최적자본구조가 존재하게 된다고 했다.

마. 신호이론

신호이론은 비대칭 정보를 고려한 자본구조이론으로 현실적인 자본시장에서는 모든 투자자가 동일한 정보를 갖고 있지 않기 때문에 정보우월자와 정보열등자가 존재하는 정보비대칭이 존재한다는 전제하에 성립된 이론이다. 현실적으로 기업의 미래성과에 대한 정보가 투자자들 보다 경영자들에게 많기 때문에 경영자와 투자자들의 이질적인 예측을 가져온다. 이러한 정보 불균형하에서 경영자는 주주의 부를 증대시킬 수 있는 방향으로 자신의 정보를 주주들에게 전달해 주어야 하는데 신호이론은 경영자의 의사결정이 기업의 미래성과에 대한 정보를 투자자들에게 전달해주는 역할을 한다는 이론이다. 따라서 자본구조에 대한 경영자의 의사결정도 기업의 미래성장에 대한 정보를 주주들에게 전달해 주는 수단으로 이용될 수 있다.(김도희,2002:32)

(Ross,1977:23~40)의 신호전달이론은 경영자가 기업의 질적 내용에 관한 시장의 신호로서 부채비율, 즉 자본구조를 이용한다고 하였고 그 질적 내용을 현금흐름의 수준으로 정의했다. 기업에 의하면 사용되는 부채와 지분의 크기가 외부 투자자들에게 기업의 내용에 관한 정보로서의 신호역활을 한다고 주장하고, 높은 성과가 기대되는 기업의 경영자는 보다 많은 부채를 사용하며 높은 재무레버리지 수준을 갖게 된다고 하였다. 그러므로 신호이론에서는 높은 레버리지가 높은 미래현금흐름과 관련될 것이라고 주장한다. 좋은 투자안

을 가진 기업은 부채상환능력이 충분하므로 많은 부채를 사용할 수 있으나 부실기업이 똑같은 수준의 부채를 사용하게 되면 곧 파산하게 되므로 이를 따라할 수 없을 것이다. 따라서 투자자들에게 신호역할을 하여 부채비율이 높은 기업은 정보비대칭이 존재하는 시장에서 높은 가치로 평가될 수 있다고 주장한다.

바. 자본조달순위이론

(Myers-Majluf, 1984: 187~221)는 정보비대칭적 상황이 기업의 자본조달 순위에 영향을 미친다는 것으로 정보비대칭 하에서 경영자가 기존 주주들의 이익을 위하여 보다 유리한 투자기회를 포기할 지라도 주식을 발행하지 않는 경우가 있을 것이라고 주장했다. 이 이론에 따르면 기업의 경우 외부의 자금을 사용하는 것을 본질적으로 꺼린다는 이론을 제시하면서 기업의 내부적으로 창출된 자금을 우선적으로 사용하고 그 초과분에 대해서는 부채를 조달하여 사용하며 마지막으로 증자에 의존하게 된다고 설명하였다. 이는 경영자와 투자자들 사이에서 정보의 비대칭이 존재하는 경우 기업은 각 자본조달 원천을 이용하는 일정한 우선순위를 갖고 있으며 이 우선 순위에 따라 실제의 자본조달이 이루어진다는 것이다. 즉, 수익성이 높은 투자안이 있을 경우 경영자가 기존주주의 편에 선다면 투자안의 NPV(net present value)가 모두 기존주주에게 갈 수 있도록 유보이익으로 자금을 조달할 것이고 만약 투자자금이 부족하다고 해도 NPV를 외부주주에게 나누어 주게 되는 신주발행 보다는 부채를 먼저 선호할 것이고 그래도 부족한 경우 자금을 외부 주주들로 부터 조달하게 된다는 것이다.

{표2-1} 자본구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 이론 요약

구 분		영 향 관 계
전통적 자본구조 이론	순이익 접근법	. 기업의 부채비율이 증가할수록 기업가치 증가, 100% 부채로 자본조달 할 때 최적 자본구조 달성
	순영업이익 접근법	. 가중평균자본비용은 부채비율에 관계없이 일정하기 때문에 기업가치는 자본구조와 무관
	전통적 접근법	. 부채비율이 증가하면 일정비율 까지는 기업가치가 상승하나 일정비율 초과하면 기업가치 감소
MM의 무관련이론		. 기업이 부채비율을 증가시키더라도 가중평균자본비용은 일정 하게 유지되며, 차익거래의 논리에 입각하여 다른 조건은 동일 하고 자본구조만 다른 두 기업 간의 가치는 차이가 없음
MM의 수정이론 (법인세효과 고려)		. 이자비용에 대한 절세효과로 인하여 기업은 100%에 가까운 부채를 조달함으로써 감세액의 현가를 최대화할 수 있어 최 적 자본구조 달성
Miller의 균형부채 이론 (개인소득세 고려)		. 개인소득세를 고려할 때 법인세절감 효과는 이자소득세 효과 에 의해 완전히 상쇄되기 때문에 기업 가치에 영향이 없음
정태적 상충관계 이론	파산비용 이론	. 부채비율 낮은 수준에서는 법인세 절감효과가 파산비용의 현 가보다 크지만 부채비율이 일정수준을 넘어서면 파산비용의 현가가 커 기업가치 하락
	대리인 이론	. 자기자본의 대리인비용과 타인자본의 대리인 비용의 합인 총 대리인비용이 최소가 되는 부채비율이 최적자본구조이고 기 업가치 극대화 달성
정보비대 칭이론	신호이론	. 경영자는 기업 가치에 대한 신호로써 부채수준을 활용하는데 부채의 수준이 높을수록 투자자에게는 좋은 신호로 인식되어 기업가치 증가함
	자본조달 순위이론	. 기업은 신규투자안에 대한 자본조달을 내부유보, 부채우선주, 보통주 순으로 조달함. 즉, 기업의 자본조달순위가 기업의 내 부정보를 전달하는 신호로 작용함

* 연구자 재정리

제 2 절 선행연구

재무관리 분야에서 부채가 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 수많은 연구가 있어 왔다. 이는 주로 기업가치가 극대화되는 자본구조를 발견하기 위한 노력이었다. 즉, 적절한 부채의 사용량을 결정하여 기업가치를 극대화하고자 하는 목적에서 논의된 것이다. 여기서는 부채가 기업가치 및 시장의 반응에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 선행연구를 살펴보고자 한다.

1. 해외 선행연구

(Ferri-Jones, 1979: 631~644)는 기업의 자본구조와 산업분류, 기업규모, 수익의 변동성 및 영업레버리지와의 관련성에 대해 실증분석하였다. 먼저 산업분류에 따라 자본구조가 차이를 보인다는 가설을 검증하기 위해 표준산업코드와 포괄적인 산업측정방법을 사용하였고 그 외의 가설에 대해서는 다중판별분석방법을 이용하였다. 검증결과 산업분류는 기업레버리지와 관련이 있는 것으로 나타났지만 다른 선행연구와는 명확하지는 않으며, 또한 이익의 변동성과 레버리지의 관계에 대해서는 아무런 관계를 발견할 수 없었다. 다만 영업레버리지는 기업의 자본구조에 영향을 미치고 있으며 부(-)의 선형관계를 보여 주었다.

(Bradley-Jarrel-Kim, 1984: 857~880)는 최적자본구조에 영향을 주는 3가지 기업특유의 요소들로 기업가치의 변동성, 비부채감세효과, 재무곤경비용의 크기를 산정하고 이러한 요인들과 기업의 재무레버리지와의 횡단면분석을 실시하였다. 검증결과 기업가치의 변동성은 재무레버리지와 유의하게 부(-)의 관계를 보여주었고 재무곤경비용은 재무레버리지와 부(-)의 관계, 비부채성감세액의 크기는 재무레버리지와 부(-)의 관계를 보여주었다. 회귀모형에 산업더미 변수를 첨가하거나 규제기관 등을 배제시키고 실증검증을 하더라도 달라

지지 않았다. 실증결과중 특기할 만한 내용은 재무레버리지 비율에 대한 강한 산업차이가 존재한다는 것이다.

(Kim-Sorensen,1986:131~144)은 대리인 문제가 자본구조 결정에 미치는 영향에 관심을 갖고 자본구조결정 요인에 대한 실증분석을 하였다. 이들은 모형을 통해 부채비율이 성장성, 경영위험, 비부채성 감세효과가 관련이 있음을 밝혔다. 즉, 영업이익은 부채비율과 유의적인 부(-)의 관계가 있음을 보였으며, 경영위험을 나타내는 영업이익의 분산계수는 부채비율과 정(+)의 관계를, 부채비율과 비부채 감세효과는 유의적인 부(-)의 관계가 있음을 보여주고 있다.

(Titman-Wessels,1988:1~19)는 최적자본구조에 영향을 미치는 요인을 분석하면서 성장성, 특이성, 비부채절세효과, 기업규모, 자산의 담보가치, 이익의 변동성, 수익성 등을 독립변수로 실증분석을 실시하여 비부채절세효과, 이익 변동성 등은 부채비율과 관련이 없는 것으로 나타났으나, 시장가치를 기준으로 한 모형에서 특이성, 기업규모, 총자산영업이익률이, 장부 가치를 기준으로 한 모형에서는 성장가능성, 특이성, 기업규모 속성이 유의적인 것으로 나타났다.

2. 국내 선행연구

이창우(1993)는 미국의 자본시장에서 옵션가격결정 모형에서 유도된 주가 수익률의 변동성과 부채비율과의 관계를 근거로 기업의 금융리스 부채를 제외한 고정부채의 시장인식을 비교하여 금융리스의 동기를 간접적으로 규명하고자 하였다. 그는 13년간의 금융리스를 이용한 경험이 있는 기업을 대상으로 매월 주가수익률의 변동성과 부채비율 및 금융리스 부채비율을 구하고 이를 횡단면 OLS 회귀분석을 실시하여 각 부채의 계수 값을 구하고 이들 계수

들의 시계열 속성을 분석하여 변동성과 부채와의 관계 및 금융리스부채와 일반부채의 차이를 검증하고자 하였으며, 공시환경의 변화에 따라 표본을 5개 집단으로 구분하고 각각에 대하여 분석을 실시하여 금융리스부채는 일반부채와 마찬가지로 추가수익률의 변동성에 정(+)의 영향을 미친다는 결과를 얻었다.

김건우(1997)는 172개 상장기업을 대상으로 우리나라 기업의 소유지배구조와 자본구조의 관계를 규명하고자 1987~1993년까지의 자료를 이용하여 실증분석을 실시하였다. 소유지배구조와 자본구조에 영향을 미칠 것이라고 생각되는 기관투자자지분율, 규모, 총자산영업이익률, 위험, 매출액증가율, 자산특이성, 그리고 고정자산비율을 외생변수로 사용하였다. 실증분석 결과 부채비율은 규모, 위험과 유의한 정(+)의 관계를 가지고 총자산영업이익률과는 유의한 부(-)의 관계를 가지고 있다는 것을 보여 주었다.

정경수(2001)는 자본구조와 소유구조, 기업 가치와의 관계를 분석, 자본구조와 관련된 대리인 비용이 기업 가치에 미치는 영향을 검토하고, 소유구조와 기업가치의 관계에서는 절충가설(Compromise Hypothesis)이 우리나라 기업에서 적용되는가에 초점을 두었다. 기업가치의 대용변수로는 토빈의 Q비율이 사용되었고 자본구조 변수로는 부채비율, 소유자지분율의 변수는 대주주 1인지분율이 사용되었고 분석대상기업을 성장성이 높은 기업과 낮은 기업으로 분류하여 다중회귀분석을 실시하였다.

그 결과 기업가치 모형에서 부채비율은 성장성이 낮은 기업에서 기업 가치와 유의한 정(+)의 관계이나 성장성이 높은 기업에서는 유의한 부(-)의 관계를 나타내므로 부채의 존재는 과소투자로 인한 대리인 비용을 증가시키고 과대투자로 인한 대리인 비용을 감소시키는 효과가 있다는 것이다.

손승태·이윤구(2005)는 코스닥기업의 자본구조 결정요인을 정태적 모형과 동태적 모형을 이용하여 레버리지를 종속변수로 기업특성 변수를 독립변수로

연구하였다. 이 결과 시장가치 레버리지는 정(+)의 관계가 있었으며 레버리지와 수익성, 레버리지와 유동성은 부(-)의 관계가 있었음을 보여주었다. 정태적 모형의 연구결과 수익성과 레버리지는 유의적인 부(-)의 관계가 있었다. 이는 수익성이 높은 기업은 내부금융으로 자본조달을 선호하기 때문이며 국내외의 기존 결과와 일치한다. 성장기회를 나타내는 시장가치/장부비율은 장부가치 레버리지와 정(+)의 관계가 있었다. 성장성이 높은 기업에서 자본조달이 필요할 때 경영자는 자본조달 우선순위에 따라 부채발행을 선호한다. 따라서 성장 기업은 높은 레버리지를 유지한다. 이익변동성은 코스닥 전체기업에서는 레버리지와 유의적인 부(-)의 관계가 있었지만, 코스닥 50 기업에서는 레버리지와 유의적인 정(+)의 관계가 있었으며, 이익변동성이 높은 기업은 부채의 대리인비용이 낮아지며 타인자본 조달을 증가시키고 있다. 동태적 모형을 이용하여 코스닥 기업의 자본구조를 검정한 결과 수익성은 레버리지와 유의적인 부(-)의 관계로 자본조달순위이론을 지지하였다. 하지만 과거수익성은 장부가치 레버리지와 정(+)의 관계에 있어 절충이론의 내용과 부합하였다.

곽세영(2006)은 기업의 자본구조를 나타내는 부채비율을 결정하는 요인을 찾기 위해 외환위기를 기준으로 시기를 구분하여 Tobit 회귀분석과 Logit 분석을 사용하여 분석하였다. 1991년부터 2005년 까지 유가증권시장에 상장된 제조업체를 대상으로 표본을 선정한 결과 총자산이익률, 주식수익률, 시장가치/장부가치비율, 판매비용 등을 설명변수로 실증분석한 결과 수익률이나 시장가치/장부가치비율이 증가하면 레버리지가 감소하는 것으로 나타났고 주식수익률은 레버리지에 영향을 주지 않은 것으로 나타났으며, 판매비용비율은 미약하게나마 부채비율을 증가시키는 것으로 밝혀졌고 유형자산비율과 기업규모도 레버리지와 정(+)의 관계를 보였다. 한편, 1997년 외환위기가 우리나라 기업의 자본구조결정이나 자본조달행태에 영향을 미칠 것으로 예상하였으나 특별한 차이는 없는 것으로 나타났다.

김문환(2006)은 1991년 부터 2003년 까지 한국증권거래소 유가증권 시장에 상장된 257개 기업을 IMF 전후로 분류하여 표본기업의 자산 및 자본구조와 기업가치를 분석하였다. 이 연구에서 자본구조 변수인 유동비율, 유동부채비율, 자기자본비율과 기업가치의 대용변수인 토빈의 Q비율을 종속변수로 실증분석한 결과 첫째, 유동비율이 기업가치에 제한적으로 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났고 둘째, 유동부채비율과 기업가치와의 관계에 있어서는 유동부채비율이 기업가치에 정(+)의 관계가 있음을 입증하였으며 셋째, 자기자본비율과 기업가치와의 관계에 있어서는 제한적으로 자기자본비율이 기업 가치에 부(-)의 영향을 미친다는 것을 보여 주었다.

홍선희(2008)는 주권상장기업 196개와 코스닥등록기업 145개를 대상으로 기업의 소유구조, 자본구조, 기업규모와 매출액영업이익율, 자기자본영업이익률의 상관관계를 연구하면서 부채비율이 낮을 때와 자기자본증가율이 높을 때는 주권상장기업과 코스닥등록기업 모두 경영성과인 매출액영업이익률과 자기자본영업이익률에 유의한 영향을 미쳐 결과적으로 부채비율이 낮을수록 매출액영업이익률과 자기자본영업이익률의 경영성과가 높게 나타남을 보여 주었다.

정민규(2008)는 2001년부터 2006년 까지 코스닥등록기업 242개를 대상으로 중소기업의 자본구조와 유동성, 성장성, 수익성을 연구하면서 부채비율과 수익성은 부(-)의 관계로 높은 수익성을 갖는 기업은 상대적으로 내부유보이익이 많으므로 내부자금에 의한 자본조달이 용이하다는 자본조달순위이론을 실증하였고, 부채비율과 성장성은 정(+)의 관계로 성장성이 높은 기업은 부채를 선호하는 것으로 나타났으며, 부채비율과 유동성은 부(-)관계로 유동성이 높은 기업은 외부자본 보다 자기자본을 우선한다는 자본조달순위이론을 뒷받침해 주고 있다.

정수진(2008)은 2007년말 현재 한국증권거래소 유가증권시장에 상장된

367개 기업을 재벌기업과 비재벌기업으로 분류하여 1999년부터 2007년 까지 9개년간 표본기업을 대상으로 부채비율을 독립변수로 토빈의 Q비율을 종속 변수로 기업규모, 위험, 매출액증가율, 총자산영업이익률을 통제변수로 실증분석한 결과 부채비율과 기업가치는 정(+)의 관계가 있음을 입증하여 부채비율이 높을수록 기업가치가 높게 나타남을 보여 주었다.

최창호(2010)는 전북소재 신용보증기금을 거래하고 있는 중소기업중 2006년부터 2008년 까지 매출액이 1회 이상 50억 원 이상을 시현한 기업을 대상으로 부채비율과 매출액영업이익률, 매출액순이익률, 총자산영업이익률과의 관계를 연구하여 부채비율은 매출액순이익률, 총자산영업이익률과 각각 부(-)의 관계가 있음을 실증하였다.

3. 선행연구와 차이점

기존 연구에서는 주권상장기업 이나 코스닥등록기업에 대해 자본구조와 경영성과, 기업가치에 관한 연구가 주를 이루었으며, 중소기업을 대상으로 한 연구도 자본구조와 경영성과에 대한 상관관계를 연구한 것이 대부분이다. 본 연구는 중소기업 중 신용보증기금에서 경영컨설팅(창업컨설팅 포함)을 수행한 기업과 그렇지 않은 기업 간의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 대해 검증해 보고자 한다.

[표2-2] 자본구조가 기업 가치에 미치는 영향에 대한 선행연구 요약

연구자	연구방법	연구결과
Ferri-Jones (1979)	산업분류에 따른 자본구조 차이검증	. 이익의 변동성은 레버리지와 관련 없음 . 영업레버리지와 부채비율은 부(-)의 관계
Bradley-Jarrel- Kim(1984)	최적자본구조에 영향을 미치는 요소 횡단면 분석	. 부채비율과 기업가치의 변동성, 재무곤경비용, 비 부채성감세액은 부(-)의 관계
Kim-Sorensen (1986)	자본구조결정요인에 대한 실증분석	. 부채비율과 영업이익의 유의적인 부(-), 부채비율과 영업이익의 분산계수는 정(+)의 관계
Titman-Wessels (1988)	요인분석모형 사용	. 특이성, 기업규모, 총자산영업이익률이 부채비율 에 영향을 미침
이창우 (1993)	주가수익률과 금융부채비율에 대한 횡단면 분석	. 금융리스부채는 일반 부채와 마찬가지로 주가수 익률의 변동성에 정(+)의 영향을 미침
김건우 (1997)	자본구조와 소유구조 관계검증	. 부채비율은 위험과 정(+)의 관계이고 총자산영업 이익률과는 유의한 부(-)의 관계
정경수 (2001)	자본구조와 기업가치(토빈의 Q비율) 관계분석	. 부채비율은 성장성이 낮은 기업에서 부(-)의 관 계, 성장성이 높은 기업에서 정(+)의 관계
손승태,이윤구 (2005)	자본구조와 기업특성 관계 검증	. 시장가치와 레버리지는 정(+), 레버리지와 수익 성, 레버리지와 유동성은 부 (-)의 관계
곽세영 (2006)	자본구조결정요인 분석	. 수익률이나 시장가치/장부가치비율이 증가하면 레버리지가 감소함
김문환 (2006)	자본구조와 기업가치(토빈의 Q비율) 분석	. 유동비율이 기업 가치에 제한적 부(-), 유동부채 비율이 기업 가치에 정(+), 자기자본비율이 기업 가치에 부(-)의 관계
홍선희 (2008)	자본구조, 소유구조 기업규모와 경영성과 분석	. 부채비율이 낮을수록, 자기자본증가율이 높을수록 매출액영업이익률과 자기자본영업이익률이 높음

<앞장에서 계속>

연구자	연구방법	연구결과
정민규 (2008)	자본구조와 경영성과 분석	. 부채비율과 수익성은 부(-), 부채비율과 성장성은 정(+), 부채비율과 유동성은 부(-)의 관계
정수진 (2008)	자본구조와 기업가치(토빈의 Q비율) 분석	. 부채비율과 기업가치(토빈의 Q비율)은 정(+) 의 관계
최창호 (2010)	자본구조와 경영성과	. 부채비율은 매출액순이익률, 총자산영업이익률과 부(-)의 관계

* 연구자 재정리



제 3 장 연구 설계

제 1 절 연구가설의 설정

Myers와 Majuluf(1984)의 자본조달순위이론에 의하면 시장의 투자자에 비하여 더 나은 정보를 갖고 있는 경영자가 필요한 자금을 조달할 때 가능하면 내부의 유보이익을 사용함으로써 투자자에게 기업의 가치를 양호하게 보이려고 한다는 것이다. 기업의 수익성이 높다면 유보이익은 증가하게 되고 차입금상환이나 투자자금으로 활용할 것이다. 결국 높은 수익률을 가진 기업은 비교적 내부금융에 위한 자본조달이 용이하므로 상대적으로 적은 부채를 사용한다는 것이다. 광세영(2006)의 연구에서는 수익성 비율인 총자산이익률은 부채비율과 부(-)의 관계를 나타낸다. 홍선희(2008)의 연구에서는 매출액영업이익률과 총자산영업이익률은 부채비율과 부(-)의 관계를 나타낸다. 이는 높은 수익성을 통해 현금흐름이 많아져 부채비율이 감소할 것이라는 자본조달순위이론을 뒷받침해 주고 있다.

기존 연구는 수익성이 높은 기업은 부채비율이 낮다는 것을 보여주고 있다. 부채비율이 기업의 수익성에 영향을 미치고 있으며 투자자는 부채비율이 높은 기업 보다는 낮은 기업을 선호할 것이다. 이는 타인자본 보다 자기자본의 비중이 높아 투자에 대한 안정성을 보장받을 수 있기 때문일 것이다. 본 연구에서는 이러한 선행연구를 근거로 다음과 같이 가설을 설정하였다.

H1: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 부채비율이 낮을수록 수익성이 높을 것이다.

H4: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자기자본증가율이 높을수록 수익성

이 높을 것이다.

H7: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자본구조가 낮을수록 수익성이 높을 것이다.

ROSS의 신호이론에 의하면 경영자들은 기업의 기대현금흐름에 관한 정보에 독점적으로 접근할 수 있기 때문에 투자자들 보다는 더 우월한 정보를 가지게 되고, 기업 가치에 관한 신호로서 레버리지를 사용하며 경영자가 사용하는 레버리지가 많을수록 기업가치도 커질 것이라는 것이다. 성장성이 높은 기업들은 높은 레버리지로 시장에 기업 가치에 대한 신호를 보내게 되므로 성장성과 레버리지 간에는 정(+)의 관계가 있다는 것이다. 손승태,이윤구(2005)는 성장기회를 나타내는 시장가치/장부가치비율은 레버리지와 정(+)의 관계를 나타낸다. 성장성이 높은 기업이 자본조달이 필요할 때 경영자는 자본조달순위에 따라 부채발행을 선호한다. 따라서 성장 기업은 높은 레버리지를 유지한다. 코스닥 50 기업에서는 레버리지와 정(+)의 유의적인 관계가 있음을 보여주고 있다. 본 연구에서는 이러한 선행연구를 근거로 다음과 같이 가설을 설정하였다.

H2: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 부채비율이 높을수록 성장성이 높을 것이다.

H5: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자기자본증가율이 높을수록 성장성이 높을 것이다.

H8: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자본구조가 높을수록 성장성이 높을 것이다.

자본조달순위이론에 따르면 경영자는 자금조달을 위해 내부자금을 선호하며 유동자산을 많이 가진 기업은 외부자금조달을 회피한다. 따라서 유동성이 높은 기업은 내부금융으로 자본을 조달하며 레버리지비율이 낮아진다. 또한,

경영자는 미래투자안의 자금조달을 위해 내부유보를 증가시켜 높은 유동성을 유지하고자 한다. 그러므로 유동성은 레버리지와 부(-)의 관계를 갖는다는 것을 보여주고 있다. 본 연구에서는 이러한 선행연구를 근거로 다음과 같이 가설을 설정하였다.

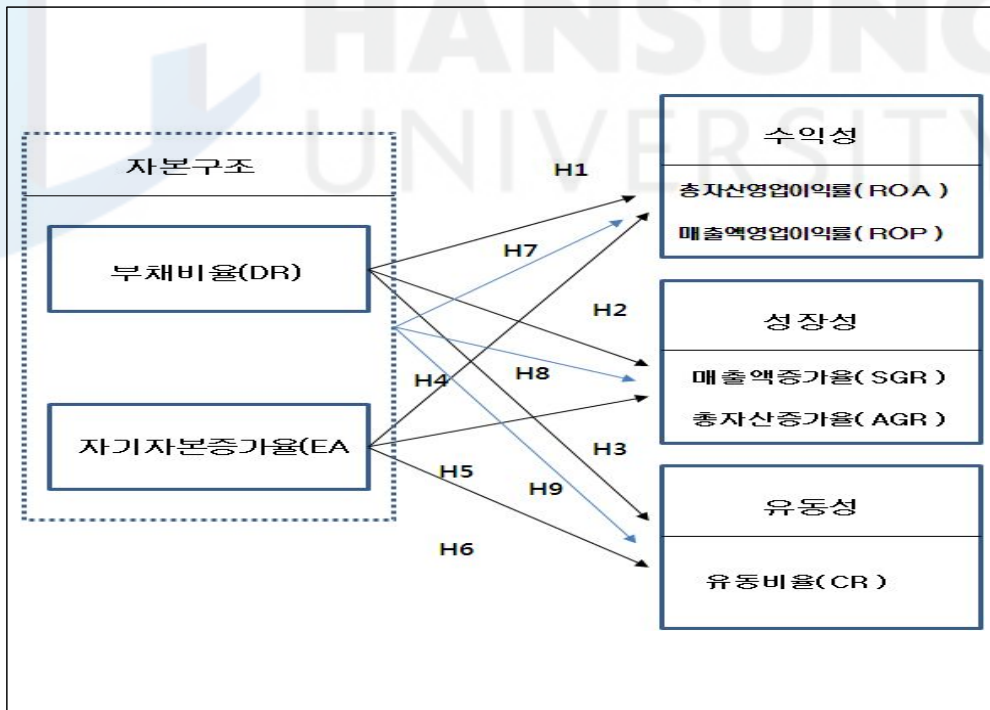
H3: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 부채비율이 낮을수록 유동성이 높을 것이다.

H6: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자기자본증가율이 높을수록 유동성이 높을 것이다.

H9: 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자본구조가 낮을수록 유동성이 높을 것이다.

본 연구의 가설모형을 정리하면 [그림 3]과 같다.

[그림 3] 가설검증 연구모형 설명도



[표3-1] 연구가설의 요약

구 분	내 용	비 고
가설 1 (H1)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 부채비율이 낮을수록 수익성이 높을 것이다.	
가설 2 (H2)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 부채비율이 높을수록 성장성이 높을 것이다.	
가설 3 (H3)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 부채비율이 낮을수록 유동성이 높을 것이다.	
가설 4 (H4)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자기자본증가율이 높을수록 수익성이 높을 것이다.	
가설 5 (H5)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자기자본증가율이 높을수록 성장성이 높을 것이다.	
가설 6 (H6)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자기자본증가율이 높을수록 성장성이 높을 것이다.	
가설 7 (H7)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자본구조가 낮을수록 수익성이 높을 것이다.	
가설 8 (H8)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자본구조가 높을수록 성장성이 높을 것이다.	
가설 9 (H9)	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자본구조가 낮을수록 수익성이 높을 것이다.	

제 2 절 변수의 조작적 정의

1. 변수의 개요

본 연구는 기업의 자금조달에 따른 자본구조가 기업의 수익성, 성장성 및 유동성의 경영성과에 영향을 미치는 것을 전제로 하여 다음과 같이 독립변수와 종속변수를 설정하였다.

2. 독립변수

1) 부채비율

부채비율은 연구목적에 따라 여러 가지 대용변수로 측정이 가능하나, 본 연구에서는 장부가치로 나타낸 부채비율을 사용한다. 부채비율은 타인자본(부채)/자기자본(자본) × 100으로 정의하고 부채는 장·단기부채를 모두 포함하였으며, 표본기업의 2011년도 재무자료를 이용하여 그 값을 계산하였다.

$$* \text{부채비율} = (\text{부채} / \text{자기자본}) \times 100$$

2) 자기자본증가율

자기자본증가율은 자기자본이 전년도 대비 당해년도에 얼마나 증가하였는가를 나타내는 재무비율로서 기업 재무구조의 변동을 판단할 수 있는 지표이므로 변수로서 선정하였고 $\{(\text{당기말자기자본} - \text{전기말자기자본}) / \text{전기말자기자본}\} \times 100$ 으로 정의하였으며, 표본기업의 2010년도와 2011년도 재무자료를 이용하여 그 값을 계산하였다.

$$* \text{자기자본증가율} = \{(\text{당기말자기자본} - \text{전기말자기자본}) / \text{전기말자기자본}\} \times 100$$

3) 자본구조

일반적으로 자본구조란 타인자본과 자기자본의 구성비율로 재무제표의

여러 항목들로 측정이 가능하나 본 연구에서는 연구목적상 위의 부채비율과 자기자본증가율의 평균값으로 계산하고자 한다.

$$* \text{자본구조} = (\text{부채비율} + \text{자기자본증가율}) / 2$$

3. 종속변수

1) 수익성

수익성이란 일정기간 동안 경영활동의 성과를 측정하는 지표로서 재무제표의 항목과 연계하여 다양하게 이용되고 있으나 본 연구에서는 연구의 목적상 총자산영업이익률과 매출액영업이익률을 평균한 값으로 계산하고자 한다.

$$* \text{수익성} = (\text{총자산영업이익률} + \text{매출액영업이익률}) / 2$$

① 매출액영업이익률

기업고유의 영업활동의 효율성을 측정하기 위한 비율로서 기업이 일정기간 벌어들인 총수입에서 제조, 판매활동과 관련이 없는 영업외손익을 제외한 순수한 영업관련 이익을 매출액과 대비한 지표로서 (영업이익/매출액) × 100 으로 정의하였으며, 표본기업의 2011년도 재무자료를 이용하여 그 값을 계산하였다.

$$* \text{매출액영업이익률} = (\text{영업이익/매출액}) \times 100$$

② 총자산(자본)영업이익률

기업이 투자한 총자본(자산)에 대한 영업활동으로부터 얻는 이익의 비율이다. 즉, 기업이 주주 및 채권자로 부터 조달한 자본을 활용하여 기업고유의 영업활동을 하여 벌어들인 수익을 대비한 지표로서 (영업이익/총자본, 또는 총자산) × 100 으로 정의하였으며 표본기업의 2011년도 재무자료를 이용하여 그 값을 계산하였다.

$$* \text{총자산(자본)영업이익률} = (\text{영업이익/총자산 또는 총자본}) \times 100$$

2) 성장성

성장성이란 일정기간 동안 경영활동의 성과를 측정하는 지표로서 재무제표의 항목과 연계하여 다양하게 이용되고 있으나 본 연구에서는 연구목적상 총자산증가율과 매출액증가율을 평균한 값으로 계산하고자 한다.

$$* \text{성장성} = (\text{총자산증가율} + \text{매출액증가율}) / 2$$

① 매출액증가율

매출액이 전년도에 비해 당해 연도에 얼마나 증가하였는지를 나타내는 비율이다. 매출액은 정상적인 영업활동에서 발생하는 영업수익이므로 매출액증가율은 기업의 외형적 신장세를 판단하는 대표적인 지표로서 (당기말매출액-전기말매출액)/전기말매출액 × 100 으로 정의하였으며 표본기업의 2010년도와 2011년도 재무자료를 이용하였다.

$$* \text{매출액증가율} = \{(\text{당기말매출액} - \text{전기말매출액}) / \text{전기말매출액}\} \times 100$$

② 총자산(자본)증가율

기업이 타인자본과 자기자본을 활용하여 기업활동에 투하되어 운영된 총자산이 전년도에 비해 당해연도에 얼마나 증가하였는지를 나타내는 비율이다. 기업의 전체적인 외형적 성장규모를 측정하는 지표로서 (당기말총자산-전기말총자산) / 전기말총자산 × 100 으로 정의하였으며 표본기업의 2010년도와 2011년도 재무자료를 이용하였다.

$$* \text{총자산(자본)증가율} = \{(\text{당기말총자산} - \text{전기말총자산}) / \text{전기말총자산}\} \times 100$$

3) 유동성

유동성은 현금화할 수 있는 지표로서 재무제표의 항목과 연계하여 다양하게 이용되고 있으나 본 연구에서는 연구목적상 유동비율로 계산한다.

유동비율: 기업의 단기채무 지급능력을 측정하기 위한 비율이다. 단기채무 지급능력은 일반적으로 기업이 보유하고 있는 유동자산의 크기에 의

해 좌우되므로 단기채무 상황에 따른 위험에 견딜 수 있는 힘을 갖고 있는지를 파악하는데 사용하는 지표로서 (유동자산/유동부채) × 100 으로 정의하였으며, 표본기업의 2011년도 재무자료를 이용하였다.

$$* \text{유동성} = (\text{유동자산}/\text{유동부채}) \times 100$$

제 3 절 표본기업의 선정과 분석방법

1. 표본기업의 선정

본 연구의 표본은 신용보증기금을 이용하고 있는 중소기업 중 2009년도부터 2011년도 까지 신용보증기금이 경영컨설팅(창업컨설팅 포함)을 수행한 사실이 있는 179개 업체와 동 기간 중 신용보증기금이 경영컨설팅을 수행한 사실이 없는 총자산규모 10억원 이상의 192개 업체 중 2010년도와 2011년도 2개년 간 결산서를 보유한 다음과 같은 선정기준에 의해 표본을 추출하였다.

- ① 부채비율이 음수(-)이거나 2000% 이상인 업체 제외
- ② 유동비율이 2000% 이상인 업체 제외
- ③ 총자산영업이익률과 매출액영업이익률이 -50%, 50%를 각각 초과하는 업체 제외
- ④ 자기자본증가율이 -300%, 300%를 각각 초과하는 업체 제외

상기와 같은 선정기준을 정한 이유는 컨설팅을 수행한 기업 중 약 30% 정도가 설립 이후 5년 미만인 기업이고 총자산 10억 미만의 중소기업으로서 비정상적인 재무비율로 인한 통계적인 결과의 왜곡을 방지하기 위한 것이다. 이와 같은 표본기업 선정기준에 따라 최종 분석대상 기업은 경영컨설팅 수행

기업 156개와 경영컨설팅 비수행기업 183개를 모집단으로 표본을 선정하였다.

2. 분석방법

수집된 자료는 SPSS(Statistical Package for Social Science) Ver 19.0 통계 패키지 프로그램을 사용하여 전산통계 처리하였으며, 빈도분석, t-test, 상관분석, 위계적 회귀분석을 실시하였다. 유의수준은 $p < 0.05$, $p < 0.01$, $p < 0.001$ 에서 검증하였다.

첫째, 표본기업의 일반적 특성, 변수의 기술통계를 측정하기 위해 표본수, 백분율(%), 평균, 표준편차와 같은 기술통계 방법을 실시하였다.

둘째, 컨설팅 수행여부에 따른 변수(부채비율, 자기자본증가율, 자본구조, 수익성, 성장성, 유동성)의 차이를 살펴보기 위해 t-test를 실시하였다.

셋째, 본 연구의 요인변수(부채비율, 자기자본증가율, 자본구조, 수익성, 성장성, 유동성)들의 관련성을 살펴보기 위하여 상관분석을 실시하였다.

넷째, 독립변수(부채비율, 자기자본증가율, 자본구조)가 종속변수(수익성, 성장성, 유동성)에 미치는 영향관계 및 컨설팅 여부의 영향관계를 살펴보기 위하여 위계적 회귀분석을 실시하였다.

위계적 회귀분석은 회귀분석의 일종으로, 많은 독립변수중 종속변수에 상대적으로 가장 큰 영향력을 미치는 독립변수를 파악할 때 사용하는 분석 방법이다. 즉, 종속변수에 영향을 미치는 독립변수들을 크기순으로 위계질서를 확립하는 분석이다.

제 4 장 연구결과

제 1 절 표본 구성과 특성

1. 표본기업의 일반적 특성

표본기업의 일반적 특성을 살펴보기 위해 빈도분석을 실시한 결과 [표 4-1]과 같다. 총 339개 기업이며 컨설팅 수행여부는 비수행기업(54.0%), 수행기업(46.0%)으로 나타났으며, 업종은 건설(9.4%), 도매(51.0%), 서비스(8.8%), 제조(29.8%), 기타(0.9%)로 나타났다.

[표4-1] 표본기업의 일반적 특성

항목	세부항목	기업수	백분율(%)
컨설팅 수행여부	비수행기업	183	54.0
	수행기업	156	46.0
업종	건설	32	9.4
	도매	173	51.0
	서비스	30	8.8
	제조	101	29.8
	기타	3	0.9
합 계		339	100.0

표본기업의 자산규모별 특성을 살펴보면 [표 4-2]와 같다. 컨설팅 수행기업 총 156개 업체 중 자산규모 10억 미만이 46개(29.5%), 10억 이상 50억 미만이 74개(47.4%), 50억 이상 100억 미만이 25개(16.0%), 100억 이상이 11개(7.1%)로 나타나 자산규모 50억 미만이 전체의 76.9% 차지하고 있으며, 컨

설팅비수행기업은 총 183개 업체 중 자산규모 50억 미만이 127개(69.4%), 50억 이상 100억 미만이 39개(21.3%), 100억 이상이 17개(9.3%)로 나타났다.

[표 4-2] 표본기업의 자산규모별 특성

구 분	컨설팅 수행		컨설팅 비수행	
	업체수	백분율(%)	업체수	백분율(%)
10억 미만	46	29.5	—	0
10억~50억	74	47.4	127	69.4
50억~100억	25	16.0	39	21.3
100억 이상	11	7.1	17	9.3
합 계	156	100.0	183	100.0

2. 변수의 정의

본 연구의 분석에서 사용된 변수들의 변수명과 변수 설명은 다음 [표4-3]과 같다.

[표 4-3] 변수의 정의

변수명	변수 설명
DR	부채비율(Debt Ratio)
EA	자기자본증가율(Equit Accretion)
자본구조	부채비율(DR), 자기자본증가율(EA)
수익성	총자산영업이익률(ROA), 매출액영업이익률(ROP)
성장성	매출액증가율(SGR), 총자산증가율(AGR)
유동성	유동비율(CR)

3. 각 변수들 간의 기술통계량 분석

독립변수 및 종속변수들에 대한 기술통계량을 분석한 결과 다음 [표 4-4]와 같다. 독립변수의 경우 부채비율은 최소는 4.70, 최대는 1501.50, 평균은 230.07, 표준편차는 200.24로 나타났으며, 자기자본증가율은 최소는 -201.80, 최대는 242.30, 평균은 25.02, 표준편차는 49.36으로 나타났으며, 자본구조는 최소는 -2.30, 최대는 828.95, 평균은 127.54, 표준편차는 105.60으로 나타났다. 종속변수의 경우 수익성은 최소는 -17.90, 최대는 32.00, 평균은 5.67, 표준편차는 5.05로 나타났으며, 성장성은 최소는 -32.58, 최대는 569.44, 평균은 20.11, 표준편차는 53.69로 나타났으며, 유동성은 최소는 12.00, 최대는 1505.30, 평균은 213.38, 표준편차는 187.33으로 나타났다.

[표 4-4] 각 변수들 간의 기술통계량 분석결과

구분		표본수	최소	최대	평균	표준편차
독립	부채비율	339	4.70	1501.50	230.07	200.24
	자기자본증가율	339	-201.80	242.30	25.02	49.36
	자본구조	339	-2.30	828.95	127.54	105.60
종속	수익성	339	-17.90	32.00	5.67	5.05
	성장성	339	-32.58	569.44	20.11	53.69
	유동성	339	12.00	1505.30	213.38	187.33

4. 컨설팅 수행여부에 따른 차이비교

컨설팅 수행여부에 따른 변수(부채비율, 자기자본증가율, 자본구조, 수익성, 성장성, 유동성)의 차이를 살펴보기 위해 t-test를 실시한 결과 [표 4-5]와 같다. 분석결과 부채비율, 자기자본증가율, 자본구조, 성장성에서 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다($p < 0.05$).

부채비율에서 컨설팅수행(평균=268.47)이 컨설팅비수행(평균=197.33)보다 높은 것으로 나타났으며, 자기자본증가율에서 컨설팅수행(평균=39.84)이 컨설팅비수행(평균=12.38)보다 높은 것으로 나타났다.

자본구조에서 컨설팅수행(평균=154.16)이 컨설팅비수행(평균=104.85)보다 높은 것으로 나타났으며, 성장성에서 컨설팅수행(평균=31.94)이 컨설팅비수행(평균=10.03)보다 높은 것으로 나타났다.

[표 4-5] 컨설팅 수행여부에 따른 차이비교

구분		평균	표준편차	t-value	p-value
부채비율	컨설팅비수행	197.33	200.20	-3.308**	0.001
	컨설팅 수행	268.47	193.96		
자기자본 증가율	컨설팅비수행	12.38	34.70	-5.105***	0.000
	컨설팅 수행	39.84	59.07		
자본구조	컨설팅비수행	104.85	105.56	-4.399***	0.000
	컨설팅 수행	154.16	99.55		
수익성	컨설팅비수행	5.17	3.81	-1.914	0.057
	컨설팅 수행	6.25	6.15		
성장성	컨설팅비수행	10.03	46.47	-3.749***	0.000
	컨설팅 수행	31.94	59.06		
유동성	컨설팅비수행	223.97	170.64	1.127	0.260
	컨설팅 수행	200.96	205.04		

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

5. 각 변수들 간의 상관관계 분석

본 연구에서 설정한 가설을 검정하기 위해 독립변수 부채비율, 자기자본증가율, 자본구조가 종속변수 수익성, 성장성, 유동성에 대하여 각각 상관관계를 분석한 결과 [표 4-6]과 같다.

부채비율은 자본구조($r=0.973$, $p<0.001$), 성장성($r=0.173$, $p<0.01$)에 정(+)

의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 유동성($r=-0.323$, $p<0.001$)에 부(-)의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

자기자본증가율은 자본구조($r=0.333$, $p<0.001$), 수익성($r=0.317$, $p<0.001$), 성장성($r=0.354$, $p<0.001$)에 정(+)의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

자본구조는 성장성($r=0.247$, $p<0.001$)에 정(+)의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 유동성($r=-0.299$, $p<0.001$)에 부(-)의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

수익성은 성장성($r=0.221$, $p<0.001$)에 정(+)의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

[표 4-6] 각 변수들 간의 상관관계 분석결과

구분	독립			종속		
	1	2	3	4	5	6
1.부채비율	1					
2.자기자본증가율	0.105	1				
3.자본구조	0.973***	0.333***	1			
4.수익성	-0.068	0.317***	0.010	1		
5.성장성	0.173**	0.354***	0.247***	0.221***	1	
6.유동성	-0.323***	0.031	-0.299***	0.099	-0.017	1

* $p<0.05$, ** $p<0.01$, *** $p<0.001$

제 2 절 연구가설의 회귀분석 검증결과

1. 부채비율과 종속변수의 영향관계

1) 부채비율과 수익성의 영향관계

부채비율이 수익성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀분석을 시행한 결과 [표 4-7]과 같다. 모델1은 부채비율이 수익성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 부채비율과 컨설팅여부가 수익성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 부채비율이 수익성에 대한 회귀식의 적합성 검증 결과 R^2 값은 0.005, Adjusted R^2 값은 0.002로 부채비율이 수익성의 변동 0.2% 설명하고 있으며, 모델2의 R^2 값은 0.019, Adjusted R^2 값은 0.014로 부채비율과 컨설팅여부가 수익성의 변동 1.4% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R^2 변화량은 0.015($p < 0.05$)로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하는 것을 알 수 있다.

분석결과 부채비율, 컨설팅 여부가 수익성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 3.321($p < 0.05$)로 수익성의 총변동을 회귀식이 3.321만큼 설명하고 있다는 의미로 부채비율, 컨설팅 여부와 수익성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의한 것으로 나타났다.

독립변수인 부채비율, 컨설팅 여부와 종속변수인 수익성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{수익성}) = \alpha - 0.090(\text{부채비율}) + 0.123(\text{컨설팅여부})$$

수익성에 대하여 부채비율의 Beta 계수는 $-0.090(p > 0.05)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었으며, 수익성에 대하여 컨설팅여부의 Beta 계수는 $0.123(p < 0.05)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것

으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 부채비율이 낮을수록 수익성이 높은 것으로 나타났지만 통계적 유의성은 없었다.

[표 4-7] 부채비율과 수익성에 대한 회귀분석

구분	모델1				모델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	0.417		14.523***	0.000	0.460		12.203***	0.000
부채비율	0.001	-0.068	-1.253	0.211	0.001	-0.090	-1.639	0.102
컨설팅 여부					0.555	0.123	2.248*	0.025
R ²	0.005				0.019			
Adjusted R ²	0.002				0.014			
R ² 변화량					0.015*(0.025)			
F-value	1.570(0.211)				3.321*(0.037)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 수익성

2) 부채비율과 성장성의 영향관계

부채비율이 성장성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀분석을 시행한 결과 [표 4-8]과 같다. 모델1은 부채비율이 성장성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 부채비율과 컨설팅여부가 성장성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 부채비율이 성장성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R^2 값은 0.030, Adjusted R^2 값은 0.027로 부채비율이 성장성의 변동 2.7% 설명하고 있으며, 모델2의 R^2 값은 0.061, Adjusted R^2 값은 0.055로 부채비율과 컨설팅 여부가 수익성의 변동 5.5% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델간 R^2 변화량은 0.031($p < 0.01$)로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하는 것을 알 수 있다.

분석결과 부채비율, 컨설팅 여부가 성장성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 10.879($p < 0.001$)로 성장성의 총변동을 회귀식이 10.879만큼 설명하고 있다는 의미로 부채비율, 컨설팅 여부와 성장성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의한 것으로 나타났다.

독립변수인 부채비율, 컨설팅 여부와 종속변수인 성장성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{성장성}) = \alpha + 0.141(\text{부채비율}) + 0.179(\text{컨설팅여부})$$

성장성에 대하여 부채비율의 Beta 계수는 0.141($p < 0.01$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석 되었으며, 성장성에 대하여 컨설팅 여부의 Beta 계수는 0.179($p < 0.01$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 부채비율이 높을수록 성장성이 높은 것으로 나타났다.

[표 4-8] 부채비율과 성장성에 대한 회귀분석

구분	모델1				모델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	4.385		2.154*	0.032	4.791		0.533	0.594
부채비율	0.014	0.173	3.222**	0.001	0.014	0.141	2.628**	0.009
컨설팅 여부					5.778	0.179	3.326**	0.001
R ²	0.030				0.061			
Adjusted R ²	0.027				0.055			
R ² 변화량					0.031**(0.001)			
F-value	10.382**(0.001)				10.879*** (0.000)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 성장성

3) 부채비율과 유동성의 영향관계

부채비율이 유동성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀분석을 시행한 결과 [표 4-9]와 같다. 모델1은 부채비율이 유동성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 부채비율과 컨설팅여부가 유동성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 부채비율이 유동성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R²값은 0.104, Adjusted R²값은 0.102로 부채비율이 유동성의 변동 10.2% 설명하고 있으며, 모델2의 R²값은 0.104, Adjusted R²값은 0.099로 부채비율과 컨설팅여부가 유동성의 변동 9.9% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R² 변화량은 0.000(p>0.05)으로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하지 못하는 것

을 알 수 있다.

분석결과 부채비율, 컨설팅 여부가 유동성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 19.557($p < 0.001$)로 유동성의 총변동을 회귀식이 19.557만큼 설명하고 있다는 의미로 부채비율, 컨설팅 여부와 유동성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의한 것으로 나타났다.

독립변수인 부채비율, 컨설팅 여부와 종속변수인 유동성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{유동성}) = \alpha - 0.322(\text{부채비율}) - 0.004(\text{컨설팅여부})$$

유동성에 대하여 부채비율의 Beta 계수는 $-0.322(p < 0.001)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석 되었으며, 유동성에 대하여 컨설팅 여부의 Beta 계수는 $-0.004(p > 0.05)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 즉, 부채비율이 낮을수록 유동성이 높은 것으로 나타났다지만 컨설팅여부에 따른 것은 아닌 것을 알 수 있다.

[표 4-9] 부채비율과 유동성에 대한 회귀분석

구분	모델1				모델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	14.701		19.242***	0.000	16.327		17.360***	0.000
부채비율	0.048	-0.323	-6.263***	0.000	0.049	-0.322	-6.140***	0.000
컨설팅 여부					19.689	-0.004	-0.079	0.937
R ²	0.104				0.104			
Adjusted R ²	0.102				0.099			
R ² 변화량					0.000(0.937)			
F-value	39.224*** (0.000)				19.557*** (0.000)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 유동성

2. 자기자본증가율과 종속변수의 영향관계

1) 자기자본증가율과 수익성의 영향관계

자기자본증가율이 수익성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀 분석을 시행한 결과 [표 4-10]과 같다. 모델1은 자기자본증가율이 수익성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 자기자본증가율과 컨설팅여부가 수익성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 자기자본증가율이 수익성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R²값은 0.100, Adjusted R²값은 0.098로 자기자본증가율이 수익성의 변동 9.8%

설명하고 있으며, 모델2의 R^2 값은 0.101, Adjusted R^2 값은 0.096으로 자기자본증가율과 컨설팅여부가 수익성의 변동 9.6% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R^2 변화량은 0.000($p>0.05$)으로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하지 못하는 것을 알 수 있다.

분석결과 자기자본증가율, 컨설팅 여부가 수익성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 18.847($p<0.001$)로 수익성의 총변동을 회귀식이 18.847만큼 설명하고 있다는 의미로 자기자본증가율, 컨설팅 여부와 수익성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의한 것으로 나타났다.

독립변수인 자기자본증가율, 컨설팅 여부와 종속변수인 수익성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{수익성}) = \alpha + 0.311(\text{자기자본증가율}) + 0.021(\text{컨설팅여부})$$

수익성에 대하여 자기자본증가율의 Beta 계수는 0.311($p<0.001$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석 되었으며, 수익성에 대하여 컨설팅여부의 Beta 계수는 0.021($p>0.05$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 즉, 자기자본증가율이 높을수록 수익성이 높은 것으로 나타났지만 컨설팅여부에 따른 것은 아닌 것을 알 수 있다.

[표 4-10] 자기자본증가율과 수익성에 대한 회귀분석

구분	모델1				모델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	0.292		16.638***	0.000	0.361		13.217***	0.000
자기자본 증가율	0.005	0.317	6.135***	0.000	0.006	0.311	5.778***	0.000
컨설팅 여부					0.544	0.021	0.391	0.696
R ²	0.100				0.101			
Adjusted R ²	0.098				0.096			
R ² 변화량					0.000(0.696)			
F-value	37.636*** (0.000)				18.847*** (0.000)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 수익성

2) 자기자본증가율과 성장성의 영향관계

자기자본증가율이 성장성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀 분석을 시행한 결과 [표 4-11]과 같다. 모델1은 자기자본증가율이 성장성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 자기자본증가율과 컨설팅여부가 성장성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 자기자본증가율이 성장성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R²값은 0.125, Adjusted R²값은 0.122로 자기자본증가율이 성장성의 변동 12.2%

설명하고 있으며, 모델2의 R^2 값은 0.137, Adjusted R^2 값은 0.132로 자기자본증가율과 컨설팅여부가 수익성의 변동 13.2% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R^2 변화량은 0.012($p < 0.05$)로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하는 것을 알 수 있다.

분석결과 자기자본증가율, 컨설팅 여부가 성장성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 26.682($p < 0.001$)로 성장성의 총변동을 회귀식이 26.682만큼 설명하고 있다는 의미로 자기자본증가율, 컨설팅 여부와 성장성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의한 것으로 나타났다.

독립변수인 자기자본증가율, 컨설팅 여부와 종속변수인 성장성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{성장성}) = \alpha + 0.322(\text{자기자본증가율}) + 0.114(\text{컨설팅여부})$$

성장성에 대하여 자기자본증가율의 Beta 계수는 0.322($p < 0.001$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석 되었으며, 성장성에 대하여 컨설팅여부의 Beta 계수는 0.114($p < 0.05$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자기자본증가율이 높을수록 성장성이 높은 것으로 나타났다.

[표 4-11] 자기자본증가율과 성장성에 대한 회귀분석

구분	모델1				모델1			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	3.063		3.424**	0.001	3.765		1.512	0.131
자기자본 증가율	0.055	0.354	6.938***	0.000	0.057	0.322	6.099***	0.000
컨설팅 여부					5.674	0.114	2.168*	0.031
R ²	0.125				0.137			
Adjusted R ²	0.122				0.132			
R ² 변화량					0.012*(0.031)			
F-value	48.135*** (0.000)				26.682*** (0.000)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

종속변수: 성장성

3) 자기자본증가율과 유동성의 영향관계

자기자본증가율이 유동성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀 분석을 시행한 결과 [표 4-12]와 같다. 모델1은 자기자본증가율이 유동성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 자기자본증가율과 컨설팅여부가 유동성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 자기자본증가율이 유동성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R²값은 0.001, Adjusted R²값은 -0.002로 자기자본증가율이 유동성의 변동

-0.02% 설명하고 있으며, 모델2의 R^2 값은 0.006, Adjusted R^2 값은 0.000으로 자기자본증가율과 컨설팅여부가 유동성의 변동 0.0% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R^2 변화량은 0.005($p>0.05$)로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하지 못하는 것을 알 수 있다.

분석결과 자기자본증가율, 컨설팅 여부가 유동성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 1.049($p>0.05$)로 유동성의 총변동을 회귀식이 1.049만큼 설명하고 있다는 의미로 자기자본증가율, 컨설팅 여부와 유동성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의하지 못하는 것으로 나타났다.

독립변수인 자기자본증가율, 컨설팅 여부와 종속변수인 유동성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{유동성}) = \alpha + 0.052(\text{자기자본증가율}) - 0.076(\text{컨설팅여부})$$

유동성에 대하여 자기자본증가율의 Beta 계수는 0.052($p>0.05$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석 되었으며, 유동성에 대하여 컨설팅 여부의 Beta 계수는 -0.076($p>0.05$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 즉, 자기자본증가율이 높을수록 유동성이 높아지는 것은 아니며, 또한 컨설팅여부에 따른 효과도 없는 것을 알 수 있다.

[표 4-12] 자기자본증가율과 유동성에 대한 회귀분석

구분	모 델1				모 델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	11.421		18.429***	0.000	14.099		15.714***	0.000
자기자본 증가율	0.207	0.031	0.560	0.576	0.215	0.052	0.910	0.364
컨설팅 여부					21.246	-0.076	-1.335	0.183
R ²	0.001				0.006			
Adjusted R ²	-0.002				0.000			
R ² 변화량					0.005(0.183)			
F-value	0.314(0.576)				1.049(0.351)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 유동성

3. 자본구조와 종속변수의 영향관계

1) 자본구조와 수익성의 영향관계

자본구조가 수익성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀분석을 시행한 결과 [표 4-13]과 같다. 모델1은 자본구조가 수익성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 자본구조와 컨설팅여부가 수익성에 미치는 영향관계

를 살펴보았다.

모델1의 자본구조가 수익성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R^2 값은 0.000, Adjusted R^2 값은 -0.003으로 자본구조가 수익성의 변동 -0.3% 설명하고 있으며, 모델2의 R^2 값은 0.012, Adjusted R^2 값은 0.006으로 자본구조가 컨설팅여부가 수익성의 변동 0.6% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R^2 변화량은 0.012($p < 0.05$)로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하는 것을 알 수 있다.

분석결과 자본구조, 컨설팅 여부가 수익성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 2.006($p > 0.05$)으로 수익성의 총변동을 회귀식이 2.006만큼 설명하고 있다는 의미로 자본구조, 컨설팅 여부와 수익성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의하지 못하는 것으로 나타났다.

독립변수인 자본구조, 컨설팅 여부와 종속변수인 수익성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{수익성}) = \alpha - 0.016(\text{자본구조}) + 0.111(\text{컨설팅여부})$$

수익성에 대하여 자본구조의 Beta 계수는 -0.016($p > 0.05$)으로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석 되었으며, 수익성에 대하여 컨설팅여부의 Beta 계수는 0.111($p < 0.05$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자본구조가 낮을수록 수익성이 높은 것으로 나타났지만 통계적 유의성은 없었다.

[표 4-13] 자본구조와 수익성에 대한 회귀분석

구분	모 델1				모 델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	0.431		13.024***	0.000	0.465		11.286***	0.000
자본구조	0.003	0.010	0.175	0.861	0.003	-0.016	-0.294	0.769
컨설팅 여부					0.564	0.111	1.995*	0.047
R ²	0.000				0.012			
Adjusted R ²	-0.003				0.006			
R ² 변화량					0.012*(0.047)			
F-value	0.031(0.861)				2.006(0.136)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 수익성

2) 자본구조와 성장성의 영향관계

자본구조가 성장성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀분석을 시행한 결과 [표 4-14]와 같다. 모델1은 자본구조가 성장성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 자본구조와 컨설팅여부가 성장성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 자본구조가 성장성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R²값은

0.061, Adjusted R^2 값은 0.058로 자본구조가 성장성의 변동 5.8% 설명하고 있으며, 모델2의 R^2 값은 0.083, Adjusted R^2 값은 0.078로 자본구조와 컨설팅 여부가 수익성의 변동 7.8% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R^2 변화량은 0.023($p < 0.01$)으로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하는 것을 알 수 있다.

분석결과 자본구조, 컨설팅 여부가 성장성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 15.288($p < 0.001$)로 성장성의 총변동을 회귀식이 15.288만큼 설명하고 있다는 의미로 자본구조, 컨설팅 여부와 성장성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의한 것으로 나타났다.

독립변수인 자본구조, 컨설팅 여부와 종속변수인 성장성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{성장성}) = \alpha + 0.210(\text{자본구조}) + 0.155(\text{컨설팅여부})$$

성장성에 대하여 자본구조의 Beta 계수는 0.210($p < 0.001$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석 되었으며, 성장성에 대하여 컨설팅 여부의 Beta 계수는 0.155($p < 0.01$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 기업자본구조가 높을수록 성장성이 높은 것으로 나타났다.

[표 4-14] 자본구조와 성장성에 대한 회귀분석

구분	모델1				모델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	4.442		0.928	0.354	4.766		-0.251	0.802
자본구조	0.027	0.247	4.670***	0.000	0.027	0.210	3.919***	0.000
컨설팅 여부					5.777	0.155	2.880**	0.004
R ²	0.061				0.083			
Adjusted R ²	0.058				0.078			
R ² 변화량					0.023**(0.004)			
F-value	21.809***(0.000)				15.288***(0.000)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 성장성

3) 자본구조와 유동성의 영향관계

자본구조가 유동성에 영향을 주는 것을 살펴보기 위해 위계적 회귀분석을 시행한 결과 [표 4-15]와 같다. 모델1은 자본구조가 유동성에 미치는 영향관계를 살펴보고, 모델2는 자본구조와 컨설팅여부가 유동성에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

모델1의 자본구조가 유동성에 대한 회귀식의 적합성 검정 결과 R²값은 0.089, Adjusted R²값은 0.087로 자본구조가 유동성의 변동 8.7% 설명하고

있으며, 모델2의 R^2 값은 0.089, Adjusted R^2 값은 0.084로 자본구조와 컨설팅 여부가 유동성의 변동 8.4% 설명하고 있다는 의미이다. 두 모델 간 R^2 변화량은 0.000($p>0.05$)로 나타나 컨설팅여부가 조절적 역할을 하지 못하는 것을 알 수 있다.

분석결과 자본구조, 컨설팅 여부가 유동성에 미치는 영향에 대한 분산분석 결과 F값은 16.510($p<0.001$)로 유동성의 총변동을 회귀식이 16.510만큼 설명하고 있다는 의미로 자본구조, 컨설팅 여부와 유동성의 기울기에 대한 통계적인 유의미한 관계를 나타내는 유의수준은 유의한 것으로 나타났다.

독립변수인 자본구조, 컨설팅 여부와 종속변수인 유동성에 대한 회귀식은 아래와 같다.

$$\text{회귀식 : } y(\text{유동성}) = \alpha - 0.301(\text{자본구조}) + 0.009(\text{컨설팅여부})$$

유동성에 대하여 자본구조의 Beta 계수는 -0.301 ($p<0.001$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석 되었으며, 유동성에 대하여 컨설팅 여부의 Beta 계수는 0.009 ($p>0.05$)로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 즉, 자본구조가 낮을수록 유동성이 좋아지는 것으로 나타났다지만 컨설팅여부에 따른 것은 아닌 것을 알 수 있다.

[표 4-15] 자본구조와 유동성에 대한 회귀분석

구분	모 델1				모 델2			
	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률	비표준 화계수	표준화 계수	t	유의 확률
	표준 오차	베타			표준 오차	베타		
(상수)	15.260		18.416***	0.000	16.577		16.889***	0.000
자본구조	0.092	-0.299	-5.752***	0.000	0.095	-0.301	-5.624***	0.000
컨설팅 여부					20.090	0.009	0.166	0.868
R ²	0.089				0.089			
Adjusted R ²	0.087				0.084			
R ² 변화량					0.000(0.868)			
F-value	33.088***(0.000)				16.510***(0.000)			

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 종속변수: 유동성

[표4-16] 연구가설의 검정결과 요약

구분	내 용	분석결과	채택 여부
가설 1	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 부채 비율이 낮을수록 수익성이 높을 것이다.	부채비율 : $\beta=-0.090$ 컨설팅여부: $\beta=0.123^*$	채택
가설 2	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 부채 비율이 높을수록 성장성이 높을 것이다.	부채비율 : $\beta=0.141^{**}$ 컨설팅여부: $\beta=0.179^{**}$	채택
가설 3	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 부채 비율이 낮을수록 유동성이 높을 것이다.	부채비율 : $\beta=-0.322^{***}$ 컨설팅여부: $\beta=-0.004$	기각
가설 4	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자기 자본증가율이 높을수록 수익성이 높을 것이다.	자기자본증가율: $\beta=0.311^{***}$ 컨설팅여부 : $\beta=0.021$	기각
가설 5	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자기 자본증가율이 높을수록 성장성 높을 것이다.	자기자본증가율: $\beta=0.322^{***}$ 컨설팅여부 : $\beta=0.114^*$	채택
가설 6	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자기 자본증가율이 높을수록 유동성이 높을 것이다.	자기자본증가율: $\beta=0.052$ 컨설팅여부 : $\beta=-0.076$	기각
가설 7	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자본 구조가 낮을수록 수익성이 높을 것이다	자본구조 : $\beta=-0.016$ 컨설팅여부: $\beta=0.111^*$	채택
가설 8	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자본 구조가 높을수록 성장성이 높을 것이다	자본구조 : $\beta=0.210^{***}$ 컨설팅여부: $\beta=0.155^{**}$	채택
가설 9	컨설팅수행기업은 비수행기업 보다 자본 구조가 낮을수록 유동성이 높을 것이다	자본구조 : $\beta=-0.301^{***}$ 컨설팅여부: $\beta=0.009$	기각

* $p<0.05$ ** $p<0.01$ *** $p<0.001$

제 5 장 결 론

1. 연구결과 및 시사점

본 연구는 자본구조와 경영성과에 대한 이론적 배경 및 선행연구를 바탕으로 신용보증기금을 이용하고 있는 중소기업 중 2009년부터 2011년 까지 경영컨설팅을 수행한 기업 156개와 컨설팅을 수행하지 않은 기업 183개를 대상으로 자본구조와 자본구조의 하위변수인 부채비율과 자기자본증가율이 수익성, 성장성 및 유동성의 경영성과에 각각 어떠한 영향을 미치는지를 컨설팅수행기업과 컨설팅 비수행기업으로 구분하여 비교분석함으로써 이를 중소기업에 대한 경영컨설팅에 활용하는 것을 목적으로 하고 있다. 실증분석 결과,

첫째, 부채비율과 수익성(총자산영업이익률과 매출액영업이익률의 평균값)의 관계에서는 컨설팅수행기업이 컨설팅비수행기업 보다 영향을 더 미치는 것으로 나타났다.

수익성에 대하여 부채비율의 Beta 계수는 $-0.090(p>0.05)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었으며, 수익성에 대하여 컨설팅여부의 Beta 계수는 $0.123(p<0.05)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 부채비율이 낮을수록 수익성이 높은 것으로 나타났지만 통계적 유의성은 없었다.

둘째, 부채비율과 성장성(총자산증가율과 매출액증가율의 평균값), 자기자본증가율과 성장성, 그리고 자본구조와 성장성의 관계에서도 각각 컨설팅수행기업이 컨설팅 비수행기업 보다 더 큰 영향을 주고 있는 것으로 나타났다.

부채비율과 성장성의 관계에서는 성장성에 대한 부채비율의 Beta 계수는 $0.141(p<0.01)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었으며, 성장성에 대하여 컨설팅여부의 Beta 계수는 $0.179(p<0.01)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 부채비율이 높을수록 성장성이 높은 것으로 나타났다.

자기자본증가율과 성장성의 관계에서는 성장성에 대한 자기자본증가율의 Beta 계수는 $0.322(p<0.001)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었고, 성장성에 대하여 컨설팅 여부의 Beta 계수는 $0.114(p<0.05)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자기자본증가율이 높을수록 성장성이 높은 것으로 나타났다

자본구조와 성장성의 관계에서는 성장성에 대한 자본구조의 Beta 계수는 $0.210(p<0.001)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었으며, 성장성에 대하여 컨설팅 여부의 Beta 계수는 $0.155(p<0.01)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자본구조가 높을수록 성장성이 높은 것으로 나타났다.

또한, 부채비율과 성장성, 자기자본증가율과 성장성은 정(+)의 관계를 보여 주었던 대부분의 선행연구를 실증적으로 뒷받침하는 결과를 얻었다.

셋째, 자본구조(부채비율과 자기자본증가율의 평균값)과 수익성의 관계에서는 컨설팅수행기업이 컨설팅비수행기업 보다 영향을 긍정적으로 미치는 것으로 나타났다.

자본구조와 수익성의 관계에서는 수익성에 대하여 자본구조의 Beta 계수는 $-0.016(p>0.05)$ 으로 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었으며, 수익성에 대하여 컨설팅여부의 Beta 계수는 $0.111(p<0.05)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 컨설팅수행기업은 비수행기업보다 자본구조가 낮을수록 수익성이 높은 것으로 나타났지만 통계적 유의성은 없었다.

넷째, 부채비율과 유동성은 부(-), 자기자본증가율과 수익성은 정(+)의 관계를 보여주었던 선행연구를 지지하는 결과를 얻었다.

유동성에 대하여 부채비율의 Beta 계수는 $-0.322(p<0.001)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 결과를 얻었으며, 수익성에 대하여 자기자본증가율의 Beta 계수는 $0.311(p<0.001)$ 로 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 결과를 얻어 기존 선행연구를 통계적으로 유의미한 수준에서 검증하였다.

이러한 본 연구의 정책적 시사점은 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 중소기업에 대한 경영컨설팅의 활성화가 필요하다.

본 연구결과에서 볼 수 있듯이 경영컨설팅을 수행한 기업이 그렇지 못한 기업에 비해 전반적으로 기업의 수익성, 성장성의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 중소기업의 대부분이 인적, 물적 자원이 취약한 상태에서 창업되어 대·내외적인 위험에 노출되어 있기 때문에 창업단계에서 부터 성장단계별로 경영컨설팅을 실시하여 기업경영에 필요한 정보를 제공하고 경영상의 애로사항을 해결해 주는 노력이 필요함을 알 수 있다.

그리고 경영주체인 중소기업 스스로가 경영컨설팅에 대한 필요성을 찾아가는 노력도 중요하지만 정책당국과 관련기관의 지속적인 관심과 정책적인 지원이 더욱 더 필요하다 할 것이다. 최근 중소기업청에서 지원하고 있는 중소기업 컨설팅 지원 사업을 비롯하여 건강관리시스템과 유관기관들이 실시하고 있는 창업컨설팅을 포함한 다양한 컨설팅프로그램은 시사하는바가 크다고 할 수 있다.

둘째, 적정수준으로 부채비율을 제한하는 노력이 필요하다.

본 연구결과에서 나타났듯이 수익성, 성장성, 유동성 등의 경영성과를 제고하기 위해서는 부채사용 규모를 줄여야 된다. 중소기업의 경우 대기업에 비해 기업공개통한 자금조달도 제한되어 있고 공급자 위주의 자금시장의 구조적 특성으로 인해 필요자금을 적기에 조달하는데 애로를 겪고 있다. 이러한 자기자금이 부족한 상황에서 기업경영에 필요한 자금을 자기담보 활용과 신용보증기관 등 정책금융기관을 통해 부족자금을 적정수준 이상으로 타인 자본에 의존하는 것이 현실이다.

적정한 규모의 부채사용은 기업의 성장을 돕고 기업 가치를 증대시키지만 부채규모가 일정수준을 넘어 과도한 규모의 부채사용은 기업의 성장을 저해하고 기업 가치를 훼손하며 심지어는 파산위험에 직면하게 한다. 따라서 과도한 부채를 사용하고 있는 기업의 경우 부채규모를 줄이는 것과

기업 가치를 극대화할 수 있도록 기업현실에 맞는 최적 자본구조를 찾는 노력을 통해 적정 부채규모를 유지해야 될 것이다.

셋째, 자기자본 확충 노력이 필요하다.

본 연구에서도 나타났듯이 기업의 수익성, 성장성의 경영성과를 높이기 위해서는 자기자본의 확충이 요구된다. 중소기업은 기업 가치를 극대화하기 위하여 부채규모를 줄이는 것도 중요하지만 경영합리화를 통한 수익성 제고와 투자유치를 통한 자기자본 확충으로 재무위험을 낮추어 최적 자본구조를 유지하려는 노력을 해야 할 것이다.

2. 연구의 한계점 및 제언

본 연구는 이러한 분석결과에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫째, 본 연구와 관련된 표본기업의 선정에 있어 가능한 많은 기업을 포함시켜야 함에도 불구하고 신용보증기금을 이용하고 있는 일부의 기업을 대상으로 실증분석 하여 3백만 개가 넘는 중소기업의 자본구조와 경영성과를 대변하는 데에는 한계가 있다.

둘째, 경영컨설팅 수행기업의 대부분이 설립 된지 5년 미만의 창업초기의 기업으로서 총자산규모도 10억 미만의 영세한 기업이 30% 정도를 점하고 있으나 컨설팅 비수행기업의 경우 표본기업 전부가 자산규모가 10억 이상으로 선정기준이 다르다는 한계가 있다.

셋째, 기업의 경영성과에 영향을 미치는 변수는 자본구조와 하위변수인 부채비율과 자기자본증가율 외에도 여러 가지 요인이 있을 수 있다.

본 연구는 중소기업의 자본구조와 경영성과를 컨설팅수행기업과 컨설팅비수행기업에 대한 단지 2개년간의 재무제표를 이용하여 분석하였다. 그러나 컨설팅수행기업과 컨설팅비수행기업과의 비교는 보다 장기간에 걸친 심층적이고도 정교한 이론적 모형을 설계하고 지속적인 연구가 이루어져야 될 것이다.

[참고문헌]

1. 국내문헌

- 곽세영, “우리나라 기업의 자본구조결정요인”, 『경영경제연구』, 제29권 제3호 제49집 (pp.189~203), 2006
- 김건우, “소유지배구조와 자본구조의 관계”, 『한국조세연구원 조사보고서』, 1997년 제2호(pp.1~19), 한국조세연구원, 1997
- 김도희, “소유구조와 자본구조의 결정요인에 관한 연구”, 숙명여자대학교 대학원 석사학위논문, 2002
- 김동국, “기업가치와 재무비율과의 관계에 관한 실증적 연구”, 단국대학교 대학원 석사학위논문, 2002
- 김명균, “한국 상장기업의 자본비용 추정에 관한 연구”, 『복악경영연구』, 제4호 (pp.127~151), 1998
- 김문환, “자산구조 및 자본구조의 변화가 기업가치에 미치는 영향”, 국민대학교 석사학위논문, 2006
- 김병곤, 박상현, “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향”, 『재무관리연구』, 제18권 제2호 (pp.57~79), 2001
- 김승원, 『재무관리』, 지식공간, 2010
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 『재무연구』 제5호 (pp.129~154), 1992
- 김철중, 『재무분석』, 한국금융연수원, 1999
- 김태균, “국내기업의 자본조달 구조에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 석사학위논문, 1995
- 박정식, 박종원, 조재호, 『현대재무관리』, 다산출판사, 2001
- 선우석호, “한국기업의 재무구조 결정요인과 자본비용”, 『재무연구』 제3호

(pp.61~80), 1990

손승태, 이윤구 “코스닥기업의 자본구조 결정요인: 동태적 자본구조 모형을 중심으로” 『재무연구』, 제24권 제1호(pp.109~147), 2005

손옥하, “한국기업의 자본구조 결정요인에 관한 실증적 연구”, 동아대학교 대학원 석사학위논문

신민식, “우리나라 상장기업의 자본구조결정요인에 관한 연구”, 『재무관리 연구』, 제6권 제2호(p.33-69), 1989

윤봉한, 오재경, “기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국상장기업에 대한 실증연구”, 『증권학회지』, 제34권 제1호(pp.227~263), 2005

이응석, “우리나라 기업의 자본조달행위에 관한 Peking Order 이론의 실증적 연구”, 서강대학교 대학원 석사학위논문, 1992

이준성, “한국기업의 자본조달이론에 대한 실증적 연구: Peking Order 이론을 중심으로”, 고려대학교 경영대학원 석사학위논문, 1998

이창우, “자본시장에 의한 일반부채와 리스부채의 인식비교 연구” 『회계학 연구』 제17호(pp5~27), 1993

전상경, “규모의 확대와 사업다각화에 따른 기업가치의 변화-구조조정을 중심으로”, 『증권학회지』, 제30집(pp.219~241), 2003

정경수, “자본구조와 소유구조 기업가치의 관련성에 관한 연구”, 『경영연구』, 제16권 4호 (pp.13~23), 2001

정구열, 권수영, 백원선, “기업소유구조와 이익의 정보효과”, 『경영학연구』, 제31권 제6호(pp.1707~1727), 2002

정민규, “중소기업의 자본구조 결정요인에 관한 연구”, 진주산업대학교 벤처창업대학원 석사학위논문, 2008

정수진, “한국기업의 소유지배구조와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구: 재벌기업과 비재벌기업의 비교를 중심으로”, 창원대학교 대학원 석사학위논문, 2008

- 최창호, “중소기업의 자본구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구”:전북 지역 신용보증기금을 이용하는 중소기업을 중심으로, 한성대 지식서비스&컨설팅대학원 석사학위논문, 2010
- 최효순, “한국 기업의 부채 선택요인과 기업가치 영향”, 『증권학회지』, 제 34집(pp. 79~121), 2005
- 한재승, “자본구조 및 기업투자의 결정요인에 관한 실증연구”, 중앙대학교 대학원 석사학위논문, 1994
- 홍선희, “기업의 소유구조와 자본구조가 경영성과에 미치는 영향: 주권상장 기업과 코스닥등록기업 중심으로”, 단국대학교 대학원 석사학위논문, 2008



2. 국외 문헌

- Altman, E. I., "financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 1968
- Baxter, N. D., "Leverage Risk of Ruin and the Cost of Capital", *Journal of Finance* 21(pp.395~403), 1967
- Beaver, W. H., "Financial Ratio as Predictors of Failure : Empirical Reserch in Accounting Selected Studies", *Journal of Accounting Research*(pp.81~127), 1966
- Bradley, M. G., Jarrell, & Kim, E., "On the Existence of Optimal Capital Structure Theory and Evidance", *Journal of Finance* (pp.857~880), 1984
- Caring G. Johnson, "Ratio Analysis and the Prediction of Firm Failure", *Journal of Finance*(pp.1166~1168), 1970
- Castanias, R, "Bankrupsy Risk and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*(pp.1617~1635), 1983
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W., "Optimal Capital Structure Under Coporate and Personal Taxation," *Journal of financial economics*(pp.3~27), 1980
- Ferr. i M G., & Jones, H., "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach", *The Journal of Finance*(pp.631~644), 1979
- Jensen, M., & Meckling, W., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure", *Journal of financial economics* (pp.305~360), 1976
- Kim. W., & Sorensen. E., "Evidence on the impact of the agency costs of debts on coporate debt policy", *Journal of Finance Quantitive Analysis* 21, June, (pp.131~144), 1986
- Kraus, A., & Litzenberger. R., "A Stste Preference Model of Optimal

- Financial Leverage", *Journal of Finance*(september), 1973
- Myers, S. c., & Majuluf', N. C., "Coporate Financing and Investment Decisions When Firm Information That Investors Do Not Have," *Journal of Finance Economics*, 13(pp.187~221), June, 1984
- Modigliani, F., & Miller, M. H., "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review* (pp.262~297), 1958
- _____, "Corporate income taxes and the cost of capital : A correction", *The American Economic Review*(pp.433~443), 1963
- Merton, Miller H., "Debt and Tax", *The Journal of Finance* (pp.261~275) , 1977
- Ross, S. A., "The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics* (pp.23~40), 1977
- Stewart, C. Myers, "Determinants of Coporate Borrowing", *Journal of Finance Economics* , November (pp.147~175), 1977
- Timan, S., & Wessels, R., "The Determinants of Capital Structure choice" *Journal of Finance* (pp.1~19), 1988

ABSTRACT

A Study on the Effects of Capital Structure on Management Performance in Small and Medium sized Corporations

–Focused on the Comparision Consulted corporations and Non–consulted corporations using KCGF–

Kwon, Gab Yong

Major in Mmanagement Consulting

Dept. of Knowledge Service & Consulting

Graduate School of Knowledge Service

Consulting

Hansung University

The goal of this study lies in verifying the effects of capital structure in small & medium sized corporations on the profitability, growth and liquidity among the various variables which influence management performance.

The subject corporations were selected from the 156 management–consulted ones from the year 2009 to 2011 by KOREA CREDIT GUARANTEE FUND(hereinafter referred to as KODIT) and the non–consulted 183 ones both among small & medium sized corporations.

This study conducted an empirical analysis on the correlation

between dependent variables such as debt ratio, the stockholders' equity increase rate, the capital structure and independent variables such as the profitability, growth and liquidity. Followings are the results of the empirical analysis in this study.

1. The relation between debt ratio and the profitability and the relation between debt ratio and the capital structure have more influence on consulted corporations than non-consulted ones.

2. The relation between debt ratio and the growth, the stockholders' equity increase rate and the growth, the capital structure and the growth has more influence on consulted corporations than non-consulted ones as well.

In short, the consulted corporations have a more positive effects of the capital structure in the management performance than non-consulted ones.

However, this study has the following limitations.

1. The subject corporations are confined to the number of 156 consulted corporations and 183 non-consulted ones which are using the services of KODIT.

2. The sampling criteria between consulted corporations and non-consulted are different.

3. There would be additionally various factors influencing management performance besides debt ratio and the stockholders' equity increase rate.

I hope that the above-mentioned limitations can be supplemented in the coming further studies on the effects of capital structure on management performance.

【Keywords】 : capital structure, debt ratio, management performance

