



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

碩士學位論文

관광산업의 자본구조 결정요인에  
관한 연구

濟州大學校 經營大學院

經營學科 財務管理專攻

裴炯奭

2014年 8月

# 관광산업의 자본구조 결정요인에 관한 연구

指導教授 梁 聖 國

裴 炯 奭

이 論文을 經營學 碩士學位 論文으로 提出함

2014年 8月

裴炯奭의 經營學科 財務管理專攻 碩士學位  
論文을 認准함

審査委員長 \_\_\_\_\_ (印)

委 員 \_\_\_\_\_ (印)

委 員 \_\_\_\_\_ (印)

濟州大學校 經營大學院

2014年 8月

A Study on the Determinants of the Financial  
Structure of Tourism Industry

Bae, Hyoung-Seok  
(Supervised by professor Yang, Sung-Kuk)

A thesis submitted in partial fulfillment of the requirement for the  
degree of Master of Business Administration

Aug. 2014.

This thesis has been examined and approved.

---

Thesis director, Kang, Seok-Kyu, Prof. of Business Administration

---

Cho, Boo-Yun

---

Yang, Sung-Kuk

---

Aug. 2014.

Department of Business Administration  
GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION  
JEJU NATIONAL UNIVERSITY

# 목 차

<b>I. 서 론</b> .....	1
1. 연구의 목적 .....	1
2. 연구 방법과 구성 .....	2
<b>II. 이론적 고찰 및 선행연구</b> .....	4
1. 전통적 자본구조이론 .....	4
2. Modigliani & Miller의 자본구조이론 .....	5
1) Modigliani & Miller의 무관론이론 .....	5
2) Modigliani & Miller의 수정자본구조이론 .....	7
3. Miller 균형부채이론과 DeAngelo & Masulis 모형 .....	8
4. 불완전자본시장 하의 자본구조이론 .....	10
1) 정태적 절충이론(Static Trade-off Theory) .....	10
2) 자본조달순위이론(Pecking Order Theory) .....	13
5. 선행연구 .....	15
1) 국외의 선행연구 .....	15
2) 국내의 선행연구 .....	16
6. 관광산업의 정의 및 현황 .....	20
1) 관광산업의 정의 .....	20
2) 우리나라 관광산업의 현황 .....	21
<b>III. 실증 분석</b> .....	25
1. 연구 가설과 연구 모형 .....	25
1) 연구 가설 .....	25
2) 연구 모형 .....	30
2. 자료 및 변수의 정의, 분석방법 .....	32

1) 연구의 대상 및 자료 .....	32
2) 변수의 정의 .....	34
3) 분석방법 .....	35
3. 연구결과 .....	35
1) 기초통계량 .....	35
2) 회귀분석 및 분석결과 .....	38
3) 추가분석 .....	42
<b>IV. 결 론</b> .....	<b>45</b>
참고문헌 .....	48
<부록 1> KOSPI 및 KOSDAQ 등록업체 현황 .....	51

## 표 목차

<표 II-1> 관광산업 관련 선행연구 요약 .....	19
<표 II-2> 관광사업체 기간별 분포현황 .....	21
<표 II-3> 관광사업체 연간 매출액 .....	22
<표 III-1> 자본구조 결정요인의 이론적 예상부호 및 가설부호 .....	29
<표 III-2> 분석대상 표본기업 .....	32
<표 III-3> 표본기업의 연도별 분포 .....	33
<표 III-4> 자본구조 결정에 영향을 미치는 요인변수 .....	34
<표 III-5> 기초통계량 .....	36
<표 III-6> 상관관계표 .....	37
<표 III-7> 분산팽창지수(Variance inflation factor) 분석결과 .....	38
<표 III-8> 고정효과모형(Fixed Effect Model) 분석결과 .....	39
<표 III-9> 관광산업의 자본구조 결정요인 분석결과 .....	40
<표 III-10> 동적패널모형에 의한 부채비율의 결정요인 .....	43
<표 III-11> 관광산업의 자본구조 결정요인 연구결과 .....	44

## 그림 목차

<그림 I-1> 논문의 구성 .....	3
<그림 II-1> 관광산업 GDP 기여도 .....	23
<그림 II-2> 한국 관광수지 동향 .....	23
<그림 III-1> 부채비율의 연도별 변화 .....	36



## Abstract

# A Study on the Determinants of the Financial Structure of Tourism Industry

Bae, Hyoung-Seok

Department of Business Administration

Graduate School of Business Administration

Jeju National University

Tourism industry, an industry that the government, local entities, and firms are scrutinizing, has been developing as a growing industry and pursuing various tourism related business and policies to have an competitive edge. However, it is true that decision making in corporate financing is not good enough compared to development speed of the industry and is also faced a reality with a lack of basic statistics that hinders thorough analysis. Therefore, understanding the main cause of tourism industry's capital structure through the research is necessary from both academic and operation perspectives and is also required to strengthen firm's competitiveness.

Theoretical consideration, a documental research of capital structure and advanced research, has been used to draw the main cause which is utilized to verify the Static Trade-off and Pecking order theories.

This research has exploited the panel regression approach to analyze the main cause of capital structure on 20 companies listed on KOSPI and KOSDAQ. The analysis period is from 2000 to 2013 and the imbalance panel data of different number of sample companies has been used for each year.

The result of the research brings in many shapes to judge the suitability of each shape and verify the sustainability. The results are as follows.

First, the business scale and the non-current asset affect the debt ratio positively meaning positive correlation and they are interpreted as a result of supporting static trade off theory. Second, the profitability, negatively correlated with debt ratio, is interpreted as a result of supporting Pecking order theory. Third, the non-debt tax shield demonstrates negative coefficient, but is not worth paying attention. It explains that it supports the pecking order theory. Lastly, the effect of the growth and risk is positively correlated, and it also supports the pecking order theory.

Moreover, in additional analysis, it is not appropriate for the firms' to anticipate to maintain a constant debt ratio under any uncertainty.

Summing up the results, as the static trade-off and pecking order theories suggest, the tourism industry does not rely on a certain side of the theory, but applies the theories mutually. The analysis, understanding the characteristic of the opportunity of growth and value-adding aspects, depicts that it is possible for the tourism industry to be exposed to financial risk if the industry becomes myopic and pursuits added value. Also in a comparison with manufacturing industry, it is shown that only the business scale has a different influence which has led to understand the business scale is the only factor that affects debt ratio differently between two industries. Therefore, while considering the tourism industry as a growing industry, it is believed that the improvement of the industry's capital structure and new industrial policy for its growth in long term.

*Keywords* : Determinants of capital structure, Static trade-off theory, Pecking order theory, Tourism industry, Panel regression analysis

# I. 서론

## 1. 연구의 목적

관광산업은 21세기 고부가가치 산업으로 각광받고 있는 산업이며 외화획득과 고용창출을 통해 새로운 성장동력산업으로 발전하고 있다. 다보스 포럼(Davos Forum)내의 세계경제포럼(World Economic Forum: WEF)에서는 각국 정부의 관광 정책, 환경, 안전성, 문화유산 등 총 14개 항목을 기준으로 140개국의 여행 및 관광 경쟁력 지표를 평가하고 있다. 2013년 세계경제포럼의 평가보고서<sup>1)</sup> ‘여행·관광산업 경쟁력 보고서 2013’에 따르면 관광산업 국제 경쟁력 순위에서 우리나라는 전체 140개의 대상국 중 25위에 위치하고 있는 것으로 나타났다. 또한 아시아·태평양 국가 중에서는 6위, 세부 분야별로는 여행 및 관광 관련 규제 체계에서 38위, 사업 환경과 인프라에서 17위, 인적·자연적·문화적 자원 분야에서 20위로 상위권에 위치한 것을 볼 수 있다.

최근 정부와 지방자치단체에서는 국가 경제를 대표하는 산업으로 각광받는 관광산업을 새로운 성장동력산업으로 인식하고 경쟁력을 강화하기 위해 다양한 관광관련 사업들을 추진하고 있다. 하지만 관광산업이 국가경제에 미치는 효과에 대한 관심이 고조되고 성장규모와 속도에 비해서 필요자금조달, 적정자본구조 및 투자 의사결정과 경영성과 분석 등을 포함한 제반 의사 결정은 아직도 산업초기와 별 차이가 없고 이 분야에 대한 학문적 분석도 미흡한 실정이며 기초통계가 부족하여 심도 있는 분석이 어려운 상황이다.

관광산업은 유형, 무형자산의 구성비가 높고 낮은 생산비용으로 고부가가치를 창출하는 산업으로 기존의 산업과 자본구조 상의 차이를 보일 것이다. 따라서 본 연구의 목적은 관광산업의 자본구조 결정요인을 파악하려는 것이다. 이러한 연구는 시의적절하며 학술적으로나 실무적으로 의의가 있다고 판단한다. 또한 자본구

1) WEF 국가경쟁력보고서 분석, KIEP(대외경제정책연구원), 2013. WEF는 스위스 다보스에 소재하고 있으며, 1971년 경영학자인 Klaus Schwab이 창설한 국제민간회의임. 당초 유럽이 당면한 경제문제를 논의하기 위한 지역기구였으나, 미국, 아시아 국가들 참여하게 되었고, 1981년부터 매년 1, 2월 스위스 다보스에서 회의를 갖고 있음.

조 결정요인을 통한 적정자본구조의 결정은 기업가치 극대화에 중요한 영향을 미친다는 점을 고려한다면 관광산업에 대한 이해를 넓히는 것만이 아닌 경쟁력 강화측면에서도 필요할 것으로 판단된다.

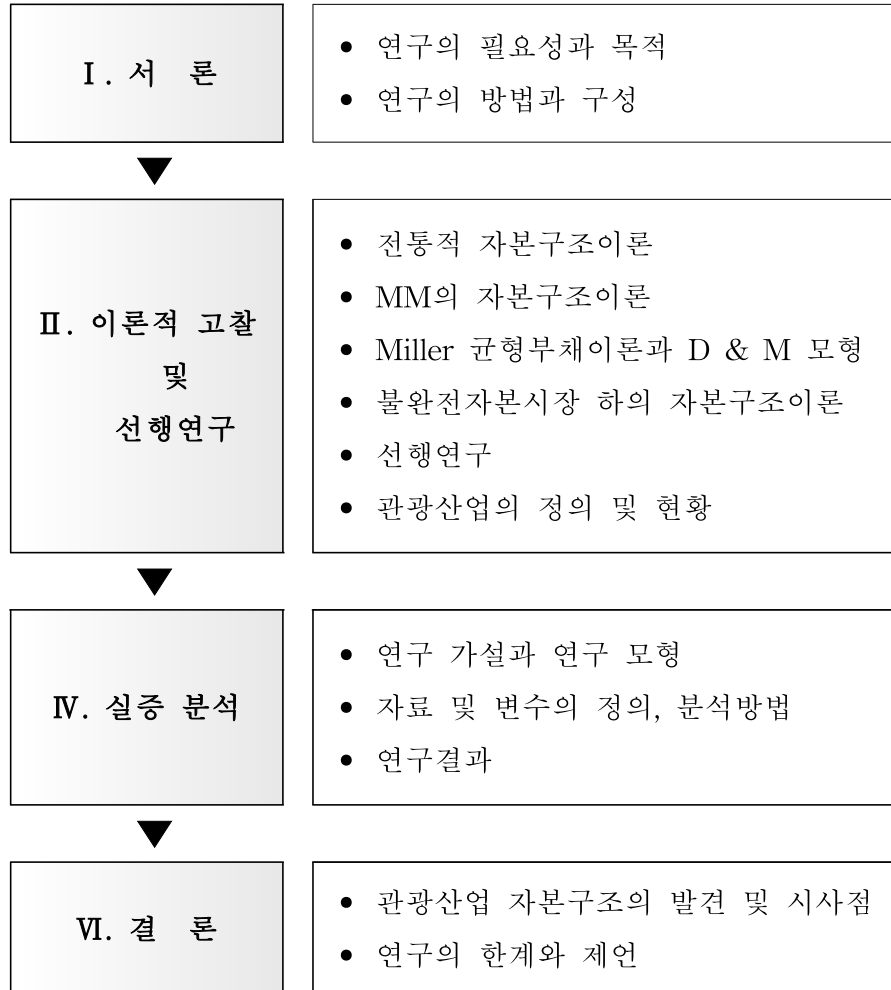
본 연구는 위와 같은 동기 하에 국내 관광산업 중 KOSPI 및 KOSDAQ 상장 기업을 대상으로 자본구조에 미치는 영향요인을 분석하고 불완전자본시장 하에서의 자본구조에 관한 대표적 이론인 정태적 절충이론(Static Trade-off Theory)과 자본조달순위이론(Pecking Order Theory)을 반영하여 자본구조의 결정요인을 분석하고자 한다.

## 2. 연구의 방법과 구성

본 연구의 목적은 관광산업의 자본구조에 영향을 미치는 요인에 대해 분석하는 것이다. 본 논문의 구성은 다음과 같으며 <그림 I-1>에 요약되어 있다.

제1장 서론에서는 연구의 목적, 연구 방법과 범위, 연구의 구성 체계를 제시하였다. 제2장은 자본구조이론에 관련된 기존의 문헌들을 검토하였다. 전통적 자본구조이론, Modigliani & Miller의 자본구조이론, 정태적 절충이론과 자본조달순위이론, 자본구조 결정요인에 관한 선행연구를 검토하였다. 또한 관광산업의 현황과 특성을 살펴보았다. 제3장은 표본기업들의 자료를 이용하여 실증분석을 실시하였다. 마지막으로 제4장은 연구결과의 요약 및 연구의 한계점을 제시하였다.

<그림 I -1> 논문의 구성



## II. 이론적 고찰 및 선행연구

### 1. 전통적 자본구조이론

자본구조이론은 자본구조(capital structure)가 자본비용과 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 가중평균자본비용을 최소화하거나 기업가치를 최대화할 수 있는 최적자본구조(optimal capital structure)에 관한 이론이다. 따라서 자본구조이론은 다음과 같은 두 가지 주요 논점을 지니고 있다. 첫째, 자본구조의 변화가 기업가치에 영향을 미치는 요인인가? 둘째, 자본구조의 변화로 인해 기업가치가 변화할 수 있다면 최적자본구조는 어떠한 형태로 나타나는가?

구체적으로 다른 조건들이 동일한 상태에서 자본구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 이론으로서 투자결정과 관련된 요소인 수익성(현금흐름)과 영업위험(business risk premium)은 정해진 상태에서 자본구조가 기업가치에 미치는 영향만을 분석한다. 따라서 자본구조이론의 핵심은 자본구조가 가중평균자본비용에 미치는 영향, 즉 타인자본비용( $k_d$ )의 저렴효과와 자기자본비용( $k_e$ )의 상승효과라는 두 가지 상충되는 효과의 크기를 분석하여 가중평균자본비용의 최소화를 할 수 있는 최적자본구조의 존재유무를 규명하며, 기업가치는 기업으로 유입되는 기대미래현금흐름을 기업의 가중평균자본비용(WACC: Weighted Average Cost of Capital)으로 할인한 현재가치라 할 수 있다.

전통적 자본구조이론은 명시적이든 암묵적이든 세금과 같은 마찰적 요인이 없는 완전자본시장을 가정함으로써 레버리지(leverage)와 관계없이 타인자본비용( $k_d$ )과 자기자본비용( $k_e$ )이 일정하다는 순이익 접근법(net income approach)<sup>2)</sup>과 레버리지와 관계없이 타인자본비용( $k_d$ )과 가중평균자본비용( $k_o$ )이 일정함을 가정하는 순영업이익 접근법(net operating income approach)<sup>3)</sup>과 레버리지의 증가에

2) 주주이익이 많을수록 부의 증가를 가져온다는 견해로 자기자본비용은 타인자본의존도와 관계없이 일정함을 가정함으로써 타인자본비용의 저렴효과가 기업가치의 증가를 가져온다는 이론이다.

3) 부채비율이 증가할수록 재무위험이 증가하고 이로 인해 자기자본비용이 증가한다고 보며 타인자본비용의 저렴효과는 가중평균자본비용을 하락시킬 수 있으나 자기자본비용의 상승효과가 이를 상쇄시켜 부채비율과 상관없이 가중평균자본비용은 일정하다는 이론이다.

따라 재무위험(finance risk premium)이 증가하여 자기자본비용( $k_e$ )이 상승하고, 레버리지가 일정수준에 도달하기까지는 타인자본비용( $k_d$ )이 일정하지만 무위험부채에서 위험부채 수준으로 증가하게 되면 채무불이행위험의 증가로 타인자본비용( $k_d$ )도 상승함을 가정하는 전통적 접근법(traditional approach)<sup>4)</sup>이 있다. David Durand(1959)와 Ezra Solomon(1963)은 전통적 접근법에 의해 최적자본구조가 존재할 것으로 주장하고 있으나, 대다수의 학자와 실무자들은 이러한 자본구조에 관한 극단적 견해에 대해 한계를 제기하고 현실적으로 절충시킨 이론을 따르고 있다.

## 2. Modigliani & Miller의 자본구조이론

F. Modigliani & M. H. Miller(1958, 1963)의(이하 MM이라 칭한다) 자본구조 이론은 재무관리의 목표인 기업가치 극대화를 위한 최적부채량 존재 여부에 관한 연구로 이 후 기업의 자본구조에 관한 다양한 논의와 실증적 연구들이 진행될 정도의 재무학에서는 중요한 이론 중 하나이다. 하지만 효율적 완전자본시장(perfect capital market)을 가정하여 단순화된 세상을 가지고 기업의 자본구조를 설명하기에는 현실적 적용가능성이 떨어진다는 비판에 따라 가정의 비현실성을 없애려는데 초점이 맞춰져 그 한계를 극복하고자 하는 이론적 실증 연구들이 진행되었고 그 논의는 현재에도 이어지고 있다.

### 1) Modigliani & Miller의 무관론이론

MM의 무관론이론(1958)<sup>5)</sup>은 마찰적 요인이 없는 완전자본시장을 가정하여 기업가치는 자본구조와 무관하게 결정된다는 이론으로 이를 무위험차익거래를 통

4) 최적자본구조가 존재여부에 대해서는 설명 가능하지만 최적자본구조에 관한 구체적인 이론체계는 제시하지 못하고 있다.

5) F. Modigliani & M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment," *American Economic Review*, June 1958.

해 증명하였다. 이론의 기본가정은 세금이나 거래비용과 같은 마찰적 요인이 없는 완전자본시장에서 기업은 부채<sup>6)</sup>와 자기자본만으로 자금을 조달하며 개인은 기업과 동일한 이자율인 무위험이자율로 자금을 자유롭게 차입하거나 대출이 가능하여 자가레버리지(home-made leverage)로 기업의 차입을 대신할 수 있으며, 기업의 투자자들은 미래현금흐름에 대해 동질적 기대를 안고 기업은 영업위험이 같은 동질적 위험집단(homogeneous risk class)으로 분류 가능하다고 가정한다.

위와 같은 가정 하에서 MM의 1953년 이론은 세 가지 명제로 요약할 수 있다.

제1명제, 기업의 가치는 그 기업의 자본구조와 무관하며 동일한 영업위험을 부담하는 기업집단의 가중평균자본비용은 서로 다르지 않으며 단 하나의 자본비용( $\rho$ )이 존재한다.<sup>7)</sup> 즉, 자가레버리지가 가능한 상황 하에서 경제적 실질은 기업의 자금조달 방식에 따라 다르지 않은 것을 주장하는 것이다.

제2명제, 부채사용기업의 자기자본비용은 무부채기업의 자기자본비용에 재무위험프리미엄을 더한 것이며, 재무위험프리미엄은 부채비율(B/S)에 비례하여 증가한다.<sup>8)</sup> 즉, 부채를 사용하는 기업의 주주는 영업위험에 추가적으로 재무위험을 부담하는 것을 의미한다.

제3명제, 투자안 의사결정에 사용되는 적절한 할인율은 기업의 자본조달방법과 무관하게 결정되며, 기업의 자본조달에 관한 의사결정과 투자안에 대한 의사결정은 무관하게 이루어진다.

MM의 기업가치와 부채사용량에 대한 무관론이론 주장은 자본구조이론에 있어 이론체계를 잡으면서 획기적인 공헌을 하였으나 현실의 기업은 MM의 주장대로 관련이 없다고 하여 임의적인 자본구조를 선택하지 않을 것이며 완전자본시장이라는 비현실적인 가정이라는 한계에 직면하게 된다. 현실적으로 기업환경에 있어 법인세는 존재할 수밖에 없으며 파산비용, 대리비용, 정보의 비대칭성 등과 같은 불완전시장요소를 고려하지 못하였고, 개인과 기업의 차입능력은 현실적으로 다르므로 자가레버리지가 기업의 레버리지를 대체하기에는 비현실적이며 거래비용 등의 마찰적 요인으로 차익거래를 통한 기업가치 증명에 한계가 있다.

6) 기업과 투자자의 부채는 무위험부채(riskless debt)이다.

7)  $V_L = V_U$  또는  $k_o^L = k_o^U$

8)  $k^L = \rho + (\rho - k_d) \frac{B}{S_L}$



## 2) Modigliani & Miller의 수정자본구조이론

MM은 이 같은 한계를 인정하며 기본가정은 전과 동일하되 법인세만을 고려하여 1958년의 연구를 수정 발표하였다.<sup>9)</sup> 법인세가 존재하는 경우의 MM의 수정자본구조이론은 세 가지 명제로 요약할 수 있다.

제1명제, 법인세를 고려하는 경우 부채사용기업의 가치는 무부채기업의 가치보다 이자비용 절세효과의 현재가치(Bt)만큼 더 크다.<sup>10)</sup>

제2명제, 법인세가 존재하는 경우 부채사용기업의 자기자본비용은 이자비용절세효과가 주주에게 귀속되므로 재무위험은 법인세율만큼 감소한다.<sup>11)</sup>

제3명제, 신규 투자안에 대한 거부율은  $k_o^L$ 가 되며, 이는 부채사용의 증가로 점차 감소한다. 따라서 세후투자수익률이  $k_o^L$ 보다 크거나 같을 경우에만 채택해야 한다.<sup>12)</sup>

MM의 위와 같은 논리는 법인세가 존재하는 경우 기업에 의한 레버리지(firm-made leverage)와 개인의 자가레버리지(home-made leverage) 간의 관계를 기업이 차입하는 경우 이자비용이 조세제도로 인하여 손비로 인정되기 때문에 법인세를 감소시키는 이자비용절세효과가 존재하나 개인에 의한 차입의 경우에는 이 같은 절세효과가 존재하지 않으므로 부채기업과 무부채기업의 가치가 이자비용절세효과의 가치(VTS: Value of Tax Shield)<sup>13)</sup>만큼 더 크게 나타나는 것을 무위험차익거래의 논리를 이용해 증명하였다. 즉 타인자본으로 인해 기업가치가 상승한 것이 아닌 법인세를 인정함으로써 상승하는 것이므로 재무레버리지(B/S)는 기업가치 상승과는 관련이 없다는 무관련이론은 여전히 유효함을 증명하였다. MM의 수정자본구조이론의 유효함은 수정 제2명제의 산식,

$k_e^L = \rho + (\rho - k_d)(1-t)\frac{B}{S_L}$  을 법인세(t)가 없는 경우로 가정할 경우 MM의 무관련

9) F. Modigliani. & M. H. Miller, "Corporate Income Tax and the Cost of Capital : A Correction," *American Economic Review*, June 1963.

10)  $V_L = V_U + Bt$

11)  $k_e^L = \rho + (\rho - k_d)(1-t)\frac{B}{S_L}$

12)  $\frac{\Delta EBIT(1-t)}{\Delta IC} > k_o^L \left\{ \text{단, } k_o^L = \rho \left( 1 - t \frac{\Delta B}{\Delta V} \right) \right\}$

13) 이자비용절세효과의 현재가치 합산 액.

이론(1958)과 다르지 않은 것으로 나타남으로써 여전히 유효함을 증명하고 있다.

### 3. Miller 균형부채이론과 DeAngelo & Masulis 모형

Miller(1977)는 시장의 마찰요인으로 법인세뿐만 아니라 개인소득세가 존재할 경우에도 자본구조와 기업가치는 무관함을 주장하였다.<sup>14)</sup> 법인세만 고려하는 경우보다 개인소득세까지 고려하게 될 경우 채권자는 이자에 대한 이자소득세와 주주는 주주소득세<sup>15)</sup>를 부담하게 되며 세후소득은 소득세 지출분 만큼 감소하게 된다. 즉, 채권자는 개인소득세만을 부담하며 주주는 법인세와 개인소득세를 이중부담하게 되는 것이다. 결국 균형모형이론에서도 논의는 MM의 수정자본이론과 동일하게 부채사용 기업의 가치가 더 높게 나타난다고 제시한다. 다만, 개인소득세를 고려할 경우에는 법인세만 고려하는 경우보다 개인소득세의 부담으로 인해 재무레버리지 효과가 더 적게 나타난다는 것이다.

이는 레버리지 이득(G: Gain from leverage)의 산식으로 증명될 수 있다.

$$G = \left[ 1 - \frac{(1-t)(1-t_s)}{1-t_b} \right] B \quad (\text{단, } t_s = \text{주주소득세율, } t = \text{법인세율, } t_b = \text{이자소득세율})$$

한 기업의 최적부채량에 관한 이론으로 MM모형과 Miller의 균형모형을 통해 부채사용의 효과인 레버리지 이득이 최적자본구조와의 관계를 다음의 식으로 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned} V_L &= V_U + Bt \\ V_L &= V_U + G \end{aligned}$$

위의 식으로부터  $G = V_L - V_U$ 로 이항하여 표현한다면 동일한 두 식을 MM모형과 Miller모형의 가정을 통해 다음과 같은 분석이 가능하다.

MM의 수정자본구조이론은 법인세만을 고려하는 것이고 Miller모형은 법인세

14) M. H. Miller., "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, May 1977, pp.261-275.

15) 현실적으로 주주소득세는 배당의 경우 배당소득세가 부과되며 자본이득이 발생할 경우에는 양도소득세가 과세된다. 하지만 균형이론모형에서는 배당여부나 처분여부와 관계없이 주주에게 귀속되는 것은 순이익 자체에 대한 과세 후 현금흐름으로 가정하여 단일세율임을 가정한다.

와 개인소득세를 고려하는 모형이다. 따라서 레버리지 이득(G)을 구하는 식으로부터  $t_s$ 와  $t_b$ 을 '0'으로 가정한다면, 이는 MM모형의 레버리지 이득과 동일한 결과로 나타나게 된다. 또한  $t_s$ 와  $t_b$ 가 동일한 경우를 가정하더라도 그 비율은 일정하게 유지됨으로써 두 모형의 결과가 동일함을 알 수 있다. 그러나 현실적으로 주주소득세는 이자소득세보다 작으므로  $t_s < t_b$ 을 레버리지 이득(G)을 구하는 식에 적용하면 개인소득세 효과로 인해 MM모형에서보다 Miller모형에서 재무레버리지 효과가 더 작게 나타나게 된다.

Miller는 시장 전체측면에서 회사채가 시장의 균형 상태에서는 법인세율과 개인소득세율이 동일한 상태이며 시장균형에 도달하게 되면 회사채의 발행량은 균형부채발행량으로 볼 수 있다고 한다. 그러나 여기서의 균형부채발행량은 시장 전체, 즉 경제 전체적인 관점에서의 최적부채량일 뿐 개별기업의 최적부채량을 설명하지는 못한다. 또한 비(非)부채성 감세효과(Non-debt Tax Shield)<sup>16)</sup>를 감안하지 못했다는 것이다. 이에 DeAngelo & Masulis(1980)<sup>17)</sup>는 단일 법인세율 하에서도 비부채성 감세효과를 반영하면 실질적인 법인세율은 달라질 수 있음을 가정함으로써 개별기업의 최적부채량도 존재한다고 주장하였다.

Miller모형을 좀 더 현실적으로 가정을 완화하여 접근한다면 기업은 법인세 절감효과를 얻는 것에는 한계가 있을 것이며 이익이 충분치 않은 상황 하에서 비부채성 감세효과가 이자비용절세효과보다 더 크게 나타날 경우 실질적인 절세효과인 유효법인세율은 감소한다. 따라서 유효법인세율이 낮을수록 세전이자율도 낮아진다. 즉, 비부채성 감세효과는 이자비용절세효과와 대체관계에 있기 때문에 비부채성 감세효과가 큰 기업일수록 부채사용을 줄이게 되는 유인이 존재하므로 개별기업의 최적부채량의 존재여부를 판단할 수 있다고 제시하였다.

16) 감가상각비 절세효과, 투자세액공제(investment tax credit) 등.

17) DeAngelo, H. and R. Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics*, 1980, 18(1), pp.3-29.

#### 4. 불완전자본시장 하의 자본구조이론

MM이론이나 Miller의 균형부채이론은 기업들의 적정 수준의 부채비율 유지부분에 대한 노력을 설명하는 데는 한계가 있다. MM 이전의 연구들이 완전자본시장(perfect capital market)이라는 가정이었다면 MM의 이후의 연구는 불완전 시장(imperfectly capital market)을 가정하여 각 기업의 자본구조는 기업의 특성요인에 따라 차별화되어 있다는 연구결과들이 제시되고 있다. 현실적 자본시장에서는 다양한 시장불완전요인이 존재하며 이들을 고려해야 좀 더 합리적인 기업가치에 근접할 수 있을 것이다.

불완전자본시장 상황 하의 자본구조에 관한 이론은 대표적으로 두 가지 이론으로 대별된다.

첫째는 정태적 절충이론(Static Trade-off Theory)으로 부채를 사용함으로써 발생하는 이자비용절세효과(ITS: interest tax shield)의 현재가치 합, 즉 레버리지이득(G)과 부채를 사용할 때 발생하는 비용 사이의 균형점에서 최적자본구조가 결정된다는 이론이다. 또한 Kraus & Litzenberg(1973)는 법인세와 파산비용을 고려할 경우에는 이자비용절세효과의 현재가치와 파산비용의 현재가치를 고려하여 최적 자본구조를 설정한다고 주장한다.

둘째는 자본조달순위이론(Pecking Order Theory)으로 Myers(1984)는 정보비대칭(information asymmetry)을 가정한 상황 하에서 기업이 자금을 조달할 때 자금조달의 유리한 순서인 내부금융(유보이익)을 먼저 사용하고 부채를 발행하여 자금을 조달하며 마지막으로 신주발행으로 자금을 조달하게 되는 자금조달순위이론을 제시한다. 이 이론에 따르면 최적자본구조는 무의미한 것으로 절충이론과 양립할 수 없는 특징이 있다.

##### 1) 정태적 절충이론(Static Trade-off Theory)

###### (1) 파산비용이론(Bankruptcy Theory)

파산비용(bankruptcy cost)은 과다부채를 이용하는 기업이 채무불이행상태에

도달하여 부채를 상환할 능력을 상실함으로써 기업은 청산(liquidation) 혹은 재조직(reorganization)을 하게 되며 이로 인해 발생하는 제비용을 말한다. 또한 파산비용은 파산선고 후의 절차에서 법정대리인에게 지급되는 직접파산비용과 청산 시에 자산의 처분가격과 재조직을 할 경우 발생하는 제반비용인 간접파산비용으로 나눌 수 있다.

파산비용이론은 Baxter(1967), Kraus & Litzenberg(1973), Scott(1976) 등에 의해 주장되었으며, 파산비용이 존재할 경우 부채의 사용으로 인해 기업가치의 증대효과와 파산비용으로 인한 감소효과가 동시에 나타나기 때문에 기업가치를 극대화할 수 있는 최적자본구조가 존재한다고 주장한다. 즉,  $V_L$ (무부채기업)에 법인세를 고려할 경우 기업의 가치는 레버리지이득(G)을 가산하고 기대파산비용의 현재가치(PVBC: Present Value of expected Bankruptcy Cost)를 차감한 값<sup>18)</sup>이 된다. 레버리지 이득(G)은 부채의 사용수준에 따라 비례적으로 증가하며, 기대파산비용의 현재가치(PVBC)는 부채의 사용수준이 일정수준 하에서는 그 영향력은 미미하지만 일정수준을 초과하게 되면 기대파산비용의 현재가치(PVBC)도 체증하게 되어 기업가치를 크게 하락시키게 된다. 따라서 부채사용수준에 따른 한계 레버리지이득(G)과 한계 기대파산비용의 현재가치가 일치하는 수준에서 최적자본구조가 존재할 수 있다.

Warner(1977)의 실증연구에 의하면 기대파산비용의 현재가치(PVBC)는 레버리지 이득(G)을 상쇄할 정도로 가치가 크지 않은 것으로 제시하고 있으나, 파산비용의 수준에 관해 Altman(1984)<sup>19)</sup>은 파산시점의 직접파산비용은 기업가치의 약 6.2% 수준에서, 간접파산비용은 기업가치의 약 10.5% 수준에 달하는 것으로 측정되었고, 직접·간접 파산비용의 현재가치는 전체 기업가치의 11~17%에 달하는 결과를 제시함으로써 파산비용이 기업가치 측정에 있어 큰 비중을 차지하고 있음을 시사하고 있다. 하지만 현실적으로 기대파산비용의 측정은 불가능하며, 이후의 실증연구에서는 Warner의 실증연구 결과를 학계의 전반적 흐름으로 지지하고 있다.<sup>20)</sup>

18)  $V_L = V_U + Bt - PVBC$

19) E. I. Altman, "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question," *Journal of Finance*, vol.39, Sep, 1984, pp.1067~1089.

20) Horse and Rabbit stew : 말의 식사와 토끼의 식사, 법인세의 감세효과와 파산비용효과를 상호 비교하

## (2) 대리비용이론(Agency Cost Theory)

Jensen & Meckling(1976)은 대리관계에서 최적자본구조의 존재여부를 찾고자 하였다. 즉, 기업의 이해관계자들 간의 계약적 관계에 의해 기업운영에 관한 대리관계가 존재하게 되며 정보비대칭 상황 하에서 발생하는 대리비용의 최소화를 통해 최적자본구조가 존재한다고 주장하였다.

대리비용은 정보비대칭 상황에서 대리문제의 방지수단으로 발생할 수 있으며 다음과 같이 구분할 수 있다.

첫째, 감시비용(monitoring cost)으로 대리인이 투자 주체의 이익으로부터 이탈되는 것을 방지하기 위해 발생하는 비용과 대리인의 행동유인을 변화시키기 위한 비용<sup>21)</sup>으로 구분할 수 있다.

둘째, 확증비용(bonding cost)으로 대리인의 행위가 주체의 이익에 이탈되지 않는 것을 확증시키는 데 소요되는 비용<sup>22)</sup>이다.

마지막으로 잔여손실(residual cost)로 투자 주체의 기회비용으로서 감시비용과 확증비용이외의 대리인으로 인한 주체의 부의 감소분을 의미한다.

이러한 대리비용은 자금조달과 운용 측면에서 두 가지 형태의 대리관계가 존재하게 되며 대리관계에 따라 대리비용을 구분할 수 있다. 첫째, 외부주주와 내부주주(대리인)의 관계에서 이해상충 문제로 발생할 수 있는 자기자본 대리비용(agency cost of equity)이다. 자기자본 대리비용은 대리인의 효용을 증대시키기 위한 비금전적 효익(non-pecuniary benefits)의 추구나 자신의 이익을 추구함으로써 나타나는 특권적 소비(perquisite consumptions), 업무 태만으로 인하여 발생하는 기업가치의 손실분을 의미한다. 둘째, 채권자와 주주의 관계에서 채권자 부의 감소를 통해 주주가 부의 증대를 위한 의사결정에서 발생할 수 있는 부채 대리비용(agency cost of debt)이 있다. 부채 대리비용의 발생유인으로는 부채비용이 높은 경우 수익성이 다소 낮더라도 위험한 투자안을 선호하게 되는 위험투자유인(risk incentive)과 수익성이 있더라도 주주가 선호하지 않음으로써 투자대상에서 제외될 수 있는 과소투자유인(under investment incentive), 부채를 과다

는 비유적 표현으로 쓰이고 있다.

21) 보상유인정책(incentive system)에 따른 비용.

22) 기업의 재무상황을 공인하는데 소요되는 비용(회계감사비용)이나 경영자의 부정행위에 따른 벌칙규정에 소요되는 비용.

하게 사용하는 기업의 주주들은 과다배당이나 자사주 매입, 자산 매각 등을 통해 채권자의 부를 주주의 부로 이전시키는 재산도피유인(milking the property incentive)이 있다. 즉, 대리관계와 이해상충에 따라 발생하는 대리비용은 자기자본 대리비용과 부채 대리비용의 합계가 최소화되는 부채수준(레버리지수준)이 존재할 것이므로 이때의 자본구조가 최적자본구조가 형성된다.

정태적 절충이론으로 대별되는 두 이론의 장점은 재무레버리지가 산업별로 차이가 나는 이유에 대해서 설명이 가능하다는 점과 부채비율이 과도하게 높은 기업의 경우 자본구조조정 방법의 필요성에 대한 설명이 가능하다는 점이다. 하지만 수익성과 재무레버리지 간의 관계에 대한 설명하기에는 한계가 있으며 정확한 대리비용의 측정이 어려운 현실에 비추어 최적자본구조를 도출한다는 것은 쉽지 않은 일이다.

## 2) 자본조달순위이론(Pecking Order Theory)

기업가치 극대화를 추구하기 위해 최적자본구조가 존재한다는 이론에 대한 부정은 Donaldson(1961)에 의해 제기되었으며, 이 후 Myers(1984)는 Donaldson을 지지하며 동태적 자금조달이론을 제시<sup>23)</sup>하였다. 기업내부자와 외부투자자 사이에 정보비대칭 상황이 존재하는 경우 기업가치 극대화를 위해서는 정보비대칭이 적은 순서로 투자자금을 조달해야 한다는 이론이며 자본시장이 완전자본시장이 아니라는 가정은 정보비대칭의 가정에서 나타난다. 만약 정보비대칭 상황의 완전자본 시장이라면 투자기회에 따른 NPV(Net Present Value: 순현재가치)는 공시시점에 주가에 반영되기 때문에 자금조달 이전에 NPV에 따른 기업가치 상승효과는 주주에게 모두 귀속되어 자본조달순위에 의미가 존재하지 않게 된다.

Myers & Majluf(1984)는 이론적으로 준강형 이상의 효율적 완전자본시장을 가정하여 기업은 새로운 투자안에 대하여 정보비대칭 상황이 존재할 수 있음을 가정<sup>24)</sup>한다. 이러한 상황 하에서 기업은 내부금융을 통해 자금을 조달하게 되면

23) Stewart C. Myers, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 1984.

24) Stewart C. Myers and M. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.", *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221.

투자안의 NPV가 기존 주주에게 모두 귀속되어 가장 유리한 자금 조달안이 된다.

목표배당성향의 조정과 예측 불가능한 미래투자수익 또는 투자기회의 변동으로 인해 내부금융보다 필요조달자금이 더 크거나 적을 수가 있다. 내부금융이 투자필요자금보다 적은 경우 외부금융의 사용이 불가피하다면 부채를 발행하여 조달하는 방법 역시 투자안의 NPV가 기존주주에게 모두 귀속된다. 하지만 내부금융보다 부채의 발행이 불리한 이유는 투자안의 NPV가 모두 주주에게 귀속되는 것은 동일하지만 부채발행으로 인한 자금조달경비가 발생하기 때문이다. 신주발행을 통한 자금조달은 투자안의 NPV가 기존주주와 신주주에게 분배 할당되기 때문에 주식발행을 통한 자금조달은 기존주주입장에서 제한<sup>25)</sup>될 수밖에 없다. 즉, 외부금융이 필요할 경우에는 정보비대칭 상황 하에서 우호적인 내부정보로 인해 정보비대칭이 적은 채권이나 금융기관을 통한 차입이 선호될 것이며, 비우호적인 내부정보가 있을 경우에는 신주발행을 선택하는 것이 기존주주 입장에서 유리할 수 있다. 하지만 효율적 자본시장에서는 이런 정보가 외부에 신호를 전달하여 기업가치 상승 요인으로 작용할 수 있으며, 신주발행 시에는 외부주주들이 이를 불리한 신호로 받아들여 기업가치는 하락할 수 있다. 따라서 내재가치에 비해 저평가된 주식을 발행하게 되는 역선택의 상황이 존재할 수 있음을 주장하였다.

자본조달순위이론은 정태적 절충이론이 설명하지 못한 기업의 부채수준에 관해 설명 가능하다. 현실적으로 수익성이 높은 기업은 부채상환 능력이 있음에도 불구하고 내부금융의 확보를 통해 채권발행이나 차입을 이용한 자금 확보의 유인이 없으며, 낮은 수익성의 기업은 투자자금조달을 위해 주식발행보다는 부채를 선호할 것이므로 부채비율이 높게 나타난다. 또한 높은 수익성을 갖는 투자기회가 있을 경우에 자금조달방법이 주식발행 외의 방법이 없다면 기업은 투자기회를 포기하려 할 수 있으며, 이러한 상황을 회피하기 위해 기업은 될수록 낮은 부채비율을 유지하려고 한다. 하지만 자본조달순위이론에 의해 기업의 최적부채비율에 관한 결론을 내리기에는 한계가 있다. 내부유보자금과 신주발행은 주주에 의한 자금조달방법으로 선호순위의 처음과 마지막 순위를 차지하고 있으므로 최

25) 일반적으로 채권발행비용보다 주식발행비용이 더 크다.



적자본구조의 존재여부가 무의미한 것이다.

## 5. 선행연구

자본구조 결정요인에 관한 실증 분석은 초창기에는 정태적 절충이론에 입각하여 자본구조의 결정요인을 규명하는 데에 치중되었으나 이후 정태적 절충이론과 자본조달순위이론에 대해 기업의 재무구조를 동시에 규명하려는 검증이 주를 이루게 되었다. 또한 Myers(1984)의 이론적 예측을 기초로 하여 Titman & Wessels(1988)와 Harris & Raviv(1991)은 기업의 자본구조를 결정하는 영향요인과 기업이 현실적으로는 서로 다른 부채수준을 유지하는 현상을 설명할 수 있는 영향요인을 자산의 담보가치(CVA: collateral value of assets), 비부채성 감세효과(non-debt tax shields), 성장성(growth), 사업의 특이성(uniqueness), 산업분류(industry classification), 기업의 규모(size), 수익 변동성(volatility), 수익성(profitability)으로 제시하고 있다.

정태적 절충이론에 의하면 최적자본구조의 결정요인으로 비부채성 감세효과, 산업분류, 성장성, 수익성, 위험 등이 상대적으로 의미 있는 변수로 제시되었고, 자본조달순위이론에 의하면 자산의 담보가치, 성장성과 기업의 규모가 의미 있는 변수로 제시되고 있다.

정태적 절충이론과 자본조달순위이론을 이용한 연구 중에서 관광산업을 대상으로 한 국내외의 최근 연구 결과를 요약하면 다음과 같다.

### 1) 국외의 선행연구

Emill & Andreas(2012)은 2003년부터 2010년까지의 세계 39개의 항공사를 대상으로 기업규모, 자산의 담보가치, 수익성, 위험, 성장성, 연료비용, 항공기 임대료 등을 요인으로 정태적 절충이론과 자본조달순위이론, 대리이론을 통해 비교 분석하였다. 기업규모와 자산의 담보가치, 위험은 正(+)의 영향력을 미치며 성장

성은 負(-)의 영향력을 미치는 것으로 정태적 절충이론을 지지하였으며, 수익성은 負(-)의 영향력으로 자본조달순위이론을 지지하는 것으로 제시하였다. 또한 위험요인은 正(+)의 영향력으로 자본조달순위이론과 대리이론을 지지하는 것으로 제시하였다.

Erdinc et al.,(2011)은 2007년 터키에 소재하고 있는 619개의 숙박업체를 대상으로 기업규모와 자본구조 간의 영향력을 분석하였다. 분석의 정확성을 위해 숙박업체의 크기에 따라 대기업과 중소기업으로 재분류하여 분석을 실시하였으며 기업의 크기와 관계없이 기업규모와 자본구조는 正(+)의 관계에 있음을 제시하였다.

Amarjit et al.,(2009)는 2008년 미국 증권거래소에 등록된 서비스산업을 대상으로 담보성 자산, 수익성, 유효세율, 비부채성 감세효과, 기업규모, 성장기회를 영향요인으로 실증 분석한 결과 자산의 담보가치와 수익성만이 부채비율과 負(-)의 관계를 나타내며 자본조달순위이론을 지지하는 결과를 제시하였다.

## 2) 국내의 선행연구

김성태·홍재범·전재균(2013)은 1992년부터 2007년까지 외감법(주식회사 외부감사에 관한 법률)에 의거 공인회계사로부터 외부감사를 받은 기업으로서 한국표준산업분류에 따라 호텔숙박업에 포함된 1,470개 기업을 대상으로 자본구조 결정요인을 동태적으로 분석하였다. 외환위기 이전과 이후의 비교를 통해 외생적 요인으로 인한 독립변수의 영향력을 검증한 결과 기업규모와 비유동자산, 수익성은 부채비율에 負(-)의 영향력 미치고 있으며 비부채성 감세효과는 正(+)의 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 또한 추가분석을 통해 자본조달순위이론의 검증을 시도하였으며 이를 위해 자금부족상황을 독립변수로 하여 부채비율과 正(+)의 관계를 나타냄으로써 이론을 지지하는 것으로 제시하고 있다.

정진호(2012)는 1999년부터 2011년까지 문화산업에 속하는 코스닥 상장된 11개 기업을 대상으로 정태적 절충이론과 자본조달순이론에 관하여 실증 분석한 결과 기업규모는 부채비율에 正(+)의 관계로 절충이론을 지지하며 위험은 절충이론과

자본조달순위이론에서 유의하지 않은 것으로 나타났다. 또한 비유동자산과 수익성은 부채비율에 負(-)의 관계로 자본조달순위이론을 지지하는 것으로 나타났고, 성장성은 正(+)의 관계를 갖고 자본조달순위이론을 지지하는 것으로 나타났다. 하지만 비부채성 감세효과는 부채비율에 正(+)의 관계를 갖고 있으나 절충이론과 자본조달순위이론을 지지하지 않는 영향요인으로 제시하였다.

전재균·홍재범(2011)은 1989년부터 2007년까지 한국표준산업분류에 따른 관광산업에 포함된 외감법에 의거 외부감사대상 2,945개 업체를 표본으로 부채비율에 대한 실증연구를 실시하였다. 그들은 관광산업을 숙박, 음식업, 여행사 및 기타여행보조로 기업을 세분류하고 시계열자료의 정확성을 위해 외환금융위기 상황 1997년부터 1999년까지를 배제하여 자본구조 결정요인에 관해 분석하였다. 그 결과 기업규모, 영업위험, 성장률, 고정자산비율(자산의 담보가치)은 부채비율과 正(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 또한 외환금융위기 이전과 이후에 자본구조 결정요인의 유의성이 상이한 것으로 나타났다. 이전에는 영업위험과 수익성이 영향요인이었으며 이후에는 비부채성 감세효과가 영향요인으로 분석되었다. 이러한 결과는 정태적 상충이론과 자금조달순위이론을 지지하고 있으면서도 금융상황에 따른 현실적 제약 하에서는 이론으로 증명하기에는 한계를 나타내는 부분이다.

김재석(2011)은 2002년부터 2009년까지 재무자료가 공시된 713개의 호텔을 대상으로 실증 분석하였다. 호텔은 중소기업기본법에 의거 '매출액 200억 원 이하의 중소기업'을 기준으로 특1급, 특2급, 1급으로 세분류하여 호텔의 특성별로 자본구조에 차이가 있음을 제시하였다. 호텔등급이 높을수록 부채비율이 낮게 나타났고 또한 유형성, 수익성, 규모, 감가상각비는 부채비율에 영향을 미치는 요인으로 유형성은 부채비율과 正(+)의 관계에 있고 감가상각, 규모, 수익성은 부채비율과 負(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 수익성의 영향은 자본조달순위이론을 지지하는 결과이며 기업규모가 負(-)의 관계에 있는 것은 정태적 절충이론과는 배치되는 결과로 제시하고 있는 반면, 유형성과 감가상각은 정태적 절충이론을 지지하는 결과를 제시하고 있다.

김우곤(1999)은 1994년부터 1996년까지 영업실적이 공시된 37개의 호텔을 대상으로 실증 분석하였다. 그 결과 호텔산업의 경우 부채비율에 유의한 영향요인으

로 기업규모, 수익성, 성장성, 비부채성 감세효과, 자산의 담보가치인 것으로 제시하였다. 일반적으로 기업규모가 클수록, 수익성이 높을수록, 비부채성 감세효과<sup>26)</sup>가 클수록 부채비율과는 負(-)의 관계에 있음을 나타내고 성장성이 높을수록 자산의 담보가치가 클수록 부채비율과는 正(+)의 관계가 있다고 제시하였다.

관광산업과 관련된 자본구조 결정요인에 관한 선행연구들을 요약해보면 부채비율에 유의한 영향을 미치는 요인은 기업규모, 위험(이익 변동성), 수익성, 성장성, 자산의 담보가치, 비부채성 감세효과로 요약할 수 있다.

위와 같은 정태적 절충이론과 자본조달순위이론을 검증하는 선행연구를 종합적으로 분석해볼 때 하나의 이론에 지배적이거나 절대적인 결과를 보이는 연구 결과를 찾아보기 힘들고 오히려 하나의 이론을 검증하는 연구결과에서도 이론에 상충되는 결과를 보이는 경우도 있었다. 이러한 연구결과가 도출되는 이유는 두 이론이 이론적으로는 양립할 수 없는 위치에 있으나 현실적인 관점에서는 절대적이지 않은 상호보완적인 관계에 있는 이론이기 때문에 나타나는 현상으로 해석할 수 있다.

이러한 실증연구들의 결과에 따라, 본 연구에서는 관광산업을 대상으로 자본구조 결정요인에 대해 정태적 절충이론과 자본조달순위이론을 이용하여 자본구조의 결정요인을 규명하고자 한다. 또한 도출된 결정요인을 근거로 기업들이 효과적인 통제를 통해 최적자본구조를 구체화할 수 있다면 본 연구에 큰 의의를 둘 수 있을 것이라 판단된다.

---

26) 호텔산업의 특성상 비부채성 감세효과는 감가상각의 세금공제효과가 큰 것으로 보고하였다.

<표 II-1> 관광산업 관련 선행연구 요약

연구자	독립변수	연구결과
Emill & Andreas(2012)	기업규모, 자산의 담보가치, 수익성, 위험, 성장성, 연료비용, 항공기 임대료	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업규모, 자산의 담보가치, 위험, 성장성은 정태적 절충이론 지지</li> <li>수익성과 위험은 자본조달순위이론 지지</li> </ul>
Erdinc et al.,(2011)	기업규모	<ul style="list-style-type: none"> <li>정태적 절충이론 지지</li> </ul>
Amarjit et al.,(2009)	담보성 자산, 수익성, 유효세율, 비부채성 감세효과, 기업규모, 성장기회	<ul style="list-style-type: none"> <li>자산의 담보가치와 수익성만이 자본조달순위이론 지지</li> </ul>
김성태·홍재범·전재균(2013)	기업규모, 비유동자산, 비부채성 감세효과, 수익성, 자금과부족	<ul style="list-style-type: none"> <li>모든 변수가 자본조달순위이론 지지</li> </ul>
정진호(2012)	기업규모, 비유동자산, 수익성, 비부채성 감세효과, 성장성, 위험	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업규모는 정태적 절충이론 지지</li> <li>비유동자산, 수익성, 성장성은 자본조달순위이론 지지</li> </ul>
전재균·홍재범(2011)	기업규모, 영업위험, 성장기회, 유형고정자산비율, 비부채성 감세효과, 수익성	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업규모, 유형고정자산비율은 정태적 절충이론 지지</li> <li>성장기회, 위험은 자본조달순위이론 지지</li> </ul>
김재석(2011)	감가상각, 성장성, 유형성, 규모, 수익성	<ul style="list-style-type: none"> <li>유형성, 감가상각은 정태적 절충이론 지지</li> <li>기업규모와 수익성은 자본조달순위이론 지지</li> </ul>
김우곤(1999)	기업규모, 수익성, 성장성, 비부채성 감세효과, 자산의 담보가치, 위험, 기업의 특이성	<ul style="list-style-type: none"> <li>자산의 담보가치는 정태적 절충이론 지지</li> <li>기업의 특이성과 자산의 담보가치를 제외한 나머지 변수는 자본조달순위이론 지지</li> </ul>

## 6. 관광산업의 정의와 현황

### 1) 관광산업의 정의

관광산업에 대한 정의나 분류체계는 나라마다 상이하며 명확하게 정비되어 있지 않다. 이에 따라 실무자나 연구자들의 판단에 의해 관광산업을 정의하고 UN에서 권고한 국제표준산업분류(ISIC: International Standard Industrial Classification)의 관광관련산업에 기초하여 분류해왔다. 우리나라에서도 이를 바탕으로 한국표준산업분류(KSIC: Korea Standard Industrial Classification)의 체계 하에 관광산업을 분류하고 있으나 범규 및 기구에 따라 관광산업에 대한 해석의 차이가 존재하는 것이 사실이다.

우선 ‘관광진흥법’에 따르면 “관광사업이란 관광객을 위하여 운송·숙박·음식·운동·오락·휴양 또는 용역을 제공하거나 그 밖에 관광에 딸린 시설을 갖추어 이를 이용하게 하는 업(業)을 말한다.”<sup>27)</sup>라고 정의하고 있으며, 여행업, 관광숙박업, 관광객이용시설업, 국제회의업, 카지노업, 유원시설업, 관광객편의시설업<sup>28)</sup>으로 분류하고 있다.

한국표준산업분류(KSIC)에 따른 관광산업분류표에서는 크게 숙박 및 음식점업, 운송업, 여행알선 및 운수관련 서비스업, 기계장비 및 소모용품 임대업, 오락·문화 및 운동관련산업으로 분류하여 제시하고 있다.

국제기구에서도 관광산업에 대한 정의 및 분류에 대한 차이가 존재한다. 세계관광기구(World Tourism Organization)에서는 관광부문에 여행수요의 직·간접적 효과로 규정한 관광경제와 직접효과만을 산출한 관광산업으로 분류하고 정의하고 있으며 관광산업의 주요 구성요소를 수송 및 인프라, 숙박시설 등의 재화 및 서비스 분야로 제시하고 있다. OECD에서는 회원국에 대해 관광위성계정(TSA: Tourism Satellite Account)의 작성을 권고<sup>29)</sup>하며 ‘기계장비 및 소모용품 임대업’을 제외한 국제표준산업분류에 의거하여 관광관련산업분류표의 체계를 명시하고 있다.

27) 관광진흥법 제2조(정의) 1항, <개정 2007. 7. 19, 2011. 4. 5>

28) 관광진흥법 제3조(관광사업의 종류), <개정 2007. 7. 19>

29) OECD(1991), *Manual on Tourism Economic Account*.

본 연구에서는 한국표준산업분류체계를 이용하여 KOSPI 및 KOSDAQ 상장기업을 대상으로 실증 분석을 실시하고자 한다.

## 2) 우리나라 관광산업의 현황

우리나라 관광사업체는 <표 II-1>에서 보는 바와 같이 2002년 총 10,192개의 업체가 등록되어 있으며 2012년에는 19,656개의 업체가 등록되어 지속적으로 성장하고 있다. 2012년을 기준으로 관광사업체 중 가장 큰 비율을 차지하는 여행업은 15,152개의 기업으로 전체 비중에서 77%를 차지하며 전년 13,289개 등록업체 대비 14%의 성장률을 보여주고 있으나, 관광편의시설업은 2011년 3,038개의 등록업체에서 2012년 2,898개로 업체수가 감소해 전년대비 4.6%의 감소율을 보이고 있다.

<표 II-2> 관광사업체 기간별 분포 현황

	여행업	관광 숙박업	관광객 이용시설업	국제 회의업	카지노업	유원 시설업	관광 편의시설업
2002	8,077	607	151	86	14	229	1,028
2003	8,500	643	155	106	14	225	1,114
2004	8,728	665	170	127	14	207	1,142
2005	9,126	694	169	138	14	201	1,206
2006	9,623	701	173	152	17	234	1,367
2007	10,681	775	196	156	17	163	1,704
2008	9,650	815	182	162	17	217	2,167
2009	11,968	838	209	162	17	235	2,452
2010	12,584	687	278	363	17	241	2,806
2011	13,289	887	323	398	17	216	3,038
<b>2012</b>	<b>15,152</b>	<b>935</b>	<b>354</b>	<b>485</b>	<b>17</b>	<b>300</b>	<b>2,898</b>

출처 : 관광지식정보시스템, 2013.

이러한 관광사업체 중 한국표준산업분류(KSIC)에 따라 2014년 KOSPI 및

KOSDAQ에 등록된 업체<sup>30)</sup>는 20개의 업체이지만 업종들이 상이하며 대부분 운송업과 여행관련 서비스업, 외식관련업 등에 분포되어 있다.

관광사업체 기초통계조사(2013)에 따르면 2012년 관광사업체의 연간 총 매출액은 23조 5,550억 원으로 2010년 이후 지속적인 성장세를 보이고 있으며, 2012년 기준 모든 업종에서 연간 매출액이 전년대비 증가하였고 이 중에서도 여행업의 성장세가 34.2%로 가장 큰 것으로 나타났다.

<표 II-3> 관광사업체 연간 매출액

구 분	연간 총 매출액			증감률 (2012년 전년대비)
	2010년	2011년	2012년	
전 체	17,866,898	20,197,052	23,554,978	16.6%
여 행 업	3,199,417	4,402,134	5,909,063	34.2%
관 광 숙 박 업	5,541,966	6,140,944	7,056,942	14.9%
관 광 객 이 용 시 설 업	1,526,685	1,725,561	1,901,977	10.2%
국 제 회 의 업	1,986,080	2,027,030	2,297,493	13.3%
카 지 노 업	2,262,584	2,311,664	2,460,353	6.4%
유 원 시 설 업	950,505	1,043,514	1,181,948	13.3%
관 광 편 의 시 설 업	2,399,661	2,546,204	2,747,202	7.9%

출처 : 관광사업체 기초통계조사, 2013. 단위(백만원, %)

우리나라 관광산업의 GDP에 대한 기여도는 <그림 II-1>에서 살펴볼 수 있다. 관광산업 GDP 및 고용에 미치는 직접효과<sup>31)</sup>는 2013년 2.0%수준에서 머무르고 있으며, 관광산업 관련 정부의 정책과 지출, 산업의 파급효과 등의 간접효과를 고려한 총효과<sup>32)</sup>의 경우 2013년 5.8%의 수준에 머물고 있다.

30) 상장관리사와 등록폐지사는 제외하였으며, 현대상선(주)은 외항여객운송업으로 분류되나 화물운송이 주 업무로 제외하였고 신세계푸드는 외식사업영역을 영위하고 있으므로 관광산업 영역에 포함하였음.

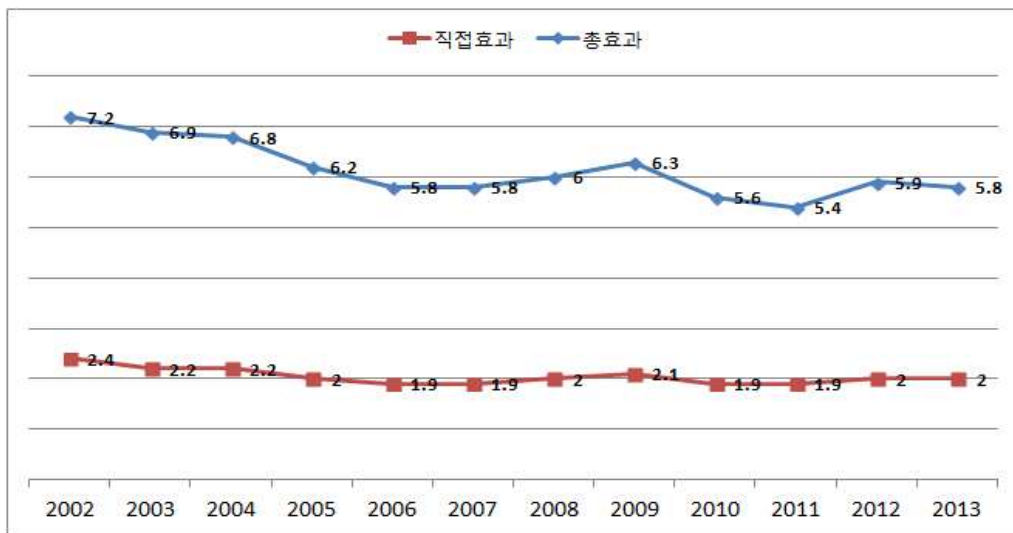
31) 숙박, 운수, 여행, 음식, 레저 등 관광산업과 직접적으로 연계된 부문의 부가가치 생산 및 고용 규모.

32) 전 산업의 부가가치 생산 및 고용 유발 효과.



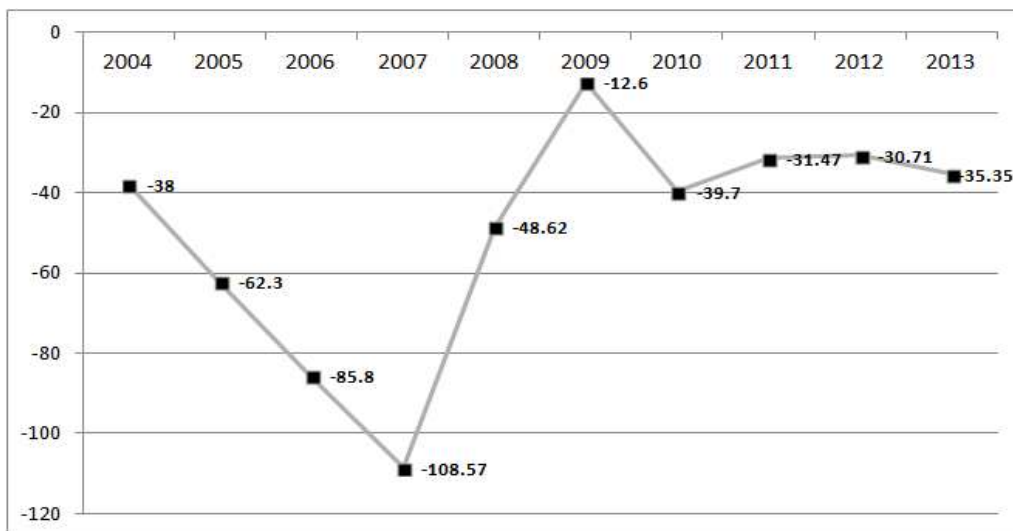
GDP에 대한 기여도는 2000년대 중반 다소 하락하는 모습을 보이긴 하지만 전체적으로는 비교적 안정적인 상태를 보이고 있다. 이는 관광산업의 구조적 변동이 없음을 의미하는 것으로 해석할 수 있으며 자본구조 결정요인에 관한 분석에 있어 긍정적인 측면이라 할 수 있다.

<그림 II-1> 관광산업 GDP 기여도



출처 : 관광지식정보시스템(2014), 단위 %.

<그림 II-2> 한국 관광수지 동향



출처 : 한국관광공사 「관광수지 통계」, 2014.

관광산업의 경쟁력을 분석하는 관광수지는 외래관광객의 관광수입과 국민 해외관광을 통한 관광지출의 차이로 계산된다. 우리나라의 관광수지 동향은 <그림 II-2>에 나타나 있다. <그림 II-2>에서 보면 우리나라의 관광수지는 2004년 이후 계속해서 적자임을 알 수 있다. 한 가지 긍정적으로 해석되는 것은 적자 폭이 2009년 이후 감소하는 추세를 보이고 있다는 점이다.

### III. 실증 분석

#### 1. 연구 가설 및 연구 모형

##### 1) 연구 가설

###### (1) 기업규모

기업규모는 파산위험의 대응변수로 부채비율 결정에 밀접한 영향을 미칠 수 있는 요인이다(Titman & Wessele, 1988). 기업규모가 클수록 경영다각화가 용이하고 현금흐름의 변동성이 낮고 파산가능성이 감소하기 때문에 부채수용력이 증가하고, 기업규모가 클수록 경영자에 대한 감시비용이 감소하며 모럴헤저드현상과 역선택의 오류를 감소시킴으로써 부채비율이 증가한다(Booth et al., 2001). 따라서 정태적 절충이론의 관점에서는 기업규모가 클수록 부채사용량이 증가할 것이므로 正(+)의 관계를 예상할 수 있다. 정진호(2012), 전재균·홍재범(2011), Emill & Andreas(2012), Erdinc et al.,(2011)의 실증 연구 결과 역시 기업규모가 부채비율과 正(+)의 관계에 있음을 제시하였다.

하지만 자본조달순위이론에 따르면 기업규모가 클수록 정보비대칭의 문제에 노출이 작아지므로 주식발행보다 차입을 선호할 이유가 없다. 따라서 주식발행과 차입은 자본조달에 있어 우선권이 없어지므로 기업규모와 부채비율은 負(-)의 관계가 있거나 유의하지 않은 요인으로 작용할 수 있다(Fama & French, 2002; Harris & Raviv, 1991). 김성태·홍재범·전재균(2013)은 負(-)의 영향력으로 자본조달순위이론을 지지하고 Amarjit et al.,(2009)은 유의성이 없음을 제시하였다.

본 연구에서는 연구대상에 포함된 기업들의 특성상 자원의 보유량이 많고 사업영역이 넓을 것으로 판단하여 기업규모가 클수록 부채비율이 증가할 가능성이 높을 것으로 설정하였다.

가설1 : 기업규모가 클수록 부채비율은 증가한다.

## (2) 비유동자산

비유동자산의 비중이 높은 기업일수록 기업의 담보가치가 증가할 수 있다. Myers(1977)은 부채를 사용할 경우 담보부 부채로 조달하면 자금의 용도가 제한적이므로 대리비용이 감소할 수 있다고 하였다. 따라서 정태적 절충이론에 의하면 비유동자산과 같은 담보성 자산의 비중이 높은 기업일수록 부채조달능력이 증가할 것으로 예상할 수 있다. Emill & Andreas(2012)와 Amarjit et al.,(2009) 등은 비유동자산과 부채비율이 正(+)의 영향력으로 정태적 절충이론을 지지하는 결과를 제시하였다.

하지만 자본조달순위이론에 따르면 비유동자산의 비중이 낮은 기업은 정보비대칭에 민감하게 반응하므로 자기자본보다는 부채를 선호하게 되는 경향을 보인다고 한다. 즉 비유동자산의 비중이 높은 기업일수록 정보비대칭의 문제에 민감도가 낮아지므로 자기자본보다 부채 선호경향이 낮아져 비유동자산과 부채비율은 負(-)의 관계를 갖거나 유의하지 않을 수 있는 것으로 예상할 수 있다(Harris & Raviv, 1990). 김성태·홍재범·전재균(2013), 정진호(2012) 등은 負(-)의 영향력으로 자본조달순위이론을 지지하는 결과를 제시하였다.

본 연구에서는 연구대상에 포함된 기업들이 타 산업에 비해 비유동자산비율이 높고 자산의 담보가치가 크게 나타날 것으로 판단하여 자산의 담보가치로 인해 부채비율이 증가할 가능성이 높을 것으로 설정하였다.

가설2 : 비유동자산비율이 높을수록 부채비율은 증가한다.

## (3) 성장성

성장성이 높은 기업일수록 재무적 곤경에 처할 가능성이 높아져 이를 대체하기 위해 자기자본을 선호하는 경향이 있다(Rajan & Zingles, 1995). 또한 Myers(1977)는 성장성이 높은 기업일수록 경영자의 특권적 소비와 위험선호유인과 같은 자기자본 대리비용문제가 발생할 우려가 높아 부채사용 비중이 낮아지는 경향이 있다고 하였다. 따라서 정태적 절충이론에 의하면 성장성과 부채비율 사이에는 負(-)의 관계를 예상할 수 있다. 정진호(2012)와 Emill & Andreas(2012)의 연구결과 역시 이를 지지하고 있다.

반면 자본조달순위이론에 의하면 성장성이 높은 기업은 투자안의 NPV를 갖는 투자기회로 인해 외부자본조달의 필요할 경우 자본조달비용이 높은 주식발행보다 차입을 선호하므로 부채비율이 증가한다. 김우곤(1999)의 실증연구는 이를 지지하는 결과를 제시하였고 성장성과 부채비율 간에는 正(+)의 관계를 예상할 수 있다.

본 연구에서는 연구대상에 포함된 기업들이 현재 성장기회가 많은 산업영역이며, 채권자의 의사와 상반되는 투자결정으로 인한 문제를 감소시키기 위해 낮은 부채수준을 유지하려 할 것이다. 따라서 성장성이 높을수록 부채비율은 감소할 것으로 설정하였다.

가설 3 : 성장성이 높을수록 부채비율은 감소한다.

#### (4) 수익성

수익성이 높은 기업일수록 부채차입능력이 증가하고 부채로 자본조달 할 경우 법인세 절세효과를 최대화할 수 있기 때문에 부채사용량이 증가한다. 따라서 정태적 절충이론에 의하면 수익성과 부채비율 사이에는 正(+)의 관계를 예상할 수 있다. 그러나 정태적 절충이론은 상이한 위험집단간의 자본구조 차이에 대해 설명할 수 있지만 현실적으로 수익성이 높은 기업은 유보자금이 증가하여 부채사용량이 감소하거나 유보자금을 통해 부채를 상환함으로써 부채비율이 감소하는 것에 대한 설명에는 한계가 있다.

따라서 자본조달순위이론에 의하면 다른 조건이 동일한 경우 수익성이 높은 기업일수록 유보자금을 통한 자본조달이 용이하게 되며, 증가된 유보자금으로 부채를 상환할 경우에는 재무위험의 감소로 이어질 수 있으므로 수익성과 부채비율 사이에는 負(-)의 관계를 예상할 수 있다(Myers, 1977; Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991). 김성태·홍재범·전재균(2013)과 정진호(2012), Emill & Andreas(2012), Amarjit et al.,(2011) 등의 연구결과는 수익성과 부채비율 간의 負(-)의 관계를 제시함으로써 자본조달순위이론을 지지하고 있다.

본 연구에서는 이들의 연구결과를 기초로 가설을 설정하였다.

가설 4 : 수익성이 높을수록 부채비율은 감소한다.

#### (5) 위험

위험은 일반적으로 이익의 변동가능성을 의미한다. 정태적 절충이론에 의하면 위험이 커진다는 것은 부채사용으로 인한 고정적 재무관련비용의 변제 의무를 이행하지 못할 가능성이 증가하여 파산가능성이 커진다는 것을 의미한다. 따라서 위험이 큰 기업일수록 채무지급불능상태의 위험을 줄이기 위해 부채의 사용보다 주식발행을 선호하게 되며 부채비율을 감소시키려는 경향을 보이게 되며 부채비율과 負(-)의 관계를 예상할 수 있다.

하지만 자본조달순위이론에 의하면 이익의 변동가능성이 클수록 정보비대칭의 정도가 증가하여 자기자본보다는 타인자본에 대한 의존도가 높아져 부채를 선호하게 된다. 따라서 위험과 부채비율은 正(+)의 관계를 예상할 수 있다. Emill & Andreas(2012), 전재균·홍재범(2011)은 위험이 부채비율과 正(+)의 관계를 제시함으로써 자본조달순위이론을 지지하고 있다.

본 연구에서는 외부환경에 민감하게 반응하고 이익의 변동 폭이 크게 나타나는 산업 특성을 고려하여 경영에 대한 압박과 재무적 곤경을 회피하기 위해 위험이 클수록 부채비율은 낮게 유지할 것으로 설정하였다.

가설 5 : 위험이 클수록 부채비율은 감소한다.

#### (6) 비부채성 감세효과

비부채성 감세효과는 기업이 부채를 사용한 대가의 비용으로 계상되어 절세효과를 가져온다. 이러한 부채의 절세효과(tax shield)는 기업의 부채사용을 촉진하는 역할을 수행하며 기업의 감가상각비, 투자세액공제 등과 같은 비현금비용항목을 이자의 절세효과에 대한 대체적인 수단으로 활용할 수 있다(DeAngelo & Masulis, 1980). 따라서 비현금비용항목이 적은 기업은 부채사용을 선호하고, 비현금 비용항목이 큰 기업은 부채사용에 소극적일 수 있다.

정태적 절충이론에 의하면 비부채성 감세효과는 증가할수록 유효법인세율이 낮아지므로 이자비용절세효과로 인한 기대수익이 감소하게 된다고 하였다. 즉 이

자비용절세효과로 인한 기대수익의 감소는 부채를 통한 자본조달유인이 감소하게 되므로 비부채성 감세효과와 부채비율 사이에는 負(-)의 관계를 예상할 수 있다.

자본조달순위이론에 의하면 비부채성 감세효과를 얻기 위해서는 기업은 비유동자산을 소유하고 있어야하며 그 비중에 따라 비부채성 감세효과는 증가할 수 있으며 정보비대칭의 정도가 낮아지게 될 수 있으므로 비부채성 감세효과와 부채비율은 負(-)의 관계에 있거나 유의하지 않은 요인으로 예상할 수 있다(Harris & Raviv, 1991). 김우곤(1999)은 비부채성 감세효과와 부채비율이 負(-)의 관계로 정태적 절충이론과 자본조달순위이론을 지지하였으나, 김성태·홍재범·전재균(2013)과 정진호(2012)는 正(+)의 관계에 있거나 유의하지 않은 요인으로 실증분석 결과를 제시하며 영향요인들이 다르게 작용할 수 있는 것으로 해석하였다.

본 연구에서는 연구대상에 포함된 기업들의 특성상 높은 비유동자산비율이 비현금비용 항목이 이자절세효과의 대체수단으로 활용될 수 있는 가능성이 높으므로 부채사용에 대한 선호경향이 소극적일 것이라고 설정하였다.

가설 6 : 비부채성 감세효과가 커질수록 부채비율은 감소한다.

자본구조 결정요인의 이론적 예상부호 및 가설부호의 내용을 정리하면 <표 III-1>과 같다.

<표 III-1> 자본구조 결정요인의 이론적 예상부호 및 가설부호

자본구조	결정요인	예상부호		가설부호 (지지이론)
		정태적 절충이론	자본조달 순위이론	
부채비율	기업규모(LnSIZE)	+	-	+ (절충이론)
	비유동자산(FIXED)	+	-	+ (절충이론)
	성장성(GROWTH)	-	+	- (절충이론)
	수익성(PROFIT)	+	-	- (순위이론)
	위험(RISK)	-	+	- (절충이론)
	비부채성 감세효과(NDT)	-	- (or N/A)	- (절충이론)

## 2) 연구 모형

자본구조에 영향을 미치는 요인을 분석하기 위해 일반적으로는 다음과 같은 다중회귀모형을 이용한다.

$$Y = \alpha_i + \beta_1 \text{LnSIZE} + \beta_2 \text{FIXED} + \beta_3 \text{GROWTH} + \beta_4 \text{PROFIT} + \beta_5 \text{RISK} + \beta_6 \text{NDT} + \epsilon$$

여기서 Y는 종속변수로서 부채비율(Lev)을 의미하며, 독립변수는 기업규모(LnSIZE), 비유동자산(FIXED), 성장성(GROWTH), 수익성(PROFIT), 위험(RISK), 비부채성 감쇄효과(NDT)를 의미한다.

하지만 다중회귀모형으로 설정할 경우 상수항과 오차항(individual effect)이 확률변수일 때 오차항의 자기상관문제가 발생할 수 있으므로 모형의 신뢰도가 감소할 수 있다. 대다수의 기업재무 패널자료에 관한 추정이 시간불변 설명변수에 대한 분석을 아예 생략하거나 적절하지 못한 우회적 방법을 사용한 경우가 많다. 특히 패널 방법론을 사용하지 않고 일반적인 합동회귀분석(pooling regression)을 이용하는 경우에는 패널 자료의 내생성 문제를 제어하지 못할 뿐만 아니라, 내생성이 없는 경우에도 시계열과 횡단면적 특성을 동시에 파악할 수 있는 패널자료의 장점을 이용하지 못함으로 인해 추정의 효율성이 저하되는 단점이 있다(권세훈·한상범, 2013).

따라서 본 연구에서는 시계열자료와 횡단면자료가 결합된 패널자료를 기초자료로 이용하였기 때문에 다음과 같은 패널회귀모형으로 검증하고자 한다.

$$Y = \alpha_i + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + \epsilon, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N, \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (1)$$

식 (1)에서 Y는 N개의 횡단면 자료와 T개의 시계열 자료가 결합된 종속변수로 부채비율이 이에 해당되며, 독립변수  $X_{kit}$  역시 N개의 횡단면 자료와 T개의 시계열 자료가 결합되어 있다.

패널회귀모형의 경우 오차항의 고정된 개체특성을 우선 고려하여 영향력이 있



는지를 검정해야 한다. 이를 위해 F-test를 통해 미관측 개별효과(unobservable individual effects)를 나타내는 오차항( $\mu_i$ )이 '0'라는 귀무가설, 즉  $\mu_i = 0$ 이라는 가설이 기각되지 않으면 최소자승법(pooled OLS)을 추정해야 하며, 기각되면 고정효과모형(fixed effect model)을 추정해야 한다.

이 때, 오차항( $\mu_i$ )은 횡단면 분석에서 기업 혹은 산업의 고유특성<sup>33)</sup>을 나타내는 값으로 이를 고려한 더미변수  $D_i$ 가 포함된 다음과 같은 확장된 회귀모형으로 나타난다.

$$Y = \sum_{i=1}^j \alpha_i D_i + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + \epsilon, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N, \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad (2)$$

여기서  $\alpha_i$ 가 확률적인(random) 변수일 경우  $\alpha_i = \bar{\alpha}_i + \mu_i$ 가 성립한다. 이 경우에는  $\bar{\alpha}_i$ 는 미지의 계수이고  $\mu_i$ 는 개별요인들이 행태적 차이를 설명하는 관측되지 않는 확률적 오차항으로 평균이 '0'을 수렴하고  $Var$ 가 상수로 독립적으로 분포하는 확률변수(random variance)이다.

위의 가정이 성립할 경우에는 Breusch-Pagan 검정을 통해 OLS와 패널분석 중 적합한 모델을 찾고 Hausman test<sup>34)</sup>를 통해 고정효과모형(fixed effect model)과 확률효과모형(random effect model) 중 어느 모델이 더 적합한지 판단하였다. 확률효과모형의 신뢰도가 높게 나타났으며 식(1)을 연구모형으로 설정하였다.

33) 한국표준산업분류 9차 개정(2007)을 반영하여 더미변수를 생성하였음.

34)  $Prob > \chi^2 = 0.5739$ 의 결과로 '확률효과모형이 옳다.'는 귀무가설을 기각할 수 없으므로 확률효과모형이 적합한 것으로 나타났다.

## 2. 자료 및 변수의 정의, 분석방법

### 1) 연구의 대상 및 자료

본 연구의 분석대상 표본기업은 KOSPI 및 KOSDAQ 등록기업 중 기업정보 웨어하우스에 재무제표자료가 등록되어 있는 기업, 상장관리 및 등록폐지사가 아닌 기업, 기업의 부채비율을 구성하는 항목의 값이 負의 값을 갖지 아니한 기업의 조건을 충족하는 기업으로 <표 III-2>와 같이 한국표준산업분류에 따라 관광산업에 속하는 기업으로 한정한다.

<표 III-2> 분석대상 표본기업

	기업코드	기업명	산업분류(KISC)	시장
1	008775	(주)호텔신라	기타 대형 종합 소매업	KOSPI
2	039130	(주)하나투어	일반 및 국외 여행사업	KOSPI
3	080160	(주)모두투어네트웍스	일반 및 국외 여행사업	KOSDAQ
4	032350	롯데관광개발(주)	일반 및 국외 여행사업	KOSPI
5	048550	에스엠컬처앤콘텐츠	일반 및 국외 여행사업	KOSDAQ
6	038390	레드캡투어	일반 및 국외 여행사업	KOSDAQ
7	039310	세중	일반 및 국외 여행사업	KOSDAQ
8	035250	(주)강원랜드	기타 gambling 및 베팅업	KOSPI
9	114090	그랜드코리아레저(주)	기타 gambling 및 베팅업	KOSPI
10	034230	(주)파라다이스	기타 gambling 및 베팅업	KOSDAQ
11	084680	(주)이월드	유원지 및 테마파크 운영업	KOSPI
12	025980	에머슨퍼시픽	골프장 운영업	KOSDAQ
13	020560	아시아나항공(주)	정기 항공 운송업	KOSPI
14	003497	(주)대한항공	정기 항공 운송업	KOSPI
15	084670	(주)동양고속	시외버스 운송업	KOSPI
16	000650	(주)천일고속	시외버스 운송업	KOSPI
17	031440	신세계푸드	기관내구내식당업	KOSPI
18	018700	(주)바른손	기타 음식점업	KOSDAQ
19	051500	CJ프레시웨이(주)	기타 가공식품 도매업	KOSDAQ
20	065150	(주)MPK	가공식품 도매업	KOSDAQ

<표 III-3>에는 표본기업들의 연도별 분포를 다음과 같이 요약 정리하였다. 2000년부터 2013년까지를 조사대상기간으로 하였고, 연구대상은 관광산업에 속하는 KOSPI 및 KOSDAQ 상장기업이다. 본 연구에서는 각 년도마다 횡단면 표본 기업 수가 다른 불균형패널(unbalanced panel)로 표본 수의 제약을 극복할 수 있으며 객관적인 분석결과의 도출이 가능하다고 판단된다.

<표 III-3> 표본기업의 연도별 분포

시기	표본기업 수	비율(%)	누적 비율(%)
2000	8	3.4	3.4
2001	13	5.53	8.93
2002	14	5.95	14.89
2003	14	5.95	20.85
2004	14	5.95	26.8
2005	17	7.23	34.04
2006	18	7.66	41.7
2007	19	8.08	49.78
2008	19	8.08	57.87
2009	19	8.08	65.95
2010	20	8.51	74.46
2011	20	8.51	82.97
2012	20	8.51	91.48
2013	20	8.51	100.00
<b>총계</b>	<b>235</b>	<b>100.00</b>	-

분석대상 기업들의 자료는 재무제표와 재무비율 등을 이용한 양적자료이며 나이스 신용평가회사(주)의 KIS-VALUE에서 추출하였다.

## 2) 변수의 정의

종속변수는 자본구조를 나타낼 수 있는 변수로 부채비율을 이용하며 총부채/총자산 비율의 식을 이용하여 계산하였다. 설명변수는 기업규모(LnSIZE), 비유동자산(FIXED), 성장성(GROWTH), 수익성(PROFIT), 위험(RISK), 비부채성 감세효과(NDT)를 이용하였다.

기업규모(LnSIZE)는 총매출액에 자연로그를 취한 값으로 측정한다. 비유동자산(FIXED)은 총자산에서 비유동자산이 차지하는 비중으로 비유동자산비율을 사용한다. 성장성(GROWTH)은 총자산 증가율을 사용한다. 수익성(PROFIT)은 영업이익을 매출액으로 나눈 값으로 측정한다. 위험(RISK)은 이익의 변동가능성을 의미하므로 매출액영업이익률을 이용해 해당년도를 포함한 직전 과거 3개년도 표준편차로 산출하였다. 비부채성 감세효과(NDT)는 Titman & Wessels(1988)이 정의한 NDT<sup>35)</sup>를 이용하여 총자산으로 나눈 값으로 사용한다. 여기서 실효법인세율은 산업 전체의 유효평균법인세율은 선행연구에서 일반적으로 적용되고 있는 17.01%를 적용하여 분석하였다.

본 연구에서 자본구조의 결정요인 분석을 위해 선정된 변수들의 내용을 정리하면 <표 III-4>와 같다.

<표 III-4> 자본구조 결정에 영향을 미치는 요인변수

종속변수	독립변수	측정방법(정의)
부채비율 (DEBT=부채/ 총자산)×100	기업규모	$\log_e(\text{총매출액})$
	비유동자산	$(\text{비유동자산}/\text{총자산}) \times 100$
	성장성	$\{(\text{당기총자산}-\text{전기총자산})/\text{전기총자산}\} \times 100$
	수익성	$(\text{영업이익}/\text{매출액}) \times 100$
	위험	$\{(\text{영업이익}/\text{매출액}) \times 100\}$ 의 직전 과거 3개년도 표준편차
	비부채성 감세효과	$\{(\text{EBIT}-I-\text{법인세액}/\text{실효법인세율})/\text{총자산}\} \times 100$

35)  $NDT = EBIT - I - T / \text{실효법인세율}$ .

### 3) 분석방법

실증 연구의 통계분석 방법으로는 SPSS 22.0 및 회귀분석과 패널데이터분석에 적합한 STATA 12.0 프로그램을 병행하여 사용하였다. 구체적인 분석 방법은 다음과 같다.

첫째, SPSS 22.0 패키지를 활용하여 KIS-VALUE에서 추출한 데이터를 횡단면 자료와 시계열 자료의 구성으로 패널데이터를 구축하였다.

둘째, STATA 12.0 패키지를 활용하여 기초통계량을 도출하고 상관관계 분석을 수행하였다. 우선 피어슨 상관계수 검증을 통해 단순 상관계수 분석을 실시하고 신뢰도를 높이기 위해 분산팽창지수(Variance inflation factor)를 추가적으로 실시하였다.

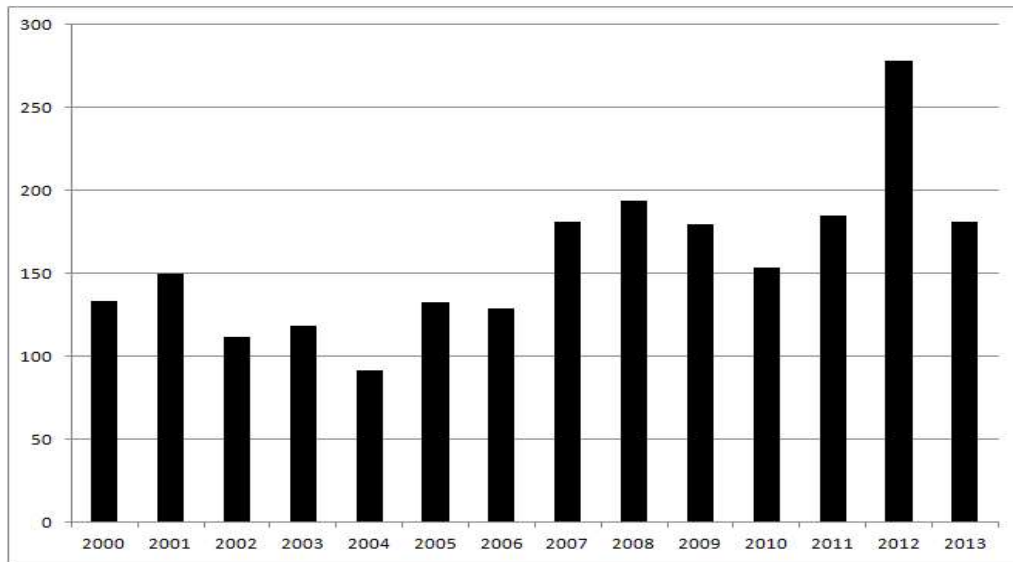
셋째, 가설검증을 위한 패널회귀모형으로 분석을 시도하였으며 모형의 타당성을 위해 내생적·외생적 요인에 대한 검증을 통해 모형의 강건성을 확인하였다. 또한 추가분석으로 과거 부채비율이 현재 부채비율에 미치는 영향력을 알아보기 위해 동적패널모형을 Arellano-Bond GMM 추정량으로 검증함으로써 분석결과를 비교하였다.

## 3. 연구결과

### 1) 기초통계량

2000년부터 2013년까지 각 연도별 관광산업에 속하는 기업의 부채비율에 대한 평균 추이는 <그림 III-1>에 요약되어 있다.

<그림 III-1> 부채비율의 연도별 변화



<그림 III-1>에서 2000년대 초반부터 중반까지 다소 하향 안정화된 부채비율이 2004년을 기점으로 상승하는 추세를 볼 수 있고 2012년에는 일반적으로 인정되고 있는 목표부채비율인 200%를 넘어서고 있음을 알 수 있다.

부채비율에 영향을 미칠 것으로 판단되는 변수들의 기초통계량과 상관관계는 다음과 같다.

<표 III-5> 기초통계량

변수	표본 수	평균	표준편차	최소값	최대값
부채비율	235	164.18	245.28	1.35	2,159.33
기업규모	235	25.78	1.96	21.57	30.13
비유동자산	235	174.78	214.46	11.27	2,003.38
수익성	235	5.47	16.45	-114.92	65.56
비부채성 감세효과	235	-6.66	11.23	-79.10	20.36
성장성	164	28.03	120.10	-70.68	1,563.52
위험	235	4.94	7.92	0.00	54.78

<표 III-6> 상관관계표

	기업규모	비유동 자산	수익성	비부채성 감세효과	성장성	위험
기업규모	1					
비유동 자산	0.2795***	1				
수익성	0.3739***	-0.1369	1			
비부채성 감세효과	0.0336	0.1989***	-0.2213***	1		
성장성	-0.1816***	-0.0925	-0.0009	-0.0197	1	
위험	-0.3670***	0.1474**	-0.3728***	-0.0020	0.1756***	1

\*, \*\*, \*\*\* 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의.

피어슨 상관계수의 결과에 따르면 상관계수가 모두 기준치인 0.7을 하회하는 것으로 나타나 다중공선성의 문제는 없음을 확인할 수 있다. 부채비율은 종속변수이므로 투입하지 않았으며 각 변수들의 독립성을 확인하기 위한 것으로 상위 여섯 개 변수 모두 독립성이 존재하기 때문에 회귀분석에 투입할 수 있다고 판단된다.

피어슨 상관계수는 단순 상관관계 분석에 불과하므로 신뢰도가 불충분할 수 있다. 때문에 VIF(Variance Inflation Factor)를 추가적으로 실시하여 다중공선성의 존재여부를 재확인하였다.

<표 III-7> 분산팽창지수(Variance inflation factor) 분석결과

Variable	VIF	1/VIF
기업규모(LnSIZE)	1.51	0.661936
비유동자산(FIXED)	1.27	0.789559
수익성(PROFIT)	1.40	0.714515
비부채성 감세효과(NDT)	1.10	0.908333
성장성(GROWTH)	1.07	0.938018
위험(RISK)	1.38	0.723214
Mean VIF	1.29	

일반적으로 다중공선성 검정에 있어 5이상의 값이 나오면 결과해석에 주의를 기울여야 하며 VIF 값이 10보다 크면 다중공선성의 존재로 계수추정에 중요한 편이가 발생한다. 위 결과를 보면 모든 변수가 기준치인 10을 하회하고 있다. 또한 평균 VIF(mean VIF)값이 1에 근접해 있으므로 소거대상 독립변수가 없는 것으로 확인할 수 있다.

## 2) 회귀분석 및 분석결과

본 연구에서는 패널회귀모형을 이용하여 부채비율(Lev)을 종속변수, 기업규모(LnSIZE), 비유동자산(FIXED), 수익성(PROFIT), 비부채성 감세효과(NDT), 성장성(GROWTH), 위험(RISK)을 독립변수로 하여 관광산업에 대한 자본구조 결정요인을 분석하였다. 대상기간은 2000년부터 2013년까지이며 <표 III-8>와 <표 III-9>은 패널회귀분석 결과를 제시한 것이다.



<표 III-8> 고정효과모형(Fixed Effect Model) 분석 결과

Lev(부채비율)	Coefficient (Std. Err.)	t Value	P >   t	95% Conf. Interval	
Constant	-436.9032 (146.9130)	-2.97	0.003***	-726.5408	-147.2657
LnSIZE	15.6756 (5.7017)	2.75	0.007***	4.4346	26.9166
FIXED	1.0834 (0.0198)	54.70	0.000***	1.0443	1.1224
PROFIT	-1.0980 (0.3133)	-6.32	0.000***	-2.5978	-1.3625
NDT	-0.2888 (0.3197)	-0.90	0.367	-0.9192	0.3415
GROWTH	0.1640 (0.0269)	6.08	0.000***	0.1109	0.2172
RISK	2.4992 (0.5054)	4.95	0.000***	1.5028	3.4957
F	567.60				
R-squared	0.9246 (92.46%)				
F-test	Prob > F = 0.000 (F-test that all $\mu_i = 0$ )				

\*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의. Panel groups : 20(표본 수: 233)

LnSIZE(기업규모) :  $\log_e(\text{총매출액})$

FIXED(비유동자산비율) : 비유동자산/총자산×100

PROFIT(수익성) : (영업이익/매출액)×100

NDT(비부채성 감세효과) :  $\{(EBIT-I-\text{법인세액}/\text{실효법인세율})/\text{총자산}\} \times 100$

GROWTH(성장성) :  $\{(\text{당기총자산}-\text{전기총자산})/\text{전기총자산}\} \times 100$

RISK(위험) : ((영업이익/매출액)×100)의 직전 과거 3개년도의 표준편차

본 연구의 자료는 여러 개체(individual)들이 여러 기간에 걸쳐 추적하여 관측된 패널자료이며, 오차항의 자기상관 문제를 해결하고 이분산성이 없는 최우수선형불편추정량(Best Linear Unbiased Estimator)의 가정이 성립하고 효율적 추정량을 얻기 위해서는 추정모형에 대한 검증이 필요하다. 따라서 합동 최소자승법(Pooled OLS)와 이원오차성분패널모형(Two-way error component panel model)을 상정해 F-test와 Breusch-Pagan test, Hausman test를 실시하여 개별모형의

적합성을 판단하였다.

우선, F-test를 통해 합동 최소자승법과 고정효과모형(Fixed effect model) 간의 적합성을 판단하였다. 결과는 <표 III-8>에 나와 있는 것처럼 1% 유의수준에서 귀무가설이 기각됨으로써 고정효과모형의 타당성이 입증되었다.

<표 III-9> 관광산업의 자본구조 결정요인 분석 결과<sup>36)</sup>

Lev(부채비율)	Coefficient (Std. Err.)	z Value	P >   z	95% Conf. Interval	
Constant	-349.9603 (118.7737)	-2.95	0.003	-582.7524	-117.1682
LnSIZE	12.3780 (4.5983)	2.69	0.007	3.3655	21.3906
FIXED	1.0791 (0.0193)	55.91	0.000	1.0413	1.1170
PROFIT	-1.8328 (0.2999)	-6.11	0.000	-2.4207	-1.2450
NDT	-0.3446 (0.3138)	-1.10	0.272	-0.9597	0.2704
GROWTH	0.1596 (0.0266)	5.99	0.000	0.1074	0.2119
RISK	2.5624 (0.4983)	5.14	0.000	1.5856	3.5392
F	567.60				
Adj R-squared	0.9275 (92.75%)				

**Breusch-Pagan test (Prob >chi<sup>2</sup> = 0.000\*\*\*)**

$Lev[id, t] = \chi b + u[id] + e[id, t]$		
	Var	sd=aqrt(Var)
Lev	60473.46	245.9135
e	2086.06	45.6734
u	2978.966	54.57991

**Hausman test** Prob > chi<sup>2</sup> = 0.5739

\*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의.

또한 Breusch-Pagan test를 통해 합동 최소자승법과 확률효과모형(Random

36) 확률효과모형(Random effect model)을 통한 검증.

effect model) 간의 적합성을 판단하였다. 검증 결과는 <표 III-9>에 나와 있는 것처럼 P 값이 0.01보다 작게 나타나 1% 유의수준에서 귀무가설이 기각되었다. 따라서 합동 최소자승법보다 패널의 개체특성을 고려한 확률효과모형이 적합하다는 결론에 도달하게 된다.

마지막으로 Hausman test를 통해 고정효과모형과 확률효과모형 간의 적합성을 검증하였다. 검증 결과 <표 III-9>에 나와 있는 것처럼 1%, 5% 유의수준에서 귀무가설이 모두 기각되지 않았다. 따라서 모형의 타당성이 지지되는 확률효과모형의 분석결과를 통해 종속변수와 독립변수 간의 관계를 해석해야 한다.

확률효과모형은 자기상관문제의 해결을 위해 GLS(Generalized Least Squares) 추정을 사용하여 독립변수와 오차항 간 상관관계가 없음을 가정하며 패널 그룹 간 정보와 그룹 내의 정보를 모두 사용할 수 있는 장점과 함께 시간변화와 관계 없이 변동성이 없는 설명변수(time invariant)를 분석에 포함시킬 수 있다.

<표 III-9>의 분석결과를 보면 수정된  $R^2$ 가 0.9275(92.75%)로 도출됨으로써 독립변수들의 변화로 종속변수인 부채비율의 변화를 90%이상 설명하고 있음을 말해준다. 확률효과모형을 이용하여 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 기업규모는 부채비율과 正(+)의 관계에 있으며 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업규모가 클수록 사업의 다각화로 인해 파산위험에 덜 노출되므로 부채수용력이 증가한다는 주장(Booth et al., 2001)을 지지하는 결과이다. 즉, 관광산업은 기업규모가 클수록 사업영역이 넓고 상대적으로 파산위험에 노출 정도가 낮으므로 부채수용력이 증가할 수 있는 것을 시사하며 본 연구의 결과는 정태적 절충이론을 지지하고 있다.

둘째, 비유동자산은 부채비율과 正(+)의 관계로 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 관광산업의 특성상 비유동자산비율이 높게 나타나며 비유동자산은 기업의 담보능력을 나타내는 것으로서 기업의 담보가치가 증가하므로 부채를 이용한 자본조달능력이 증가하여 부채수용력이 증가할 수 있는 것을 시사하며 본 연구의 결과는 정태적 절충이론을 지지하고 있다.

셋째, 수익성은 부채비율과 負(-)의 관계로 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 일반적으로 수익성이 높은 기업일수록 유보율이 높아지며 내부금융을 통한 자본조달이 용이하다. 즉, 관광산업 역시 수익성이 높게 나타나는 것으로 분

석되며 내부유보자본을 통한 필요자본의 충당가능성이 높아지기 때문에 부채조달의 필요성이 상대적으로 적어지는 것을 시사하며 본 연구의 결과는 자본조달순위이론을 지지하고 있다.

넷째, 비부채성 감세효과는 부채비율과  $\ominus$ 의 관계에 있으나 유의하지 않은 것으로 나타났다. DeAgelo & Masulis(1980)는 감가상각비 등과 같은 비현금비용과 투자세액공제 등과 같은 세금공제효과가 부채의 절세효과의 필요성을 감소시킨다고 주장하고 있다. 관광산업은 타 산업에 비해 비유동자산의 비율이 높게 나타나 담보제공능력이 높을 것으로 해석할 수 있다. 즉, 담보가치가 큰 자산의 보유로 인해 비부채성 감세효과가 증가하며 정보비대칭에 덜 노출되는 것으로 해석할 수 있다. 본 연구의 결과는 유의하지 않거나  $\ominus$ 의 영향을 주장하는 자본조달순위이론을 지지하고 있다.

다섯째, 성장성은 부채비율과  $\oplus$ 의 관계로 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 성장성은 일반적으로 외부투자자들에게 성장기회와 기업의 안정성이 높다는 것으로 인식됨으로써 외부로부터 자금조달을 용이하게 해주는 요인이다. 연구대상인 관광산업은 표본분석을 통해 비교적 신생기업들이 대부분인 것을 파악할 수 있다. 따라서 정보비대칭 정도가 심하게 나타날 것으로 해석되며 높은 성장기회로 인해 자금조달방법에 있어 부채를 통한 자금조달방식을 선호할 것으로 분석됨으로써 본 연구의 결과는 자본조달순위이론을 지지하고 있다.

마지막으로 위험은 부채비율과  $\oplus$ 의 관계로 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 관광산업은 외부환경요인에 의해 이익의 변동 폭이 크게 나타난다. 따라서 변동성이 커질수록 정보비대칭의 정도가 심화되어 부채를 통한 자금조달을 선호하는 것으로 해석할 수 있으며 본 연구의 결과는 자본조달순위이론을 지지하고 있다.

### 3) 추가분석

부채비율의 과거 값이 현재 부채비율에 미치는 영향력을 살펴보기 위해 과거년도 시간 래그값으로 설정한 부채비율 변수를 투입하여 동적 패널모형을 이용

해 추가적으로 분석을 실시하였다. 결과는 <표 III-10>에 요약되어 있다.

<표 III-10> 동적패널모형에 의한 부채비율의 결정요인

Arellano-bond GMM추정	Coefficient (Std. Err.)	z Value	P >   z
Lev_Lag.	-0.0156 (0.0225)	-0.69	0.488
LnSIZE	14.4843 (10.3816)	1.40	0.163
FIXED	1.1162 (0.0155)	71.89	0.000***
PROFIT	-1.9493 (0.7578)	-2.57	0.010***
NDT	-0.0473 (0.4122)	-0.11	0.909
GROWTH	0.6213 (0.1683)	3.69	0.000***
RISK	0.9981 (0.7867)	1.27	0.205

Prob > chibar<sup>2</sup> = 0.0000

오차항 $\Delta\epsilon$ 자기상관검정		
order	z	Prob > z
1	-5.1141	0.0000
2	0.62682	0.5308

\* 오차항  $\Delta\epsilon$ 에 1계 자기상관이 없으며, 2계 유의도가 없어 자기상관이 없음.

\*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의

GMM추정량의 적합성을 위해 Arellano-Bond GMM추정을 사용하였으며 이분산성 검정을 동시에 수행하였다. 오차항의 자기상관검정 결과 1계, 2계 자기상관이 없는 것으로 나타나 모형의 타당성이 있는 것으로 나타났다. 분석 결과 부채비율의 1년 과거 값이 현재 부채비율에 대해 負(-)의 영향력을 미치고 있으나 통계적으로 유의하지 못한 것으로 나타났다.

결국 기업은 과거의 자본구조를 유지할 것이라는 기대는 불확실성하의 현실 경쟁사회에서 적절하지 않은 것으로 해석할 수 있다.

<표 III-11> 관광산업의 자본구조 결정요인 연구결과

독립변수	계수 부호	유의수준	지지이론
기업규모	+	1%	절충이론
비유동자산	+	1%	절충이론
수익성	-	1%	순위이론
비부채성 감세효과	-	유의하지 않음	순위이론
성장성	+	1%	순위이론
위험	+	1%	순위이론

## IV. 결 론

우리나라의 관광산업은 세계시장에서도 주시할 만큼의 괄목할 만한 성장세를 보여 왔으며 최근 정부에서도 외래 관광객 유치라는 양적 정책 목표보다 질적 성장에 주안점을 두고 정책의 방향을 설정하고 있다. 하지만 기업의 제반 의사결정은 성장속도에 비해 다소 뒤쳐져있는 것이 사실이다. 본 연구에서는 관광산업의 자본구조와 중요한 영향을 미칠 것으로 예상되는 결정요인에 대해 기초 분석과 함께 그 영향력을 규명하고자 시도하였다. 이를 위해 이론적 배경과 실증연구의 결과들로부터 가설을 도출하고 효율적인 분석수행을 위해 검증을 통한 연구모형을 설정하여 패널회귀접근법(panel regression analysis)을 이용하여 분석하였다.

먼저 기초통계량 분석결과 관광산업은 타 산업에 비해 부채와 비유동자산의 비중이 높고 성장성 또한 높게 나타났다. 자본구조에 영향을 미치는 결정요인에 대한 본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 기업규모는 부채비율에 유의한 正(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 파산비용과 부채비율 간에는 역의 관계에 있다는 정태적 절충이론을 지지하는 결과이다.

둘째, 비유동자산은 부채비율에 유의한 正(+)의 영향을 미치며 담보가치가 증가할수록 부채조달능력이 증가한다는 정태적 절충이론을 지지하는 결과이다.

셋째, 수익성은 유의한 負(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 일반적으로 유보율이 높을수록 수익성이 높은 것으로 해석할 수 있다. 이는 정태적 절충이론으로 설명할 수 없었던 부분으로써 이에 대한 설명이 가능한 자본조달순위이론을 지지하는 결과이다.

넷째, 비부채성 감세효과는 계수의 값이 (-)의 부호를 나타내지만 유의하지 않은 것으로 나타났다. 비부채성 감세효과가 높은 것은 담보성 자산의 비중이 높거나 기업혜택으로 해석할 수 있으며 이런 기업의 경우 정보비대칭 상황에 덜 노출되므로 부채를 통한 자본조달을 선호하지 않게 된다. 즉, 자본조달순위이론을

지지하는 결과이다.

다섯째, 성장성은 유의한 正(+)의 영향력을 미치며 자본조달순위이론을 지지하는 결과로 나타났다. 이는 관광산업의 특성상 신생기업이 다소 비중이 높은 것으로 분석되며 정보비대칭의 정도가 심해 부채를 통한 자본조달의 결과가 나타난 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로 위험은 유의한 正(+)의 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 이익의 변동성이 높아질수록 정보비대칭의 정도가 심해질 수 있으며 이 경우 주식을 통한 자본조달보다 자기자본투자자는 수익의 극대화과 위험의 회피를 위해 부채를 통한 자본조달을 선호하게 되며 자본조달순위이론을 지지하는 결과이다.

이상의 결과를 종합하면 관광산업 역시 정태적 절충이론과 자본조달순위이론이 제시하는 결과가 나타나고 있으며, 한 이론에 지배적인 결과를 보이지 않고 상호보완적인 것으로 작용하고 있음을 알 수 있다. 또한 최근 제조업과 관련한 자본구조 결정요인에 대한 연구결과<sup>37)</sup>를 살펴보면 설명변수 중 기업규모만이 부채비율에 미치는 영향력이 다르게 나타나 제조업에서는 자본조달순위이론을 지지하고 있으나 관광산업에서는 정태적 절충이론을 지지하고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 제조업과 관광산업 간 기업규모가 부채비율에 다르게 작용하고 있는 증거로 해석할 수 있다. 또한 기업규모를 제외한 나머지 변수들은 부채비율에 미치는 영향력의 차이가 없음을 알 수 있다.

관광산업은 타 산업과 달리 유·무형 자산의 비중이 높은 것으로 분석되며 불확실성 하에서 유연적 대처가 어려운 반면, 높은 성장성으로 부가가치성이 높다는 것을 알 수 있다. 따라서 단기적 성과와 경제적 부가가치만을 강조할 경우 관광산업은 재무위험에 노출될 수 있을 것으로 분석되며 경영위기를 야기할 수도 있다. 현재 정부와 지방자치단체에서 성장동력산업으로 주력하고 있는 가운데 장기적인 성장을 위해서는 산업의 자본구조 개선과 새로운 산업정책의 요구가 필요할 것으로 판단된다.

본 연구는 관광산업의 자본구조 결정요인에 대한 시사점을 제공하고 있으나, 연구의 일반화에는 다음과 같은 한계점을 지니고 있다.

37) 남수현·이광민·홍재범(2011), “수산기업의 자본구조 결정 요인에 대한 실증분석 : 환위기 전후의 자본조달 행태비교,” 수산경영론집, 42(2), pp.10.



첫째, 본 연구는 표본의 설계 편의상 KOSPI 및 KOSDAQ의 상장기업으로 한정하여 실시하였다. 향후 연구에서는 분석결과의 일반화를 위해 표본의 설계범위를 확대할 필요가 있다.

둘째, 자본구조에 영향력을 미칠 것으로 예상한 변수들은 기존 문헌과 연구들로부터 타당성을 검토했음에도 불구하고, 연구자의 판단에 따라 변수의 유형이 달라지거나 대용변수로 설계됨으로써 결과가 달라질 가능성이 존재한다. 따라서 향후 연구에서는 좀 더 표준화된 측정변수의 개발이 필요하다.

셋째, 관광산업은 거시 경제적 요인에 민감하게 반응하는 산업으로 글로벌 금융위기 등과 같은 외생적 요인은 측정변수로 고려하지 못하였다.

따라서 향후 연구를 위해서는 우선, 관광산업에 대한 기업 표본의 범위를 확대할 필요가 있으며, 표준화되거나 정교화 된 결정요인의 개발과 외생적 요인으로 인한 영향력 분석을 통해 연구의 타당성을 높일 수 있다고 생각된다.

## 참고문헌

- 권세훈·한상범(2013), “시간불변 설명변수가 포함된 기업재무 패널 분석,” *산업경제연구*, 26(4), 1635-1658.
- 김성태·홍재범·전재균(2013), “호텔산업의 자본구조 결정요인에 대한 동태적 분석,” *관광·레저연구*, 25(1), 305-320.
- 김재석(2011), “호텔특성별 자본구조 차이와 자본구조 결정요인,” *관광연구*, 26(4), 107-126.
- 김영규(2006), *에센스 재무관리*, 서울, 박영사.
- 김우곤(1999), “호텔산업의 자본구조 결정요인에 관한 실증적 연구,” *관광학연구*, 23(1), 23-36.
- 남수현·이광민·홍재범(2011), “수산기업의 자본구조 결정 요인에 대한 실증분석 : 환위기 전후의 자본조달 행태비교,” *수산경영론집*, 42(2), 1-13.
- 민인식(2012), *STATA 기초통계와 회귀분석*, 서울, 지필미디어.
- \_\_\_\_\_.·최필선(2012), *STATA 패널데이터분석*, 서울, 지필미디어.
- \_\_\_\_\_.·\_\_\_\_\_(2012), *STATA 고급패널데이터분석*, 서울, 지필미디어.
- 이영훈(2001), “선형패널자료 모형에 관한 문헌연구,” *계량경제학보*, 15(1), 105-138.
- 이의경(2005), *재무관리*, 서울, 명경사.
- 위평량·채이배(2010), “상장기업의 실효법인세율에 관한 분석,” *경제개혁리포트*, 9, 1-41.
- 전승훈·강성호·임병인(2004), “선형패널자료 분석방법에 관한 비교연구,” *통계연구*, 9(2), 1-24.
- 정진호(2012), “문화산업의 자본구조 결정요인에 대한 연구,” *산업경제연구*, 25(6), 2585-3612.
- 최충익(2008), “알기 쉬운 연구방법론: 패널모형: 시계열 분석과 횡단면 분석을 한번에,” *건설경제*, 320, 120-127.
- Amarjit Gill, Nahum Biger, Chenping Pai and Smita Bhutani(2009), “The Determinants of Capital Structure in the Service Industry,” *The Open Business Journal*, 2, 48-53.

- Baxter, N.(1967), “Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital,” *Journal of Finance*, 22, 395-403.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V.(2001), “Capital Structure in Developing Countries,” *Journal of Finance*, 56, 87-130.
- DeAngelo, H. and Masulis, R. W.(1980), “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation,” *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Donaldson, C.(1961), “Corporate debt capacity,” Harvard University.
- Durand and David(1959), “The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Comment,” *American Economic Review*, 639-655.
- E. I. Altman(1984), “A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question,” *Journal of Finance*, 39, 1067~1089.
- Emill K. Bratlie & Andreas Jotne(2012), *CAPITAL STRUCTURE IN THE AIRLINE INDUSTRY*, Master’s Thesis, Norwegian School of Economics.
- Erdinc Karadeniz, Serkan Yilmaz Kandır, Ömer Iskenderoğlu, Yıldırım Beyazıt Onal(2011), “Firm Size and Capital Structure Decisions,” *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1(1), 1-11.
- Fama, E. and French, K.(2002), “Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt,” *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Harris, M. and Raviv, A.(1991), “Capital Structure and the Informational Role of Debt,” *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Jensen, M. and Meckling, W. E.(1976), “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kraus, A. and H. R. Litzenberger(1973), “A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage,” *Journal of Accounting Research*, 28(4), 911-922.
- Miller, M. H.(1977), “Debt and taxes,” *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

- Modigliani, F. and Miller, H.(1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, 48, 261-297.
- \_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_(1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction,” *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myers, S. and Majluf, N. S.(1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have,” *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- \_\_\_\_\_ (1977), “Determinants of Corporate Borrowings,” *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- \_\_\_\_\_ (1984), “The capital structure puzzle,” *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Scott, Jr., J. H.(1976), “A Theory of Optimal Capital Structure,” *Journal of Finance*, 7(1), 33-54.
- Solomon, Ezra(1963), “Leverage and the Cost of Capital,” *Journal of Finance*, 18(2), 273-279.
- Titman, S. and Wessels, R.(1988), “The Determinants of Capital Structure Choice,” *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Warner, J. B.(1977), “Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims,” *Journal of Economics*, 4(3), 133-152.

<부록 1> KOSPI 및 KOSDAQ 등록업체 현황

등록회사명	소속/시장구분	산업분류(KSIC)	상장시기
(주)호텔신라	상장	기타 대형 종합 소매업	1991
(주)하나투어	상장	일반 및 국외 여행사업	2011
(주)모두투어네트워크	코스닥상장	일반 및 국외 여행사업	2005
롯데관광개발(주)	상장	일반 및 국외 여행사업	2006
에스엠컬처앤콘텐츠	코스닥상장	일반 및 국외 여행사업	2001
레드캡투어	코스닥상장	일반 및 국외 여행사업	2000
세중	코스닥상장	일반 및 국외 여행사업	2000
(주)강원랜드	상장	기타 게임링 및 베팅업	2003
그랜드코리아레저(주)	상장	기타 게임링 및 베팅업	2009
(주)파라다이스	코스닥상장	기타 게임링 및 베팅업	2002
(주)이월드	상장	유원지 및 테마파크 운영업	2005
에머슨퍼시픽	코스닥상장	골프장 운영업	1995
아시아나항공(주)	상장	정기 항공 운송업	2008
(주)대한항공	상장	정기 항공 운송업	1966
(주)동양고속	상장	시외버스 운송업	2005
(주)천일고속	상장	시외버스 운송업	1977
신세계푸드	상장	기관내구내식당업	2010
(주)바른손	코스닥상장	기타 음식점업	1994
CJ프레시웨이(주)	코스닥상장	기타 가공식품 도매업	2001
(주)MPK	코스닥상장	가공식품 도매업	2007

출처 : KIS-VALUE.(2014. 05. 기준)

## 감사의 글

많은 부족함으로 시작했던 대학원 생활이었습니다. 그 부족함으로 인해 과욕이 아닌지 혹은 단순히 학위를 위함은 아닌지, 항상 스스로에게 의구심을 갖게 되었고 목표의식과 식어버린 열정을 되살리고자 노력했던 시기였습니다. 이러한 고민들로 가득한 생활 중에 어느 덧, 대학원 생활을 마감할 시기를 맞았습니다. 돌이켜보면 무언가에 대한 고민과 갈망이 스스로를 성장시킬 수 있었던 매개체가 아니었나 사료됩니다.

스승으로서 혹은 인생선배로서 인간적으로 이끌어주시고 지도해주셨던 양성국 지도교수님께 우선 지면을 빌어 감사의 인사를 드리고 싶습니다. 제자이기 이전에 인간적으로 다가서주시며 거목과 같이 때론 버팀목으로, 때론 그늘을 마다하지 않으시고 많은 조언을 해주셨고 부족함과 미흡함을 나무라지 않고 바쁘신 와중에도 진심어린 격려와 애정으로 지켜보며 지도해주셨기에 대학원 생활을 마무리할 수 있었던 것 같습니다. 다시 한 번 감사드립니다. 또한 귀중한 시간을 할애하여 제대로 인사한번 드리지 못했음에도 불구하고 많은 조언과 논문의 방향을 잡아주신 강석규 교수님, 부족함으로 채운 논문을 세심하고 면밀하게 지도와 함께 따뜻한 격려를 해주신 조부연 교수님께 감사의 인사드립니다. 그리고 논문이 진행되는 동안 많은 조언과 격려를 아끼시지 않고 의지를 북돋아 주셨던 고부연 교수님, 김형길 교수님, 황용철 교수님, 강재정 교수님, 강영순 교수님, 김정희 교수님, 김정훈 교수님께도 고개 숙여 감사의 뜻을 전합니다.

논문을 진행하는 동안 함께 고생한 로스쿨 조교 재욱이와 친누나처럼 의지할 수 있었던 향란이 누나, 그리고 지켜봐주며 응원해준 선배, 후배들과 친구들, 직장생활과 학업을 병행하는 데 있어 많은 편의를 봐주신 김유진 대표이사님께도 고마움을 표합니다.

마지막으로 집안의 가장으로 믿어주고 뒤에서 응원해준 우리 은아와 형주 덕분에 면면히 논문을 진행할 수 있었던 듯합니다. 이제는 닿지 않을 곳에서 지켜보실 부모님, 지금 당신의 아들이 자그마한 결실로 아주 작은 발걸음을 옮겼습니다. 고맙습니다.

2014년 8월, 배형석 올림