

유가증권시장 상장기업들의 주식발행과 자본조달 순서에 관한 연구*

이정환** · 윤보현*** · 하 준**** · 손삼호*****

〈요 약〉

한국 비금융 부문 기업의 주식발행을 통한 자금조달 비중(2012년 4.6%)이 미국 기업의 그것(2011년 55.3%)에 비해 매우 작다는 사실은 잘 알려져 있다(한국은행 “국제경제정보”, 2013-6호 참조). 주식발행량의 절대치가 작다는 사실은 한국기업들이 불가피한 경우에만 외부자금조달 수단으로 주식발행을 이용한다는 주장의 논거로 이용될 수 있다. 같은 맥락에서 자본조달 순서이론(pecking order theory)을 지지하는 연구들은 주식발행에 관한 총계적 데이터를 이용한 회귀분석 결과를 순서이론을 지지하는 근거로 삼고 있다. 그러나 자본조달 순서이론은 개별기업 수준의 자금조달 의사결정에 관한 이론임을 유의해야 한다. 따라서 개별기업 차원에서 주식발행이라는 재무적 선택이 자본조달 순서이론에 적합하게 이루어지고 있는지에 대해서는 보다 신중한 검토가 필요하다. 본 논문은 개별 기업수준으로 분석을 구체화하기 위하여 규모, 성장성 및 수익성을 기준으로 주식을 발행한 기업들을 세분화하고 각 그룹별로 부채수용력을 산출하여 그 재무적 의사결정이 자본조달 순서이론에 부합되는지 여부를 판단하였다. 그 결과 한국 유가증권시장 상장기업들의 순주식발행 케이스의 63% 이상과 순자사주매입 케이스의 68% 이상이 자본조달 순서이론에 부합하지 않음을 확인하였다. 이 결과는 한국 기업들의 주식발행이 자본조달 순서이론으로 충분히 설명되지 않으며 보다 다양한 논의가 필요함을 말해준다.

주제어 : 순주식발행, 순자사주매입, 정보비대칭성, 인적분할, 제3자 배정 유상증자, 자본조달 순서이론(Pecking Order Theory)

논문접수일 : 2014년 11월 27일 논문수정일 : 2016년 02월 16일 논문게재확정일 : 2016년 02월 23일

* 본 연구는 순천향대학교 학술연구비 지원으로 수행하였음.

** 주저자, 한양대학교 경제금융대학 조교수, E-mail: jeonglee@hanyang.ac.kr

*** 공동저자, 강원대학교 경제무역학부 조교수, E-mail: yoonbo@kangwon.ac.kr

**** 공동저자, 산업연구원 연구위원, E-mail: hj-truth@hanmail.net

***** 교신저자, 순천향대학교 경제금융학과 조교수, E-mail: sch35@sch.ac.kr

I. 서 론

자본조달 순서이론을 정립한 Myers(1984)에 따르면 주식을 발행하는데 들어가는 비용은 높은 수준의 거래비용 뿐만 아니라 정보비대칭성으로 인한 공시시점 이후의 추가하락 비용을 포함한다. 이러한 상황에서 외부자금조달 적자를 보전해야 할 필요가 있는 경우에 기업들은 될 수 있으면 비용이 낮은 자금조달 수단을 먼저 이용하려는 유인을 갖게 된다. 그 결과 내부자금 동원, 안전한 부채발행, 위험한 부채발행, 그리고 마지막으로 주식발행과 같은 순서로 외부자금을 조달한다.

그런데 Myers(1984), Myers and Majluf(1984) 등은 주식발행의 범주로서 정보비대칭성이 매우 높은 일반공모 유상증자(seasoned equity offerings, SEOs) 방식을 상정하고 있으며 일반공모 유상증자 이외에 정보비대칭성이 낮은 방식에 대한 고려는 미흡한 수준이다. 그러나 현실에서는 Fama and French(2005)가 지적한 바와 같이 일반공모 유상증자 이외에도 정보비대칭성이 매우 낮은 다양한 주식발행 방법들이 존재한다.

정보비대칭성이 높지 않은 주식발행 방법에 대한 실증연구들을 보면, 우선 Moeller et al.(2004)은 주식교환을 통한 합병은 대규모 공개기업의 합병에 한해서 음의 공시효과를 나타내고, 나머지 경우에는 음의 공시효과가 나타나지 않았음을 보여주었다. 또한 Chaplinsky and Niehaus(1994)는 배당재투자 계획과 우리사주 계획에 의한 주식발행에서 음의 공시효과가 미미함을 보여주었다. 또한 Eckbo and Masulis(1992)는 구주주배정 유상증자에 신뢰할 만한 음의 공시효과가 존재하지 않음을 보여주었다. 그리고 Hertz et al.(2002)은 사모발행 이후에 오히려 양의 공시효과가 나타남을 보여주었다. 또한 Mikkelsen and Partch(1986)는 전환사채와 관련해서 비대칭정보 문제가 상당히 완화된 형태로 나타난다는 사실을 보여주었다.

주식발행 유형과 관련하여 최근 우리나라 기업들의 주식발행 특징을 살펴보면, 정보비대칭성이 높은 일반공모 유상증자 보다는 정보비대칭성 문제가 심각하지 않은 방식인 구주주배정과 제3자 배정 유상증자의 비중이 매우 높게 나타나고 있다.¹⁾ 이러한 경험적 사실로 인해서 기업들의 현실적인 자본조달 행태가 애초에 Myers(1984)가 제시한 고전적 형태의 자본조달 순서이론을 따르고 있는지 여부에 대한 엄밀한 검정이 필요한 상황이다.

이로부터 예상할 수 있는 바와 같이 자본조달 순서이론에 대한 검정을 둘러싸고 다양한 견해들이 표출되고 있다. 우선 자본조달 순서이론에 대한 대표적인 검정은 Shyam-Sunder

1) 참고로 황성현(2013)의 최근 표본(2009년 1월 1일부터 2011년 12월 31일까지)에 있어서도 유상증자 시 일반공모 비중은 22.2%이고, 구주주배정은 36.3%, 제3자배정은 41.4%를 차지하고 있다.

and Myers(1999)가 제시하였다. 이들은 비교적 소규모 표본기업들의 외부자금 조달이 자본조달 순서이론에 입각하여 이루어지고 있다는 결론을 내린 바 있다. 그러나 Frank and Goyal(2003)은 Shyam-Sunder and Myers(1999)보다 대규모 표본기업들의 외부자금조달 행태가 자본조달 순서이론으로는 설명되지 않는다는 사실을 보여주었다. 이에 대하여 최근 Lemmon and Zender(2010)는 기업들은 부채수용력에 차이가 존재한다는 점을 지적하며, 이를 고려할 경우 Shyam-Sunder and Myers(1999)의 기본 모형을 이용한 자본조달 순서이론 검증 결과가 강력하게 지지됨을 보여주었다.

그런데 이들 검증작업들은 공통적으로 총계적 수준의 횡단면 회귀분석 방법을 이용하고 있다. 이러한 횡단면 회귀분석은 총계적 수준에서 성장성과 수익성 등의 변수가 자금조달 의사결정과 자본구조에 주는 평균적인 영향력을 측정하고 있다는 특징을 갖는다. 따라서 이들 연구들은 자금조달 순서이론이 총계적 수준이 아닌 개별기업들의 의사결정에 관한 구체적 이론이라는 측면을 간과하였다.

본 논문은 표본기업들을 개별기업 수준으로 세분화한 Fama and French(2005)의 분석 방법과 부채수용력을 고려한 Lemmon and Zender(2010)의 분석방법을 수용함으로써 자본조달 순서이론의 검증과 관련된 최근의 주요 논점들을 종합하여 우리나라 기업들의 외부자금조달 행태가 자금조달 순서이론에 입각하여 이루어지고 있는지를 판단해보고자 한다.

참고로 국내에서 부채수용력을 이용하여 기업들의 자금조달이 순서이론에 따라서 이루어지고 있는지 여부를 검증한 선행연구로는 손인성, 김진수(2013)가 있다. 그러나 이들은 전체 기업들을 부채수용력을 기준으로 3분화하고, 각 그룹별로 자본조달 순서이론을 검증하고 있는데, 이는 개별기업의 행태를 보다 잘 파악할 수 있는 세부 분류라고 보기에는 무리가 따른다. 따라서 규모 및 성장성을 중심으로 한국기업들을 보다 세분화하여 자금조달 순서이론을 검증하는 것은 연구공백으로 남아 있는 상황이다.

애초에 Fama and French(2005) 및 Frank and Goyal(2003)의 경우 소규모·고성장 기업들은 일반적으로 자금조달에 있어서 비대칭정보 문제가 심각하므로 순서이론에 따라 자금조달을 수행해야 하나 이들의 자금조달 양태가 순서이론에 위배됨을 보여주었다. 이에 대하여 Lemmon and Zender(2010)는 소규모·고성장 기업들의 경우 가장 제한적인 부채수용력을 갖고 있기 때문에 이들 기업의 잦은 주식발행이 자본조달 순서이론에 상충되는 결과는 아니라고 주장한다.

이처럼 대립되는 논쟁지형에서 한국기업들을 개별기업 수준으로 세분화하고 부채수용력을 종합적으로 고려하여 자본조달 순서이론을 검증한 연구는 현재까지 부재한 상황이므로

이 연구공백을 보완한다는 차원에서 본 논문의 독자적인 연구의의가 존재한다. 본 논문은 우리나라 기업들을 규모, 성장성, 수익성 등을 기준으로 12개 그룹으로 세분류하고 각 그룹의 부채수용력을 감안한 자본조달 행태가 자본조달 순서이론에 부합하는지를 검토하고자 한다. 본 논문은 특히 소규모 고성장 기업그룹의 외부자금조달이 자금조달 순서이론에 입각하여 이루어지고 있는지 여부를 살펴보고 미국의 경우와 어떤 점에서 차이가 나타나고 있는지를 구체적으로 제시한다.

이하에서 본 논문의 논의 순서는 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 본 논문은 우리나라 표본기업들의 특성을 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 기업자금조달 의사결정 관련 변수들을 살펴보고, 장부가 및 시장가 주식발행 측도들에 대해서 설명한다. 제Ⅳ장에서는 주식발행 기업들의 재무적 특성을 규모, 성장성 및 수익성과 관련하여 살펴보고 부채수용력을 고려한 자본조달 순서이론에 대한 검정결과를 제시한다. 제Ⅴ장에서는 본 논문의 결론을 간략하게 정리한다.

Ⅱ. 표본기업들의 특성

기업들이 어떤 방식으로 외부자금을 조달할 것인지를 결정하는데 있어서 중요하게 고려해야 할 사항은 성장성과 수익성이라고 할 수 있다. 자본조달 순서이론(pecking order theory)에 따르면, 성장에 필요한 자금을 이익에서 충당하지 못하는 기업의 경우 외부자금조달 적자가 발생하며, 이를 충당하기 위해서는 자금조달 비용이 낮은 수단으로부터 높은 수단의 순서 즉, 내부유보금, 부채발행, 주식발행 등의 순서로 자금조달을 수행하게 된다. 따라서 성장성과 수익성을 기준으로 기업들을 분류하게 되면 기업들의 외부자금조달 필요성을 고려하여 자본조달 순서이론을 검정할 수 있다는 편리성이 존재한다. 아래에서는 외부자금조달 필요성에 따라 부채와 주식발행이 어떤 행태로 이루어지는가를 본격적으로 살펴보기에 앞서 최근 우리나라 상장기업들의 성장성과 수익성의 변모 양상을 먼저 살펴보고자 한다.

본 논문에서는 유가증권시장 상장기업들을 표본기업으로 설정하였는데, 금융산업과 공공서비스(utility) 산업은 제외하였다. 금융산업은 일반기업의 자금조달 의사결정을 설명하는데 있어서 중요한 요인은 아니며, 수시로 변모하는 정부규제의 직접적 영향권 내에 있는 공공서비스 산업도 자금조달 의사결정 특성을 파악하는데 도움이 되지 않으므로 이 두 산업을 표본기업에서 제외하였다. 본 논문의 표본기간은 자사주 취득이 허용된 1994년부터 2013년까지 설정하였다. 참고로 본 논문에서는 Shyam-Sunder and Myers(1999)에 따라 정보비대칭성에 따른 자본조달 순서이론이 준수되는지 여부를 검정하는 하나의 방편으로 자사주 매입을 수행하는 개별기업의 재무적 상태를 그 기업의 부채비율 및 현금보유와

관련하여 검토하고자 한다. Fama and French(2004)의 경우에도 주식발행과 동시에 자사주 매입이 자본조달 순서이론에 입각하여 이루어지고 있는지를 주된 검토대상으로 삼고 있다.

분석의 편의를 위하여 본 논문은 하위 표본기간을 1994~2000 기간과 2001~2008, 2009~2013년 등의 세 기간으로 분할하였다. 먼저 2000년 이전과 이후로 나눈 것은 외환위기에 대한 대응으로 정부가 실시한 대기업 부채비율 200% 규제정책이 2001년 이후 안착되었다고 판단하였기 때문이다. 또한 2009년 이후 현재까지를 한 기간으로 설정한 이유는 2000년대 기업들의 영업환경적인 특징이 글로벌 금융위기로 종료되었다고 판단하였기 때문이다.

한편 본 논문은 선행연구들의 관례에 따라 정보비대칭성의 대리변수의 하나로 기업규모를 중요하게 고려하고 있다. 본 논문에서 정의한 소기업은 유가증권시장 상장기업들 중에서 자산규모가 중간 값 이하를 갖는 기업들을 말한다. <표 1>에서는 기업 규모 이외에도 기업들의 변모하는 특성을 보여주기 위하여, 수익성을 세 개의 범주로 구분하고 성장성을 두 개의 범주로 구분하여 총 12개의 포트폴리오에 속한 기업들의 수를 보여주고 있다. 양의 수익성과 성장성의 구분 기준은 매년 상장기업들의 중간 값을 구하고 이를 다시 표본기간 동안 시계열 평균을 구한 값이다.

<표 1> 각 시기별 유가증권시장 상장기업들의 규모, 수익성 및 성장성

이 표는 표본기간별로 규모(2개), 수익성(3개) 및 성장성(2개)의 12개 범주에 속하는 표본기업의 연평균 수를 나타내고 있다. 규모는 2개 범주로 구분하였고, 수익성은 음의 수익성, 양의 낮은 수익성, 양의 높은 수익성 등 3개 범주로 구분하였으며, 성장성은 저성장 및 고성장 등 2개 범주로 구분하였다. 본 표는 또한 각 표본기간별 모든 기업과 소형 및 대형 기업수를 보여주고 있다.

Year	ALL Firms	Small	Big	Small						Big					
				Neg E		Low E/A		High E/A		Neg E		Low E/A		High E/A	
				Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.	Gr.
				low	High	low	High	low	High	low	High	low	High	low	High
1994~2000	539	268	270	36	13	39	61	42	75	20	6	40	82	40	80
2001~2008	566	282	283	61	16	62	43	47	51	20	7	70	48	57	80
2009~2013	625	312	313	58	18	75	51	44	64	29	10	78	72	38	84

이를 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 매년의 수익성 그룹은 i) 음의 수익성 그룹 즉, 이자 차감 전 순이익이 음의 값으로 나타난 그룹, ii) 낮은 수익성 그룹 즉, 양의 총자산 대비 이자 차감 전 순이익률을 갖는 기업들 중에서 중간값 시계열 평균보다 낮은 순이익률을 갖는 그룹, iii) 높은 수익성 그룹 즉, 양의 총자산 대비 이자 차감 전 순이익 기업들 중에서 중간값 시계열 평균보다 높은 순이익률을 갖는 그룹 등으로 나누었다. 그리고 성장성 그룹은 i) 낮은 성장성 그룹 즉, t년도 자산성장률이 매년 자산성장률 중간

값의 시계열 평균보다 낮은 그룹, ii) 높은 자산성장성 그룹 즉, t 년도 자산성장률이 매년 자산성장률 중간 값의 시계열 평균보다 높은 그룹 등으로 나누었다.

<표 1>에서 표본기업들 즉, 금융 산업과 공공서비스 산업을 제외한 유가증권시장 상장기업의 수는 2000년 이전에는 연평균 538개에서 2009년 이후에는 연평균 625개로 87개 증가하였다. 규모, 수익성 및 성장성을 중심으로 각 범주에 속하는 기업수의 변모양상을 살펴보면, 소기업과 대기업의 증가율은 거의 유사하게 나타나고 있다. 그리고 규모와 상관없이 수익성과 성장성이 동시에 낮은 기업들의 수가 가장 큰 폭으로 증가하였다. 수익성이 음이면서 성장성이 낮은 소기업의 개수는 2000년 이전에 연평균 36개에서 2009년 이후에 58개로 22개 증가하였다. 수익성이 낮은 양의 값을 가지며 성장성도 낮은 소기업의 개수는 동시기에 연평균 39개에서 75개로 36개 증가하였다. 대기업의 경우에도 위와 같은 범주에 속하는 기업들이 각각 9개, 38개 증가하였다.

2000년 이전과 2009년 이후를 비교했을 때, 유가증권시장 상장기업의 수는 전반적으로 늘어났지만 성장성을 중심으로 기업의 수가 어떻게 변화했는가에 주목할 필요가 있다. 성장성이 낮은 범주에 속하는 기업들을 수익성 범주로 세분화해서 살펴보면, 성장성이 낮은 동시에 수익성이 양이지만 낮은 범주의 기업들 숫자가 가장 크게 증가하였고, 성장성이 낮은 동시에 수익성이 음인 기업들의 숫자가 그 다음으로 증가하였으며, 성장성이 낮은 동시에 수익성이 양인 기업은 불변이다. 이를 기업 규모별로 보면, 대기업의 경우에는 성장성이 낮지만 수익성이 높은 기업들은 2개 감소하였고, 성장성이 낮지만 수익성이 음인 기업들은 9개 증가하였다. 성장성이 낮지만 수익성이 높은 소기업은 2개 늘어났고, 성장성이 낮지만 수익성이 음인 기업들은 22개 늘어났다.

한편, 성장성이 높은 범주의 기업들은 전반적으로 그 숫자가 줄어들었다고 볼 수 있으나 고수익 고성장 대기업의 숫자가 4개 늘어난 것은 특징적이기는 하지만 그 숫자는 많지 않다. 또한 음의 수익성을 나타내는 고성장 기업들의 숫자도 소기업과 대기업 모두에서 늘어난 것도 특징적이다. 그러나 대체적으로 성장성이 낮은 범주의 기업들은 상대적으로 큰 폭으로 증가하였으며, 성장성이 높은 범주의 기업들은 상대적으로 그 숫자가 줄어들었다고 평가할 수 있다. 또한 미국과 달리 성장성이 높은 소기업의 개수는 상대적으로 많이 줄어들었고, 성장성이 높은 대기업의 개수는 상대적으로 작게 줄어들었다.

이처럼 국내 기업들의 성장성은 미국 기업들의 성장성과 큰 차이를 보이므로 주의할 필요가 있다. 미국의 경우 1990년대와 2000년대에 걸쳐 수익성은 낮으나 성장성이 큰 기업들의 숫자가 대폭 늘어난 것과는 대조적으로 우리나라에서는 수익성이 낮으며 성장성이 낮은 기업들의 숫자가 대폭 늘어났다. 이는 자본구조 이론을 검증하는 환경이 양국 간에 상당히

다르게 전개될 수 있음을 시사한다.

Ⅲ. 기업 자금조달 의사결정관련 변수 특성

본 절에서는 본격적으로 12개 기업그룹의 자본조달 순서이론을 검증하기에 앞서서 시장 전체적인 차원에서 기업들의 자금조달 의사결정과 관련된 주요 변수들의 특성을 살펴보고자 한다. 본 절에서 사용하는 기업의 자금조달 의사결정관련 변수들은 <표 2>와 같이 정리할 수 있다. <표 2>에 제시되어 있는 재무비율들은 순주식 발행의 총자산대비 비율에 관한 두 측도(dSB/A , dSM/A), 부채증가의 자산대비 비율(dL/A), 유보이익변화의 자산대비 비율(dRE/A), 자산증가율(dA/A), 시장/장부가 비율(V/A), t 시점과 $t-1$ 시점의 총자산대비 부채비율(L/A)과 총자산대비 영업이익 비율(E/A), 자금조달 적자비율(Def/A) 등이다.

이 중에서 유보이익 변화비율 dRE/A 은 $t-1$ 기에서 t 기까지 회계 조정된 유보이익의 변화분을 자산으로 나눈 값이다. 그리고 자금조달 적자비율 Def/A 은 자산의 증가율에서 유보이익 변화비율을 차감($dA/A - dRE/A$)한 것이다. 그리고 순주식발행의 장부가측도 dSB/A 는 자금조달 적자비율 Def/A 에서 부채증가의 자산대비 비율 dL/A 을 차감한 것이다. 그리고 순주식발행의 시장가 측도 dSM/A 는 해당 회계연도에 발생한 주식분할조정 주식수의 변화와 해당 회계연도 기초와 기말의 주식분할조정 주가평균의 차이를 곱하여 총자산의 장부가로 나눈 값이다. 또한 토빈의 Q의 대리변수라고 할 수 있는 시장/장부가 비율(V/A)은 부채 장부가와 자본 시장가의 합을 총자산 장부가로 나눈 값이다.

<표 2> 기업의 자금조달 의사결정관련 재무변수들

dSM/A	$\{[(t\text{시점의 주식수}+(t-1)\text{시점의 주식수})/2] \times [(t\text{시점의 증가}+(t-1)\text{시점의 증가})/2]\} / t\text{시점의 총자산}$
dSB/A	$(t\text{시점의 자금조달적자}-t\text{시점의 부채증가분})/t\text{시점의 총자산}$
dL/A	$(t\text{시점의 총부채}-(t-1)\text{시점의 총부채})/t\text{시점의 총자산}$
dRE/A	$(t\text{시점의 유보이익}-(t-1)\text{시점의 유보이익})/t\text{시점의 총자산}$
dA/A	$(t\text{시점의 총자산}-(t-1)\text{시점의 총자산})/t\text{시점의 총자산}$
V/A	$(t\text{시점의 부채의 장부가}+t\text{시점의 자본 시장가})/t\text{시점의 총자산}$
L/A	$t\text{시점의 총부채 장부가}/t\text{시점의 총자산}$
E/A	$t\text{시점의 이자, 세금 차감전 순이익}/t\text{시점의 총자산}$
Def/A	$[(t\text{시점의 총자산}-(t-1)\text{시점의 총자산})-(t\text{시점의 유보이익}-(t-1)\text{시점의 유보이익})] / t\text{시점의 총자산}$

참고로, <표 2>에서 제시한 dSB/A 와 dSM/A 측도는 Fama and French(2005)의 순주식 발행 측도들인데 본 논문은 주로 이들 두 측도에 입각하여 분석을 진행할 것이므로 이들에 관하여 좀 더 상세하게 설명할 필요가 있다. 우선, 순주식발행의 첫 번째 범주인 dSB 에 대해서 먼저 살펴보자.

위에서 dSB 는 $Def - dL$ 로 정의하였는데, $Def = dA - dRE$ 이므로, dSB 는 주주가 보유하는 주식의 장부가치 변화분($dSE = dA - dL$)에서 조정된 유보이익의 장부가치 변화분(dRE)을 뺀 것을 나타낸다.

$$dSB = dSE - dRE \quad (1)$$

Fama and French(2005)에 따르면, 이 식에서 주주가 보유하는 주식의 장부가치 변화분 dSE 는 *i*) 주식의 발행과 자사주 매입, *ii*) 내부 유보이익의 변화, *iii*) 외환거래 이익 및 손실 등과 관련한 혼합잉여(dirty surplus) 거래²⁾ 등의 영향을 받게 된다. 그런데 혼합잉여와 관련된 거래는 일반적으로 조정된 유보이익에 영향을 미치지 때문에 dSB 를 계산하는 과정에서 명시적으로 고려되어야 하며, 경우에 따라서는 dSB 와 dSM 측도의 차이를 가져올 수 있다.

혼합잉여의 변화는 2007년 이전에는 주로 자본조정에 공시된 기타 포괄손익으로 인하여 야기되었음이 잘 알려져 있다.³⁾ 참고로 기타 포괄손익의 변동을 발생시키는 요인들은 판매를 목적으로 하는 보유증권의 미실현손익, 외환(FX)거래 손익, 자산과 부채계정의 파생상품의 손익, 종업원 스톡옵션(employee stock option, ESOs) 등이다.

기타 포괄손익에 변동을 미치는 거래가 dSB 에 영향을 주는 경우는 다음과 같다. 첫째, 주식교환을 통한 합병이다. 이 경우 인수회사의 기존주주의 주식은 피인수회사 주식의 시장가치가 아닌 장부가치 만큼 증가한다. 통상적으로 장부가치는 시장가치보다 낮게 평가되기 때문에 결과적으로 주식교환을 통한 합병이 많이 이루어지는 경우에 dSB 가 dSM 에 비해 낮게 평가된다. 둘째, 종업원이 보유한 스톡옵션 권리 행사의 경우이다. 이 경우, 주주보유 주식은 주식의 시장가치만큼 늘어나는 것이 아니라 행사가격과 권리행사로 절약되는 조세분 만큼 증가하게 된다. 마찬가지로 이 행사가격은 시장가격보다 낮기 때문에 스톡옵션 권리

2) Fama and French(2005)의 경우 이를 혼합잉여거래(dirty surplus transaction)로 간주하였으며, 이와 관련된 거래를 조정된 유보이익의 계산과정에서 명시적으로 고려한 바 있다. 동 논문 p. 558. 참조.

3) 유청을(2009)에 따르면 기타 포괄손익은 2007년에 도입된 기업회계기준서 제21호가 시행된 이후에 손익계산서의 주석항목인 포괄손익계산서에 공시될 뿐만 아니라 자본변동표에서도 분리공시되고 있다.

행사가 많아질수록 dSB 가 dSM 에 비해 낮게 평가되게 하는 요인으로 작용한다. 셋째, 주식 배당의 경우이다. 기업이 주식배당을 수행하면 배당된 주식의 시장가치만큼의 금액만큼 유보이익 계정을 줄이고 자본금 계정을 늘려준다. 그 결과 주식배당을 새로운 주식의 발행으로 잘못 인식하여 dSB 가 늘어나게 된다.

한편, Fama and French(2005)가 지적한 바와 같이 dSB 는 다음과 같이 자금조달 원천과 투자의 균형을 사고할 수 있도록 해주기 때문에 유용한 개념이라고 할 수 있다.

$$dL/A + dSB/A + dRE/A = dA/A \quad (2)$$

그리고 dSB 개념은 <표 3>에서 자금조달 적자 개념을 다음과 같이 제시해준다.

$$Def/A = dA/A - dRE/A = dL/A + dSB/A \quad (3)$$

식 (3)을 보면, 장부가 측도 dSB/A 는 기업의 외부자금조달 수요(Def/A)와 부채조달 (dL/A)의 차이를 메꾸는 역할을 수행하고 있다.

다음으로, 순주식발행의 두 번째 범주인 dSM 에 대해서 살펴보자. dSM 은 회계연도 동안 주식분할 조정된 주식수 변화와 주식분할 조정된 주가변화의 곱으로 정의된다. dSM 은 시장가격에 기초해 있기 때문에 dSB 와 같이 기타 포괄손익을 둘러싼 회계조정된 문제는 없으며, 순주식발행에 관한 보다 정확한 측도라고 할 수 있다. 따라서 아래에서 본 논문의 주식발행에 대한 대부분의 논의는 dSM 에 기초하여 진행한다.

아래의 <표 3>에서는 성장성 및 수익성 지표와 함께 자금조달 의사결정을 수행하는데 있어서 기업들이 주요하게 고려해야 재무비율들의 횡단면적인 기업규모 가중치 평균 측도를 보여주고 있는데, 이를 통하여 기업들의 자금조달 의사결정의 특징을 살펴볼 수 있다. 앞서 설명한 바와 같이 상대적으로 성장성이 높은 2000년 이전 시기와는 달리 2001년 이후에는 우리나라 기업들의 성장성이 전반적으로 떨어지면서 내부자금의 가용성이 증대되는 동시에 외부자금조달에 대한 필요성이 큰 폭으로 감소하였다. 이러한 기업재무 환경은 주식발행을 통한 외부자금조달 필요성을 크게 떨어뜨린 것으로 나타난다.

<표 3>을 보면 우선 전체 표본기업들의 평균적인 수익성(E/A)은 2000년 이전에는 5.70%에서 2001년부터 2008년 사이에는 7.34%로 상승하였으나 2009년 이후 다시 5.8% 수준으로 하락하였음을 확인할 수 있다. 그리고 2000년 이전에 자산성장률(dA/A)은 11.38%에서 2009년 이후에 8.14%로 상당폭 하락하였다. 그러나 동 기간에 평균적인 유보이익 변화비율

<표 3> 유가증권시장 상장기업들의 평균적인 재무비율 특성

이 표는 각 표본기간별 기업수와 시장가 및 장부가 순주식발행의 자산대비 비중, 순부채발행의 자산대비 비중, 보유금의 자산대비 비중, 자산성장률, 장부가 대비 시장가 비율, 현재와 전기의 부채비율, 자산대비 수익성 비율, 외부자금조달 적자의 자산대비 비율을 보여주고 있다.

Year	Firms	dSM/A	dSB/A	dL/A	dRE/A	dA/A	V/A	$\frac{L/A}{t}$	$\frac{L/A}{t-1}$	E/A	Def/A
1994 ~2000	539	2.8990	3.8241	7.9120	-0.0351	11.3848	102.3392	73.5645	74.1837	5.7052	11.7362
2001 ~2008	566	0.9062	0.3246	1.3936	4.1344	5.8528	115.6799	50.9520	52.2791	7.3439	1.7183
2009 ~2013	625	0.4066	-0.0673	3.5224	4.6910	8.1461	116.1258	50.9614	51.6233	5.8006	3.4550

(dRE/A)은 2000년 이전에 -0.03%에서 2009년 이후 4.46%로 큰 폭 증가하였다. 자산성장률이 떨어지는 와중에 유보이익 변화비율은 큰 폭으로 증가하였기 때문에, 자금조달 적자(Def/A)는 2000년 이전에 11.73%에서 2009년 이후 3.45%로 매우 큰 폭의 하락세를 나타내었다. 이러한 외부자금에 대한 수요의 큰 폭 하락은 부채증가비율(dL/A)의 큰 폭 하락을 동반하였다. 동 비율은 2000년 이전에 7.91%에서 2009년 이후에 3.52%로 줄어들었다.

한편, 식 (3)에서도 확인할 수 있는 바와 같이, 순주식발행의 장부가 축소(dSB/A)는 외부자금조달 수요와 부채조달의 차이를 주식발행으로 매워주는 역할을 하였는데, 그 비율은 2000년 이전에 3.82%에서 후기에 -0.06%로 큰 폭으로 축소되는 것으로 나타났다. 그리고 순주식발행의 시장가 비율(dSM/A) 역시 2000년 이전에 2.89%에서 2009년 이후에 0.40%로 큰 폭으로 축소되었음을 알 수 있다. 주식발행에 대한 이 양 축도가 2000년대에 들어와 큰 폭의 감소를 보여주고 있다는 점은 특징적이다.

한국의 순주식발행이 어느 정도 규모인지를 알기 위해서는 미국의 경우와 비교해 볼 필요가 있다. 미국의 경우 1993년에서 2003년까지 dSM/A 가 4% 정도로 나타나는데, 한국의 경우 해당기간에 2.9%를 나타내고 있으며 2009년 이후에는 dSM/A 가 0.4% 정도의 매우 작은 비중으로 축소되었다. 전반적으로 기업 전체적인 차원에서 외부 자금조달과 투자의 균형에 관한 총량적인 결과를 보면 한국기업의 주식발행을 통한 외부자금조달의 중요도는 상당히 떨어지고 있다. 또한 순주식발행과 부채발행 규모 비율 dSM/dL 을 보면 2000년 이전에 36.64%에서 2000년대 11.54%로 상당폭 감소하여 외부자금조달에 있어서 주식발행이 차지하는 비중이 감소하고 있다.

그럼에도 불구하고 일반적으로 자금조달 관련 이론들은 개별기업의 자금조달 의사결정에 관한 이론이며, 시장 전체의 총량변수를 대상으로 한 이론이 아님을 주의할 필요가 있다.

따라서 위에서 언급한 바와 같이 시장 전체의 총량 변수로 주식발행의 중요도를 평가하고 자본조달 순서이론을 검증하는 것에는 한계가 있다고 볼 수 있다. 따라서 분석의 단위를 좀 더 구체화한다면, 한국기업들의 자금조달 특징에 대해서 새로운 경험적 사실들을 관측할 수 있을 것으로 기대된다.

아래에서는 유가증권시장 상장 기업들을 규모, 수익성, 성장성 등을 기준으로 12개의 포트폴리오로 구분하고 이들 포트폴리오 각각의 외부자금 조달과 관련된 특징을 상세하게 검토한다. 본 논문에서는 이와 같은 세부적인 범주하의 표본기업들의 주식발행 행위와 자본조달 순서이론에 부합하고 있는지 여부를 면밀하게 검토하는 것을 구체적인 연구 목적으로 하고 있다.

IV. 주식발행 기업들의 특성

자본조달 순서이론은 주식을 발행하는 기업의 재무적 상태를 특정하고 있다. 즉, 자본조달 순서이론 하에서 기업이 주식을 발행하는 경우는 다른 자금조달 수단이 가용하지 않거나 부채 사용량 증가에 따라 과도한 부채비율로 인해 기업의 위험이 증폭되는 경우에 한정된다. Lemmon and Zender(2010)의 표현법을 빌리자면 기업들은 부채수용력이 떨어지는 경우에 한하여 주식을 발행한다고 볼 수 있겠다. 그러나 만약 주식을 발행하는 기업의 상황이 이론이 예측하는 상황에 부합하지 않는 경우가 관측된다면 자본조달 순서이론의 입지가 약화된다. 이하에서는 자본조달 순서이론에 대한 기존의 검증방법과 같이 부채발행 총량을 설명하는 자금조달 적자의 회귀계수 추정치를 통하여 자본조달 순서이론을 검증하는 기존문헌들의 일반적 방법론을 따르지 않고, 주식을 발행하는 기업들의 자금조달 적자 및 부채수용력 등과 같은 재무적 특성을 파악하고 자본조달 순서이론에 따라 주식발행이 이루어지고 있는지를 종합적으로 판단하여 순서이론의 타당성에 대한 간접적인 검정을 실시하고자 한다.

1. 표본기업들의 순주식발행과 순자사주매입 현황

<표 4>에서는 표본기업들이 매년 평균적으로 수행하는 순자사주매입($dSM < 0$), 순주식발행($dSM > 0$), 그리고 주식무변동($dSM = 0$) 등 세 가지 범주를 상호 배타적으로 설정하고 해당 범주에 속하는 기업들의 표본기업 대비 비중을 제시하고 있다.

이 표는 또한 총자사주매입을 수행하는 기업과 총주식발행을 수행하는 기업들의 비중을 보여주고 있다. 총자사주매입과 총주식발행은 상호 배타적인 범주가 아니다. 즉, 같은

기업이 총주식발행과 총자사주매입을 동시에 수행할 수도 있고, 어느 한쪽만 수행할 수도 있으며, 둘 다 수행하지 않는 경우도 있을 수 있다. 또한 <표 4>에서는 소기업과 대기업 그룹 각각에 대해서 별도의 주식발행결과를 제시하고 있다.

<표 4>를 보면 표본기업들 중에서 주식무변동($dSM=0$)인 기업들의 비중은 2000년

<표 4> 순주식발행, 순자사주매입, 주식무변동 그룹들의 표본기업 대비 비중

본 표는 시장가 측도 하에서 순주식발행($dSM > 0$), 순자사주매입($dSM < 0$), 주식무변동($dSM = 0$) 그룹들의 표본기업 대비 비중을 나타낸다. 이 표에서 $dSM < 0$, $dSM = 0$, $dSM > 0$ 인 그룹들의 비중을 세로로 합하면 전체가 100이 됨을 좌측 3 열에서 확인할 수 있다. 이 세 범주는 상호배타적인 범주이기 때문이다. 그러나 $GI > 0$, $GR > 0$, $GI/A > 1\%$ 그룹 기업들의 표본대비 비중을 가로로 합하면 100을 초과함을 위 3행에서 확인할 수 있다. 이는 이들 세 범주가 상호배타적인 범주가 아님을 의미한다.

	% in dSM group			% with $GI > 0$			% with $GR > 0$			% with $GI/A > 1\%$		
	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big
<i>All dSM group</i>												
1994 ~2000	100	100	100	50.438	44.093	56.743	25.315	21.752	28.857	32.381	31.844	32.910
2001 ~2008	100	100	100	40.295	38.914	41.670	26.399	22.595	30.182	21.394	24.297	18.510
2009 ~2013	100	100	100	33.730	33.300	34.157	18.738	16.041	21.420	17.613	20.340	14.901
<i>$dSM < 0$</i>												
1994 ~2000	5.436	5.606	5.267	41.573	40.388	42.399	41.573	40.388	42.399	10.211	14.289	6.898
2001 ~2008	5.841	5.043	6.634	24.214	29.420	21.298	36.380	41.064	33.851	7.456	3.817	10.193
2009 ~2013	3.998	3.846	4.150	34.917	41.905	23.806	45.153	48.581	36.611	4.929	6.639	1.111
<i>$dSM = 0$</i>												
1994 ~2000	55.875	60.475	51.305	18.808	15.027	23.160	18.808	15.027	23.160	6.180	7.189	4.935
2001 ~2008	71.428	70.691	72.160	24.423	20.329	28.422	24.423	20.329	28.422	7.961	7.662	8.244
2009 ~2013	74.831	74.586	75.075	16.081	14.149	17.989	16.081	14.149	17.989	4.699	5.077	4.325
<i>$dSM > 0$</i>												
1994 ~2000	38.690	33.919	43.428	96.753	96.519	97.009	32.661	31.385	33.796	72.095	77.808	67.092
2001 ~2008	22.732	24.266	21.206	94.368	94.838	93.505	30.322	25.229	36.461	67.251	76.490	56.663
2009 ~2013	21.170	21.568	20.774	96.155	97.911	94.268	23.234	16.438	30.053	65.750	75.238	55.864

이전에 약 55.87%를 차지하다가 2009년 이후에 약 74.83%로 그 비중이 크게 증가하였음을 확인할 수 있다. 또한 2000년 이전에 주식무변동 소기업과 대기업의 비중은 각각 60.47%, 51.30% 정도를 차지하다가 2009년 이후에 그 비중은 각각 74.58%, 75.07%로 증가하여, 주식무변동 기업들의 비중은 소기업보다는 상대적으로 대기업에서 더 크게 증가하였다.

그리고 순주식발행($dSM > 0$) 기업들의 표본기업대비 비중은 2000년 이전에 38.69%에서 2009년 이후에 21.17%로 상당 폭 감소하였다. 또한 2000년 이전에 순주식발행 소기업과 대기업이 소기업 및 대기업 전체에서 차지하는 비중은 각각 33.91%, 43.42%이다가 2009년 이후 동비중은 각각 21.56%, 20.77%로 나타나 대기업의 해당 비중이 상대적으로 급속하게 감소하였다. 이는 상대적으로 대기업의 부채수용력이 소기업에 비해 크게 유지된 결과이다.

순자사주매입($dSM < 0$) 기업들의 표본기업대비 비중은 2000년 이전에 5.43%에서 2009년 이후 3.98%로 다소 감소하였다. 또한 2000년 이전에 순자사주매입 소기업과 대기업의 비중은 각각 5.60%, 5.26%에서 2009년 이후에 각각 3.84%, 4.15%로 소기업의 해당 비중이 더 크게 감소하였다.

그리고 <표 4>에서는 순주식발행($dSM > 0$) 기업들이 총자사주매입($dGR > 0$)을 동시에 수행하고 있음을 나타내고 있다. 순주식발행 기업들 중에서 2000년 이전에는 32.66%가, 2009년 이후에는 23.23%가 총자사주매입을 수행하였다. 그럼에도 불구하고 표본기업에서 총자사주매입을 수행한 기업의 비중은 2000년 이전에 25.31%에서 2009년 이후에 18.73%로 나타나 순주식발행 기업의 경우보다 다소 낮게 나타났다. 이는 다소 역설적인데, 순주식발행 기업들이 표본기업에 비하여 자사주매입을 상대적으로 더 활발하게 수행하였다는 것은 자본조달 순서이론에 부합되지 않는다. 자본조달 순서이론에 따르면 순주식 발행 기업들은 자금조달의 마지막 수단으로서 주식발행을 선택한 기업들인데, 이들이 자사주 매입거래를 활발하게 수행하였다는 것은 그 이론적 틀 내에서는 이해하기 어려운 결과이기 때문이다.

또한 순자사주매입($dSM < 0$) 기업들도 해당 기간 동안에 총주식발행($dGI > 0$)을 동시에 수행하였다. 2000년 이전에는 매년의 순자사주매입 기업들 중에서 41.57%가, 그리고 2009년 이후에는 34.91%가 총주식발행을 수행하였다. 이 사실 또한 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 사실이다. 순자사주매입을 수행하는 기업들은 대체로 부채수용력이 높은 기업들로 판단되는데 이들 중 상당수가 총주식발행을 하였다는 점이 그러하다. 표본기업들 중에서는 2000년 이전에 50.43%, 2009년 이후에는 33.73%가 총주식발행을 수행하였다. 그러나 순자사주매입을 수행하는 기업들 자체의 비중은 그다지 크지 않으므로(2009년 이후 3.99%), 이 기업들이 수행한 총주식발행이 표본기업의 총주식발행에서 차지하는 비중도 낮을 것으로 판단된다.

Fama and French(2005)에 따르면, 미국의 경우 순주식발행 그룹에서 주식발행이 자산 대비 1% 이상을 차지하는 경우가 1993년부터 2002년 사이에 약 71% 정도로 나타나고 있다. 그럼에도 불구하고 미국의 경우 소규모 주식발행의 비중이 상당한 정도를 차지하여 주식발행의 분포가 오른쪽 왜도(skewed right) 특성을 갖는 것으로 알려져 있다. 한국의 경우에도 2009년 이후 동 비중은 65.75%로 미국의 수준에 비하여 크게 떨어지지 않는다. 2009년 이후 한국에서 소기업과 대기업 순주식발행 그룹에서 자산대비 1% 이상의 주식을 발행하는 경우의 비중은 각각 75.23%, 55.86%로 나타났다. 소기업의 최소규모 이상 주식발행 행위가 상대적으로 더 적극적으로 이루어졌음을 알 수 있다.

<표 5> 시장측도 순주식발행, 총주식발행, 총자사주매입 및 자산대비 비중

본 표는 시장가 측도 하에서 순주식발행($dSM > 0$), 순자사주매입($dSM < 0$), 주식무변동($dSM = 0$) 그룹들의 자산대비 비중을 나타낸다. 본 표는 각 비중들의 표본기업별, 소기업별, 대기업별 비중을 표본기간별로 나타내고 있다.

	<i>dSM/A</i>			<i>GI/A</i>			<i>GR/A</i>		
	<i>All</i>	<i>Small</i>	<i>Big</i>	<i>All</i>	<i>Small</i>	<i>Big</i>	<i>All</i>	<i>Small</i>	<i>Big</i>
<i>All dSM group</i>									
1994 ~2000	2.8990	3.2678	2.8606	3.2097	3.5186	3.1745	0.3106	0.2508	0.3139
2001 ~2008	0.9063	3.1835	0.7946	1.3701	3.2960	1.2762	0.4638	0.1125	0.4817
2009 ~2013	0.4067	2.1101	0.3433	0.3420	2.2124	0.2724	-0.0647	0.1023	-0.0709
<i>dSM < 0</i>									
1994 ~2000	-0.0270	-0.2653	-0.0172	-0.3033	0.1575	-0.3452	-0.2763	0.4229	-0.3280
2001 ~2008	-7.3944	-17.8279	-7.1060	-7.1545	-18.6360	-6.8466	0.2399	-0.8081	0.2595
2009 ~2013	-21.1884	-10.7183	-22.9675	-22.2638	-10.9491	-24.0706	-1.0754	-0.2308	-1.1031
<i>dSM = 0</i>									
1994 ~2000	0.0000	0.0000	0.0000	0.3630	0.2078	0.3816	0.3630	0.2078	0.3816
2001 ~2008	0.0000	0.0000	0.0000	0.4313	0.1504	0.4470	0.4313	0.1504	0.4470
2009 ~2013	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0096	0.0762	-0.0128	-0.0096	0.0762	-0.0128
<i>dSM > 0</i>									
1994 ~2000	4.8963	9.3403	4.6852	5.2880	9.6336	5.0802	0.3916	0.2933	0.3950
2001 ~2008	6.5752	21.1715	6.0234	7.0985	21.3392	6.5589	0.5233	0.1677	0.5355
2009 ~2013	4.9849	13.9197	4.6499	5.0619	14.1849	4.7207	0.0770	0.2652	0.0708

한편, 한국기업들의 주식발행 규모를 보다 구체적으로 확인하기 위해서는 자산대비 비중을 살펴볼 필요가 있다. <표 5>를 보면, 2000년 이전 순주식발행 기업들의 순주식발행의 자산대비 비중은 4.89였으며, 2000년 이후 일시적으로 6.57%까지 증가하였다가 2009년 이후 다시 4.98%로 감소하였다. Fama and French(2005)에 따르면, 미국의 경우 동 비중은 1970년대에 1.4%에서 1990년대에 8.2%까지 증가하였다.

그리고 2000년 이전 순주식발행 기업들의 총주식발행의 자산대비 비중(GI/A)은 소기업의 경우 9.63%에서 2009년 이후 14.18%로 늘어났으며, 대기업의 경우 5.08%에서 4.72%로 소폭 감소하였다. 이처럼 순주식발행 소기업들의 총주식발행이 늘어난 것은 2001년 이후 무상감자후 제3자배정 유상증자가 이전보다 큰 폭으로 증가한 것과 관계가 깊다. 2000년 이후 수익성이 악화된 일부 소기업들은 결손금 상계를 위하여 무상감자를 실시하고, 제3자 배정 유상증자를 통하여 신규투자를 유치하는 방식으로 총주식발행의 자산대비 비중을 늘렸다. (<표 5>에는 나타나지 않았지만) 제3자 배정 유상증자 활동이 가장 활발했던 해는 2003년인데, 이 한해 동안 자산대비 유상증자 규모는 소기업과 대기업이 각각 32.29%, 20.97%로 전체 표본기간에서 가장 규모가 크다.

또한 <표 5>에서 2000년 이전 소기업과 대기업의 순자사주매입의 자산대비 비중은 각각 -0.26, -0.017%로 나타나고 있으나 2009년 이후 동 비중은 각각 -10.71%, -22.96%로 특히 대기업의 순자사주매입이 큰 폭의 증가세를 보이고 있다. 기업들의 이와 같은 순자사주매입 행태는 우리나라 기업들의 순주식 발행 측도에 심대한 영향을 미치므로, 본 연구에서는 별도로 표본기간 내의 자사주 매입 사유를 조사하였다. 그 결과, 2001년 이후 순자사주매입 증대는 주로 지주사 전환을 위한 분할설립(split-off) 과정에서 나타난 자사주 매입으로 인한 것임을 확인하였다. 인적분할을 통한 지주회사 설립의 경우 그 이전에 자사주를 매입하면 대주주의 지배권을 손쉽게 확대할 수 있다는 것은 잘 알려져 있다.⁴⁾

(<표 5>에는 나타나지 않았지만) 전체 표본기간에서 인적분할이 가장 활발했던 시기는 2006년과 2011년이다. 2006년에는 소기업과 대기업들의 순자사주매입의 자산대비 비중은 각각 -54.81%, -4.87%이며, 2011년에는 소기업과 대기업들의 순자사주매입의 자산대비 비중은 각각 -3.53%, -54.01%이다. 순자사주매입을 집중적으로 수행한 기업들의 순자사주 매입액의 자산대비 비중이 상당한 수준임을 확인할 수 있다.

4) 이와 관련하여 노혁준(2008)은 자기주식을 무가치한 것으로 보는 입법이든, 자기주식에 존재의의를 부여하는 입법이든 모든 입법례에 있어서, 우리나라 대기업들이 공정거래법상 지주회사로 전환할 때 인적분할을 하면서 분할법인이 기존에 보유하던 자기주식에 분할신주를 교부하는 것은 지분구조를 대주주에게 유리하게 하고 소수주주에게 불이익하게 변경하는 문제점이 있음을 지적하였다.

2. 순주식발행과 순자사주매입을 수행하는 기업들의 규모에 따른 재무적특성

앞 절에서는 자사주매입 기업들의 자사주매입액의 자산대비 비중이 큰 기업들이 매년 주식발행이나 자사주 매입을 각각 별도로 수행하거나 동시에 수행하고 있음을 확인하였다. 그리고 순주식발행 대기업과 순자사주매입 소기업의 경우 순서이론이 예측하는 기업자금 조달 패턴을 위배하고 있음을 알 수 있었다. 아래의 <표 6>에서는 이에 대하여 재무비율 항목별로 좀 더 세부적으로 살펴본다. 동 표는 순주식발행과 순자사주매입 기업들의 성장성 및 수익성 지표와 함께 자금조달 의사결정을 수행하는데 있어서 고려하는 주요 재무비율들의 횡단면 기업규모 가중치 평균 추도를 보여주고 있다.

<표 6>에 따르면, 2009년 이후 순주식발행 및 순자사주매입 소기업들의 평균 레버리지 비율은 각각 53.99%, 33.88%로 나타나며, 해당 대기업들의 평균 레버리지 비율은 각각 62.49%, 58.46%로 나타나고 있다. 소기업과 대기업 모두 순주식발행 기업의 평균적인 레버리지 비율이 순자사주매입 기업들보다 크게 나타났다. 그리고 소기업에 비해서 대기업의 평균적인 레버리지 비율이 더 크게 나타났는데, 이는 대기업의 부채수용력이 상대적으로 더 크기 때문에 나타난 현상으로 판단된다.

다음으로 소기업과 대기업의 수익성의 변화경향은 다음과 같다. 우선, 순주식발행 및 순자사주매입 소기업의 수익성은 2000년 이전에 각각 4.53%, 6.76%에서 2009년 이후에 0.50%, 11.26%로 나타났다. 순주식발행 소기업의 수익성은 큰 폭으로 하락하였고, 순자사주매입 소기업의 수익성은 큰 폭으로 증가하였다.

그리고 순주식발행 및 순자사주매입 대기업의 수익성은 2000년 이전에 각각 6.04%, 5.69%에서 2009년 이후 3.07%, 3.59%로 나타났다. 순주식발행 대기업의 수익성 하락폭이 순자사주매입 대기업의 수익성 하락폭보다 더 크게 나타났다.

다음으로 내부유보금 변화분의 자산대비 비중의 추이를 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 순주식발행 및 순자사주매입 소기업의 내부유보금 비율은 2000년 이전에 각각 0.57%, 1.33%에서 2009년 이후에 -1.38%, 8.95%로 나타났다. 순주식발행 소기업의 내부유보금 비율은 음의 값으로 상당 폭 하락하였고, 순자사주매입 소기업의 내부유보금 비율은 큰 폭으로 상승하였다.

그리고 순주식발행 및 순자사주매입 대기업의 내부유보금 비율은 2000년 이전에 각각 0.49%, -2.14%에서 2009년 이후에 1.23%, 9.12%로 나타났다. 순주식발행 대기업의 내부유보금 비율은 소폭 상승하였고, 순자사주매입 대기업의 내부유보금 비율은 큰 폭으로 상승하였다.

<표 6> 순자사주매입, 순주식발행 기업들의 규모별 재무적 특성변화

본 표는 표본기간별로 순자사주매입 및 순주식발행을 수행하는 표본기업별, 소기업별, 대기업별 기업수와 시장가 및 장부가 순주식발행의 자산대비 비중, 순부채발행의 자산대비 비중, 보유금의 자산대비 비중, 자산성장률, 장부가 대비 시장가 비율, 현재와 전기의 부채비율, 자산대비 수익성 비율, 외부자금조달 적자의 자산대비 비율을 보여주고 있다.

Year	Firms	% of	dSM/A	dSB/A	dL/A	dRE/A	dA/A	V/A	$\frac{L/A}{t}$	$\frac{L/A}{t-1}$	E/A	Def/A
		Group										
<i>all firms: dSM < 0</i>												
1994 ~2000	29	5.436	-0.027	1.883	6.576	-1.890	6.569	95.613	70.877	68.645	5.770	8.459
2001 ~2008	32	5.841	-7.394	-3.257	-4.026	4.723	-2.560	123.100	44.118	46.614	10.387	-7.283
2009 ~2013	25	3.998	-21.188	-17.469	0.009	8.706	-8.754	110.493	56.610	52.427	4.078	-17.460
<i>all firms: dSM > 0</i>												
1994 ~2000	208	38.690	4.896	5.423	8.291	0.464	14.178	105.498	73.746	76.186	5.981	13.714
2001 ~2008	128	22.732	6.575	1.782	0.255	4.666	6.703	115.108	55.995	59.315	5.703	2.037
2009 ~2013	132	21.170	4.985	2.908	2.312	1.123	6.343	116.089	62.166	63.826	2.972	5.220
<i>small firms: dSM < 0</i>												
1994 ~2000	15	5.606	-0.265	3.100	2.874	1.333	7.306	104.088	54.494	55.726	6.758	5.973
2001 ~2008	14	5.043	-17.828	-11.401	-8.730	-0.155	-20.286	86.353	37.864	38.488	5.276	-20.131
2009 ~2013	12	3.846	-10.718	-13.639	-8.669	8.953	-13.355	99.909	33.889	37.394	11.264	-22.308
<i>small firms: dSM > 0</i>												
1994 ~2000	91	33.919	9.340	7.951	4.124	0.570	12.645	107.636	60.834	64.890	4.536	12.075
2001 ~2008	68	24.266	21.171	5.397	-12.732	6.013	-1.322	114.598	54.646	65.399	-0.050	-7.335
2009 ~2013	67	21.568	13.920	4.618	-0.780	-1.385	2.454	122.435	53.999	55.988	0.504	3.838
<i>big firms: dSM < 0</i>												
1994 ~2000	14	5.267	-0.017	2.000	7.085	-2.140	6.945	94.015	71.865	69.438	5.696	9.085
2001 ~2008	18	6.634	-7.106	-2.998	-3.842	4.809	-2.031	123.872	44.283	46.807	10.485	-6.840
2009 ~2013	13	4.150	-22.967	-18.951	-0.111	9.120	-9.942	110.823	58.462	53.735	3.597	-19.063
<i>big firms: dSM > 0</i>												
1994 ~2000	117	43.428	4.685	5.275	8.499	0.492	14.266	105.335	74.324	76.707	6.045	13.774
2001 ~2008	59	21.206	6.023	1.645	0.729	4.628	7.002	115.144	56.033	59.061	5.918	2.375
2009 ~2013	65	20.774	4.650	2.835	2.430	1.230	6.494	115.893	62.496	64.164	3.069	5.264

다음으로 기업들의 성장성 변화추이를 살펴보면, 우선 순주식발행 및 순자사주매입 소기업의 평균 성장률은 2000년 이전에 각각 12.64%, 7.30%에서 2009년 이후에 2.45%, -13.35%로 나타났다. 순주식발행 소기업의 평균성장률은 동 기간 동안 10% 이상 하락하였고, 순자사주매입 소기업의 평균 성장률은 20% point 하락하여 마이너스 값을 보이고 있다.

그리고 순주식발행 및 순자사주매입 대기업의 평균 성장률은 2000년 이전에 각각 14.26%, 6.94%에서 2009년 이후에 6.49%, -9.94%로 나타났다. 순주식발행 대기업의 평균 성장률은 동 기간 동안 7.77% point 하락하였고, 순자사주매입 대기업의 평균 성장률은 24.2% point 하락하였다. 순자사주매입 대기업의 성장세는 순자사주매입 소기업의 성장세보다 더 크게 하락하였다. 이처럼 소기업과 대기업을 막론하고 주식발행 및 자사주 매입을 수행하는 기업들의 성장세가 이처럼 크게 꺾인 것으로 나타난 것은 매우 특징적이라고 할 수 있겠다.

다음으로 기업들의 외부자금조달 적자의 자산대비 비중 추이를 살펴보자. 먼저, 순주식발행 및 순자사주매입 소기업의 외부자금조달 적자의 자산대비 비중은 2000년 이전에 각각 12.07%, 5.97%에서 2009년 이후에 3.83%, -22.31%로 나타났다. 순주식발행 소기업의 외부자금조달 적자비율은 동 기간 동안 8.23% point 하락하였고, 순자사주매입 소기업의 외부자금조달 적자비율은 28.28% point 하락하였다.

또한 순주식발행 및 순자사주매입 대기업의 외부자금조달 적자비율은 2000년 이전에 각각 13.77%, 9.08%에서 2009년 이후에 5.26%, -19.06%로 나타났다. 순주식발행 대기업의 외부자금조달 적자비율은 동 기간 동안 8.51% point 하락하였고, 순자사주매입 대기업의 외부자금조달 적자비율은 28.14% point 하락하였다. 외부자금조달 적자의 이와 같은 큰 폭 하락은 기본적으로 기업 성장률의 하락에 그 원인이 있다고 판단된다.

위에서 살펴본 식 (3)을 이용하면, 이상의 재무비율 변화추이로부터 주식발행의 장부가측도 dSB/A 의 추이를 산출해 낼 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 dSB/A 는 기업의 외부 자금조달 수요(Def/A)와 부채조달(dL/A)의 차이를 메꾸는 역할을 수행하고 있다. 먼저 순주식발행 및 순자사주매입 소기업의 dSB/A 는 2000년 이전에 각각 7.95%, 3.10%에서 2009년 이후에 4.61%, -13.63%로 나타났다. 순주식발행 소기업의 dSB/A 는 동 기간 동안 3.34% point 하락하였고, 순자사주매입 소기업의 dSB/A 는 16.73% point 하락하였다.

한편, 주식발행의 시장가 측도인 dSM/A 의 변화추이를 살펴보면, 순주식발행 및 순자사주매입 소기업의 dSM/A 는 2000년 이전에 각각 9.34%, -0.26%에서 2009년 이후에 13.92%, -10.71%로 나타났다. 순주식발행 소기업의 dSM/A 는 동 기간 동안 4.58% point 증가하였고, 순자사주매입 소기업의 dSM/A 는 동 기간 동안 10.45% point 하락하였다. 소기업 순주식발행의 장부가측도는 감소한 반면 시장가측도는 증가하였다. 그리고 소기업 순자사주매입의

장부가 측도는 시장가 측도에 비하여 더 크게 하락하였다. 종합하면 dSB 에 비하여 상대적으로 dSB 가 상대적으로 작게 나타났는데, 그것은 외환거래 손익, 주식교환을 통한 합병, 그리고 종업원 스톡옵션의 행사 등의 기타 포괄손익거래에 기인한 것이라는 점은 이미 위에서 언급한 바가 있다.

다음으로 순주식발행 및 순자사주매입 대기기업의 dSB/A 는 2000년 이전에 각각 5.27%, 2.00%에서 2009년 이후에 2.83%, -18.95%로 나타났다. 순주식발행 대기기업의 dSB/A 는 동 기간 동안 2.44% point 하락하였고, 순자사주매입 대기기업의 dSB/A 는 20.95% point 하락하였다. 한편, 주식발행의 시장가 측도인 dSM/A 의 변화추이를 살펴보면, 순주식발행 및 순자사주매입 대기기업의 dSM/A 는 2000년 이전에 각각 4.68%, -0.02%에서 2009년 이후에 4.65%, -22.96%로 나타났다. 순주식발행 대기기업의 dSM/A 는 동 기간 동안 0.03% point 하락하였고, 순자사주매입 대기기업의 dSM/A 는 동 기간 동안 22.94% point 하락하였다. 대기기업 순주식발행의 시장가측도가 장부가 측도에 비하여 더 크게 감소하였다는 점은 특징적이다.

3. 기업그룹별 부채수용력 현황

아래의 <표 7>에서는 Lemmon and Zender(2010)가 각 기업 채권등급부여 확률을 추정한 부채수용력을 기업의 성장성(2개), 수익성(3개), 규모(2개)로 구분한 12개 포트폴리오 각각에 대해서 산출한 결과를 보여주고 있다.

자본조달 순서이론을 검정하는데 있어서 부채수용력이 중요한 고려대상으로 등장한 배경에는 소규모·고성장 기업의 주식발행을 둘러싼 해석의 차이가 존재하였다. 먼저 Fama and French(2005)의 경우 심각한 비대칭정보 문제를 갖고 있는 소규모·고성장 기업들의 잦은 주식발행은 자본조달 순서이론의 타당성을 떨어뜨리는 결정적인 근거로 보았다. 그러나 Lemmon and Zender(2010)는 이에 대하여 소규모·고성장 기업들의 잦은 주식발행은 제한적인 부채수용력을 고려한다면 자본조달 순서이론이 여전히 지지될 수 있음을 보여주었다.

본 논문에서는 Lemmon and Zender(2010)의 논의를 적극 수용하여 부채수용력이 낮은 기업들의 순주식발행은 자본조달 순서이론에 위배되지 않는다고 판단한다. 그러나 부채수용력이 높은 기업들의 순주식발행이나 부채수용력이 낮은 기업들의 순자사주매입은 자본조달 순서이론에 저촉되는 것으로 판단한다.

<표 7>을 보면, 우선 대기기업들의 부채수용력이 소기업들의 부채수용력에 비해 높게 나타나고 있다. 그리고 순주식발행 대기기업의 부채수용력은 수익성이나 성장성 범주 및 시계열적 구분에서 거의 차이를 나타내지 않는다. 순자사주매입 대기기업의 경우 성장성에

따른 부채수용력 차이는 나타나지 않으나 수익성에 따른 부채수용력에 상당한 차이가 나타나고 있다. 그리고 특이한 것은 2000년 이전 수익성이 음이고 성장성이 낮은 대기업그룹의 부채수용력이 93.5라는 압도적인 큰 값을 나타내고 있으나 2009년 이후에는 65.33까지 하락하였다.

<표 7> 기업들의 부채수용력 현황

본 표는 규모와 수익성 및 성장성을 기준으로 구분한 12개 기업범주의 부채수용력 현황을 제시하고 있다. 본 표에서 각 기업범주별 확률값은 Lemmon and Zender(2010)의 로짓모형에 의한 부채수용력 즉, 매년 각 기업이 채권등급을 가질 확률추정치를 각 그룹별로 평균한 값이다. 자세한 사항은 Lemmon and Zender(2010)의 <Table 2>를 참조할 수 있다. 이 부채수용력이 100에 가까울수록 debt capacity가 높은 기업이며, 50이면 평균적인 debt capacity 기업이고, 0에 가까울수록 debt capacity가 낮은 기업으로 분류된다.

Year	small						big					
	Neg E		Low E/A		High E/A		Neg E		Low E/A		High E/A	
	Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High
<i>dSM < 0</i>												
1994 ~2000	16.57	19.50	27.10	30.62	30.15	30.27	93.50	72.00	76.22	76.23	72.35	74.52
2001 ~2008	20.14	25.70	37.50	28.97	30.86	65.38	56.00	77.12	74.11	84.29	85.74	
2009 ~2013	17.29	49.00	29.62	32.50	30.95	27.00	65.33	69.00	75.06	72.11	74.62	72.14
Total	18.86	29.33	27.00	32.80	29.85	29.77	68.88	67.00	76.35	74.62	80.23	80.46
<i>dSM = 0</i>												
1994 ~2000	20.12	21.27	24.77	26.68	23.52	26.00	69.48	70.17	72.13	74.01	72.29	75.05
2001 ~2008	22.00	23.14	27.79	28.08	26.48	29.65	70.73	74.85	71.81	73.94	74.69	75.75
2009 ~2013	19.46	26.17	27.05	29.60	26.15	27.81	73.77	78.92	73.45	75.47	73.79	75.50
Total	20.76	23.54	26.85	28.10	25.52	27.91	71.11	75.08	72.41	74.48	73.84	75.50
<i>dSM > 0</i>												
1994 ~2000	17.84	21.77	27.36	27.25	24.03	29.69	76.44	77.83	78.41	78.41	75.98	77.26
2001 ~2008	13.96	13.65	26.30	25.27	27.16	29.53	72.41	74.95	79.50	80.37	78.34	78.68
2009 ~2013	14.14	14.43	28.38	27.72	23.74	25.63	78.72	77.87	79.55	77.15	79.91	75.76
Total	14.72	15.90	27.19	26.76	25.03	28.84	76.20	76.99	79.11	78.62	77.42	77.38

한편, 순주식발행 소기업의 부채수용력은 성장성보다는 수익성에 따라 큰 차이를 보인다. 2009년 이후 수익성이 음인 소기업의 부채수용력은 14 정도이지만, 수익성이 양인 소기업의 부채수용력은 25~28 정도의 값을 나타내고 있다. 그리고 순자사주매입 소기업의 부채수용력은 수익성이 음인 경우 성장성에 따라 큰 폭의 차이를 나타내고 있다. 즉, 수익성이 음이고 성장성이 낮은 소기업과 높은 소기업의 부채수용력은 각각 18.86, 29.33의 값을 나타내어 큰 격차를 보인다. 그리고 수익성이 낮고 성장성이 높은 소기업의 부채수용력이 32.80으로 소기업 포트폴리오 중에서 가장 높은 값을 나타내고 있다.

앞에서, 우리나라의 경우 규모를 불문하고 대체적으로 성장성이 낮은 범주의 기업들은 상대적으로 큰 폭으로 증가하였으며, 성장성이 높은 범주의 기업들은 상대적으로 그 숫자가 줄어들었는데 이를 부채수용력과 연관지어서 살펴볼 필요가 있다. 대기업의 경우 전반적으로 성장성이 낮은 기업의 부채수용력이 성장성이 높은 기업에 비해 높게 나타나는 반면 소기업의 경우 전반적으로 성장성이 낮은 기업의 부채수용력이 성장성이 높은 기업에 비하여 낮게 나타나고 있다.

이제 각 기업그룹별로 구한 부채수용력을 <표 5>과 <표 6>의 내용과 관련시켜서 기업 그룹별 자금조달 행태가 자본조달 순서이론에 입각하여 이루어지고 있는지를 판단할 수 있다. 우선 간단한 몇 가지 사례를 살펴보자. 동 표에서 확인할 수 있는 바와 같이 2000년 이전과 2009년 이후 순주식발행 소기업의 순부채발행액의 자산대비 비중은 각각 4.12%에서 -0.78%로 큰 폭으로 감소하였다. 동 시기 동 기업의 순주식발행액의 자산대비 비중은 각각 9.34%, 13.92%로 상당 폭 증가하였다. 이와 같은 순주식발행 소기업의 외부자금조달 구조의 급격한 변화는 부채수용력을 고려하게 되면 자본조달 순서이론에 저촉되지 않는다는 사실을 알 수 있다.

즉, Lemmon and Zender(2010)가 지적한 바와 같이 소기업들이 심각한 정보비대칭 비용을 무릅쓰고 부채발행량을 줄이고 주식발행을 증가시키는 이유는 부채수용력의 제약으로 인한 것임을 명확하게 알 수 있다. 다만 한국의 경우에는 미국과 달리 고성장 소기업의 부채수용력이 저성장 소기업의 경우와 큰 차이를 보이지 않는다.

또한 2000년 이전과 2009년 이후 순주식발행 대기업의 순부채발행액의 자산대비 비중은 각각 8.49%, 0.73%로 소기업의 경우보다 더 큰 폭으로 감소하였다. 동 시기 동 기업의 순주식발행액의 자산대비 비중은 각각 4.68%에서 4.64%로 거의 일정하게 유지되었다. 그런데 위에서 확인한 바와 같이 부채수용력이 상당히 큰 대기업들의 부채발행이 매우 큰 폭으로 하락하였음에도 불구하고 주식발행의 비중이 여전히 줄어들고 있지 않다는 점은 자본조달 순서이론에 부합되지 않는 경험적 사실이다.

한편 2000년 이전과 2009년 이후 순자사주매입 소기업의 순자사주매입액의 자산대비 비중은 각각 -0.26%, -10.71%로 매우 큰 폭으로 증가하였다. 그리고 동 시기 순자사주매입 소기업의 부채발행액의 자산대비 비중은 각각 2.87%, -8.67%로 나타났다. 부채수용력에 심각한 한계를 겪고 있는 소기업들이 부채를 대폭 축소시키고 순자사주매입을 대규모로 수행하였다는 사실은 자본조달 순서이론에 부합하지 않는다.

또한 동 시기 순자사주매입 대기업의 순자사주매입액의 자산대비 비중 또한 -0.017%에서 -22.96%로 소기업에 비해 더 큰 폭으로 증가하였다. 그리고 동 시기 순자사주매입 대기업의 부채발행액의 자산대비 비중은 각각 7.08%, -0.11%로 나타났다. 대기업의 상대적으로 우수한 부채수용력을 감안할 때 자사주매입을 대규모로 수행하고 부채조달액을 감소시키는 것은 일단 자본조달 순서이론에 저촉되지 않는다.

아래에서는 각 그룹별 부채수용력을 고려하여 각 기업그룹의 주식발행이 자본조달 순서이론에 부합하는지를 본격적으로 검토한다.

4. 순주식발행과 순자사주매입을 수행하는 고성장기업들의 재무적 특성

이하에서는 기업의 규모뿐만 아니라 수익성 및 성장성을 중심으로 구성된 12개 그룹의 자본조달 활동이 자본조달 순서이론에 부합하는지를 보다 상세하게 검정하고자 한다. 앞서 언급한 바와 마찬가지로 주식발행의 예측에 있어서 핵심적인 변수는 수익성과 성장성이다. 이들이 어떤 양상으로 전개되는가에 따라 기업의 자금조달 적자구조가 결정되고 주식발행 의사결정이 이루어진다.

아래의 <표 8>은 고성장 기업의 규모(대규모, 소규모), 수익성(E/A 비율의 음, 낮음, 높음)등의 범주로 기업들을 6개 범주로 구분하고, 순자사주매입과 순주식발행의 케이스에 있어서 기업들이 자금조달 의사결정을 수행함에 있어서 중요하게 고려하는 변수들의 횡단면적 평균값을 순주식발행 기업과 순자사주매입 기업 각각에 대하여 보여주고 있다.

우선 2000년 이전에 성장성이 높은 순주식발행 소기업은 연 평균 64개였으나 2009년 이후에는 연 평균 30개로 절반 이상 감소하였다. 동일기간에 성장성이 높은 순주식발행 대기업도 83개에서 33개로 큰 폭으로 줄어들었다. 또한 동일기간에 성장성이 높은 순자사주매입 소기업은 연 평균 8개에서 3개로 줄어들었으며, 순자사주매입 대기업은 연 평균 8개에서 4개로 줄어들었다. 이처럼 전반적으로 성장성이 높은 기업들은 2009년 이후 2000년 이전보다 절반 이상 줄어들었다.

<표 8> 고성장기업들의 재무비율 특징

본 표는 표본기간별로 순주식발행 및 순자사주매입을 수행하는 성장성이 높은 기업들의 규모별 기업수와 시장가 및 장부가 순주식발행의 자산대비 비중, 순부채발행의 자산대비 비중, 보유금의 자산대비 비중, 자산성장률, 장부가 대비 시장가 비율, 현재와 전기의 부채비율, 자산대비 수익성 비율, 외부자금조달 적자의 자산대비 비율을 보여주고 있다. 본 표에서 기업수가 0으로 표시되는 경우는 해당 기간의 평균적인 기업수가 1에 미달하는 경우를 나타내며, 본 표의 % of Group은 해당 회사개수/전체회사개수의 평균을 %화 한 것이며, 회사개수가 작은 경우에 부득이 % of Group을 0으로 표시하였다.

Year	Firms	% of Group	dSM/A	dSB/A	dL/A	dRE/A	dA/A	V/A	$\frac{L/A}{t}$	$\frac{L/A}{t-1}$	E/A	Def/A
<i>Small, unprofitable, high-growth firms: dSM < 0</i>												
1994 ~2000	0	2.20	0.00	6.50	5.86	-2.87	9.48	79.24	44.34	42.12	-3.39	12.36
2001 ~2008	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2009 ~2013	0	1.00	0.00	11.15	-6.17	14.93	19.91	83.02	28.08	42.77	-1.05	4.98
<i>Small, unprofitable, high-growth firms: dSM > 0</i>												
1994 ~2000	6	50.73	18.83	14.24	20.76	-5.50	29.50	117.05	70.43	70.89	-3.74	35.00
2001 ~2008	10	60.33	67.46	18.87	2.90	9.91	31.68	137.32	50.65	72.28	-6.84	21.77
2009 ~2013	8	46.17	21.77	18.64	9.59	-5.16	23.08	135.04	49.15	51.16	-6.75	28.23
<i>Big, unprofitable, high-growth firms: dSM < 0</i>												
1994 ~2000	0	3.57	0.00	21.66	-7.18	12.01	26.48	64.21	23.68	41.98	-5.15	14.47
2001 ~2008	0	0.71	-40.83	-14.57	47.56	4.27	37.26	114.79	74.42	42.81	-3.37	32.99
2009 ~2013	0	4.85	-27.94	3.11	19.38	8.60	31.10	86.20	52.06	47.21	-3.03	22.50
<i>Big, unprofitable, high-growth firms: dSM > 0</i>												
1994 ~2000	3	52.98	1.71	8.80	24.10	-4.86	28.05	95.89	85.27	85.67	-2.81	32.90
2001 ~2008	2	41.05	8.47	7.07	25.18	-4.10	28.14	90.92	66.44	56.81	-3.75	32.24
2009 ~2013	4	42.89	4.17	3.81	12.49	-3.26	13.05	93.15	70.87	67.15	-3.18	16.31
<i>Small, low-profitability, high-growth firms: dSM < 0</i>												
1994 ~2000	3	4.93	0.00	5.70	12.17	1.75	19.61	89.25	48.19	42.60	3.89	17.87
2001 ~2008	1	3.71	-0.89	1.80	6.00	2.65	10.46	74.42	38.42	36.31	3.24	7.80
2009 ~2013	0	1.17	-0.40	-2.26	13.26	7.15	18.15	83.26	37.86	30.05	2.76	11.00
<i>Small, low-profitability, high-growth firms: dSM > 0</i>												
1994 ~2000	28	45.27	10.10	10.71	10.36	1.36	22.43	102.71	55.28	57.94	3.37	21.07
2001 ~2008	11	26.19	12.56	6.55	7.05	6.52	20.11	107.25	46.96	49.87	2.55	13.59
2009 ~2013	9	18.37	5.23	4.13	7.84	3.73	15.70	108.04	51.47	51.25	2.97	11.97

<표 8> 고성장기업들의 재무비율 특징 (표 계속)

Year	Firms	% of Group	dSM/A	dSB/A	dL/A	dRE/A	dA/A	V/A	$\frac{L/A}{t}$	$\frac{L/A}{t-1}$	E/A	Def/A
<i>Big, low-profitability, high-growth firms: dSM < 0</i>												
1994~2000	4	5.38	0.00	1.50	18.76	1.22	21.48	98.15	81.09	79.48	3.60	20.26
2001~2008	1	2.52	-0.63	5.25	11.92	1.39	18.56	87.28	49.19	46.29	2.47	17.17
2009~2013	3	5.35	-4.20	2.25	24.94	5.47	32.66	92.03	58.15	48.67	3.08	27.19
<i>Big, low-profitability, high-growth firms: dSM > 0</i>												
1994~2000	41	48.74	4.82	7.71	15.29	0.67	23.67	101.84	71.70	74.17	3.46	23.00
2001~2008	11	23.61	4.73	10.30	7.27	0.68	18.25	108.09	65.29	70.04	3.56	17.57
2009~2013	13	19.16	5.98	6.50	18.32	0.04	24.85	101.03	62.19	58.31	2.52	24.81
<i>Small, high-profitability, high-growth firms: dSM < 0</i>												
1994~2000	5	7.79	-0.45	3.75	8.53	4.65	16.94	101.46	49.28	48.83	10.14	12.28
2001~2008	2	5.76	-3.16	6.18	4.97	0.09	11.24	98.47	38.00	37.20	11.09	11.15
2009~2013	3	5.21	-0.04	18.96	5.50	-12.12	12.34	118.43	36.47	35.40	12.05	24.46
<i>Small, high-profitability, high-growth firms: dSM > 0</i>												
1994~2000	30	39.03	7.87	8.77	7.66	4.09	20.52	109.43	54.82	59.46	9.55	16.44
2001~2008	8	16.49	5.19	4.60	3.96	8.26	16.82	117.37	42.18	45.33	12.01	8.56
2009~2013	13	20.29	6.16	5.11	5.44	8.69	19.24	137.83	41.27	44.36	11.52	10.55
<i>Big, high-profitability, high-growth firms: dSM < 0</i>												
1994~2000	4	5.60	0.00	5.74	11.97	1.23	18.94	89.66	67.48	68.31	7.58	17.71
2001~2008	5	8.20	-2.49	-0.58	2.63	8.29	10.34	136.23	41.38	43.17	13.07	2.05
2009~2013	1	1.66	-0.21	9.31	4.83	4.74	18.88	87.84	36.37	37.83	10.35	14.13
<i>Big, high-profitability, high-growth firms: dSM > 0</i>												
1994~2000	39	47.93	4.76	6.04	10.98	3.09	20.10	109.29	67.13	70.50	10.62	17.02
2001~2008	16	20.85	2.39	-3.78	4.59	13.49	14.31	124.71	49.84	52.70	10.86	0.82
2009~2013	16	19.69	3.42	5.16	2.66	7.26	15.08	148.80	46.26	51.29	11.49	7.82

일반적으로 성장성이 높은 기업들은 지속적인 자금조달 적자를 경험한다. 따라서 이들 기업군에서는 수익성이 음이거나 양이더라도 낮은 수준의 수익성 그룹에서는 주식발행이 특별히 자금조달 순서이론에 저촉된다고 판단할 수는 없다. 만약 이 그룹 기업들이 주식을 발행하지 않는다면 부채비율이 신속하게 매우 위험한 수준으로 증가할 것이기 때문이다. 이처럼 성장성이 높은 일부 기업그룹에서 주식발행은 순서이론에 부합하는 측면이 있다.

그러나 이들 기업그룹에 속하는 소기업의 순자사주매입은 순서이론에 부합하지 않는다. 성장성이 높은 범주의 소기업들은 규모와 수익성에 관계없이 일반적으로 큰 규모의 자금조달 적자를 갖게 되지만 위에서 살펴본 바와 같이 소기업들은 부채수용력에 제약을 갖게 되므로 이들 소기업들은 부채조달 능력의 확충이 우선적으로 필요한 상황이다. 따라서 부채를 발행하여 자사주를 매입하는 행위는 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 현상이라고 할 수 있다. 비록 소수이긴 하지만 이 범주에 속하는 기업이 2009년 이후에 소기업 3개가 이들 범주에 속해 있다. 반면 대기업들은 부채수용력에 상대적으로 여유가 있다. 그렇지만 부채를 발행하여 자사주를 매입하는 경우라면 그것은 인적분할과 같은 특수목적 자사주 매입으로서 자본조달 순서이론과 무관한 동기에 의해 이루어진 결과라고 판단할 수 있다.

<표 8>은 또한 성장성이 높은 기업들을 수익성을 기준으로 음의 이익을 실현하는 기업군과 이익이 양이지만 낮은 수준인 기업군, 그리고 이익이 양이면서 높은 수준인 기업군으로 크게 나누어 자금조달 의사결정 변수들의 양태 변화를 보여주고 있다.

또한 <표 8>를 보면, 성장성이 높은 기업들은 소기업이나 대기업 모두 지속적인 대규모의 자금조달 적자에 노출되어 있음을 알 수 있다. 수익성이 음의 값으로 나타나는 기업들 중에서 순주식발행 소기업과 대기업의 자금조달 적자의 자산대비 비중은 2009년 이후에 각각 28.23%, 16.31%로 매우 높은 수준임을 알 수 있다. 그리고 수익성이 양이지만 낮은 수준인 소기업과 대기업들의 동 비중은 각각 11.87%, 24.81%로 나타나고 있다.

또한 수익성이 높은 수준인 소기업과 대기업의 동 비중은 각각 10.55%, 7.82%로 나타나고 있다. 따라서 성장성이 높은 소기업의 경우 그 수익성이 낮을수록 외부자금조달 적자규모가 더 크게 나타나고 있다. 그러나 대기업의 경우 수익성이 양이지만 낮은 경우의 자금조달적자 규모가 가장 크게 나타났다. 성장성이 높은 동시에 수익성이 낮은 소기업들은 부채수용력 제약에 직면하고 있으므로 주식발행으로 외부자금을 충당하지 않는다면 곤란한 지경에 처하게 된다.

여기서 당연히 예상할 수 있는 상황이지만, 성장성이 높으면서 음의 이익이 발생하는 소기업의 순주식발행이 자산에서 차지하는 비중은 2000년 이전에 18.83%였으나 2001년부터 2008년까지는 67.46%로 급속하게 증가하여 극단적으로 높은 값을 나타내었고, 2009년

이후에는 21.77%로 여전히 높은 비중을 차지하고 있다. 그런데 주의할 것은 이들 기업들의 신규 부채발행의 자산대비 비중(dL/A)도 2000년 이전에 20.76%라는 높은 값에서 2009년 이후에는 9.59%로 급격한 하락세를 나타내었다. 이러한 부채발행액의 자산대비 비중 저하는 이들 기업이 극심한 부채수용력 제약에 직면하고 있음을 나타내 준다. 그리고 Lemmon and Zender(2010)가 지적하는 바와 같이 이들 (수익성은 낮지만) 성장성이 높은 소기업들의 주식발행을 통한 외부자금조달 행위는 순서이론에 부합한다고 볼 수 있겠다.

또한 고성장 음의이익 자사주매입을 실행하는 대기업의 경우 2009년 이후에 -27.94%라는 높은 수준의 자사주 매입을 실행하였다. 그런데 이들 범주의 기업들은 2000년 이전에 순부채 발행 비율이 -7.18%이었으나 2009년 이후에는 19.38%로 크게 상승하였다. 동 범주의 기업들의 2009년 이후의 자금조달 적자 비율은 22.50%로 신규 부채발행 비율과 유사한 수준이다.

대기업들의 경우 기본적으로 부채수용력이 높은 점을 감안한다면, 이 범주 기업들이 외부자금조달 적자를 신규 부채발행으로 우선 조달하는 것은 자본조달 순서이론에 부합한다고 평가할 수 있겠다. 그런데 이 범주 기업들의 자사주 매입이 큰 폭으로 증가한 이유는 위에서 설명한 바와 마찬가지로 2011년이 표본기간에서 인적분할이 가장 활발하게 나타났던 시점이라는 사실에 영향을 받은 것이다. 우리나라 회사법체계에서는 인적분할을 통한 지주회사 설립의 경우 그 이전에 자사주를 확보하면 대주주의 지배권을 손쉽게 확대할 수 있기 때문이다. 앞에서 2011년에는 대기업들의 순자사주매입의 자산대비 비중은 각 -54.01%로 나타났다는 점은 위에서 이미 지적한 바가 있다. 그리고 물론 이와 같은 특수 목적의 자사주매입은 자본조달 순서이론과는 무관한 동기에서 이루어지고 있다는 점은 지적되어야 할 것이다.

또한 성장성이 높고 양의 이익을 실현하나 수익성이 낮은 소기업의 2000년 이전과 2009년 이후 순주식발행액의 자산대비 비중은 각각 10.10%, 5.23%로 나타났다. <표 6>에서 확인할 수 있듯이 이 범주에 속하는 소기업의 부채수용력은 동 기간 각각 27.25와 27.72로 큰 차이를 보이지 않음에도 불구하고 이 기업의 순주식발행액이 하락한 것은 이 범주에 속하는 기업의 성장성이 동 기간 22.43%에서 15.70%로 떨어진 데 그 원인이 있다고 할 수 있겠다.

한편 고성장 기업들 중에서 평균적인 수익성이 높은 기업들의 경우 소기업보다는 대기업의 순주식발행이 자본조달 순서이론에 부합되지 않는 측면이 있다. 우선 소기업부터 보면, 2009년 이후 수익성과 성장성이 높은 동시에 순자사주매입을 실행하는 소기업의 경우, dSB/A 측도는 18.96%로 나타난 반면 dSM/A 측도는 -0.04%로 나타나 양자 간의 격차가 크게 나타난다. 위에서 언급한 바와 같이 dSB/A 측도가 dSM/A 측도에 비하여 상대적으로 높게 평가되는 것은 이 범주에 속하는 기업들이 수행한 대규모 배당 때문인

것으로 판단된다. 그리고 이들 기업들은 큰 규모의 자금조달 적자를 갖고 있어서 부채조달 능력의 확충이 필요한 상황에서 부채를 조달하여 순자사주매입을 수행한다는 것은 위에서 살펴본 바와 마찬가지로 자본조달 순서이론에 부합하지 않는다.

한편 2009년 이후 수익성과 성장성이 높고 순주식발행을 수행하는 대기업의 경우를 보면, dSB/A 측도는 5.16%로 나타났고, dSM/A 측도는 2.66%로 나타났다. 이 범주에 속하는 기업의 부채수용력은 75.76으로 상당히 높은 수준임에도 불구하고 순주식 발행을 수행한다는 것은 자본조달 순서이론에 부합되지 않는다. 마찬가지로 수익성이 양이지만 낮으며 성장성이 높은 순주식발행 대기업의 경우에도 부채수용력이 77.15로 오히려 더 높지만, 동 기간 dSB/A 측도는 6.50%로 나타났고, dSM/A 측도는 5.98%로 나타나 수익성이 높은 경우보다 오히려 더 많은 주식발행을 수행한다는 사실을 확인할 수 있다. 이 두 케이스는 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 현상이라고 판단할 수 있다.

요약하면, 고성장 기업들의 경우 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 사례들은 대체적으로 자사주매입과 관련되어 있다고 평가할 수 있다. 그리고 수익성이 좋은 대기업의 순주식발행 케이스도 자본조달 순서에 저촉된다. 따라서 12개 주식발행 케이스 중에서 8개 케이스가 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 것으로 판단한다. 평균적으로 보면, 2009년 이후 각 범주에 속하는 기업수를 고려할 때 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 자본조달 행태를 나타낸 기업은 총 36개 기업으로서 전체 70개 기업 중에서 51.42%를 차지한다고 볼 수 있다.

5. 순주식발행과 순자사주매입을 수행하는 저성장기업들의 재무적특성

아래의 <표 9>는 저성장 기업의 규모(대규모, 소규모), 수익성(E/A 비율의 음, 낮음, 높음) 등의 범주로 기업들을 6개 범주로 구분하고, 순자사주매입과 순주식발행의 케이스에 있어서 기업들이 자금조달 의사결정을 수행함에 있어서 중요하게 고려하는 변수들의 횡단면적 평균값을 순주식발행 기업과 순자사주매입 기업 각각에 대하여 보여주고 있다.

우선 2000년 이전에 성장성이 낮은 순주식발행 소기업은 연 평균 26개였으나 2009년 이후에는 연 평균 35개로 소폭 증가하였다. 동일기간에 성장성이 낮은 순주식발행 대기업도 33개에서 29개로 소폭 감소하였다. 또한 동일기간에 성장성이 낮은 순자사주매입 소기업은 연 평균 5개에서 6개로 늘어났으며, 순자사주매입 대기업은 연 평균 4개에서 5개로 증가하였다. 이처럼 전반적으로 성장성이 낮은 기업들은 2000년 이전보다 2009년 이후에 소폭 증가하였다.

<표 9> 저성장 기업들의 재무적 특성

본 표는 표본기간별로 순주식발행 및 순자사주매입을 수행하는 성장성이 낮은 기업들의 규모별 기업수와 시장가 및 장부가 순주식발행의 자산대비 비중, 순부채발행의 자산대비 비중, 보유금의 자산대비 비중, 자산성장률, 장부가 대비 시장가 비율, 현재와 전기의 부채비율, 자산대비 수익성 비율, 외부자금조달 적자의 자산대비 비율을 보여주고 있다.

Year	Firm s	% of Group	dSM/A	dSB/A	dL/A	dRE/A	dA/A	V/A	$\frac{L/A}{t-t-1}$	E/A	Def/A
<i>Small, unprofitable, low-growth firms: dSM < 0</i>											
1994 ~2000	1	3.30	0.00	22.06	-33.82	-16.46	-28.22	98.07	60.64	68.35	-17.07 -11.76
2001 ~2008	2	4.40	-30.43	-19.57	-25.38	-27.57	-72.53	88.14	45.83	42.43	-12.16 -44.96
2009 ~2013	1	2.12	-60.41	-50.81	-12.65	-8.48	-71.95	75.25	36.29	35.60	-4.45 -63.47
<i>Small, unprofitable, low-growth firms: dSM > 0</i>											
1994 ~2000	9	22.09	11.08	6.76	-16.24	-12.16	-21.64	132.07	93.85	87.95	-8.46 -9.48
2001 ~2008	22	36.75	33.99	3.86	-51.36	4.61	-42.89	125.73	75.66	86.50	-16.01 -47.51
2009 ~2013	21	36.12	33.10	5.00	-13.51	-22.25	-30.76	128.31	74.18	67.09	-15.48 -8.51
<i>Big, unprofitable, low-growth firms: dSM < 0</i>											
1994 ~2000	0	1.19	-0.04	-20.74	-358.16	-176.28	-555.17	398.15	386.03	113.59	-9.15 -378.89
2001 ~2008	1	4.93	-24.94	-31.83	-48.15	-25.41	-105.39	111.27	95.15	68.98	-5.30 -79.98
2009 ~2013	1	4.02	-143.51	-250.80	-432.50	-17.73	-701.04	86.79	54.47	65.13	-4.75 -683.31
<i>Big, unprofitable, low-growth firms: dSM > 0</i>											
1994 ~2000	6	31.94	6.63	-0.84	-39.03	-7.91	-47.77	157.85	145.97	109.23	-13.26 -39.86
2001 ~2008	5	27.46	12.50	3.49	-7.17	-15.06	-18.74	93.39	73.12	67.69	-9.35 -3.68
2009 ~2013	13	44.30	10.84	4.25	-6.39	-9.34	-11.48	109.93	77.49	74.96	-7.72 -2.14
<i>Small, low-profitability, low-growth firms: dSM < 0</i>											
1994 ~2000	1	3.38	0.00	-0.84	-11.65	-3.87	-16.36	97.16	63.77	63.66	3.13 -12.49
2001 ~2008	3	5.32	-25.01	-16.44	-10.96	1.67	-25.73	86.78	40.87	40.94	2.27 -27.40
2009 ~2013	2	3.85	-7.43	-17.55	-12.23	4.94	-24.83	75.30	33.47	35.88	2.89 -29.77
<i>Small, low-profitability, low-growth firms: dSM > 0</i>											
1994 ~2000	8	20.28	5.48	2.70	-9.85	0.64	-6.51	94.84	63.91	69.15	3.03 -7.16
2001 ~2008	9	14.16	11.60	-0.63	-13.40	6.17	-7.86	92.70	50.11	57.74	2.73 -14.03
2009 ~2013	9	12.55	5.79	1.02	-5.74	-4.44	-9.16	102.97	58.03	58.28	2.65 -4.72

<표 9> 저성장 기업들의 재무적 특성 (표 계속)

Year	Firms	% of Group	dSM/A	dSB/A	dL/A	dRE/A	dA/A	V/A	$\frac{L/A}{t}$	$\frac{L/A}{t-1}$	E/A	Def/A
<i>Big, low-profitability, low-growth firms : dSM < 0</i>												
1994~2000	2	6.06	0.00	-2.04	-3.56	-0.77	-6.37	85.76	72.85	71.83	3.13	-5.60
2001~2008	4	5.95	-9.10	-8.72	-15.07	0.21	-23.58	76.94	47.88	51.45	3.44	-23.79
2009~2013	3	4.94	-26.67	-39.25	-23.39	7.40	-55.24	87.60	51.31	52.08	1.82	-62.63
<i>Big, low-profitability, low-growth firms: dSM > 0</i>												
1994~2000	12	29.47	3.14	3.17	-4.19	-3.73	-4.75	95.30	81.96	82.47	2.50	-1.02
2001~2008	10	14.72	15.42	1.96	-9.33	1.90	-5.46	101.55	65.97	70.94	3.29	-7.37
2009~2013	12	16.22	1.54	-1.15	-5.43	2.21	-4.38	110.00	64.43	67.03	3.12	-6.59
<i>Small, high-profitability, low-growth firms: dSM < 0</i>												
1994~2000	3	8.87	0.00	-0.36	-1.20	0.26	-1.30	123.49	61.45	61.94	9.06	-1.57
2001~2008	4	9.18	-20.51	-18.26	-10.20	4.97	-23.49	85.01	36.28	37.13	10.61	-28.45
2009~2013	3	8.82	-18.09	-21.36	-17.83	15.65	-23.54	114.27	32.02	40.13	20.30	-39.19
<i>Small, high-profitability, low-growth firms: dSM > 0</i>												
1994~2000	9	23.10	4.59	1.41	-5.46	-1.64	-5.68	102.93	60.67	62.76	8.97	-4.05
2001~2008	6	12.43	9.37	4.97	-19.18	7.23	-6.98	106.08	48.31	62.79	11.17	-14.21
2009~2013	5	12.90	3.59	-2.63	-6.30	6.08	-2.85	114.45	48.92	53.61	9.68	-8.93
<i>Big, high-profitability, low-growth firms: dSM < 0</i>												
1994~2000	2	5.89	-0.03	0.13	-0.80	-0.49	-1.16	89.55	64.19	64.45	8.04	-0.67
2001~2008	6	13.31	-9.10	-3.21	-6.23	3.08	-6.36	125.45	44.66	47.43	9.92	-9.44
2009~2013	2	7.36	-42.81	-27.14	-8.92	21.81	-14.24	217.63	35.85	39.35	10.24	-36.05
<i>Big, high-profitability, low-growth firms: dSM > 0</i>												
1994~2000	15	36.36	3.39	1.43	-3.18	1.12	-0.64	96.34	72.76	75.50	8.09	-1.75
2001~2008	12	21.04	3.46	0.84	-8.60	6.00	-1.76	134.95	48.60	55.79	8.62	-7.76
2009~2013	4	12.60	6.57	-1.76	-12.93	6.15	-8.54	115.32	61.84	70.13	9.58	-14.69

<표 7>에 의하면 2009년 이후 성장성이 낮고 수익성도 낮은 순자산주매입 소기업 그룹의 부채수용력은 18.86으로 12개 그룹들 중에서 가장 낮은 값을 보여주고 있다. 2009년 이후에 이처럼 낮은 부채수용력을 갖는 소기업들의 순자산주매입 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -50.81%, -60.41%로 매우 높은 자사주매입을 수행하였다. 이러한 행태는 순서이론에 정면으로 배치된다고 볼 수 있겠다. 그렇지만 이 그룹의 순주식발행 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 5%, 33.10%로 나타났다. 이러한 순주식발행은 이 그룹 소기업의 낮은 부채수용력으로 인한 불가피한 면이 있으며 이 점을 고려한다면 순서이론에 부합하는 행태라고 볼 수 있다.

한편 2009년 이후 성장성이 낮고 수익성도 낮은 순자산주매입 대기업 그룹의 부채수용력은 68.88로 대기업 그룹 중에서는 최저 수준에 해당한다. 이처럼 상대적으로 낮은 부채수용력을 갖는 대기업들의 2009년 이후 순자산주매입 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -250.80%, -143.51%로 극단적으로 높은 자사주매입을 수행하였다. 이 부분도 순서이론과 무관한 특수목적에 의해서 자사주 매입이 수행되었음을 알 수 있다. 그리고 이 그룹의 순주식발행 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 4.25%, 10.84%로 상당한 비중의 주식을 발행하였다는 것을 알 수 있다. 특히 이 그룹의 경우 신규 부채발행 비율 측도 dL/A 는 2009년 이후 -6.39%로 나타나고 있다. 이처럼 충분한 부채수용력이 존재하고 신규 부채를 감소시키는 가운데 신규 주식을 발행하였다는 것은 순서이론에는 부합하지 않는 사례라고 할 수 있겠다.

한편, 2009년 이후 성장성이 낮고 수익성이 양이지만 낮은 순자산주매입 소기업 그룹의 부채수용력은 27로 나타났다. 그리고 이들 소기업들의 2009년 이후 순자산주매입 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -17.55%, -7.43%으로 상당히 큰 자사주매입을 수행하였다. 이 그룹의 순부채발행액 비율은 2009년 이후에 -12.23으로 나타나 미래의 부채조달능력 확보에 나선 것을 알 수 있지만 그 가운데 순자산주매입을 실행한 것은 순서이론에 부합하지 않는다. 그렇지만 이 그룹의 순주식발행 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 1.02%, 5.79%로 나타났다. 이러한 순주식발행은 이 그룹 소기업의 낮은 부채수용력으로 인한 불가피하므로 순서이론에 부합하는 행태라고 볼 수 있다.

한편 2009년 이후 성장성이 낮고 수익성이 양이지만 낮은 순자산주매입 대기업 그룹의 부채수용력은 76.35로 상당한 여유가 존재한다. 이들 대기업들의 2009년 이후 순자산주매입 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -39.25%, -26.67%로 나타났다. 이들 기업들은 높은 부채수용력을 이용하여 순부채발행액 비율도 -23.39%로 나타난 가운데 자사주매입을 수행하였으므로 순서이론에 저촉된다고 판단할 수는 없다. 그리고 이 그룹의 순주식발행 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -1.15%, 1.54%로 주식발행 비중은 높지 않다. 그리고 이 그룹의 신규 부채발행 측도 dL/A 는 2009년 이후 -5.43%로 나타나고 있다. 이처럼 충분한 부채수용력이 존재하고

신규 부채를 감소시키는 가운데 신규 주식을 발행하였는데, 비록 그 양은 경미한 수준이지만, 순서이론에는 부합하지 않는다고 볼 수 있다.

마지막으로, 2009년 이후 성장성이 낮고 수익성이 높은 순자산주매입 소기업 그룹의 부채수용력은 30.95로 나타났다. 그리고 이들 소기업들의 2009년 이후 순자산주매입 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -21.36%, -18.09%으로 상당한 규모의 자사주매입을 수행하였다. 이 그룹의 순부채발행액 비율은 2009년 이후에 -17.83으로 나타나 미래의 부채조달 능력 확보를 위해 노력하였음을 알 수 있지만, 그 가운데 자사주를 매입한 것은 순서이론에 부합하지 않는다. 이 그룹의 순주식발행 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -2.63%, 3.59%로 나타났다. 이러한 순주식발행은 이 그룹 소기업의 낮은 부채수용력을 고려할 때 순서이론에 부합하는 자금조달 행태이다.

한편 2009년 이후 성장성이 낮고 수익성이 높은 순자산주매입 대기업 그룹의 부채수용력은 80.23으로 상당히 큰 여유가 존재한다. 이들 대기업들의 2009년 이후 순자산주매입 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -27.14%, -42.81%로 나타났다. 이들 기업들은 높은 부채수용력을 이용하여 순부채발행액 비율도 -27.14%로 나타난 가운데 자사주매입을 수행하였다. 그러나 순서이론에 저촉되지 않는다고 판단하기에는 자사주 매입 규모가 너무 크다고 판단된다. 그리고 이 그룹의 순주식발행 dSB/A , dSM/A 측도는 각각 -1.76%, 6.57%로 시장가치로 환산한 주식발행 비중은 상당히 크게 나타났다. 그리고 이 그룹의 신규 부채발행 측도 dL/A 는 2009년 이후 -12.93%로 나타나고 있다. 이처럼 충분한 부채수용력이 존재하고 신규 부채를 감소시키는 가운데 상당한 양의 신규 주식을 발행하였으므로 순서이론에 저촉되는 부분이 있다고 판단된다.

결과적으로, 전체 12개 주식발행 케이스 중에서 자본조달이론에 정면으로 배치되는 결과는 8개 경우에 발생한다는 사실을 확인할 수 있었다. 그리고 2009년 이후 각 범주에 속하는 기업 수를 살펴보면, 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 자본조달 행태를 보이는 기업은 평균 38개로 전체 76개 기업의 50%를 차지한다.

6. 자본조달 순서이론 검정결과

아래의 <표 10>은 <표 8>과 <표 9>의 결과를 요약하고 있다. 동 표는 기업들의 순주식 발행과 순자산주매입이 자본조달 순서이론에 입각하여 이루어지고 있는지 여부를 일목요연하게 정리해주고 있다. 12개 그룹 내의 각 기업그룹들의 순주식발행과 순자산주매입이 순서이론과 부합하면 Y, 부합하지 않으면 N으로 표시한다. 그리고 주식무변동($dSM=0$) 기업들은 순서이론에 부합하는 것으로 간주하여 $dSM=0$ 인 경우에는 모두 Y를 부여하였다.

<표 10> 자본조달 순서이론 검증결과

본 표는 규모와 수익성 및 성장성을 기준으로 구분한 12개 기업범주의 순자산매입과 순주식발행에 관한 의사결정이 자본조달순서이론(pecking order theory)에 입각한 재무적 선택에 의해서 수행되었는지를 검토하고 있다. 아래 표에서 Y와 N으로 표시된 부분은 각각 자본조달 순서이론에 입각한 의사결정과 위배된 의사결정을 의미한다.

Year	% of Grou PS	small				big				Total Percent					
		Neg E		Low E/A		Neg E		Low E/A		Y	N				
		Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High	Gr. low	Gr. High						
Percent of all firms															
1994 ~2000	100	6.77	2.48	7.38	11.35	7.85	14.02	3.80	1.16	7.54	15.16	7.61	14.86	73.79	26.19
2001 ~2008	100	10.77	2.79	11.14	7.54	8.55	9.08	3.61	1.19	12.60	8.28	10.47	14.00	78.71	21.3
2009 ~2013	100	9.35	2.91	11.98	8.22	7.06	10.34	4.65	1.63	12.50	11.62	6.20	13.55	83.79	16.24
<i>dSM < 0</i>															
<i>Percking order behavior?</i>		N	Y	N	Y	N	Y	N	N	N	Y	N	N		
1994 ~2000	5.44	0.18	0.05	0.27	0.56	0.69	1.04	0.05	0.03	0.48	0.82	0.45	0.81	2.47	2.96
2001 ~2008	5.84	0.48	0.00	0.59	0.23	0.72	0.50	0.18	0.02	0.74	0.19	1.17	1.03	0.92	4.93
2009 ~2013	4.00	0.22	0.03	0.42	0.13	0.61	0.51	0.19	0.10	0.57	0.58	0.42	0.23	1.25	2.76
<i>dSM = 0</i>															
<i>Percking order behavior?</i>		Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y		
1994 ~2000	55.87	4.92	1.27	5.62	5.61	5.32	7.41	2.61	0.48	4.77	6.77	4.30	6.80	55.87	0.00
2001 ~2008	71.43	6.35	0.94	8.86	5.28	6.72	7.09	2.38	0.74	9.91	6.11	6.92	10.12	71.43	0.00
2009 ~2013	74.83	5.74	1.53	10.05	6.59	5.59	7.68	2.39	0.80	9.89	8.90	5.04	10.63	74.83	0.00
<i>dSM > 0</i>															
<i>Percking order behavior?</i>		N	Y	N	N	N	Y	Y	N	N	Y	N	N		
1994 ~2000	38.69	1.67	1.16	1.50	5.18	1.83	5.57	1.14	0.65	2.29	7.58	2.86	7.25	15.45	23.23
2001 ~2008	22.73	3.94	1.85	1.68	2.03	1.11	1.49	1.05	0.43	1.95	1.97	2.37	2.86	6.36	16.37
2009 ~2013	21.17	3.38	1.35	1.51	1.51	0.87	2.15	2.07	0.74	2.04	2.14	0.74	2.69	7.71	13.48

본 논문의 검정은 기본적으로 Fama and French(2005)의 자본조달 순서이론에 대한 검정방법론을 따르고 있는데, 이들은 이른바 보수적 검정원칙에 따라서 주식무변동($dSM=0$) 기업들은 모두 순서이론에 부합하는 것으로 간주했는데, 본 논문도 이 방식을 그대로 따르고 있음을 밝혀둔다. 표의 마지막 두 행은 표본의 평균값이 순서이론에 부합하는 비중과 부합하지 않는 비중을 보여주고 있다.

<표 10>에 따르면 한국 상장기업들 중에서 주식발행과 관련하여 자본조달 순서이론에 적합한 의사결정을 수행하는 기업들의 비중은 2000년 이전에 73.79%이고 2009년 이후에는 83.79%로 나타나고 있다. 거의 절대 다수가 주식발행과 관련하여 자본조달 순서이론을 따르고 있는 것처럼 보인다. 그러나 이처럼 자본조달 순서이론이 주식발행과 관련된 기업들의 의사결정을 잘 설명하는 것으로 나타나는 것은 주식무변동($dSM=0$) 기업들이 2009년 이후에 큰 폭으로 증가한데 기인하고 있다. 즉, 2000년 이전에 $dSM=0$ 인 기업들이 표본기업에서 차지하는 비중이 55.87%이던 것이 2009년 이후에는 74.83%로 대폭 증가한 것을 확인할 수 있다.

그런데 여기에서 간과하지 말아야 할 사항은 순자산주매입 혹은 순주식발행을 수행하는 기업들만을 표본으로 상정한다면, 주식발행과 관련한 의사결정에 관한 한 자본조달 순서이론의 설명력이 급격히 떨어진다는 사실이다. 먼저 순자산주매입을 수행하는 기업들만 국한해서 본다면, 자본조달 순서이론에 적합한 의사결정을 수행하는 기업들의 비중은 큰 폭으로 감소하고 있다는 것이 확인된다.

순자산주매입이 자본조달 순서이론에 적합하게 이루어진 비중은 2000년 이전에 45.48% (= 2.47/5.43)에서 2000년대 이후에 31.17%(= 1.25/4.00)를 차지한다. 예상했던 것과 반대로 자본조달 순서이론이 순자산주매입을 설명하지 못하는 경우의 비중이 더 커지고 있음을 확인할 수 있다.

또한 순주식발행이 자본조달 순서이론에 적합하게 이루어진 비중은 2000년 이전에는 39.94%(= 15.45/38.68)에서 2009년 이후에는 36.38%(= 7.71/21.19)로 그 비중이 하락하고 있다. 그리고 자본조달 순서이론이 주식발행을 현실에서 적절하게 설명하는 비중이 하락하고 있을 뿐만 아니라 이 비율은 현실에서 순주식발행이 이루어지는 경우 그것이 순서이론에 입각하여 이루어지지 않을 가능성이 더 농후하다는 것을 말해주고 있다.

또한 많은 기업들이 자사주매입과 주식발행을 같은 해에 실시하고 있음을 <표 3>에서 확인한 바 있다. 그런데 매년 순주식발행을 수행하는 고성장 기업의 경우 부채조달 능력을 우선적으로 확장할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 평균적으로 이들 기업들의 일부분이 자사주매입을 수행한다는 것은 순서이론에 부합하지 않는다. 이러한 사항들은 <표 8>과

<표 9>를 해석함에 있어서 명시적으로 고려하지 않았다.

또한 순주식발행과 배당지급이 시기적으로 가깝게 이루어지는 경우가 있는데 이는 자본조달 순서이론에 위배된다. 왜냐하면 정보가 비대칭적으로 분포된 상황에서 주식을 발행하는 경우에 주가는 낮은 균형가치에서 발행된다. 만약 배당지불과 주식발행이 가까운 시기에 발생하게 되면 결과적으로 주주들의 부가 감소하게 되어 합리적인 자본조달 순서이론에 부합하지 않는다고 볼 수 있다. 그러나 <표 8>과 <표 9>에서는 배당여부에 대해서는 고려하지 않았다. 만약 배당 여부를 고려하게 된다면 순주식발행이 순서이론에 입각하여 이루어진 비중이 더 감소하게 될 것이다.

이러한 결과는 자본조달 순서이론이 대기업의 순주식발행에 더 잘 들어맞을 것이라는 Frank and Goyal(2003), Lemmon and Zender(2010) 등의 연구결과와 배치되는 실증분석 결과라고 할 수 있다. 이들의 연구는 총계적 데이터를 이용하였다는 문제점을 갖고 있다. 그러나 순서이론은 총계적 차원에서 이루어진다고보다는 본질적으로 개별기업들의 자금조달의 의사결정에 관한 이론이므로 본 연구에서와 같이 보다 세분화된 차원의 연구가 더 정확한 결론을 제공해준다고 할 수 있겠다.

V. 결 론

국내 유가증권시장 상장기업들의 성장성과 수익성은 2001년 이후에 점차 악화국면으로 접어들었음이 <표 1>을 통해서 확인된다. 이에 따라 우리나라 기업들의 외부자금조달 구조도 변천을 겪게 되었는데, 외부자금조달 적자의 자산대비 비중이 2000년 이전에는 11.73%였으나 2001년 이후에 1.71%로 큰 폭으로 하락하였고, 2009년 이후에는 3.45%로 소폭 회복되었으나 2000년 이전에 비해서는 여전히 부족한 수준이다.

그리고 외부자금조달 적자의 자산대비 비중이 감소하는 와중에 기업들의 외부자금조달 방식에 있어서도 신규 부채발행 대비 주식발행의 비중이 점차 하락하고 있는 것으로 나타나고 있다. <표 3>을 보면 신규 부채발행 대비 주식발행의 장부가측도의 비중이 1994년~2000년, 2001년~2008년, 2009년~2013년 기간 동안에 각각 48.33%, 23.29%, -1.9% 등으로 점차 감소하고 있음을 확인할 수 있다. 그리고 <표 10>을 보면 표본기업들 중에서 주식을 발행하지 않는 기업의 비중은 2000년 이전에 약 55.87%를 차지하다가 2009년 이후가 되면 약 74.83%를 차지하여 주식을 전혀 발행하지 않는 기업들의 비중이 점차 증가하고 있다. 따라서 이와 같은 자본조달 구조의 변화를 근거로 국내 유가증권시장 상장기업들이 정보비대칭성에 기초한 자본조달 순서이론에 입각하여 외부자금조달에 대한 의사결정을 수행하고 이에

따라 주식발행의 비중이 점차 축소되고 있다는 평가도 가능한 상황이다.

그러나 이 판단은 국내 유가증권시장 상장기업 전체를 대상으로 수집한 데이터의 총계적 평균치에 기초한 결과이므로 신중한 접근이 필요하다. 일반적으로 자본조달 순서이론은 개별기업 수준의 자금조달 의사결정에 관한 이론이라고 할 수 있다. 따라서 자본조달 순서이론 검증함에 있어서 중요한 것은 총계적 수준에서 주식발행의 규모를 살펴보는 것이 아니라 순주식발행이나 순자사주매입을 수행하는 개별기업들이 과연 자금조달 순서이론에 적합한 재무적 선택에 따라 주식관련 자본거래를 수행하였는지 여부를 검토하는 일이다.

본 논문은 개별기업 수준으로 분석의 초점을 맞추기 위하여 규모, 성장성 및 수익성을 기준으로 세분화된 기업범주를 12개로 설정하였다. 그리고 각 범주별 기업들의 재무적 특성을 파악하고 각 그룹들이 자본조달 순서이론에 입각하여 재무적 선택을 수행한 결과 주식관련 거래가 발생하는지를 면밀히 검토하였다. 그 결과 본 연구는 경우에 따라서 순자사주매입과 순주식발행을 과도하게 수행하는 기업들의 경우 자본조달 순서이론이 예측하는 것과 무관한 재무적 의사결정을 수행하고 있음을 발견하였다.

예를 들면, 2006년에는 순자사주매입을 수행한 소기업과 대기업들의 자산대비 순자사주매입 비중이 각각 -54.81%, -4.87%로 나타났으며, 2011년에는 동 비중이 각각 -3.53%, -54.01%로 나타났다. 이 시기에 공식적으로 가장 많이 보고된 자사주매입의 목적은 인적분할이다. 인적분할은 주로 지주사 전환을 위한 분할설립(spin-off)을 준비하기 위한 자사주매입과 관련되어 있다. 인적분할을 통한 지주회사 설립의 경우 매입된 자사주는 주식교환을 통하여 신규 설립된 지주회사에 대한 대주주의 지배권을 손쉽게 확대할 수 있게 해준다. <표 8>과 <표 9>를 보면 이 시기에 자사주 매입을 과도하게 수행한 기업들은 주로 음의 이익을 실현하는 고성장 대기업들이었는데, 이들은 주로 신규 부채를 발행하여 자사주매입을 실행하고 있는 것으로 나타나서 자본조달 순서이론과는 무관한 재무적 의사결정임을 알 수 있다.

또한 2003년에는 순주식발행을 수행한 소기업과 대기업들의 자산대비 순주식발행 비중이 각각 32.29%, 20.97%로 나타났다. 이 시기에 공식적으로 가장 많이 보고된 주식발행의 형태는 제3자 배정 유상증자로 나타났다. 그런데 제3자 배정 유상증자는 일반공모 유상증자와는 달리 발행자와 투자자 사이의 정보가 대칭적으로 분포하는 자본조달 방식이다. 따라서 이와 같은 자본거래는 정보비대칭성에 기초하여 전개된 자본조달 순서이론(pecking order theory)에 부합하지 않을 가능성이 크다.

한편, 부채수용력의 제약에 직면하고 있는 소기업의 순주식발행이 부채수용력 제약으로부터 비교적 자유로운 대기업의 경우에 비하여 더 활발하게 이루어졌다. 2000년 이전과

2009년 이후 소기업의 순주식발행의 자산대비 비중은 각각 9.34%, 13.92%로 나타난 반면, 순부채발행액의 자산대비 비중은 각각 4.12%, -0.78%로 지속적인 감소세를 나타내었다. 본 논문에서는 Lemmon and Zender(2010)의 주장을 참조하여 이 경우 소기업들의 순주식발행은 자본조달 순서이론에 입각하여 이루어진 것으로 간주하였다.

한편 대기업의 경우 2000년 이전과 2009년 이후의 순수식발행의 자산대비 비중은 각각 4.68%, 4.65%로 상당한 비중을 차지하고 있으나 순부채발행액의 자산대비 비중은 각각 8.49%, 2.43%로 큰 폭 감소를 나타내고 있다. 대기업의 주식발행 과정에서도 비대칭정보 문제가 존재한다고 할 때 자본조달 순서이론에 위배되는 재무적 결정이 이루어지고 있다고 평가할 수 있다. 그리고 특징적인 것은 순자사주매입과 순주식발행의 자산대비 비중이 극단적으로 높게 나타난 기업그룹들의 재무적 의사결정의 대부분은 자본조달 순서이론과 무관하게 이루어졌다는 사실이다.

결과적으로 국내에서는 주식발행을 수행하는 기업들의 비중이 미국에 비해 상당히 낮아서 총계적 수준에서 기업들의 외부자금조달이 순서이론에 입각하여 이루어지는 것으로 잘못 판단할 수 있다. 그러나 이는 일종의 착시 현상으로서 그 이면에는 주식무변동 기업들의 비중이 점차 확대되어 왔음을 고려할 필요가 있다. 본문에서 언급한 바와 같이 2009년 이후에 우리나라에서 자본조달 순서이론에 입각한 순주식발행은 전체 순주식발행 케이스의 36.38%에 지나지 않으며, 동 시기 자본조달 순서이론에 입각한 순자사주매입은 전체 자사주매입 케이스의 31.17%에 지나지 않는다는 사실은 우리나라 기업들의 주식발행이 자본조달 순서이론으로 충분히 설명되지 않으며, 더 다양한 논의가 필요함을 말해주고 있다.

참 고 문 헌

- 김남곤, “기업특성과 시장상황이 주식발행에 미치는 영향”, 기업경영연구, 제16권 제2호, 2009, 167-182.
- 김대호, 문성주, “제3자배정 유상증자 개선에 관한 연구”, 전문경영인연구, 제13권 제1호, 2010, 75-91.
- 김윤태, 황성현, “유상증자의 형태와 이익조정에 관한 연구”, 회계정보연구, 제27권 제2호, 2009, 1-31.
- 노혁준, “자기주식과 기업의 합병, 분할”, 증권법연구, 제9권 제2호, 2008, 117-153.
- 손인성, 김진수, “부채수용력을 이용한 자본조달 순서이론의 검증”, 국제회계연구, 제48집 제4호, 153-180.
- 유철을, “주주중심 가치창조경영과 회계환경의 변화: 기타 포괄손익의 가치관련성을 중심으로”, 회계정보연구, 제27권 제1호, 2009, 29-58.
- 윤홍근, 이용환, “배당정책에 따른 유상증자의 공시효과: 유상증자 방식과 유상증자 목적별”, 한국금융공학회 학술발표논문집, 2012.
- 이원흠, 최수미, “자사주매입의 주가관련성에 관한 연구”, 회계정보연구, 제28권 제1호, 2010, 1-31.
- 이익규, 이한수, “자사주매입의 복합동기에 관한 연구”, 회계연구, 제11권 제1호, 2006, 187-208.
- 장지영, 이혜진, 황성현, “주주배정 유상증자와 제3자 배정 유상증자 방식에 따른 기업특성과 자본시장의 반응”, 경영교육논총, 제59집, 2010, 83-105.
- 한재현, “중국 주식시장의 특징과 평가”, 국제경제정보, 한국은행, 제2013-6호, 1-10.
- 황성현, “유상증자의 규모와 목적에 따른 자본시장의 반응”, 세무회계연구, 제36권, 2013, 133-156.
- Chaplinsky, S. and G. Niehaus, “The role of ESOPs in takeover contests,” *Journal of Finance*, 49, (1994), 1451-1470.
- Moeller, S. B. and F. P. Schlingemann, and R. M. Stulz, “Firms size and the gains from acquisition,” *Journal of financial Economics*, 73, (2004), 201-228.
- Eckbo, B. E. and R. W. Masulis, “Adverse selection and the rights offer paradox,” *Journal of Financial Economics*, 32, (1992), 293-332.
- Fama, E. F. and K. R. French, “Financing decisions: who issues stock?,” *Journal of Financial Economics*, 76, (2005), 549-582.

- Frank, M. Z. and V. K. Goyal, "Testing the pecking order theory of capital structure," *Journal of Financial Economics*, 67, (2003), 217-248.
- Hertzel, M. and M. Lemmon, J. S. Linck, and L. Rees, "Long-run performance following private placements of equity," *Journal of Finance*, 57, (2002), 2595-2617.
- Huang, S. G. H. and F. M. Song, "The determinants of capital structure: evidence from china," *China Economic Review*, 17(1), (2003), 14-36.
- Lemmon, M. M. and J. F. Zender, "Debt Capacity and tests of capital structure theories", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), (2010), 1161-1187.
- Mikkelson, W. H. and M. M. Partch, "Valuation effects of security offerings and the issuance process," *Journal of Financial Economics*, 15, (1986), 31-60.
- Myers, S. C., "The capital structure puzzle," *Journal of Finance*, 39, (1984), 575-592.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13, (1984), 187-221.
- Rajan, R. G. and L. Zingales, "What do we know about capital structure: Some evidence from international data," *Journal of Finance*, 50, (1995), 1421-1460.
- Shyam-Sunder, L. and S. C. Myers, "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure," *Journal of Financial Economics*, 51, (1999), 219-244.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 33, Number 2, June 2016

Testing the Pecking Order Theory: Equity Financing in Korea Firms*

Jeong Hwan Lee** · Bo-Hyun Yoon*** · Jun Ha**** · Sam-Ho Son*****

〈Abstract〉

Equity financing is not widely used in the Korean financial market, Yet, such inactive uses of equity financing may not be in line with the prediction of the pecking order theory. We directly investigate the firm level decisions of equity financing according to a detailed set of firm categories based on size, growth, profitability, and debt capacity. Surprisingly, our results confirm that more than 66% of equity issuance and 63% of equity repurchase are not consistent with the prediction of the pecking order theory. This finding suggests the need of reevaluation of the pecking order theory in explaining capital structure policies for the Korean market.

Keywords : Equity Financing, Asymmetric Information, Capital Structure, Pecking Order Theory

* This work was supported by the Soonchunhyang University Research Fund.
** First Author, Assistant Professor, College of Economics and Finance, Hanyang University,
E-mail: jeonglee@hanyang.ac.kr
*** Co-Author, Assistant Professor, Division of Economics and International Trade, Gangwon University,
E-mail: yoonbo@kangwon.ac.kr
**** Co-Author, Research Fellow, Institute for Industrial Economics and Trade,
E-mail: hj-truth@hanmail.net
***** Corresponding Author, Assistant Professor, Division of Economics and Finance, Soonchunhyang
University, E-mail: sch35@sch.ac.kr