

한국기업의 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향분석

김주열¹, 김동욱², 김병곤^{*}

¹창원대학교 경영학과, ²부산경제진흥원 경제동향분석센터

The effect of recapitalization on capital structure decision and corporate value in Korean Firms

Jooyul Kim¹, Dongwook Kim², Byounggon Kim^{*}

¹Department of Business Administration, Changwon National University

²Research and Analysis Team, Busan Economic Promotion Agency

요약 본 연구에서는 부채조달 없이 자본재조정을 실행할 수 있는 수단들에 초점을 맞추어 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 자본재조정 수단들을 자본재조정 실행시 기업의 자본구조에 미치는 영향에 따라 부채비율 상승형(유상감자, 현금배당), 부채비율 불변형(무상감자, 자사주 소각), 부채비율 하락형(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 스톡옵션 등의 권리행사) 등으로 구분하여 자본재조정 실행이후에 기업의 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석을 위해서는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 총 22,814개 연도-기업 자료가 사용되었다. 분석방법으로는 패널자료를 이용한 2SLS법이 사용되었다. 실증분석 결과는 첫째, 기업이 부채비율 상승형 자본재조정을 실시하면 부채비율이 상승하여 재무구조가 악화되기 때문에 다음 기에는 부채비율을 낮출 수 있는 자본구조 의사결정을 하게 되고, 이러한 재무건전성을 추구하는 자본구조 의사결정은 시장으로부터 긍정적인 평가를 받게 되어 기업가치가 증가한다는 것을 확인하였다. 둘째, 부채비율 불변형 자본재조정은 기업의 자본구조 의사결정에는 영향을 미치지 않지만, 기업가치에는 정(+)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다. 셋째, 기업의 부채비율 하락형 자본재조정이 실행되면 다음 기에는 부채를 확대하는 자본구조 의사결정이 선택되고, 이러한 부채 확대정책은 기업가치에 긍정적으로 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다. 결론적으로 부채비율 상승형 자본재조정과 부채비율 하락형 자본재조정은 기업의 자본구조 의사결정에 영향을 미치고, 이렇게 결정된 자본구조 의사결정은 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

Abstract This study analyzed how Korean firms' recapitalization affects their capital structure decision and firm value. Recapitalization was categorized into three groups according to the influence of the debt to equity ratio: debt ratio-increasing-recapitalization(capital reduction with refund, cash dividend), debt ratio-unchanging-recapitalization (capital reduction without refund, retirement of repurchased stocks), and debt ratio-decreasing-recapitalization(exercise the rights for convertible bonds, bond with stock warrants, exchangeable bonds and stock options). This article highlights how the relationship between the firms' recapitalization and the capital structure decision driven by the change in debt to equity ratio through the recapitalization should affect the firm value. The whole recapitalization sample used for this analysis comprised 22,814 enterprises listed on the Korea Exchange that were analyzed over the 16-year period from 2000 to 2015. To summarize the results of this Panel Data Analysis, firstly, when a firm executes debt ratio-increasing-recapitalization and debt ratio-decreasing-recapitalization at the period of $t-1$, the debt to equity ratio, which is increased or decreased, should affect the firm's debt capacity in the same period, then, at the period of t , the firm establishes a leverage policy to readjust the debt to equity ratio the other way around. These adjustments of debt-paying-ability from the leverage policy, including the capital structure decision, finally affect the firm value. Secondly, when a firm implements the debt ratio-unchanging-recapitalization in the period of $t-1$, the debt to equity ratio, which is neutral, should not affect the firm's capital structure decision. But, the firm value is positively affected by the influence of that recapitalization. Conclusively, we acknowledge a firm which carries out the recapitalization balances its capital structure to the optimal level of leverage and that the capital structure decision positively affects the corporate value.

Keywords : Recapitalization, Capital Structure Decision, Leverage Policy, Firm Value, 2SLS with Panel Data

*Corresponding Author : Byounggon Kim(Changwon National University)

Tel: +82-10-4564-9732 email: bgkim@changwon.ac.kr

Received March 3, 2017

Revised March 28, 2017

Accepted April 7, 2017

Published April 30, 2017

1. 서론

자본재조정(recapitalization)은 기업의 부채와 자본 규모를 조정하여 자본구조를 재조정하는 것을 말한다. 기업이 자본재조정을 실행하는 이유는 자본재조정을 통하여 재무구조나 주당순이익을 개선하여 주주가치를 제고시킬 수 있기 때문이다. 또한 특정주주의 지배력을 강화시켜 경영권 강화와 적대적 M&A에 대한 방어력을 강화시키는 수단이 될 수 있기 때문이다[1].

이러한 자본재조정은 다양한 수단에 의해 이루어질 수 있다. 먼저 유상감자, 무상감자, 자사주 소각 등과 같이 발행주식수를 감소시켜 자본금이 축소되는 형태의 자본재조정이 있을 수 있다. 또한 현금배당과 같이 배당 지급액이 이익잉여금을 감소시켜 자기자본 감소에 따른 자본재조정도 발생할 수 있다. 이밖에도 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 스톡옵션 등의 권리행사에 따라 신주가 발행되어 자본금이 증가함으로써 자본재조정이 발생하는 형태도 있다.

이와 같은 자본재조정은 기업의 자본구조에 직접적으로 영향을 미치게 된다. 예를 들어 무상감자나 자사주 소각에 의한 자본재조정은 부채비율에 변동을 주지 않지만, 유상감자나 현금배당에 의한 자본재조정은 부채비율을 상승시키는 작용을 한다. 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 스톡옵션 등의 권리행사에 의한 자본재조정은 부채비율을 하락시키는 효과를 가져 올 수 있다. 이러한 자본구조의 변화는 차후의 자본구조 의사결정이나 기업가치에 영향을 미칠 수 있다.

자본재조정과 관련된 기존 연구들은 다음과 같이 구분해 볼 수 있다. 첫째 자본재조정의 각 수단들이 자본구조나 기업가치 등에 미치는 영향을 개별적으로 분석한 연구이다. 예를 들어 Peterson and Peterson(1992), Woolridge and Chambers(1983), Spudeck and Moyer(1985), Desai and Jain(1997), Masse, Hanrahan and Kushner(1997), McGuinness(2002)는 감자를 수반하는 주식병합을 실시한 기업이 주가에 미치는 영향을 분석하였다[2-7]. Dann and Mikkelson(1984), Lewis, Rogalski, and Seward(1999), Dutordoir, Lewis, Seward and Veld(2014)는 전환형채무증권의 발행 및 행사와 밸류에이션 효과에 관한 연구를 하였다[8-10]. 그리고 DeFusco, Johnson and Zorn(1990)은 주식보상제(스톡옵션, ESOP)가 주주와 채권자에 미치는 영향에 대하여 연구하였다[11]. 한편 Poindexter(2016)는 전환사채와

목표 부채비율을 모형화하여 측정된 기업의 부채수준과의 연관성을 검증하였다[12]. 둘째 신규부채 조달을 수반하는 차입형 자본재조정(leveraged recapitalization)이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 연구이다. 예를 들어, Gupta and Rosenthal(1991), Denis and Denis(1993)는 차입형 자본재조정으로 인해 증가된 부채가 경영자의 관리재량(managerial discretion)을 제약하여 효율적 경영을 하도록 함으로써 주주가치를 증가시킨다고 하였다[13,14]. Peyer and Shivdasani(2001)는 차입형 자본재조정이 부채비율을 높여 기업의 재무위험을 증가시키고 재무구조의 악화를 초래하여 효과적 투자를 제약할 수 있다고 하였다[15]. 한편 Singh and Faircloth(2005), Denis and Denis(1993)는 차입형 자본재조정을 통해 채권자의 청구권이 증가함으로써 채권자의 감시와 통제가 증가하여 방만한 투자와 비용지출이 예방되는 부채의 규율효과로 인해 기업가치에 긍정적 영향을 준다고 하였다[16,14]. 이처럼 지금까지의 연구들은 자본재조정 수단들의 영향을 통합적으로 분석하거나, 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 동시에 분석한 연구는 부족한 실정이다.

따라서 본 연구에서는 부채조달 없이 자본재조정(unleveraged recapitalization)을 실행할 수 있는 수단들에 초점을 맞추어 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 이를 위해 자본재조정 수단들을 자본재조정 실행시 기업의 자본구조에 미치는 영향에 따라 부채비율 상승형(유상감자, 현금배당), 부채비율 불변형(무상감자, 자사주 소각), 부채비율 하락형(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 스톡옵션 등의 권리행사) 등으로 구분하여 자본재조정 실행이후에 기업의 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 특히 당기에 실행된 자본재조정이 다음기의 자본구조 의사결정에 영향을 미치고, 그렇게 결정된 자본구조가 기업가치에 영향을 미치는 관계를 반영하여 자본구조방정식과 기업가치방정식으로 구성된 연립방정식을 설정하고, 패널자료를 이용한 2단계 최소자승법(2 stage least square regression with panel data)으로 분석한다.

2. 이론적 배경

자본재조정은 자본재조정을 실시하는 수단에 따라 부

채비율 상승형 자본재조정과, 부채비율 불변형 자본재조정, 부채비율 하락형 자본재조정으로 나눌 수 있다. 이러한 자본재조정은 기업의 자본구조 의사결정이나 기업가치에 영향을 미치게 된다.

2.1 부채비율 상승형 자본재조정과 기업가치

부채비율 상승형 자본재조정은 기업이 부채규모를 증가시키거나 정책적으로 자기자본 규모를 감소시켜 자본구조를 변경시키는 방법이라고 할 수 있다. 특히 부채규모가 변동하지 않는 상황에서 자기자본 규모를 감소시켜 부채비율의 상승을 가져오는 자본구조 재조정방법은 기업이 정책적으로 결정할 수 있다는 점에서 재무의사결정의 주요한 영역이 될 수 있다.

자기자본을 감소시켜 부채비율을 상승시키는 자본재조정 수단으로는 유상감자와 현금배당을 들 수 있다. 유상감자는 사업규모 상 보유현금이 너무 많거나 자본이 과잉인 때 이를 주주에게 돌려주거나, 회사의 청산절차를 간편하게 할 목적으로 이용된다. 유상감자가 실시되면 자본금이 감소되고 기업의 실질재산도 감소하게 된다. 현금배당은 주주에게 이익을 분배하는 전형적 형태로서 배당선언일에 선언된 현금배당은 곧 지급되어야 하므로 유동부채인 미지급배당금으로 계상되고, 이익잉여금에서 차감된다. 따라서 현금배당은 이익잉여금을 감소시켜 재무구조를 변경시키는 요인이 된다.

이와 같은 수단으로 이루어진 부채비율 상승형 자본재조정은 부채비율을 높여 기업의 재무위험을 증가시키고, 재무구조의 악화로 효과적인 투자를 제약하는 요인이 될 수 있다[15]. 부채비율 상승형 자본재조정의 실시로 기업의 재무구조가 악화되는 현상이 나타난다면, 기업은 이후에 재무구조를 개선하는 방향으로 의사결정을 할 가능성이 높다. 즉 부채비율 상승형 자본재조정이 발생한 다음 기에는 부채비율을 낮출 수 있는 자본구조 의사결정을 택할 가능성이 높다. 이러한 재무건전성을 추구하는 자본구조 의사결정은 시장으로부터 긍정적인 평가를 받게 되어 기업가치는 높아질 수 있다.

그렇지만 부채비율 상승형 자본재조정 자체는 기업가치에 부정적일 수 있다. 유상감자와 현금배당과 같은 수단을 통해 부채비율 상승형 자본재조정이 실행되는 경우에는 기업자금의 외부유출이 발생하고, 재무구조가 악화되는 현상이 나타날 수 있기 때문에 시장에서는 부정적으로 평가될 수 있다.

2.2 부채비율 불변형 자본재조정과 기업가치

부채비율 불변형 자본재조정은 부채나 자기자본 규모의 변화 없이 자기자본 구성항목 간의 동시 증감으로 자본재조정이 이루어지는 것을 말한다. 부채비율 불변형 자본재조정 수단으로는 무상감자와 자사주 소각을 들 수 있다.

무상감자는 기업이 주주에게 순자산을 반환하지 않고 주식의 액면금액이나 주식수를 감소시키는 것을 말한다. 무상감자의 경우에는 감소되는 자본금의 액면금액만큼 감차차익으로 하여 자본잉여금에 반영한다. 따라서 무상감자에 의한 자본금 감소분만큼 자본잉여금이 증가하여 자기자본의 규모에는 변화가 없게 된다.

주식 소각은 상법 제341조의2에 의거하여 특정목적(합병 및 타회사 영업 전부양수, 담보권 등 권리실행, 단주처리, 주식매수청구권)에 의하여 보유하게 된 자기주식의 소각시 적용되는 자본감소에 의한 소각과 상법 제341조에 의거하여 배당가능이익 범위 내에서 이사회결의로 취득한 자기주식 소각시 적용되는 배당가능이익에 의한 소각으로 구분된다. 자기주식을 취득한 후 소각하는 경우에도 무상감자의 회계처리와 동일하게 이루어진다. 즉 주식 소각이 이루어지면 발행주식수가 감소되어 자본금이 줄어들게 되지만 자본금 감소분만큼 자본잉여금이 증가하여 자기자본의 규모에는 변화가 없게 된다.

기업이 부채비율 불변형 자본재조정을 실시하는 경우에는 자본재조정 자체가 기업의 자본구조에 영향을 미치지 않으므로 다음 기의 자본구조 의사결정에 미치는 영향은 중립적일 것으로 예상할 수 있다. 따라서 부채비율 불변형 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 동시에 영향을 미치는 것은 제한적일 수 있다.

그렇지만 부채비율 불변형 자본재조정 수단들은 기업가치에 직접적인 영향 요인으로 작용할 수 있다. 먼저 무상감자가 실시되는 경우를 보면, 무상감자가 실시되는 시점에서는 당해기업이 부실기업이라는 신호로 작용하여 주가하락의 요인이 될 수 있다. 그렇지만 무상감자가 부실경영을 한 주주들에게 징벌적 책임을 지우는 수단으로 작용하고, 무상감자 후에 공적자금 투입이나 출자전환 등과 같은 재무구조조정 방안들이 뒤따른다면 기업의 재무구조 개선 효과로 인해 기업가치는 상승할 수 있다. 자사주 소각에 의한 자본재조정의 경우는 자사주 소각으로 인해 발행주식수가 감소되어 주당순이익이 개선되는

효과가 나타날 수 있다. 또한 지배주주의 지배력을 높임으로써 경영권의 안정성이 높아지고, 지배주주의 책임경영이 강화되는 효과로 인해 기업가치는 상승할 수 있다. 따라서 부채비율 불변형 자본재조정은 기업가치와 정(+)의 영향관계로 나타날 수 있다.

2.3 부채비율 하락형 자본재조정과 기업가치

부채비율 하락형 자본재조정은 전환사채의 전환, 신주인수권부사채의 신인수권 행사, 교환사채의 교환권 행사, 스톡옵션의 행사 등과 같이 특정 증권이나 권리를 보유하고 있는 주체가 자신이 보유한 일정한 권한을 행사하여 신주가 발행될 때 기업의 자본금이 증가하여 부채비율이 낮아지는 형태를 말한다. 부채비율 하락형 자본재조정은 기업의 직접적인 의사결정의 결과라기보다는 기업외적인 결정에 의해 자본재조정이 이루어지는 특성이 있다.

부채비율 하락형 자본재조정이 실행되는 경우에는 권리 행사에 따라 추가적으로 신주가 발행되기 때문에 자본금 규모가 증가하고, 부채비율은 하락하게 된다. 부채비율이 하락하면 기업은 부채부담 여력이 증대되는 효과가 나타날 수 있다. 따라서 기업은 차후에 부채를 확대하는 의사결정을 선택할 수 있다.

이렇게 확대된 부채는 부채의 규율효과를 강화시켜 주주의 대리인문제를 감소시키고[16], 세금절감효과(tax shield effect)[17,18]와 재무레버리지효과(financial leverage effect)[19] 등을 발생시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 한편 부채비율 하락형 자본재조정 수단들은 당해기업의 주가가 상승할 것으로 예상되는 경우에 권리가 행사되는 것이 일반적이다. 따라서 부채비율 하락형 자본재조정이 실행된다는 것은 시장에 주가상승의 신호로 작용할 수 있고, 이는 기업가치를 상승시키는 요인이 될 수 있다.

3. 실증분석의 설계

3.1 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구의 표본은 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 선택된 16년간(2000년~2015년)의 총 22,814개 연도-기업이다. 첫째, 분석 당해 연도에 결산자료를 공표하여 회

계자료의 입수가 가능한 12월 결산법인으로 표본기간동안 결산기를 변경하지 않은 비금융업종 기업이다. 둘째, 자본재조정을 실행한 기업 중에서 동일연도에 부채비율에 상이하게 영향을 미치는 두 가지 이상의 자본재조정 수단을 사용한 기업은 표본에서 제외하였다. 자본구조에 상반되게 영향을 미치는 두 가지 이상의 자본재조정 수단이 동일연도에 실행된 경우에는 자본재조정의 효과가 중립화되어 분석결과가 왜곡될 우려가 있기 때문이다.

전체 표본기업 중에서 자본재조정을 실행한 기업은 6,035개이다. 부채비율 상승형 자본재조정을 실시한 기업은 3,106개이고, 부채비율 불변형 자본재조정 기업은 91개, 부채비율 하락형 자본재조정 기업은 2,838개이다.

Table 1. Sample numbers of recapitalization instruments

classification	recapitalization instrument	number
total samples		22,814
recapitalization firms		6,035
debt ratio increasing type	capital reduction with refund	16
	cash dividend	3,082
	both of the above	8
	sub total	3,106
debt ratio unchanging type	capital reduction without refund or retirement of repurchased stocks	91
debt ratio decreasing type	conversion right for CB	681
	stock warrant for BW	1,080
	exchangeable right for EB	18
	right for stock option	465
	both or more of the above	594
	sub total	2,838

본 연구에서는 시계열·횡단면자료를 통합한 불균형패널자료(unbalance panel data)를 형성하여 분석한다. 분석에 필요한 데이터는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 각 기업의 사업보고서(<http://dart.fss.or.kr>) 등을 이용하였다. 자료의 분석을 위한 통계패키지로는 STATA 13.0을 이용한다.

3.2 가설설정

자본재조정은 기업의 부채비율에 영향을 미치고, 이렇게 자본재조정에 의해 결정된 부채비율은 이후기간의 자본구조 의사결정과 기업가치에 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 따라서 본 연구에서는 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 동시에 분석

하기 위하여 다음과 같은 [가설1]을 설정한다.

[가설1] 자본재조정은 기업의 자본구조 의사결정과 기업가치에 동시에적으로 영향을 미친다.

한편 자본재조정은 기업의 부채비율에 상승, 불변, 하락의 형태로 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 그리고 이러한 부채비율 재조정 형태에 따라 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향은 달라질 수 있다고 하였다. 따라서 본 연구에서는 [가설1]과 같은 자본재조정 실행여부에 따른 영향뿐만 아니라 부채비율 상승형, 부채비율 불변형, 부채비율 하락형 등으로 자본재조정 형태를 구분하여 [가설2]~[가설4]를 설정하고 그 영향관계를 분석한다.

[가설2] 부채비율 상승형 자본재조정은 기업의 레버리지에 부(-)의 영향을 미치고, 기업가치에는 정(+)의 영향을 미친다.

[가설3] 부채비율 불변형 자본재조정은 기업의 레버리지에 유의한 영향을 미치지 않지만, 기업가치에는 정(+)의 영향을 미친다.

[가설4] 부채비율 하락형 자본재조정은 기업의 레버리지와 기업가치에 정(+)의 영향을 미친다.

3.3 분석대상변수

3.3.1 부채비율

기업의 자본구조를 대용하는 변수로 부채비율을 사용한다. 부채비율(*Leverage*)은 자기자본에 대한 총부채의 비율(=총부채/자기자본)로 계산한다. 부채사용으로 부채의 규율효과가 작동되고, 세금절감효과와 재무레버리지 효과가 발생하는 경우에는 부채비율과 기업가치 간에 정(+)의 영향관계가 나타날 수 있다.

그러나 Prowse(1999)와 Faccio, Lang and Young(2001) 등이 지적한 것처럼 부채가 파산비용이나 부채의 대리인 비용을 증가시키거나, 내부자로 하여금 외부 이해관계자의 이해를 탈취하는 수단으로 작용하는 경우에는 기업가치와 부(-)의 관계로 나타날 수도 있다[20,21].

3.3.2 기업가치

기업가치의 대용변수로 장부가치에 대한 시장가치(*market-to-book value, MB*)비율을 사용한다. *MB*비율

은 기업의 시장가치(*market value of firm*)를 장부가치(*book value of firm*)로 나눈 비율이다. 여기서, 기업의 시장가치는 자기자본의 시장가치(시가총액)와 부채의 장부가치의 합이며, 기업의 장부가치는 총자산의 장부가치를 말한다.

*MB*비율이 1보다 크면 기업의 시장가치가 장부가치보다 크다는 것을 의미한다. 기업의 투자기회가 많은 고성장 기업에 해당되어 기업가치가 높은 경우이다. 반대로 *MB*비율이 1보다 작다면 기업의 시장가치가 장부가치보다도 작게 되어 기업가치가 낮음을 의미한다.

3.3.3 자본재조정더미변수

자본재조정더미변수(*Recap*)는 기업의 자본재조정 실행여부를 나타내는 더미변수이다. 기업이 자본재조정을 실행한 경우에 더미 값 1을 부여한다.

한편 기업의 자본재조정은 부채비율 상승형(유상감자, 현금배당), 불변형(무상감자, 자사주 소각), 하락형(*CB, BW, EB, 스톡옵션 권리행사*)의 형태로 나타날 수 있다고 하였다. 따라서 본 연구에서는 자본재조정변수를 자본재조정이 부채비율에 미치는 영향에 따라 부채비율 상승형 자본재조정(*Li Recap*), 부채비율 불변형 자본재조정(*Lu Recap*), 부채비율 하락형 자본재조정(*Ld Recap*)으로 나누어 더미 값 1을 부여하는 더미변수를 사용한다.

3.3.4 통제변수

자본재조정 외에 기업의 자본구조와 기업가치에 미치는 다른 영향요인을 통제하기 위하여 본 연구에서는 수익성, 기업규모, 성장성, 잉여현금흐름 등을 기업특성 통제변수로 설정하여 분석한다.

수익성을 대용하는 변수(*ROA*)로는 총자산영업이익률을 사용한다. 총자산영업이익률은 영업이익을 총자산으로 나눈 값(=영업이익/총자산)으로 계산한다. 수익성이 높은 기업은 현금흐름 창출능력이 높기 때문에 부채를 통한 외부자금조달 필요성이 줄어들게 된다. 따라서 수익성과 부채비율변수 간에는 부(-)의 영향관계가 나타날 수 있다. 또한 수익성이 높은 기업은 시장에서 높은 평가를 받는 경향이 있으므로 수익성과 기업가치 간에는 정(+)의 영향관계가 나타나게 된다.

기업규모를 대용하는 변수(*Size*)로는 매출액에 자연로그를 취한 값(=ln 매출액)을 사용한다. 기업규모가 클수록 부채 부담 능력은 높아지므로 부채비율변수와의 정

(+)의 관계가 나타날 수 있다. 또한 기업규모가 클수록 기업의 내부역량이 높다고 볼 수 있고, 규모의 경제(economy of scale)효과를 향유할 수 있기 때문에 기업 가치와 정(+)의 영향관계를 가질 수 있다.

성장성의 대용변수(*Grow*)로는 매출액증가율을 사용한다. 매출액증가율은 전연도 매출액 대비 당해연도 매출액증가액을 전연도 매출액으로 나눈 값(=(당해연도 매출액-전연도 매출액)/전연도 매출액)으로 계산한다. 기업의 성장성이 높으면 자금수요가 많아져 부채를 사용할 가능성이 높아지므로 성장성과 부채비율 간에는 정(+)의 영향관계가 나타날 수 있다. 그런데 높은 성장성을 유지하는 기업이 수익성을 확보하여 성장에 필요한 자금을 내부자금으로 조달할 수 있는 경우에는 성장성과 부채비율 간에 부(-)의 영향관계로 나타날 수 있다. 한편 성장성과 기업가치 간의 관계를 보면, 시장에서는 성장성이 높은 기업을 높게 평가하는 경향이 있으므로 성장성과 기업가치 간에는 정(+)의 영향관계로 나타날 수 있다.

잉여현금흐름변수(*CFNW*)는 기업의 여유자금을 나타내는 대용변수가 된다. 본 연구에서는 잉여현금흐름은 Gupta and Rosenthal(1991)에서 측정한 방법과 같이 영업이익에서 세금, 지급이자, 배당을 차감한 금액을 자기 자본으로 나눈 값(=(영업이익-세금-지급이자-배당)/자기 자본)으로 계산한다[13]. 기업에 잉여현금흐름이 창출되는 경우 내부자금이 증가하여 부채에 의한 외부자금조달 수요는 감소될 수 있다. 따라서 잉여현금흐름변수와 부채비율변수 간에는 부(-)의 영향관계가 나타날 수 있다.

3.4 실증분석 방법 및 모형

[가설1]~[가설4]를 검증하기 위해 자본구조방정식과 기업가치방정식과 같은 패널자료회귀모형을 설정하여 연립방정식체계에 의한 2SLS방법으로 분석한다. 2SLS 분석을 하는 이유는 본 연구의 핵심 대상변수들이 상호 의존적인 영향관계가 존재하여 어느 한 변수를 독자적으로 독립변수 또는 종속변수로만 볼 수 없는 경우가 있기 때문이다. 즉 자본재조정은 부채비율에 영향을 미치고, 그렇게 결정된 부채비율은 기업가치에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 부채비율변수는 자본재조정에 영향을 받는 변수임과 동시에 기업가치에 영향을 미치는 변수가 된다.

자본구조방정식은 자본재조정이 자본구조 의사결정에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형으로, 종속변수에 *t*기의 부채비율변수(*Leverage*)를 사용하고, 설명변수로

전기(*t-1*)의 자본재조정더미변수(*Recap*)를 사용한다. 여기서 자본재조정변수와 부채비율변수 간에 1기간의 시차를 둔 것은 어떤 시점에 자본재조정이 실행되어 부채비율이 영향을 받게 되면 경영자는 이후 의사결정을 통해 자본구조를 조정하려 할 것이기 때문이다. 통제변수로는 수익성(*ROA*), 기업규모(*Size*), 성장성(*Grow*), 잉여현금흐름(*CFNW*)변수를 포함시킨다. 통제변수도 부채비율변수(*Leverage*)와 1시차를 두고 분석한다.

자본구조방정식에서 자본재조정더미변수의 회귀계수가 통계적으로 유의한 값을 갖는다면 자본재조정의 실행이 자본구조 의사결정에 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 본 연구에서 자본재조정변수는 자본재조정의 실행 여부를 나타내는 자본재조정더미변수(*Recap*)뿐만 아니라 부채비율 상승형 자본재조정더미변수(*Liurecap*), 부채비율 불변형 자본재조정더미변수(*Lurecap*), 부채비율 하락형 자본재조정더미변수(*Ldrecap*)를 사용하여 각각 분석한다.

패널자료회귀모형에서 *i*기업의 *t*기 오차항은 시간에 따른 기업특성효과(individual specific effect)와 기업에 따른 시간특성효과(time specific effect)를 복합적으로 반영할 수 있도록 기업효과(η_i), 시간효과(λ_t), 나머지 오차(ϵ_{it})로 나누어 모형에 포함시킨다.

[자본구조방정식]

$$Leverage_{it} = \alpha + \beta_1 Recap_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 Grow_{it-1} + \beta_5 CFNW_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

단, *Leverage_{it}*: *i*기업의 *t*기 부채비율(=부채/자기자본)

Recap_{it-1}: *i*기업의 *t-1*기 자본재조정더미변수

(*Liurecap*): 부채비율 상승형 자본재조정더미,

(*Lurecap*): 부채비율 불변형 자본재조정더미,

(*Ldrecap*): 부채비율 하락형 자본재조정더미)

ROA_{it-1}: *i*기업의 *t-1*기 수익성(=영업이익/총자산)

Size_{it-1}: *i*기업의 *t-1*기 기업규모(=ln매출액)

Grow_{it-1}: *i*기업의 *t-1*기 성장성(=(당해연도매출액-전연도매출액)/전연도매출액)

CFNW_{it-1}: *i*기업의 *t-1*기 잉여현금흐름(=(영업이익-세금-지급이자-배당)/자기자본)

η_i : *i*기업의 특성효과

λ_t : *t*기의 시간특성효과

ϵ_{it} : 나머지 오차

기업가치방정식은 자본구조 의사결정과 자본재조정이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다.

종속변수에 t 기의 기업가치변수(MB)를 사용하고, 설명 변수에 자본구조방정식에서 결정된 t 기의 부채비율($Leverage$)과 전기($t-1$)의 자본재조정더미변수($Recap$)를 포함한다. 여기서 부채비율변수($Leverage$)는 자본재조정으로 인해 선택된 자본구조 의사결정이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 변수이다. 부채비율변수의 회귀계수가 유의한 값을 갖는다면 자본재조정에 의해 영향을 받은 자본구조 의사결정이 기업가치에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 한편 기업가치방정식에 포함된 자본재조정변수($Recap$)는 자본재조정이 기업가치에 미치는 직접적인 효과를 반영하는 것이다. 자본재조정변수($Recap$)의 회귀계수가 유의한 값을 갖는다면 기업의 자본재조정이 기업가치에 직접적으로 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

[기업가치방정식]

$$MB_{i,t} = \alpha + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2Recap_{it-1} + \beta_3ROA_{it-1} + \beta_4Size_{it-1} + \beta_5Grow_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + e_{i,t}$$

단, $MB_{i,t}$: i 기업의 t 기 기업가치(=(발행주식수×기말주가)+부채/총자산)

자본구조방정식과 기업가치방정식을 연립방정식체계에 2SLS분석하였을 때 자본재조정변수($Recap$)와 부채비율변수($Leverage$)의 회귀계수가 유의한 값을 나타낸다면, 이는 기업의 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 동시에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

4. 실증분석결과

4.1 표본기업 기술통계량

Table 2는 표본기업의 각 변수별 기술통계량을 나타낸 것이다. 부채비율($Leverage$)은 최소 0%에서 최대 99.14%이고, 평균 42.29%이다. 기업가치(MB)는 최소 0배에서 최대 9.8103배이고, 평균 1.1037배이다. 자본재조정더미변수($Recap$)의 평균은 0.2645로 표본기업의 26.45%가 자본재조정을 실시한 것으로 나타났다. 부채비율 상승형 자본재조정더미변수($Lirecap$)의 평균은 0.1361로 표본기업의 13.61%가 부채비율 상승형 자본재조정을 실시한 것으로 나타났다. 부채비율 불변형 자

본재조정더미변수($Lurecap$)의 평균은 0.0040으로 표본기업의 0.4%가 부채비율 불변형 자본재조정을 실시한 것으로 나타났다. 부채비율 하락형 자본재조정더미변수($Ldrecap$)의 평균은 0.1244로 표본기업의 12.44%가 부채비율 하락형 자본재조정을 실시한 것으로 나타났다. 수익성(ROA)을 나타내는 총자산영업이익률은 평균 5.68%이고, 기업규모($Size$)는 평균 25.2026이다. 성장성($Grow$)을 나타내는 매출액증가율은 평균 23.12%이고, 잉여현금흐름($CFNW$)은 평균 1.80%이다.

Table 2. Descriptive statistics

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Leverage</i>	0.4229	0.2041	0.0000	0.9914
<i>MB</i>	1.1037	0.8360	0.0000	9.8103
<i>Recap</i>	0.2645	0.4411	0.0000	1.0000
<i>Lirecap</i>	0.1361	0.3429	0.0000	1.0000
<i>Lurecap</i>	0.0040	0.0630	0.0000	1.0000
<i>Ldrecap</i>	0.1244	0.3300	0.0000	1.0000
<i>ROA</i>	0.0568	0.1072	-2.7532	0.8206
<i>Size</i>	25.2026	1.6292	18.2582	32.7313
<i>Grow</i>	0.2312	0.7290	-0.9993	9.9700
<i>CFNW</i>	0.0180	0.3626	-9.4738	3.6640

Note: total number of observation=22,814, number of recapitalization firms=6,035, number of debt ratio increasing recapitalization firms=3,106, number of debt ratio unchanging recapitalization firms=91, number of debt ratio decreasing recapitalization firms=2,838.

전체표본기간(2000년~2015년)의 자료를 이용한 각 변수들 간의 상관관계는 Table 3과 같다. 다중공성선 여부를 확인하기 위하여 분산팽창계수(variance inflation factor, VIF)를 측정된 결과 각 독립변수의 VIF값은 1.00~1.71로 통계적으로 허용되는 범위내에 분포하였다.

4.2 실증분석 결과

4.2.1 자본재조정의 영향 분석결과

Table 4는 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 2SLS분석한 결과이다.

Table 4의 자본구조방정식을 보면, 자본재조정더미변수($Recap$)의 회귀계수가 -0.0006($t=-0.28$)으로 자본재조정과 부채비율 간에 유의미한 영향관계를 확인할 수 없다. 이는 자본재조정이 기업의 자본구조 의사결정에 미치는 영향을 확인할 수 없는 결과이다. 이러한 결과는 자본재조정과 자본구조 의사결정 간에 유의미한 연관관계가 존재하지 않아 나타나는 현상일 수도 있고, 자본재조

Table 3. Correlation matrix

	<i>Leverage</i>	<i>MB</i>	<i>Recap</i>	<i>Lirecap</i>	<i>Lurecap</i>	<i>Ldrecap</i>	<i>ROA</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>CFNW</i>
<i>MB</i>	-0.0741***	1.0000								
<i>Recap</i>	-0.0338***	0.0937***	1.0000							
<i>Lirecap</i>	-0.0759***	-0.0484***	0.6619***	1.0000						
<i>Lurecap</i>	0.0385***	0.0106	0.1055***	-0.0251***	1.0000					
<i>Ldrecap</i>	0.0264***	0.1735***	0.6285***	-0.1496***	-0.0239***	1.0000				
<i>ROA</i>	-0.1755***	-0.0247***	-0.0542***	0.0635***	-0.0519***	-0.1285***	1.0000			
<i>Size</i>	0.0814***	0.0703***	0.1201***	0.1568***	-0.0016	-0.0020	-0.0251***	1.0000		
<i>Grow</i>	0.0320***	-0.0202***	-0.0481***	-0.0442***	-0.0155***	-0.0154**	0.1955***	-0.1986***	1.0000	
<i>CFNW</i>	-0.1373***	-0.2111***	-0.0285***	0.0446***	-0.0490***	-0.0750***	0.6320***	0.0038	0.1216***	1.0000

Note: *** and **denote 1%, and 5% significance level, respectively.

Table 4. Results of 2SLS analysis for the effect of recapitalization on capital structure decision and corporate value

Capital Structure Equation					
$Leverage_{it} = \alpha + \beta_1 Recap_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 Grow_{it-1} + \beta_5 CFNW_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$					
Coefficient	-0.0006	-0.2127***	-0.0259***	0.0117***	-0.0188***
t-value	-0.28	-17.61	-19.90	9.16	-5.98
$F\text{-value}=244.58, R^2=0.0549, N=22,814$					
Corporate Value Equation					
$MB_{it} = \alpha + \beta_1 Leverage_{it} + \beta_2 Recap_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Grow_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$					
Coefficient	4.0723***	0.0177	1.2651***	0.3214***	-0.0651***
t-value	3.50	1.20	4.15	10.07	-4.00
$F\text{-value}=140.67, N=22,814$					

Note: *** and **denote 1%, and 5% significance level, respectively.

정 수단들이 부채비율에 상승, 하락 등과 같이 상반된 방향으로 영향을 미쳐 자본재조정의 효과가 상쇄되어 나타난 결과일 수도 있다. 따라서 자본재조정과 자본구조 의사결정 간의 관계를 명확히 밝히기 위해서는 자본재조정 수단을 부채비율 상승형, 불변형, 하락형 등으로 구분하여 분석할 필요가 있다.

Table 4에서 기업가치방정식을 보면, 부채비율변수 (*Leverage*)의 회귀계수는 4.0723(t=3.50)으로 레버리지는 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 우리나라 기업에서 부채 사용이 증가하면 부채의 금융효과나 세금절감효과, 재무레버리지효과 등과 같은 부채의 긍정적인 효과가 과산비용의 증가 등과 같은 부정적인 효과보다 더 크게 나타나는 것으로 이해할 수 있다. 한편 자본재조정변수(*Recap*)의 회귀계수는 0.0177(t=1.20)로 자본재조정이 기업가치에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

Table 4의 결과를 종합해 보면, 자본재조정이 자본구

조 의사결정과 기업가치에 동시에적으로 영향을 미친다는 [가설1]은 지지되지 않는 것으로 이해할 수 있다. 다만 자본재조정이 부채비율에 미치는 영향에서 자본재조정 수단에 따라 그 영향 방향에 차이가 있기 때문에 자본재조정 수단을 부채비율 상승형, 불변형, 하락형 등으로 구분하여 추가적인 확인이 필요하다.

4.2.2 부채비율 상승형 자본재조정의 영향 분석결과

Table 5는 부채비율 상승형 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 2SLS분석한 결과이다.

Table 5의 자본구조방정식을 보면, 부채비율 상승형 자본재조정터미변수(*Lirecap*)의 회귀계수가 -0.0071(t=-2.72)로 자본구조 의사결정에 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 기업이 전기($t-1$)에 부채비율 상승형 자본재조정을 실시하게 되면 기업의 부채비율이 높아져서 재무구조가 악화되기 때문에 기업은 그 다음

Table 5. Results of 2SLS analysis for the effect of debt ratio increasing recapitalization on capital structure decision and corporate value

Capital Structure Equation					
$Leverage_{it} = \alpha + \beta_1 Lirecap_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 Grow_{it-1} + \beta_5 CFNW_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$					
Coefficient	-0.0071***	-0.2125***	-0.0255***	0.0118***	-0.0188***
t-value	-2.72	-17.61	-20.44	9.20	-5.97
$F\text{-value}=246.14, R^2=0.0552, N=22,814$					
Corporate Value Equation					
$MB_{it} = \alpha + \beta_1 Leverage_{it} + \beta_2 Lirecap_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Grow_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$					
Coefficient	4.0502***	-0.0632***	1.2588***	0.3279***	-0.0643***
t-value	3.48	-3.19	4.13	10.43	-3.95
$F\text{-value}=146.29, N=22,814$					

Note: *** and **denote 1%, and 5% significance level, respectively.

Table 6. Results of 2SLS analysis for the effect of debt ratio unchanging recapitalization on capital structure decision and corporate value

Capital Structure Equation					
$Leverage_{it} = \alpha + \beta_1 Lirecap_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 Grow_{it-1} + \beta_5 CFNW_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$					
Coefficient	-0.0140	-0.2127**	-0.0260***	0.0117**	-0.0188**
t-value	-1.00	-17.62	-20.95	9.14	-5.99
$F\text{-value}=244.78, R^2=0.0549, N=22,814$					
Corporate Value Equation					
$MB_{it} = \alpha + \beta_1 Leverage_{it} + \beta_2 Lirecap_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Grow_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$					
Coefficient	4.0654***	-0.0037	1.2613**	0.3245**	-0.0650**
t-value	3.50	-0.04	4.14	10.18	-4.00
$F\text{-value}=140.70, N=22,814$					

Note: *** and **denote 1%, and 5% significance level, respectively.

기(t)에는 부채비율을 낮출 수 있는 자본구조 의사결정을 하는 것으로 이해할 수 있다. 기업가치방정식의 부채비율변수(Leverage)를 보면, 회귀계수가 4.0502(t=3.48)로 기업가치에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 t기의 자본구조 의사결정이 기업가치에 긍정적으로 영향을 미친다는 것을 의미한다.

이와 같이 Table 5에 나타난 결과를 종합해 보면, 기업이 전기(t-1)에 부채비율 상승형 자본재조정을 실시하면 부채비율이 상승하여 재무구조가 악화되기 때문에 다음 기인 t기에는 부채비율을 낮출 수 있는 자본구조 의사결정을 하게 되고, 이러한 재무건전성을 추구하는 자본구조 의사결정은 시장으로부터 긍정적인 평가를 받게 되어 기업가치가 증가하는 것으로 이해할 수 있다. 이러한 결과는 [가설2]를 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

한편 기업가치방정식에서 부채비율 상승형 자본재조정미변수(Lirecap)의 회귀계수를 보면, -0.0632(t=-3.19)로 기업가치에 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 부채비율 상승형 자본재조정은 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 직접적인 효과가 있다는 것을 의미한다. 즉 부채비율 상승형 자본재조정 수단으로 활용되는 유상감자와 현금배당이 기업의 재무구조를 악화시키는 요인으로 작용하기 때문으로 보인다.

4.2.3 부채비율 불변형 자본재조정의 영향 분석결과

Table 6은 부채비율 불변형 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 2SLS분석한 결과이다.

Table 6의 자본구조방정식을 보면, 부채비율 불변형

Table 7. Results of 2SLS analysis for the effect of debt ratio decreasing recapitalization on capital structure decision and corporate value

Capital Structure Equation					
$Leverage_{it} = \alpha + \beta_1 Ldrecap_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 Grow_{it-1} + \beta_5 CFNW_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$					
Coefficient	0.0101***	-0.2112***	-0.0272***	0.0117***	-0.0189***
t-value	3.17	-17.49	-20.92	9.19	-6.00
$F\text{-value}=246.69, R^2=0.0554, N=22,814$					
Corporate Value Equation					
$MB_{it} = \alpha + \beta_1 Leverage_{it} + \beta_2 Ldrecap_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Grow_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$					
Coefficient	4.1018***	0.1358***	1.2876***	0.3087***	-0.0648***
t-value	3.53	5.40	4.24	9.24	-3.98
$F\text{-value}=152.60, N=22,814$					

Note: *** and **denote 1%, and 5% significance level, respectively.

자본재조정더미변수(*Lurecap*)의 회귀계수가 -0.0140(t=-1.00)으로 부채비율 불변형 자본재조정과 부채비율 간에 유의미한 영향관계를 확인할 수 없다. 이는 부채비율 불변형 자본재조정이 기업의 자본구조 의사결정에 영향을 미친다는 증거를 확인할 수 없다는 것을 의미한다. 기업이 부채비율 불변형 자본재조정을 실시하는 경우에는 자본재조정 자체가 기업의 자본구조에 영향을 미치지 않으므로 다음 기의 자본구조 의사결정도 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 이해할 수 있다. 기업가치방정식의 부채비율변수(*Leverage*)를 보면, 회귀계수가 4.0654(t=3.50)로 기업가치에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 기업의 레버리지 증가가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다. 그러나 이러한 관계는 레버리지가 기업가치에 미치는 직접적인 효과라고 볼 수 있고, 자본재조정과 연관된 효과로 보기는 어렵다.

Table 6에 나타난 결과를 종합해 보면, 부채비율 불변형 자본재조정은 기업의 자본구조 의사결정에는 영향을 미치지 않지만, 기업가치에는 정(+)의 영향을 미친다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 [가설3]을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

한편 기업가치방정식에서 부채비율 불변형 자본재조정더미변수(*Lurecap*)의 회귀계수를 보면, -0.0037(t=-0.04)로 기업가치와 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 이는 부채비율에 영향을 주지 않는 무상감자나 자사주 소각 등의 수단을 통해 자본재조정을 실시하는 경우에는 기업가치에 직접적으로 영향을 주지 않는 것으로 이해할 수

있다.

4.2.4 부채비율 하락형 자본재조정의 영향 분석결과

Table 7은 부채비율 하락형 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 2SLS분석한 결과이다.

Table 7의 자본구조방정식을 보면, 부채비율 하락형 자본재조정더미변수(*Ldrecap*)의 회귀계수가 0.0101(t=3.17)로 자본구조 의사결정에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 기업이 부채비율 하락형 자본재조정을 실시하게 되면 부채비율이 하락하게 되어 기업의 부채부담 여력이 증대되는 효과가 나타나게 된다. 따라서 기업은 자본재조정 다음 기에는 부채를 확대하는 자본구조 의사결정을 하는 것으로 이해할 수 있다. 기업가치방정식의 부채비율변수(*Leverage*)를 보면, 회귀계수가 4.1018(t=3.53)로 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 자본재조정에 영향을 받아 결정된 자본구조 의사결정이 기업가치에 긍정적으로 영향을 미친다는 것을 의미한다.

이와 같이 Table 7에 나타난 결과를 종합해 보면, 기업의 부채비율 하락형 자본재조정이 실행되면 다음 기에는 부채를 확대하는 자본구조 의사결정이 선택되고, 이러한 부채 확대정책은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다. 즉 [가설4]가 지지되는 결과로 해석할 수 있다.

한편 기업가치방정식에서 부채비율 하락형 자본재조정더미변수(*Ldrecap*)의 회귀계수를 보면, 0.1358(t=5.40)로

기업가치에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 부채비율 하락형 자본재조정은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 직접적인 효과가 있다는 것을 의미한다. 부채비율 하락형 자본재조정의 수단인 CB, BW, EB, 스톡옵션 등은 당해기업의 주가가 상승할 것으로 예상되는 경우에 권리가 행사되는 것이 일반적이기 때문에 부채비율 하락형 자본재조정이 실행된다는 것은 주가 상승에 대한 긍정적인 신호로 작용하여 기업가치가 증가하는 것으로 이해할 수 있다.

5. 결론

본 연구에서는 부채조달 없이 자본재조정(unleveraged recapitalization)을 실행할 수 있는 수단들에 초점을 맞추어 자본재조정이 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 자본재조정 수단들을 자본재조정 실행시 기업의 자본구조에 미치는 영향에 따라 부채비율 상승형(유상감자, 현금배당), 부채비율 불변형(무상감자, 자사주 소각), 부채비율 하락형(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 스톡옵션 등의 권리행사) 등으로 구분하여 자본재조정 실행이후에 기업의 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

분석을 위해서는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 총 22,814개 연도-기업 자료가 사용되었다. 분석방법으로는 패널자료를 이용한 2SLS법이 사용되었다.

실증분석 결과를 보면, 첫째, 기업이 부채비율 상승형 자본재조정을 실시하면 부채비율이 상승하여 재무구조가 악화되기 때문에 다음 기에는 부채비율을 낮출 수 있는 자본구조 의사결정을 하게 되고, 이러한 재무건전성을 추구하는 자본구조 의사결정은 시장으로부터 긍정적인 평가를 받게 되어 기업가치가 증가한다는 것을 확인하였다.

둘째, 부채비율 불변형 자본재조정은 기업의 자본구조 의사결정에는 영향을 미치지 않지만, 기업가치에는 정(+)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

셋째, 기업의 부채비율 하락형 자본재조정이 실행되면 다음 기에는 부채를 확대하는 자본구조 의사결정이 선택되고, 이러한 부채 확대정책은 기업가치에 긍정적으로 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

결론적으로 부채비율 상승형 자본재조정과 부채비율 하락형 자본재조정은 기업의 자본구조 의사결정에 영향을 미치고, 이렇게 결정된 자본구조 의사결정은 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

본 연구는 부채조달 없이 자본구조의 조정을 실행할 수 있는 수단들에 초점을 맞추어서 자본재조정 수단을 기존의 연구들보다 확장하여 분석하였다. 또한 자본재조정 수단들이 자본구조(부채비율)에 미치는 영향에 따라 부채비율 상승형, 불변형, 하락형으로 구분함으로써 자본재조정 형태별로 자본재조정 실행 이후에 기업의 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 통합적으로 분석하였다는 점에 의미를 둘 수 있다. 이러한 분석을 통해 기업이 부채와 자본규모를 조정하는 자본재조정 수단들을 선택함에 있어 자본구조 의사결정과 기업가치에 미치는 영향을 고려하여 자본재조정에 관한 재무의사결정을 전략적으로 수립하는데 의미 있는 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

References

- [1] P. A. Gibbs, "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow", *Strategic Management Journal*, 14, pp. 51-68, 1993. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.4250140906>
- [2] D. R. Peterson, P. P. Peterson, "A Further Understanding of Stock Distributions: The Case of Reverse Stock Splits," *The Journal of Financial Research*, 15(3), pp. 189-205, 1992. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1992.tb00799.x>
- [3] J. R. Woolridge, D. R. Chambers, "Reverse Splits and Shareholder Wealth," *Financial Management*, Autumn, pp. 5-15 1983. DOI: <https://doi.org/10.2307/3665511>
- [4] R. E. Spudeck, R. C. Moyer, "Reverse Splits and Shareholder Wealth: The Impact of Commissions," *Financial Management*, Winter, pp. 53-56, 1985. DOI: <https://doi.org/10.2307/3665337>
- [5] H. Desai, P. C. Jain, "Long-run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits," *Journal of Business*, 70(3), pp. 409-433, 1997. DOI: <https://doi.org/10.1086/209724>
- [6] I. J. Masse, R. Hanrahan, J. Kushner, "The Effect of Canadian Stock Splits, Stock Dividends, and Reverse Splits on the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 36(4), pp. 51-62, 1997.
- [7] Paul B. McGuinness, "The Impact of Stock Consolidations and Capital Reductions on Equity Valuation: Preliminary Evidence for Hong Kong," *Working Paper*, SFC Quarterly Bulletin, No.50,

- Securities and Futures Commission, 2002.
- [8] L. Y. Dann, W. H. Mikkelson, "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-related Information", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 157-186, 1984.
DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90022-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90022-9)
- [9] C. M. Lewis, R. J. Rogalski, J. K. Seward, "Is Convertible Debt a Substitute for Straight Debt or for Common Equity?", *Journal of the Financial Management Association*, 28, pp. 5 - 27, 1999.
DOI: <https://doi.org/10.2307/3666180>
- [10] M. Dutordoir, C. Lewis, J. Seward, C. Veld, "What We Do and Do Not Know about Convertible Bond Financing", *Journal of Corporate Finance*, 24, pp. 3-20, 2014.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.10.009>
- [11] R. A. DeFusco, R. R. Johnson, T. S. Zorn, "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders", *Journal of Finance*, 45, pp. 617-627, 1990.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03707.x>
- [12] A. E. Poindexter, "Convertible Debt Issuance and Target Leverage Adjustments", *Working Paper*, University of South Carolina, 2016.
- [13] A. Gupta, L. Rosenthal, "Ownership Structure, Leverage, and Firm Value: The Case of Leveraged Recapitalizations", *Financial Management*, 20, pp. 69-83, 1991.
DOI: <https://doi.org/10.2307/3665752>
- [14] D. J. Denis, D. K. Denis, "Managerial Discretion, Organizational Structure, and Corporate Performance", *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 209-236, 1993.
DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90011-4)
- [15] U. C. Peyer, A. Shivdasani, "Leverage and Internal Capital Markets: Evidence from Leveraged Recapitalizations", *Journal of Financial Economics*, 59(3), pp. 477-515, 2001.
DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00094-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00094-5)
- [16] M. Singh, S. Faircloth, "The Impact of Corporate Debt on Long Term Investment and Firm Performance", *Applied Economics*, pp. 875-883, 2005.
DOI: <https://doi.org/10.1080/00036840500076762>
- [17] K. Schipper, A. J. Smith, "Corporate Income Tax Effects of Management Buyouts", *Working Paper*, University of Chicago, 1988.
- [18] S. Kaplan, "The Effects of Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value", *Journal of Finance*, 44, pp. 611-632, 1989.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04381.x>
- [19] A. C. Aydemir, M. Gallmeyer, B. Hollifield, "Financial Leverage and the Leverage Effect - A Market and Firm Analysis", *Working Paper*, Carnegie Mellon University, <http://repository.cmu.edu/tepper>, 2007.
- [20] S. Prowse, "Corporate Governance : Emerging Issues and Lessons from East Asia", mimeo, Washington D.C. : World Bank, 1990.
- [21] M. Faccio, L. H. Lang, L. Young, "Debt and Corporate Governance", *Working Paper*, The Chinese University of
- Hong Kong,
http://mba.vanderbilt.edu/fmrc/Activity/paper/Faccio_Paper-Debt.pdf, 2001.