



저작자표시-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.
- 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



동일조건변경허락. 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 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](#)

경영학석사 학위논문

# 해운기업의 자본조달순위에 대한 실증연구

An Empirical Study on Pecking Order Hypothesis in Raising  
Capital of Korean Shipping Company



한국해양대학교 대학원

해운경영학과

정아름

본 논문을 정아름의 경영학석사  
학위논문으로 인준함.

위원장 안 기 명 (인)

위 원 류 동 근 (인)

위 원 이 기 환 (인)



2013년 12월

한국해양대학교 대학원  
해운경영학과

# 목 차

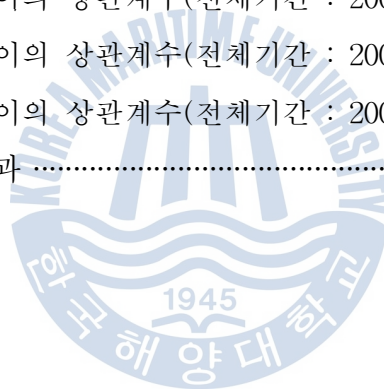
Abstract .....	v
제1장 서 론 .....	1
제1절 연구의 동기와 목적 .....	1
제2절 연구의 범위 및 방법 .....	3
제2장 기업의 자본조달에 관한 연구 .....	4
제1절 이론적 배경 .....	4
제2절 선행연구 .....	7
2.1 국내문헌 .....	7
2.2 외국문헌 .....	12
제3장 한국 해운산업 및 해운기업의 특성 .....	18
제1절 한국 해운산업의 특성 .....	18
1.1 해운산업의 개념 .....	18
1.2 한국 해운산업의 특성 .....	20
1.3 한국 해운산업의 현황 .....	22
1.4 한국 해운산업의 문제점 .....	25
제2절 한국 해운기업의 특성과 자본비용조달 .....	27
2.1 해운기업의 개념 .....	27
2.2 한국 해운기업의 성장과 경쟁력 .....	28
2.3 해운기업의 자본비용 조달 .....	29

제4장 실증분석 .....	34
제1절 자료 및 변수의 측정 .....	34
1.1 자료 및 분석방법 .....	34
1.2 연구모형 .....	35
제2절 실증분석결과 .....	37
2.1 상관분석 .....	38
2.2 회귀분석 .....	40
제5장 결    론 .....	43
제1절 연구결과의 요약 .....	43
제2절 연구의 시사점과 한계 .....	44
참고 문헌 .....	46



## 표 목차

<표 2-1> 자본조달순위이론과 관련된 국내연구 .....	11
<표 2-2> 자본조달순위이론과 관련된 해외연구 .....	16
<표 3-1> 세계 10대 해운국 선박 보유량 현황 .....	23
<표 3-2> 컨테이너 선복량 기준 세계 주요선사 순위 .....	24
<표 3-3> 척당 비용부담 현황 .....	25
<표 3-4> 자본비용의 구성요소 .....	29
<표 4-1> 기술통계량 .....	38
<표 4-2> 독립변수 사이의 상관계수(전체기간 : 2003 ~ 2012) .....	38
<표 4-3> 독립변수 사이의 상관계수(전체기간 : 2003 ~ 2007) .....	39
<표 4-4> 독립변수 사이의 상관계수(전체기간 : 2008 ~ 2012) .....	39
<표 4-5> 회귀분석결과 .....	40



## 그림 목차

<그림 3-1> 해운기업의 채권발행의 기본구조 .....	33
<그림 4-1> BDI 지수 추이(2003 ~ 2012) .....	34



# A Study on Raising Capital of Korean Shipping Companies and Empirical Test of Pecking Order Theory

Jeong, Ah-Reum

*Department of Shipping Management  
Graduate School of  
Korea Maritime University*

## Abstract

This paper analyzed the capital costs and management characteristics of capital funding methods of shipping companies, as there are a number of differences between Korean shipping companies and general companies in terms of the characteristics of sales or capital funding for acquiring ships. Among the several detailed study areas on capital structure, this paper has attempted to analyze the so-called “Pecking order theory.” Since the 1980s, a theory evolved according to which there exists a certain priority when companies raise capital. According to this theory, companies must first use internal finance and, when they inevitably use external finance, they must utilize their debt first and stocks become the final option.

This paper used the book value from 2003 to 2012 of 38 shippers registered in the Ship Owner’s Association and the Data Analysis, Retrieval and Transfer System (DART). Among these shippers, only 6 companies (Korea Line



Corporation, Hanjin Shipping, Hyundai Merchant Marine, Heung-A Shipping, KSS Line, STX Pan Ocean) are listed and the remaining 32 companies are all unlisted. Analysis of these companies was carried out based on the financial statements, income statements and cash flow statements of these companies through the audit reports and business reports acquired from the DART.

Regression analysis was performed by dividing the period as follows : (i) entire period from 2003 to 2012 : (ii) from 2003 to 2007, the boom period of the Korean shipping industry; and (iii) from 2008 to 2012, the recession. For the purpose of this analysis, the ratio of  $D / A$  (debt / assets) was set as a dependent variable, and the factors affecting the capital funding method were set as the independent variables. Since the financial structure of Korean shipping companies underwent significant changes as a result of the Lehman Brothers crisis in 2008, the validity of the Pecking order theory was analyzed by dividing the forms of capital funding based on the year 2008.

As a result, the regression coefficient of cash flow ( $CF / A$ ), one of the explanatory variables, consistently turned out to be a negative (-) figure. This can be interpreted as a result that supports the Pecking order theory. In addition, tangible fixed assets ( $FK / A$ ) showed a positive (+) sign especially in the period between 2003 and 2007, the boom period of shipping companies. This shows that vessels played a significant role in debt financing. Lastly, assets ( $A$ ) consistently indicated a positive (+) sign and this can be interpreted to follow the traditional capital structure theory. This indicates that the role of assets as collateral for using debt is much greater than the role as an information asymmetry. As shown in the studies of Jeon, Hyo-chan (2003) and

Son, Seung-tae and Lee, Yun-gu (2007), due to several factors, the capital funding forms of Korean shipping companies partially support certain theories such as the Pecking order theory or static trade-off theory, instead of fully supporting such theories.



# 제 1 장 서 론

## 제1절 연구의 동기와 목적

글로벌 경제위기로 인한 최근 해운·항만을 둘러싼 환경변화는 매우 급변하고 상황이 악화되고 있다. 글로벌 경제위기 이전까지 국제적으로는 선박운항에서 규모의 경제를 실현하기 위해서 선박의 대형화와 고속화 및 화려함의 추세가 확산되고 이에 따른 대형 선석을 갖춘 지역거점항만이 출현하면서 선사들의 국제경쟁력을 위한 전략적 제휴와 글로벌 및 네트워크화하면서 국내 해운기업 역시 호황을 맞이하였다. 그러나 유럽 국가의 경제적 여파로 전 세계의 해운 관련기업들도 불황과 폐업이 속출하면서 우리나라 역시 피해갈 수 없는 상황이다. 특히, 오늘날 개방경제체제하에서의 해운은 국가경제발전의 필수적인 요소로 제기되고 있으며 선진해운국가에서는 해운을 국력의 상징으로 간주하고 있다. 미국의 경우 해운산업의 역할을 여러 가지 측면으로 평가하고 있으나, 그 중 중요한 것으로 경제적 측면과 국방적 측면에서 그 중요성을 크게 인식하고 있는 실정이다.<sup>1)</sup>

삼면이 바다인 지금까지의 우리나라 해운산업은 우리 경제의 특성과 지정학적인 여건 등을 감안할 때 그 기능이 수출입화물 수송에만 있는 것이 아니라, 막대한 외화수입으로 국민경제에 직접적으로 기여함은 물론 조선, 금융, 항만 등 전후방 관련 산업의 발전에도 일익을 담당하는 등 매우 다양하면서도 중요한 역할을 하고 있다. 특히, 우리 외항해운업계는 여타 산업과는 달리 호·불황에 관계없이 국제수지개선에 크게 기여함은 물론 수입대체산업으로서의 경제적 기능을 착실히 수행하고 있다. 외항해운의 운임수입은 반도체, 철강, 자동차 등과 함께 우리나라의 4대 외화 획득원이 되고 있다. 또한 항만, 조선, 보험, 금융 등 관련 산업의 연계 발전

---

1) Ernst(1982).

을 주도하는 산업임은 물론, 유사시 제4군으로서 국방기능을 수행하는 등 해운산업의 중요성이 더욱 증가되고 있는 현실이다.<sup>2)</sup>

그러나 글로벌적 경제적 여파는 우리나라도 피해 갈 수 없는 없어 해운기업 뿐만 아니라 조선업계도 막대한 어려움에 봉착하면서 구조조정을 실시하고 있다. 이러한 국내외의 경기침체에 따라 운임이 최저수준으로 떨어지는 등 해운기업의 경영환경이 극도로 악화되고 있다. 우리나라 해운기업은 기업규모가 방대할 뿐만 아니라, 수출위주의 경제성장을 지향하는 우리 경제에 미치는 영향은 막대하다. 따라서, 급격하게 변화하는 해운환경의 변화 속에서 국민총생산에 대한 무역의존도가 높은 우리경제에서 해운기업의 국제경쟁력을 강화시키는 것은 국가장래를 위해서도 필요불가결한 요인이다.

현재 우리나라 해운기업은 자본규모가 방대할 뿐만 아니라, 수출위주의 경제성장을 지향하는 우리경제에 미치는 영향은 막대하지만, 대부분 기업의 소유구조가 비공개, 폐쇄형 형태로서 기업규모에 상응하는 자금조달에 한계가 있다. 또한 다양한 측면에서 국제경쟁력이 취약하다. 이러한 취약성을 유발시키는 가장 큰 요인으로는 선박확보와 관련하여 부채의존도가 지나치게 높아 재무구조가 취약하고 금융비용이 과다하다는 점이다. 즉, 선박취득자금 대부분이 장기성 외화차입금으로 이루어지는 해운기업들이 과거 외환 위기와 현재의 글로벌 경제의 어려움으로 막대한 외화환산손실의 발생과 수출의 어려움은 결국 해운기업의 경쟁력 약화의 주요인이 되고있다. 그리고 해운시장의 특성과 부채비율 감축에 따른 선박구조조정에 대한 대응책으로 위험이 큰 용선활동이 증가하는 등 최근의 글로벌 환경변화로 인하여 경영위험이 상대적으로 커지면서 해운기업에게도 새로운 변화를 요구받고 있다.

또한 우리나라의 화폐가치 불안정은 외환차손과 환산손실이 당기순이익에 영향을 미쳐 영업 손익이 양호한 외항선사 해운기업의 성과가 불량한 기업으로 평가

---

2) 이광수(2003).

되어 외항선사의 대외신용능력과 신인도를 저하시켜 자금조달과 영업활동에 막대한 지장을 초래할 수가 있다. 따라서 본 논문의 연구목적은 우리나라 해운기업은 영업의 특성이나, 자금조달방면에서 일반기업과 상이한 점이 많기 때문에 해운기업의 자본조달방법 중 자본조달순위이론에 대해 살펴보기로 한다.

## 제2절 연구의 범위 및 방법

본 연구는 국내 해운기업 자본조달 행태를 연구하기 위해 다음과 같은 방법들을 활용하기로 한다. 선행연구문헌과 자료들을 분석하여 서술하는 문헌연구법 및 실증연구 방법으로 연구하였다. 먼저, 해운기업의 자본조달과 관련 있는 기존 연구논문과 자료 및 연구소, 관련협회, 정부의 정책자료, 통계자료 등을 분석 참조하였다. 본 연구를 위한 실증분석에서는 국내선사 중 외항화물운송업을 영위하며, 2003년부터 2012년까지 10개년간의 자료를 확보할 수 있는 기업을 대상으로 하여 분석을 실시하였다. 표본은 선주협회에 등록된 선사 중 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 2003년부터 2012년 동안의 자료를 획득할 수 있는 38개 선사의 장부 가치를 이용하여 분석하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 1장은 서론으로서 연구동기와 연구목적, 연구방법과 연구범위, 이론적 배경을 서술하였다. 제 2장은 본 논문의 이론적 배경과 선행연구에 대해서 살펴보고, 제 3장은 우리나라의 해운산업 및 해운기업의 특성에 대해 살펴보았다. 제 4장은 실증분석 모형과 이에 따른 결과를 설명하고, 마지막 제 5장은 결과를 요약하고 본 논문의 시사점과 한계를 통해 향후 연구 방향에 대한 논의를 도모하고자 한다.

## 제2장 기업 자본조달에 관한 연구

### 제1절 이론적 배경

자본구조이론은 자본 조달의 결과로 나타난 자본구조가 기업 가치에 영향을 미칠 것인가 또 영향을 미친다면 기업 가치를 극대화할 수 있는 최적자본구조가 존재할 것인가를 중심으로 발전되어 왔다. 전통적인 기업의 자본구조 이론에 있어서는 부채 비용이 자기자본 비용보다 낮은 반면 부채를 사용하여 발생하는 재무 위험은 처음에는 완만하게 증가하다가 일정 수준을 지나면 급격히 높아지므로 이러한 이익과 위험의 베타 관계에 따라 부채를 적절히 사용함으로써 기업 가치를 극대화시킬 수 있는 부채비율이 존재한다고 믿어 왔다. 그러나 1958년 Modigliani 와 Miller 에 의해서 자본구조가 기업 가치에 영향을 미칠 수 없다고 하면서 자본구조 논쟁이 시작되었다.

MM(Modigliani & Miller, 1958)<sup>3)</sup>은 무관련 이론(irrelevency theorem)을 통해 재무구조가 기업가치와 무관함을 주장하였다. 그 후 연구들은 MM의 완전 자본시장 조건을 완화하면서 현실의 다양한 모습을 반영하는 방향으로 발전하였다. 우선 법인세 및 개인소득세 등 부채관련 이득이 발생하는 경우, 파산비용 및 대리인 비용 등 부채관련 비용이 발생하는 경우, 정보비대칭을 해소하는 과정에서 발생하는 이득과 비용 등과 같이 엄격한 가정들이 완화되는 경우 재무구조가 기업가치와 관련을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 기존의 다양한 연구들을 종합하여 부채와 관련된 총 이득과 총 비용을 절충하여 기업의 가치가 극대화되는 지점에서 최적자본구조가 결정된다는 정태적 절충이론(static tradeoff theory)이 성립되었다. 반면 최적자본구조의 존재 유무와 자본조달의 현실성에 대한 상이한 접근을 바탕으로

---

3) Modigliani & Miller(1958).

하며 정보비대칭이론을 통해 기업의 자본조달행동을 설명하는 자본조달순서이론(pecking order theory)이 대립이론으로 자리잡게 되었다.<sup>4)</sup>

2차 세계대전 이후의 재무이론은 주로 현금흐름의 가치에 대한 세금과 위험의 효과에 관심이 집중되었다. 그러던 중 Donaldson(1961)<sup>5)</sup>이 대기업을 재무관습에 관한 연구논문을 발표하면서 자본조달순위이론을 주장하였다. 그는 "경영진은 필요자금에 대하여 때때로 발생하는 자금수요 팽창의 경우를 제외하고는 새로운 자금의 원천으로서 외부자금(external fund)보다 내부자금(internal fund)을 강하게 선호하였다."고 하였다. Myers & Majluf(1984)는 Donaldson의 이론을 보완한 수정된 자본조달순서이론을 발표하였다. 이들의 자금조달순서모형에서는 최적부채비율을 전제로 하고 있지 않으며 대신 정보의 비대칭효과와 신호가설효과 때문에 외부로부터 자금을 조달하거나 기업이 재무계획을 세울 때 외부자본 보다는 내부 자본을 선호하고 다음으로 부채 그리고 보통주 발행의 순서에 따르는 계층이 있다고 한다.

즉, 지금까지의 재무관리이론이 가정하고 있는 것은 경영자가 가지고 있는 모든 정보를 자본시장의 투자자들도 함께 갖고 있는 상황, 즉 정보의 보유에 있어 경영자와 투자자들이 대칭적 관계에 있는 상황이었다. 그러나 현실적으로 경영자는 기업의 미래성과에 대하여 충분한 정보를 갖고 있지만 자본시장의 투자자(주주)들은 그렇지 못하기 때문에, 경영자와 투자자 사이에도 정보비대칭이 존재한다. 정보비대칭하에서의 자본구조이론으로서 Ross(1977)의 신호이론과 Myers & Majluf(1984)의 자본조달순위이론이 있다. 두 이론 중 자본조달순위이론은 Myers & Majluf는 기업이 보유하고 있는 유리한 투자기회에 관하여 경영자와 투자자들 사이에 정보비대칭이 존재하는 경우, 기업은 일정한 우선순위에 실제의 자본조달

---

4) 전효찬(2003).

5) Donaldson(1961).

원천의 선택이 이루어진다고 주장한다. 이러한 Myers & Majluf의 이론을 자본조달순위이론이라고 한다.

Myers & Majluf의 자본조달순위이론에서도 정보비대칭이 존재한다고 가정하고 있다. 즉, 경영자는 기업이 유리한 투자기회를 갖고 있다는 것을 알고 있고, 투자자들은 그 정보를 모르고 있으므로 자본시장의 주가는 유리한 투자기회에 관한 정보를 반영하고 있지 못하다.

이런 경우 기존주주의 부를 극대화하기 위해서는 필요한 투자자금을 신주발행으로 조달하기보다는 내부금융 또는 부채에 의해 조달하는 것이 더 유리하다. 왜냐하면 신주를 발행할 경우 유리한 투자기회로부터 얻게 될 기업가치 증가분을 기존 의 구주주가 모두 갖게 되기 때문이다. 그리고 내부금융과 부채 중에서는 내부금융이 적은 조달비용을 필요로 하기 때문에 부채보다는 내부금융이 선호된다.

이 자본조달순위이론에 의하면 목표자본구조는 존재할 수 없다. 왜냐하면 자기자본의 한 가지 형태인 내부자기자본(내부금융)은 조달순위의 맨 앞에 있고, 자기자본의 다른 한 가지 형태인 외부자기자본(신주발행)은 조달순위의 맨 마지막에 있으므로 부채와 자기자본의 구성비를 결정한다는 것은 무의미한 일이기 때문이다.

우리나라에서는 주주들이 신주를 우선적으로 청약할 수 있는 권리, 즉 신주인수권을 갖고 있다. 이 경우 투자자금을 신주발행에 의해 조달하고 이 신주를 구주주가 모두 인수할 경우 유리한 투자기회로부터 얻어지는 모든 기업가치 증가분이 주주에게 귀속된다. 따라서 신주의 발행비용이 무시된다면, 위에서 설명한 자본조달순위이론에서 신주발행은 내부금융과 동일한 우선순위를 갖게 된다.<sup>6)</sup>

---

6) 김대호, 오세경, 장국현, 최병욱(2011).



## 제2절 선행연구

### 2.1 국내문헌

자본조달에 관련하여 국내에서 진행된 연구는 적지 않다. 자금부족과 관련한 국내연구로는 이원흠,이한득,박상수(2001), 윤순석(2003), 광세영(2004), 구본일,엄영호,전효찬(2008)의 연구 등이 있다. 1980년대 이후 우리나라의 자본구조와 조달행동과 관련한 연구에서 김규형(1993)은 자금구조와 운용구조를 분리하여 현금흐름과 자본조달 사이의 상관관계를 실증 분석하였다. 김주성(1997)은 자금조달순서이론과 맥을 같이 하는 재무제약설(Fazzari, Hubbard & Petersen, 1988)을 검증하였다.

신민식(1989)은 우리나라 상장기업을 대상으로 자본구조결정에 영향을 미칠 것으로 생각되는 요인을 전통적 요인과 대리인 문제 및 비대칭성 정보와 관련된 요인으로 분류한 뒤 이를 설명변수로 사용하여 우리나라 상장기업의 자본구조를 어느 정도 설명할 수 있는지 밝히기 위하여 실증분석을 하였다. 먼저 전통적 요인으로는 MM의 무관론이론 이후 세금을 고려한 자본구조이론, 파산비용이론, 파산비용이론 등에서 주장되어온 자본구조결정요인 중에서 설명변수로 사용가능한 기업 규모, 자산의 담보가치, 경영위험, 세금, 비채무성 감세효과 등 5가지로 확인하고, 대리인 문제 및 정보불균형과 관련된 요인으로는 성장기회, 내부주주의 지분율, 내부주주의 수 등 3가지를 확인하였다.

광세영, 한광환(1999)은 자본조달순서이론이 자본조달 행동을 설명하는지 또는 장기재무목표에 대한 부분조정이 기업의 자본조달 행동을 더욱 잘 설명하는지를 검증하기 위해서 전체방정식을 추정하여 3단계 최소자승법을 실시하였다. 국내기업들의 자본조달행동은 어느 하나만으로는 완전히 설명될 수 없으며 이들이 상호 보완적으로 설명되고 있다. 즉, 국내기업들은 보통주를 제외한 자본원천의 목표자본구조를 유지하기 위해서 부분조정이론을 지지하며, 추가적인 자본조달이 요구될

때는 Myers & Majluf(1984)의 자본조달순서에 의해서 행동한다. 그리고 내부자금은 투자지출에 있어서 중요한 역할을 하고 있는 것으로 나타남에 따라 자본조달순위이론을 지지하고 있는 것으로 볼 수 있다.

김형철, 윤종인(1999)의 자금조달순서이론과 대리인비용의 역할을 비교하여 연구하였다. 이는 Myers & Majluf(1984)의 자금조달순서모형과 Jensen & Meckling(1976)의 대리인비용의 모형의 타당성을 검증한 것으로 1991년부터 1996년까지의 상장기업을 규모별, 상장년도, 배당성향에 따라 패널회귀분석을 하였다.

이원흠, 이한득, 박상수(2001)는 IMF 외환위기 시점을 전후하여 60대 대기업집단의 자본조달 형태변화와 부채비율을 분석하였다. 기업이 자본조달 시 자금조달순서이론을 따르는지 아니면 상충이론을 따르는지를 검증한 것으로 Myer(1999)와 Fama & French(2000)의 최근 모형에 따라 목표 부채비율 조정속도 모형과 비교하여 자금조달순서가설을 검증하려 하였다. 분석결과 자금소요액에 대한 부채조달원천으로 단기차입, 장기차입, 회사채가 모두 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타내어 자본조달순위이론을 지지하고 있는 것으로 보고하고 있다.

윤순석(2003)은 Shyam-Sunder & Myers의 모형에서 자금부족분 외에 투자 현금유입과 주식발행을 통한 현금유입을 함께 고려한 모형으로 자본조달순서이론을 검증하였다. 1995년부터 2000년까지의 우리나라 제조기업을 대상으로 분석, 대부분의 자금수요는 투자현금 유입으로 가장 많이 충당되며 나머지를 영업활동으로부터의 현금흐름, 재무활동으로 인한 현금흐름을 통해 충당하는 것으로 나타났다. 따라서 자금부족분을 주로 부채를 통해 조달한다는 자본조달순서이론으로 설명하기 어렵다고 분석하였다.

전효찬(2003)은 실제로 기업의 자본조달 행위를 보면 정태적 절충이론과 자본조달순서이론이 양립할 수 있는 여건이 있다 라고 하며 어느 한 쪽이 맞고 틀리는가를 규명하기 보다는 어느 쪽이 어떤 환경에서 더 설명력이 높은가를 규명하였다.

곽세영(2004)은 1981년부터 2002년까지 우리나라 상장 제조업의 패널자료를 이용하여 분석한 결과 현금흐름의 회귀계수가 일관성 있게 음(-)의 부호를 나타냈는데 이것은 우리나라 기업들이 대체로 자본조달순위이론과 같은 형태로 자본을 조달하는 것으로 해석된다. 총자산 수익률변수도 자본조달순위이론을 지지하는 결과를 보여주었으며 외환위기이전과 이후의 차이는 크지 않은 것으로 나타났다.

김석진, 박민규(2005)는 Frand & Goyal(2003) 모형을 사용하여 자본조달순위이론은 검증하였다. 분석결과 기업의 재무적 자금부족이 자본구조 변화를 설명하는 주요 요인임을 확인 하였으나 기존의 전통적 변수들의 효과를 지배할 만큼 크지는 않아 자본조달순서이론이 지배되지 않는다고 주장하였다.

곽세영(2006)은 한국 유가증권시장에 상장된 제조기업을 대상으로 자본조달순위이론을 실증적 검정을 하였다. 설정변수로 기업의 자금부족과 부채비율과의 관계를 분석한 결과 자본조달순위이론이 지지되는 결과를 얻기 못하였으며, 통제변수에 유형자산, 기업규모, 수익성 등 전통적인 자본구조영향요인 변수들을 포함시켜 분석한 결과, 정보비대칭이론에 의한 설명이 적합한 것으로 해석되었다.

손승태, 이운구(2007)는 코스닥 기업의 자본구조 결정요인을 연구하기 위해 정태적 모형과 동태적 모형을 이용하였다. 기업의 수익성과 레버리지, 유동성과 레버리지는 음(-)의 유의적인 관계가 존재하여 정보비대칭으로 인해 경영자는 자본비용이 낮은 내부자금조달을 선호한다는 자본조달순위이론과 부합하였다. 기업규모와 레버리지는 양(+)의 관계가 존재하여 대기업은 소기업보다 과산비용이 상대적으로 낮아 부채발행을 증가시킨다는 절충이론의 내용과 부합하는 것으로 해석 되었다.

구본일, 엄영호, 전효찬(2008)의 연구에서는 기업의 부채비율 결정을 설명하는 두 이론인 상충이론과 자본조달순서이론 가운데 어떤 이론이 우리나라 기업의 행태를 더 잘 설명할 수 있는지를 검증하였다. 1989년부터 2004년까지 16년간 금융업을 제외한 전 업종에 상장된 기업을 대상으로 분석하여 기업의 부채비율에 영향

을 주는 자산 유형성, 기업규모, 성장성 등 기업 특성 변수들이 모두 상충이론을 지지하는 것으로 나타났으며 수익성이 높을수록 부채비율이 낮아지는 현상은 자본조달순서이론을 따르는 것으로 분석하였다. 그러나 최근에는 부채비율의 조정비용 때문에 상충이론이 지지되는 경우에도 이러한 현상이 나타날 있다는 한계가 존재한다고 분석하였다.

김성태, 남수현, 홍재범(2012)는 1992년부터 2007년까지 공인회계사로부터 외부감사를 받은 기업들중, 수산업에 해당하는 기업을 연구표본으로 하였다. 자금부족분과 레버리지의 변화만을 대상으로 분석한 결과를 살펴보면, 자금부족분 변수는 레버리지의 변화를 나타내는 종속변수에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 IMF의 전후로 구분된 하위분석 기간에서도 일관되게 유의하다. 이러한 결과는 수산업의 경우 자본구조결정이론으로서 자본조달순서이론이 매우 유력한 이론임을 지지한다.

박정주(2012)는 2001년부터 2010년의 표본기간 동안 상장된 제조업을 대상으로 Shyam-Sunder & Myers(1999) 그리고 Frank & Goyal(2003)의 목표조정모델과 자본조달순위모델에 기초하여 분석하였다. Shyam-Sunder & Myers(1999)의 모형을 통해 분석한 결과, 목표 조정계수는 0과 1 사이에 값을 가지며 설명력이 높고 유의한 변수인 반면에 자금 부족분 계수는 0에 가까워 자본조달이론을 지지하기에는 작은 값을 가졌다. 또한 Frank & Goyal(2003)의 방법론을 사용하여 실증분석한 결과 자본조달순위이론은 지지되지 않았다.

정민규, 김동욱, 김병곤(2013)은 2001년부터 2011년까지 재벌기업 1,051개, 비재벌기업 3,354개의 기업들이 자본조달순위이론이 성립하는가를 검증하고, 한국 재벌기업이 자본조달순위이론을 따른다면 정보비대칭이 수준에 따라 자본조달순위이론에 대한 순응도가 달라지는가를 분석하였다. 결과 기업의 규모가 크고 시장의 감시에 더 많이 노출되는 재벌기업의 경우에는 자본조달순위이론에 따라 자금조달의사결정이 이루어지지만 자본조달순위이론에 대한 순응도는 낮았다. 반면 정보비

대칭의 정도가 높은 비재벌기업은 정보비대칭문제가 자본구조를 결정하는 중요 영향요인으로 작용하고 자본조달순위이론의 순응도는 정보비대칭의 정도에 따라 달라진다는 것을 알 수 있다.

<표 2-1> 자본조달순위이론과 관련된 국내연구

연구자	연구내용
곽세영,한광환(1999)	자본조달순서이론이 자본조달행동을 설명하는지 또는 장기재무목표에 대한 부분조정이 기업이 자본조달 행동을 더욱 잘 설명하는지를 검증하기 위해서 전체방정식을 추정하여 3단계 최소자승법을 실시하였다.
이원흠,이한득,박상수(2001)	기업이 자본조달 시 자금조달순서이론을 따르는지 아니면 상충이론을 따르는지를 검증한 것으로 Myer(1999)와 Fama-French(2000)의 최근 모형에 따라 목표 부채비율 조정속도 모형과 비교하여 자금조달순서가설을 검증하려 하였다.
윤순석(2003)	Shyam-Sunderand Myers의 모형에서 자금부족분 외에 투자 현금유입과 주식발행을 통한 현금유입을 함께 고려한 모형으로 자본조달순서이론을 검증하였다.
곽세영(2004)	1981년부터 2002년까지 우리나라 상장 제조업의 자본조달 형태를 외환위기를 기준으로 구분하여 분석함으로써 자본조달순위이론의 타당성 여부를 탐색하였다.
구본일,엄영호,전효찬(2008)	1989년부터 2004년까지 16년간 금융업을 제외한 전 업종에 상장된 기업을 대상으로 상충이론과 자본조달순서이론 가운데 어떤 이론이 우리나라 기업의 행태를 더 잘 설명할 수 있는지를 검증하였다.

<p>김성태, 남수현, 홍재범 (2012)</p>	<p>1992년부터 2007년까지 수산업에 해당하는 기업을 연구표본으로 하여, 자금부족분과 레버리지의 변화만을 대상으로 분석하여 자본구조결정이론으로 자본조달순위이론의 타당성 여부를 탐색하였다.</p>
<p>박정주(2012)</p>	<p>2001년부터 2010년의 표본기간 동안 상장된 제조업을 대상으로 Shyam-Sunder &amp; Myers(1999) 그리고 Frank &amp; Goyal(2003)의 목표조정모델과 자본조달순위모델에 기초하여 분석하였다.</p>
<p>정민규, 김동욱, 김병곤 (2013)</p>	<p>2001년부터 2011년까지 재벌기업 1,051개, 비재벌기업 3,354개의 기업들이 자본조달순위이론이 성립하는가를 검증하고, 한국 재벌기업이 자본조달순위이론을 따른다면 정보비대칭이 수준에 따라 자본조달순위이론에 대한 순응도가 달라지는가를 분석하였다.</p>

## 2.2 외국문헌

자본조달순위이론(pecking order theory)에 관한 선행연구는 최적부채비율을 가정해 오던 상충이론(trade off theory)의 연구결과와는 다르게 그 가정을 부인하면서 다르게 해석해 볼 수 있는 상반된 연구가 행해졌는데 Myer(1984)에 의해 처음으로 시작되었다. Myer(1984)는 자기자본 또는 부채 감소에 대한 가치 평가에서 부정적인 효과를 보인 것은 상충이론을 지지하지 않는다는 의미이다.

특히 Titman & Wessels(1988)에 의하면 자본구조와 관련된 기존의 실증연구에서 채택한 접근방법들을 살펴 본 결과, 모형의 설명변수로서 관찰 불가능한 기업의 속성을 고려해야 하는데도 불구하고 단지 그 속성의 대용변수를 가지고 회귀방정식을 추정하는데 그침으로써 다음과 같은 문제가 발생한다고 지적하였다. 그는

여러 한계점을 극복하기 위하여 독립변수로는 시장성, 고유성, 비부채성 감세효과, 자산구성, 수익성, 이익의 변동성, 자산분류 등이 있다. 연구결과 비부채성 감세효과, 자산구성, 이익변동성을 나타내는 속성들은 레버리지와 관계가 없는 것으로 나타났다으며, 시장가치를 기준으로 한 추정모델에서는 고유성, 규모, 수익성, 자산분류 속성이 통계적으로 유의한 설명을 하고 있으며, 규모 속성만이 어느 정도 설명력을 갖는 결과를 얻었다. 이러한 실증적 연구들은 간혹 목표부채비율을 전제로 하는 경우도 있었지만 거의 상충이론과는 배타적으로 이루어진다.

Myer & Majluf(1984)의 자금조달순서모형에서 자본조달순위 이론의 핵심은 최적부채비율이 존재하지 않고 절세효과와 파산위험에 대한 비용감소의 효과는 이차적이라고 하였다. 즉 부채비율은 내부현금흐름, 배당금, 실제 투자비용 사이에 불균형이 일어났을 때 변화하게 되는 것으로 외부로부터의 자본유입이 필요할 때 일어나는 것이지 목표 부채를 지닌 자본구조에 도달하기 위한 것이 아니라고 주장한다.

이러한 자금조달순서모형을 실증 검증한 연구로는 Narayanan(1988), Baskin(1989) 등의 연구가 있다. 결과적으로 기업의 레버리지는 상충이론 모델의 비용과 이익에 의해 결정되는 것이 아니라 기업의 순현금 흐름에 의해 결정된다고 한다. 이 이론을 기초로 Hoshi et al(1991)는 정보의 비대칭효과로 인하여 외부의 자기자본조달 문제로 생기는 유동성제약을 연구하였다.

또한 Shyam-Sunder & Myers(1999)는 자본구조조달에 관한 일반적인 모형을 만들거나 테스트하려는 시도는 아니나 이 두 개의 서로 상반되는 광범위한 이론을 단순한 식으로 증명하고자 시도하였다. 즉 자금조달순서이론 가설과 목표부채비율 조정속도 모형을 검증하였다. 자본조달순위이론 가설을 검증하기 위하여 현금과 부족이 부채에 의하여 조달되는지의 여부를 회귀식으로 실증 분석하였으며, 목표부채비율 조정속도 가설은 목표부채비율로 회귀하는 경향이 얼마나 강력한지의 여

부를 다른 두 번째 회귀식을 이용하여 검증하였다. 그리고 두 모형의 적합성을 비교하기 위해 각 식의 독립변수를 동시에 회귀분석하기도 하였다. 그 결과 이 두 모형 다 기업의 자본조달을 설명하는 이론이지만 두 모형을 함께 추정해 본 결과에서 자금조달순서 모형의 추정계수에는 변화가 없었고 목표부채비율 조정속도 모형에서는 통계적 유의성은 유지되었으나 추정계수가 현저하게 떨어진 것을 발견하였다. 또한 단기적으로 예상치 못한 현금소요액 증가는 부채를 통해 조달하는 것으로 나타나 전반적으로 목표부채비율 조정속도 모형보다는 자금조달순서 모형이 기업들의 자본조달 형태나 레버리지 결정을 설명하는데 신뢰성이 더 높다는 결론을 내리고 있다. 특히 이들의 논문에서는 이 자본조달순위 이론을 검증한 식은 단순함에도 불구하고 통계적으로 매우 높은 의미가 있다.

Fama & French(2000)의 자본조달순위 이론을 목표부채비율 조정 모형과 비교하여 실증분석 하였다. 이는 부채비율의 결정형태를 나타내는 레버리지 결정식과 레버리지 조정식의 두가지 모형식을 이용하여 실증 분석한 것이 특색이다. Fama & French는 첫째 단계에서는 부채비율을 결정하는데 장기적으로 영향을 주는 여러 결정변수들과 자금조달이 상충이론가설을 따르는지 자금조달순서가설을 따르는지를 검증한다. 그리고 이에 그치지 않고 목표부채비율 조정모형을 검증하게 되는데 또 다른 식을 이용하여 레버리지를 예측한 다음에 이를 최적레버리지라고 상정하여 놓고 처음 회귀식에 추정된 부채비율(목표부채비율로 가정)로 다시 회귀하는지의 여부를 봄으로써 검증하였다. 결과 수익성이 높은 기업이 낮은 부채비율을 갖으며, 많은 투자기회를 가지고 있는 기업이 낮은 부채비율을 갖는다는 결과를 바탕으로 자금조달순서가설을 지지하고 있다. 반면 목표부채비율 조정속도 모형에서 예측하는 바와 같이 레버리지가 평균회귀현상을 보이고 있지만, 회귀하는 속도가 매우 느리기 때문에 결정적으로 지지할 만한 결과를 얻지 못하였다고 보고하고 있다. 더욱이 단기적인 투자변동이나 이익 변동의 추정계수가 통계적으로 유의하



다는 결과는 자본조달순위가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

반면 상충이론과 최적 자본 구조를 뒷받침하는 많은 연구들이 있는데 Schwartz & Aronson(1967)는 최적비율로 해석될 수 있는 증거로서 부채비율에 대한 산업효과를 보이고 있고, Long & Malitz(1985)는 레버리지비율이 무형자산의 대응치로 사용될 수 있는 연구개발비와 음(-)의 상관관계를 가진다는 것을 보인바 있으며 Smith & Watts(1992) 또한 성장기회와 부채비율 사이에서 음의 상관관계를 증명하는 바 있다. 이러한 연구들의 결론은 전자기기회사의 시장가치에서 세금절세효과를 검증한 Miller & Modigliani(1966)의 연구와 일치하는 것이었다.

Marsh(1982)는 로짓모델(logit model)을 이용하여 설명하고 있는데 분석기간 동안의 부채비율의 평균을 측정하여 기업들의 부채비율이 평균으로부터 괴리된 정도에 따라서 부채와 자기자본을 결정한다는 증거를 보여주기도 하였다. Marsh는 자기자본과 장기부채 사이의 선택과정을 영국기업 대상으로 연구하였다. 기업은 자본조달의 원천을 그 기업의 현재부채비율과 목표부채비율 사이의 차이를 고려하여 목표부채비율은 관측이 불가능하므로 그 결정요인이 무엇인가 하는 것과 목표부채 비율이 파산위험과 세금과 어떤 함수관계에 있는지를 살펴보기 위함이다. 1959년부터 1970년 사이의 표본을 수집하여 분석하였고, 1971년부터 1974년 사이의 증권 발행에서 예비표본을 수집하여 모델의 예측능력을 검증하였다. 모델의 설명변수를 세 그룹(현재의 물가수준과 목표부채수준과의 차이, 최적자본구조에 영향을 미치는 변수로서 기업규모, 경영위험, 자산구성, 발행 시기 변수와 시장상황 변수)으로 분류하였는데 연구결과 현재 부채수준이 높으나, 장기목표수준보다 낮은 기업에서는 사채를 발행하는 경향이 높았으며, 소규모이며 고정자산비율이 낮고 파산위험이 높은 기업, 주가가 상승한 기업은 주식발행을 선호하는 것으로 나타났다.

Bradley, Jarrell, Kim(1984)은 기존의 자본구조이론을 종합하여 부채의 법인세

절감효과와 부채관련비용(과산비용, 부채의 대리인비용, 비부채성 감세액의 손실) 사이의 배타적 관계로 인해 기업의 최적자본구조가 존재함을 이론적으로 보여줌과 동시에 최적 자본구조 존재여부에 대한 실증분석을 하였다. 검증결과 기업가치의 변동성 및 대리인 비용은 부채비율과 음(-)의 관계가 있음이 나타났고, 비부채성 세금공제의 경우 부채비율과 음의 관계를 예상했으나 반대의 결과를 보여 주었다. 이는 모델선전상의 잘못으로 해석하고 있다. 이들은 모두 기업의 자본구조에 있어 목표부채비율이 있다는 가정을 전제로 한 것이며, 나아가 기업들은 자본을 조달할 때 목표부채 비율을 향하여 조정해나가는 방향으로 하고 있다는 결과를 보여주는 것이었다.

<표 2-2> 자본조달순위이론과 관련된 해외연구

연구자	연구내용
Nara yanan(1988)	부채가 비록 위험부채라 하더라도, 위험부채의 발행은 항상 보통주를 발행하는 것보다 유리하다는 것을 주장함으로써 자본조달순위이론이 지지되는 결과를 보고하였다.
Shyam-Sunder, Myers(1999)	1971년부터 1889년 사이의 157개 기업의 자료를 이용하여 정태적 상층이론과 자본조달순위이론의 설명능력을 비교하였다.
Fama, French(2000)	1965년부터 1999년 사이의 자료를 이용하여 정태적 상층이론과 자본조달순위이론을 배당과 부채규모와 관련해 실증적으로 비교하였다.
Frank, Goyal(2003)	1971년부터 1998년 사이의 768개 미국기업의 자료를 이용하여 Shyam-Sunder & Myers(1999)와 비슷한 방법으로 분석한 결과 자기자본의 순증가가 부채의 순증가보다 기업의 자금부족을 더 잘 설명하는 것으로 자본조달순위이론이 지지되지 않는 결과를 보고하였다.

Lemmon, Zender (2004)	Frank & Goyal(2003)의 추론에 대해 반박하는 연구결과를 제시하며 재무적 곤경비용(financial distress cost)을 고려한 상황에서 자본조달순위이론이 지지되는 결과를 제시하였다.
Sakai(2010)	1964년부터 2005년까지 일본 기업을 대상으로 Shyam-Sunder & Myers(1999)의 모형을 사용하여 자본조달순위이론이 자본구조 결정 요인의 대부분을 설명할 수 있음을 발견하였다. 또한 회귀분석을 통해 대부분의 일본 기업은 명확하게 자본조달 예측과 부합함을 밝혔다.



## 제3장 한국 해운산업 및 해운기업의 특성

### 제1절 한국 해운산업의 특성

#### 1.1 해운산업의 개념

한국의 GDP 약 4%를 점하고 있는 해운산업은 국제경쟁에서 살아남고 발전하기 위한 전략이 시급히 필요한 시점에 와 있다. 우리나라는 수출 주도형 경제발전을 추진해왔고, 해운은 수출입화물의 대략 99.7%의 수송을 담당해 오고 있기 때문에 전략의 필요성이 더욱 절실하다고 하겠다.

보편적으로 해운(shipping, sea transport, ocean transportation)이란 해상에서 선박을 이용하여 인간 및 재화의 장소적 이동을 목적으로 하는 해상서비스의 생산 활동을 말한다. 선박을 고정적 설비로 인식하여 선박의 장소적 이동에 의거 해운 서비스를 생산하고 이 운송서비스를 타인(수요자)에게 제공하여 운임을 획득하는 상행위라 할 수 있다. 해운의 기본적인 기능은 재화의 장소적 효용을 창출하는 것이다. 해운 산업은 일반적으로 해상에서 화물과 여객을 선박에 의해서 수송하는 해상 운송 사업 및 이와 관련된 해상 운송부대사업을 말하며 좁은 뜻과 큰 뜻으로 나누어 볼 수 있다.<sup>7)</sup>

넓은 뜻의 해운산업은 해상 화물 운송 주산업, 해운 중개업, 해운 대리점업, 선박 대여업, 선박 관리업 등을 포함하고 있다. 해운은 지역적, 국제적인 시장 창출, 확대의 기능을 가짐으로써 상품무역의 확대, 발전에 중요한 영향을 미치고 있는바, 해운발달에 의한 해상운송비용의 체감은 국제시장의 확대에 크게 공헌하였다.

---

7) 구임경(2008).

좁은 뜻의 해운산업은 선박 운항 사업만을 뜻하며, 활동 수역에 따라 내항 해운과 외항 해운으로 구분하는데, 내항 해운은 자국의 영해 및 내수 안에서 화물과 여객을 운송하는 해운을 말하며 외항 해운은 국제 항로에서 화물과 여객을 운송하는 해운을 말한다.

또한 국가 간의 경쟁을 유발하여 시장가격을 평준화시키기 때문에 운송의 안정성, 신속성, 정확성의 향상과 운송비의 저렴성은 상품의 유통을 촉진시키고 그 재고량을 감소시켜 유통자본의 회전율을 제고함은 물론 자원의 효율적인 배분에 큰 역할을 하고 있다. 해운은 생산 및 유통 양면에 걸쳐서 산업발달과 국민경제의 기초적 조건을 조성하는 기능을 담당, 국제적인 분업과 교환을 촉진하여 한 국가의 제반 경제활동을 원활하게 해주는 중요한 역할을 한다고 볼 수 있다.<sup>8)</sup>

특히 해운산업이 경제활동에서의 중요도는 직·간접적 측면에서도 고려되어야 한다. 즉 우리나라 해운산업은 해운서비스의 공급을 비롯하여 고용, 외화획득 등으로 경제활동에 직접적인 기여를 하면서 다른 관계 산업에 미치는 파급효과는 대단히 크다고 할 수 있다. 즉 해운산업이 제공하는 해운서비스는 국제교역이라는 경영활동의 촉진을 위하여 절대적인 투입강화서비스가 요구되면서 저렴하고 양질의 다양한 해운서비스의 공급은 국제교역을 촉진할 수 있게 할 것이다.

단, 해운서비스의 공급이 기대에 미치지 못하면 국제교역도 위축될 가능성이 있다. 선박 건조기술의 발전 등 기술혁신은 해운서비스의 가격을 인하시키고 이는 국제교역의 확대를 촉진시킨다고 볼 수 있으나, 최근 우리나라는 항만, 도로 등 사회간접자본의 상대적 부족으로 운송비용이 크게 증가하고 있어서 국제교역의 확대에 큰 장애요인이 되고 있다. 반면, 해운서비스는 선박의 투입이 요구되므로 선박 공급의 확대는 조선산업에 대한 해운업의 후방효과가 크다고 할 수 있다.

고용면에서도 해운산업의 비중은 비교적 낮은 수준을 나타내고 있는데 이러한

---

8) 조명덕(2006).

원인은 해운업의 자본집약적 특성에 기인한다. 이에 반해 해운업의 간접 고용효과는 아주 크다고 할 수 있는데, 이는 선박을 건조하는데 있어서 고용효과가 크기 때문이다.

## 1.2 한국 해운산업의 특성

보편적으로 해운산업은 본래 독특한 특징을 가지고 있고 산업자체의 구조적인 고유특징, 국제성, 자본집약성의 특징과 결부되어 수익성에 영향을 미치는 다양한 요인들이 해운산업의 주요 특징으로 볼 수 있다. 이와 관련된 내용을 요약하면 아래와 같다.<sup>9)</sup>

첫째, 해운산업은 자체적으로 독특한 경제구조를 가지고 있다. 이는 해운산업에 있어서 수요와 공급의 원칙이 세계 경기와 연동된 해상물동량, 선사들이 보유한 선복량 그리고 이 두 요인에 의한 해상운임에 의해 발생되기 때문이다. 여기서 수요요인으로는 해상물동량 창출 요인인 국내의 경제성장이 공급요인으로 조선업과 결부된 선복량 또는 유희선복, 가격(운임)요인으로는 용선 또는 구매와 같은 선박 조달, 운항 및 대선(용선)과 같은 선복운용이 함께 매트릭스 형태로 움직인다. 세계 경기의 회복으로 인한 해상물동량의 증가는 단기적으로 선사들의 경영실적 증가를 유발함과 동시에 장기적으로는 선복량의 증가로 이어지고, 결국 운임의 하락을 유발하여 선사들의 선복확보 기간이 긴 특징으로 인해 해상물동량의 증가가 유희 선복을 가지고 있지 않는 한 수익의 증가로 직결되지 않으며, 경기가 하락하더라도 거대 자본이 투하되어 확보되고 주요 영업 창출 수단인 선박을 쉽게 폐선 할 수도 없다. 이러한 메커니즘 속에서 해상물동량, 선복량, 운임시황이 해운선사가 직면하는 가장 주요한 경영환경요소들로 작용하고 있는 것이다.

---

9) 이성윤(2011).

둘째, 해운산업의 국제성<sup>10)</sup>은 선박을 이용하여 국제운송서비스를 제공하는 특징이 있다. 이러한 특징에 의해 해운선사들이 직면하게 되는 시장은 전 세계를 단일 시장으로 하는 완전경쟁시장 하에 놓이게 된다. 산업혁명 이후 자본주의 경제체제로 발전하면서 해운업에도 자유경쟁을 원칙으로 받아들이는 “해운자유의 원칙”이 도입되었으며, 오늘날까지 해운자유의 원칙은 국제해운을 규율하는 규범으로서 기능을 해오고 있다. 하지만, 해운자유의 원칙이 도입된 이후에도 미국이 국방상의 이유를 내세운 해운보호정책, 세계 2차 대전 후 개발도상국들의 경쟁력 상의 격차를 이유로 한 자국선 보호정책, 그리고 시장안정의 중요성을 이유로 한 선진국 선사들의 해운동맹을 통한 시장의 과점 등 해운시장이 국제적으로 완전한 단일시장으로 성장하기에는 그 한계성이 내포되어 있었다. 그러나 세계 경제시장의 단일화 즉, 경제동맹, WTO 체제출범 등과 더불어, 해운시장에 등장하게 된 편의치적선제도에 의해 국적외항선사의 다국적화가 급속하게 진전되고, 선박의 확보에 따른 외국자본의 도입, 제3국적 등록, 외국선원승선, 외국적 보험가입 등이 세계 해운산업의 국제성을 보다 강화하고 있는 요인으로 작용함으로써 오늘날 해운산업의 국제성은 많이 높아지고 있다.

셋째, 국적외항선사의 주요 영업수단인 선박은 그 확보에 있어 거대 자본을 필요로 하고 있다. 이는 결국 자기자본보다는 타인자본에 대한 의존도를 높여주고, 나아가 선박을 확보하기 위한 다양한 방법들이 필요하게 되었다. 타인자본에 대한 높은 의존도는 높은 부채비율 즉, 장기부채에 대한 비율을 높여 재무구조의 건전성에 영향을 미칠 뿐만 아니라, 타인자본비용을 충분히 상쇄할 수 있는 영업이익을 창출할 필요성이 타 산업에 비해 높게 된다. 아울러 외국자본을 통한 선박확보가 주로 이루어짐에 따라 환율변동에 따른 위험 또한 부채관련 재무구조에 많은 영향을 미치게 된다. 이런 특징은 결국 선박을 확보하기 위한 다양한 수단, 즉 신

---

10) 이광수(2003).

조, 용선, 선박의 공동활용, 전략적 제휴 등과 같은 선박활용방안이 무엇보다 중요 시되는 특징이 있다.

넷째, 기타 특징으로는 선사의 수익성에 미치는 외부 영향요인들이 다양하다는 것이다. 이에에는 국제유가, 선박량 및 선박원가, 환율변동 등이 있다. 국제유가의 경우 선박운항의 주요 비용요인이 유류비인 점이 반영되어 유가의 급등과 하락은 선사의 수익에 직접적인 영향을 미치며, 선원비, 보험료 등과 같이 선박의 운항에 소요되는 고정비용 및 선박건조 원가 또한 폐선하기까지 장기간에 걸쳐 영향을 미치게 된다. 마지막으로 해운산업은 달러화를 기준으로 한 해외 현지 화폐로 거래되는 특징이 있어, 환율변동이 선사 재무제표와 손익계산서에 많은 영향을 미치고 있다.

### 1.3 한국 해운산업의 현황

우리나라는 대외 지향적 개방경제의 3면이 바다로 둘러 싸여있는 지정학적인 여건 등으로 수출입화물의 99.7%가 해상을 통해 수송된다. 그 기능이 수출입화물 수송에만 있는 것이 아니라 국민경제에 직접적으로 기여함은 물론 전후방 관련 산업의 발전에도 일익을 담당한다는 점에서 해운산업이 우리나라 경제에 시사하는 바가 크다고 볼 수 있다.

우리나라 총 상선대는 2012년 12월 1,608척, 79,704천 DWT로 세계 5위이다. 물론 4위인 독일에 비해 많은 차이는 나지만 2010년과 비교하였을 때 우리나라의 상선대규모는 꾸준히 성장을 지속하고 있다.<sup>11)</sup>

---

11) 이기환, 오학균, 신주선, 황두건(2011).



<표 3-1> 세계 10대 해운국 선박 보유량 현황

순 위	국 가	합 계	
		척수	천DWT
1	그리스	3,764	260,438
2	일본	4,108	229,942
3	중국	4,090	160,905
4	독일	4,027	130,979
5	한국	1,608 (2010년 1월 : 1,121)	79,704 (2010년 1월 : 44,360)
6	노르웨이	1,592	58,516
7	싱가포르	1,177	47,787
8	미국	982	46,963
9	대만	798	45,426
10	덴마크	959	42,208

자료 : 해양수산부 통계정보 중 e-나라지표, 2012. 12.(1,000G/T 이상 상선대)

또한 컨테이너 운영선사 순위를 살펴보면 세계 1위는 Maersk Line으로 총 2,585,198 TEU 선복량을 보유하고 있으며, 우리나라 국적 선사인 한진해운과 현대상선이 각각 선복량 643,439 TEU, 333,706 TEU로 세계 7위와 17위를 차지하고 있다.<sup>12)</sup>

12) 이기환, 오학균, 신주선, 황두건(2011).

<표 3-2> 컨테이너 선복량 기준 세계 주요선사 순위

순 위	선 사	척	TEU	점유율
1	Maersk Line	585	2,585,198	15.1
2	MSC	473	2,301,746	13.4
3	CMA/CGM	421	1,445,983	8.4
4	Evergreen Line	191	753,720	4.4
5	COSCO	161	729,541	4.3
6	Hapag-Lloyd	151	700,116	4.1
<b>7</b>	<b>Hanjin Shipping</b>	<b>118</b>	<b>643,439</b>	<b>3.8</b>
8	CSCL	145	606,180	3.5
9	APL	123	605,603	3.5
10	MOL	112	529,172	3.1
11	OOCL	98	477,492	2.8
12	NYK Line	100	431,082	2.5
13	Hamburg Sud.	100	410,583	2.4
14	Yang Ming Marine	85	372,662	2.2
15	K Line	70	357,364	2.1
16	ZIM Line	89	337,017	2.0
<b>17</b>	<b>Hyundai M.M.</b>	<b>55</b>	<b>333,706</b>	<b>1.9</b>
18	PIL	153	317,249	1.9
19	UASC	44	258,727	1.5
20	CSAV Group	53	253,838	1.5
21	Wan Hai Line	70	160,132	0.9
22	HDS Line	21	86,320	0.5
23	X-Press Feeders	54	71,820	0.4
24	Nile Dutch	31	68,176	0.4
25	SITC	64	67,227	0.4
상위 25사 계		3,567	14,904,093	87
세계 합계		4,850	16,296,437	-

자료 : AXS-Alphaliner, 2013. 5.

## 1.4 한국 해운산업의 문제점

해운산업은 국민소득증대, 고용증가, 고부가가치 창출, 국제교역촉진, 국제수지 개선 그리고 연관 산업의 성장 등을 가져옴으로써 국가경제발전에 큰 공헌을 하고 있다. 특히 한국은 대외 지향적 개방경제의 특성과 지정학적인 여건으로 인해 해운산업이 국민경제발전에 차지하는 부분이 상당히 크다. 앞서 살펴보았듯이 우리나라 해운산업은 최근 해운산업의 경영환경악화와 해외 선사들과의 경쟁심화에 따라 경영세계화의 압력을 받고 있다. 따라서 우리나라 해운산업의 문제점을 고찰해 봄으로써 정부와 민간부문에서의 해운산업 발전을 위한 다각적인 노력과 육성정책에 대해 하기와 같이 분석해보았다.

### ① 조세부담 및 선원비 부담 측면에서 경쟁력 약화

우리나라는 현재 편의치적제도를 허용하지 않아 저임금 외국선원을 고용한 편의치적선에 비해 2배 정도의 비용부담을 가지고 있다.

<표 3-3> 척당 비용부담 현황

	조세부담액	선원비부담액	계	비 고
한국	187천불	835천불	1022불	한국선원
리베리아	12천불	542천불	554불	필리핀선원승선
NIS	18천불	542천불	560불	필리핀선원승선

자료 : 「해운산업의 현황과 문제점」, 한국선주협회

### ② 국제선박등록제도의 도입효과 미흡

1998년 4월 국제선박등록법이 시행되어 국제선박에 지방세(취득세, 공동시설세 면제, 재산세 50%경감)를 감면하고 선박 양도차익의 80%를 손금산입 허용하고 과

세 이연하게 되었다. 그러나 이는 외국인선원고용을 6명으로 제한하고 세금부담이 과중되는 등 편의치적선에 비해 상대적으로 경쟁력 취약하다. 또한 국가필수 국제선박에 대한 손실보상금 제도가 있으나 선주를 위한 인센티브는 부족한 실정이다.

### ③ 산업구조의 불균형

국내해운산업의 선박보유구조를 살펴보면 소수의 대형선사와 다수의 소형선사가 양립하는 이중적인 구조이다. 2007년 기준으로 상위 5개 대형선사(현대상선, 한진해운, STX Pan Ocean, 대한해운, SK 해운)가 전체 선복량의 57%를 차지하여 이들에 대형선박이 집중되어 있다. 또한 2004년을 기준으로 선종을 살펴보면, 그 숫자에 있어서는 일반화물선이 가장 많지만 선복량에 있어서는 벌크선이 주도하고 있어 세계적 해운국들에 비해 다각화에 있어서 뒤처져 있다. 이렇게 사업영역이 편중되어 있는 관계로 국내해운산업은 해운시장의 불확실성에 대한 대비가 부족할 수밖에 없다.

### ④ 선원수급의 불안정

외항해운업계에서 고용하고 있는 선원 수는 지난 1980년대 후반부터 선원 지원자가 계속 감소하고 선원직 종사자의 이직이 확대되어 점차 감소하고 있다. 1991년부터 국내선원 구인난으로 외국인 선원을 고용해야 하는 선원 수요국으로 전락하게 됐는데 이에 따라 해기전송이 어렵고 유사시 국가전략물자의 수송을 외국인 선원에 의존할 수밖에 없다.

### ⑤ 국적선의 국내수송물량 감소

물량기준으로 국적선이 담당하고 있는 국내 수출입 물동량 수송 비율은 1990년 40%에서 1995년 23%로 그리고 2006년에는 18%로 빠르게 감소한 반면 외국 국적

선의 비중은 60%에서 82%로 증가하였다. 이는 국내 해운사들이 더 이상 국내 시장에 안주해서는 살아남을 수 없다는 것을 의미하며 본격적인 세계화에 나서지 않을 수 없는 새로운 과제에 직면하고 있다.

## 제2절 한국 해운기업의 특성과 자본비용조달

### 2.1 해운기업의 개념

해운기업이란 해상에서 선박을 운항함으로써, 해상운송용역을 생산하여 판매하고, 그 결과로서 운임을 획득함으로써 영리를 추구하는 기업인데, 그 주요 생산수단인 선박이 각각 개별적인 경제단위를 이루고 있다는 점에서, 다른 기업과 다른 속성을 지니고 있다. 즉 선박은 육상관리의 직접적인 통제권에서 멀리 떨어져, 세계의 바다에서 제각기 분산되어 독자적으로 항해를 수행하고, 다양한 국제해운시장에서 개별적인 영업활동을 전개하고 있다. 그러므로 해운경영은 해운기업 본사 및 지점 등 육상에서의 관리기능과 현장에서 생산을 담당하는 단위인 선박의 운항관리라는 2가지 상호의존 내지는 상호작용 할 수 있는 시스템을 형성하는 것이 요체이다. 그러나 해운경영은 해운경제에서 공급 측면에 위치하여 그것을 지배하는 해운기업의 행동양식에 의해 크든 작든 규정될 뿐 아니라, 그러한 해운기업의 행동에서 해운경제와 해운정책의 영향을 받을 수밖에 없다.

‘일반경영’체계와 달리, 특수한 목표를 가진 특정 조직체에 대한 경영을 ‘특수경영’이라고 부른다. 따라서 해운경영이란 해운기업 조직체의 목표를 달성하기 위한 해운기업의 경영자 또는 해상운송업자 의사결정과정으로 지칭될 수 있다. 해운업이란 선박을 운항하여 해상운송용역의 생산을 전업으로 하는 것, 즉 해상운송용역 상품을 생산하는 것을 말한다. 이러한 사업을 영위하는 사람이 소위 운송업자이다.

관용 상으로는 선박운항업자와 선박소유자 모두를 해운기업 또는 해운회사라고 한다. 해운기업은 그 업무영역에 따라 정기선회사, 부정기선회사 및 전용선회사 등으로 구분된다.

## 2.2 한국 해운기업의 성장과 경쟁력

우리나라 해운기업은 수출입물동량의 급속한 증가와 함께 빠른 성장을 이룩하였다. 부존자원이 빈약한 우리나라는 수출주도형 공업화 전략을 채택하여 급속한 경제성장을 이룩하였으며 이에 따라 교역물량도 급속하게 증가하였다. 특히, 우리나라의 국토는 3면이 해양이며 육로는 북한으로 제한되어 있기 때문에 교역물자 수송의 대부분을 해운에 의존하고 있는 실정이다. 국가경제에서 수출입 비중이 큰 우리나라의 경우, 해운은 매우 중요한 기간산업이다. 물동량기준으로 국제교역의 99.7% 가량이 해운에 의해 운송되며 한진해운, 현대상선 등은 연간 컨테이너 운송량의 면에서 세계 10위권 내를 차지하는 세계적인 글로벌 정기선사로 성장해 있다. 이와 더불어 부산항에서 처리되는 컨테이너 물동량도 이미 1000만 TEU를 처리하여 세계 5대 항만에 들고 있다.

해운서비스 요역자유화의 진전에 따라서 국제해운시장에서 경쟁은 더욱 심화될 전망이다. 우리나라 해운업은 과거 급속한 성장을 이룩하였으나 1980년대 초 국제해운시장의 장기적 불황과 과잉투자로 인하여 부실 해운선사가 늘어나게 되고 결국 해운산업합리화 조치의 대상이 되는 어려움을 겪었다. 국내외 시장에서 경쟁의 심화와 함께 임금의 급속한 상승은 우리나라 해운업계의 어려움을 가중시키고 있다. 이 같은 대내외 환경변화에 어떻게 효과적으로 대처하느냐는 기업의 성패에 관건이 되고 있다. 특히 우리나라 해운업을 경쟁국들과 비교해 볼 때 상대적 경쟁력은 어느 정도의 수준에 있으며 경쟁력을 약화시키는 주요요인들은 무엇인지를

식별하고 그 원인을 파악하는 것은 우리나라 해운업의 경쟁력을 강화하고 국제화 방안을 연구하는데 필요하다.

## 2.3 해운기업의 자본조달

### (1) 자본비용의 개념

자본비용이란 자금의 제공자가 요구하는 최소한의 필수수익률(기대수익률)으로써 기업이 가치를 창출하기 위해서는 투자를 해야 하고 투자를 하려면 투자자금이 필요하다. 기업은 투자자금을 차입금으로 조달할 수 있고, 주식을 발행해서 조달할 수 있다. 어떤 형태로 조달 하였든 간에 대가를 지급해야 하는데 이러한 대가를 자본비용이라고 한다. 자본 비용은 다시 자기자본의 자본비용과 부채의 자본비용으로 구분된다.

<표 3-4> 자본비용의 구성요소

자기자본의 자본비용	부채의 자본비용
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 측정하기가 까다로운 면이 있음 (주주들의 요구수익률이 얼마인가에 따라 달라짐)</li> <li>- 채권이자율에 일정한 프리미엄을 더해 사용하기도 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 채권자들이 요구하는 수익률</li> <li>- 채권의 이자율에 절세효과를 감안해 측정</li> <li>- 부채의 자본비용은 이자율이며, 이 이자율은 부채로 자금을 제공한 투자자들이 보상받기 원하는 수익률</li> </ul>

### ① 타인자본비용

확정이자를 비용으로 부담하면서 일정기간 동안만 기업에 기여하는 기한부 자본이다. 따라서 미래에 원금상환이 예정되어 있고, 기업은 상환자금을 준비해야 하는 부담이 있다. 또한 기업의 업적과는 무관하게 확정이자를 지급해야 하므로 적자경영시 기업규모를 축소시키는 등 경영의 탄력성을 저해한다. 회사채유통수익률을 활용하는 것이 바람직 하며, 주의해야할 점은 지급이자의 법인세 절감효과를 적절히 감안해야한다.

### ② 자기자본비용

보통주비용이라고도 하며, 보통주를 발행하여 자금을 조달하는 경우에는 부채나 우선주의 경우처럼 이자나 고정적인 배당금이 지급되지 않는다. 보통주의 자본비용은 보통주에 투자한 투자자들이 요구하는 요구수익률과 같다.

### ③ 총자본비용(가중평균자본비용)

기업의 자본조달원천(부채, 우선주, 보통주, 유보이익 등)별 자본비용을 그 자본이 총자본 중에서 차지하는 비중, 즉 자본구성비율에 따라 가중평균한 것이 가중평균자본비용이다. 일반적으로 기업의 자본비용이라 함은 이러한 가중평균자본비용을 의미한다. 이러한 자본비용은 투자자들의 입장에서 볼 때는 요구수익률이 되지만 자금을 조달하는 기업의 입장에서 볼 때는 기업가치 극대화를 위한 투자결정과 자금조달결정의 기준이 되어 기업의 재무적 의사결정에 있어 가장 중요한 변수가 된다.

사채·차입금 등 타인자본 비용과 자기자본 비용을 산정한 후 자본구조의 선택에 의해서 가중평균자본비용을 산정하여 그것을 투자결정의 기준으로 삼는다. 따라서 자본구조가 달라짐에 따라 가중평균자본비용도 달라지게 된다. 일반적으로 자본비



용은 그 위험에 따라 크기가 달라지며 주식의 경우 사채보다 위험이 더 크므로 자기자본비용이 타인자본비용보다 크게 된다.

#### ④ 한계자본비용

일반적으로 기업의 투자결정에 적용되는 자본비용은 이미 조달된 자본에 대한 비용이 아니라 새로운 투자를 위하여 추가로 조달하려는 자본의 비용이 되어야 한다. 즉, 한계자본비용이란 자본을 추가적으로 조달할 때 발생하는 자본비용이다. 이것은 개별자본비용 및 가중평균자본비용과 별개의 것이 아니라 개별자본비용과 가중평균자본비용이 한계적 개념으로 사용되어야 함을 말한다.

#### ⑤ 평균자본비용

기업이 투자하기 위하여 조달된 자본의 제공자에게 지급되는 자본사용의 대가를 말한다. 조달된 원천에 따라서 장·단기 부채에 대해서는 매년 또는 매월 일정한 이자를 지급해야 하고, 우선주에 대해서는 우선주 배당을 지급한다. 또한 보통주에 대해서는 배당을 지급하거나 주주의 이익에 대한 기대에 부응하여야 한다. 따라서 평균자본비용이란, 기업이 사용하고 있는 전체 자본에 대하여 조달원천별 구성 비율에 따라서 해당 자본비용을 평균하여 계산한다.

### (2) 해운기업의 자기 자본 조달

#### ① 신주의 발행

넓은 의미의 신주의 발행에는 보통의 신주발행과 특수한 신주발행의 두 가지가 있다. 회사의 자금조달을 직접의 목적으로 하는 신주발행을 보통의 신주발행 또는 통상의 신주발행이라 하며, 회사는 신주의 인수인을 구하여 그로부터 신주의 대가

를 제공받기 때문에 회사의 재산은 신주의 인수가액의 총액만큼 실제로 증가한다. 그러나 자본액의 증가가 반드시 재산액의 증가와 일치하지는 아니한다. 왜냐하면 주식의 할인발행이나 액면초과발행의 경우에는 할인액 또는 초과액만큼 양자 사이에 차이가 생기기 때문이다. 좁은 의미의 신주발행이란 보통의 신주발행을 말하며, 상법에 규정된 신주의 발행도 바로 이에 관한 규정이다.

특수한 신주발행이란 자본조달을 직접목적으로 하지 않고 그 이외의 사유에 의하여 신주가 발행되는 경우를 가리킨다. 이 경우에는 회사가 현재 보유하고 있는 재산을 충당하여 신주를 발행하므로 회사의 재산이 실제로 증가하지 않는 것이 원칙이다. 이러한 신주발행의 원인으로는 전환주식의 전환, 준비금의 자본전입, 주식배당, 전환사채의 전환, 합병, 주식병합, 정리절차상의 신주발행 등이 있다.

## ② 채권발행<sup>13)</sup>

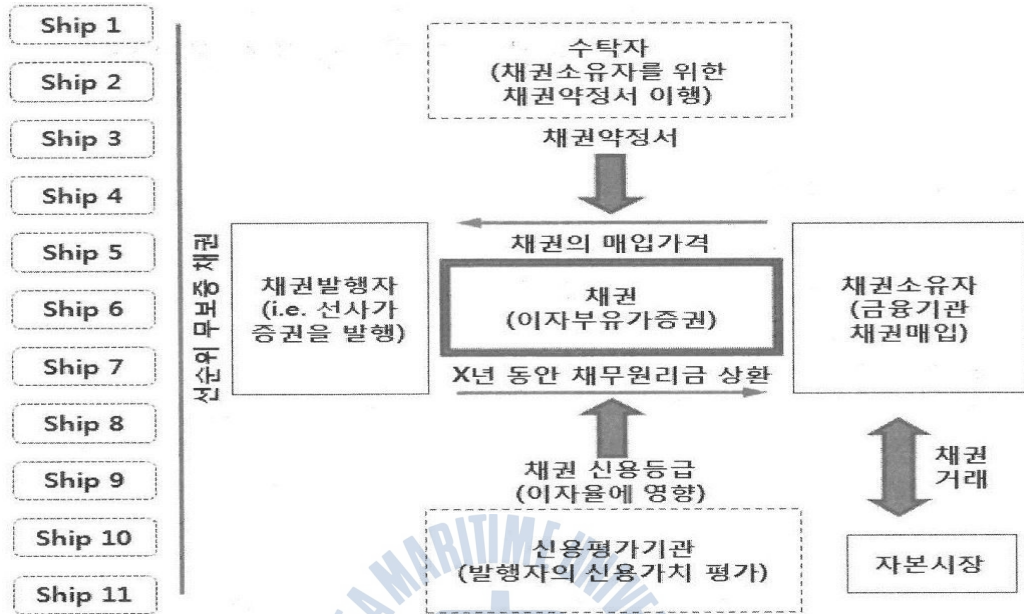
주식발행을 통한 선박자금의 조달과 더불어 채권발행을 통한 자금조달 역시 최근 들어 해운기업이 활용할 수 있는 주요 자금조달원으로 고려될 수 있다. 채권은 주식과는 달리 부채자본으로 만기가 있으며 정기적으로 이자를 지급하고 만기에는 원금을 지급해야 하는 성격을 갖고 있다.

해운기업이 채권을 발행하는 기본구조는 아래 그림에서 보는 바와 같이 해운기업이 금융기관에 회사채를 매각하고 기업은 채권소유자인 금융기관에 이자를 지급한다. 그리고 만기에 가서는 원금이 채권보유자에게 상환된다.

---

13) 이기환, 오학균, 신주선, 황두건(2011).

<그림 3-1> 해운기업의 채권발행의 기본구조



자료 : 이기환, 오학균, 신주선, 황두건, 「선박금융원론」, 두남, 2011

## 제4장 실증분석

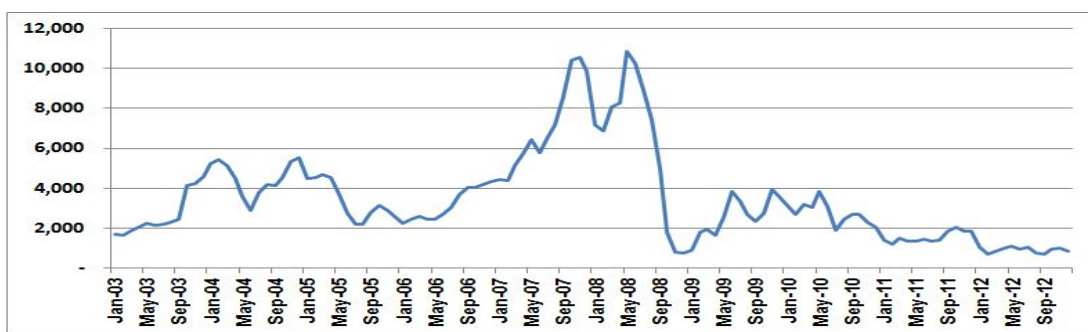
### 제1절 자료 및 변수의 측정

#### 1.1 자료 및 분석방법

본 논문은 선주협회에 등록된 선사 중 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 38개 선사의 2003년부터 2012년까지 장부가치를 이용하였다. 그 중 6개의 기업(대한해운, 한진해운, 현대상선, 흥아해운, KSS해운, STX 펜오션)만이 상장되어 있고, 그 외에 32개 기업은 모두 비상장회사로 전자공시시스템으로부터 감사보고서 및 사업보고서를 통해 기업의 재무제표 중 재무상태표, 손익계산서, 현금흐름표를 바탕으로 분석을 하였다.

연구를 위한 분석기간을 크게 3가지로 구분하였는데, 첫째 2003년부터 2012년까지의 전체기간과 둘째 우리나라 해운산업의 호황기인 2003년부터 2007년까지 설정하고, 마지막으로 침체기인 2008년부터 2012년까지 기간으로 구분하였다.

<그림 4-1> BDI 지수 추이(2003 ~ 2012)



자료 : Clarkson Research

그 이유는 해운경기 대표지수로서 BDI지수 추이를 살펴보면 <그림 4-1>과 같이 2008년 세계금융위기를 전후하여 해운경기의 호불황이 일정정도 구분되어 지는 것으로 볼 수 있기 때문이다.

본 연구에서는 상기 언급한대로 기간을 세 부분으로 나누어 국내 해운기업 자본조달 행태를 연구하고자 한다.

## 1.2 연구모형

기업자본조달연구를 위한 대부분의 국내외 논문에서는 장부가치와 시장가치 변수를 혼합하여 자본조달 행태를 살펴보고 있다. 하지만 국내해운회사의 특성상 상장기업이 거의 없어 여러 연구에서 활용된 변수들을 차용하는데 어려움이 있는 것이 사실이다. 특히 본 연구를 위한 해운기업 표본대상 38곳 중 상장사가 6개인 것을 감안하여 장부가치 변수로만 자본조달 행태연구가 진행된 논문들을 보다 집중적으로 살펴보았다. 이에 본 논문에서는 광세영(2004)의 자본조달순위이론에 관한 연구에서 진행된 모형 및 분석방법을 사용하여 해운기업 자본조달순위이론을 검증해 보고자 하며 주요 방법에는 회귀분석을 활용하고자 한다.

회귀분석 모형으로는  $y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n$  으로  $x_i$  변수 외에 모든 타 독립변수를 통제된 상황에서  $x_i$  한 단위의 변화가  $y$ 에 얼마만큼의 변화를 유발하는지를 설명하는 것이  $\beta$ (베타계수)이다.<sup>14)</sup> 즉 통계적 유의수준 하에서 각 변수의 베타 값을 고려하여 변수별 자본조달순위이론 검정을 수행할 수 있는 것이다.<sup>15)</sup> 이에 따라 본 연구에서는 해운기업의 자본조달순위이론을 검증하기 위해 다음과 같은 회귀모형을 모형을 이용하여 각 가설 검정을 수행하였다.

14) 정홍열, 조성철, 유일선, 김종석, 유성진(2013).

15) 광세영(2004), 광세영(2006), 정민규, 김동욱, 김병곤(2013).

$$\left(\frac{D}{A}\right)_{i,t} = \alpha + \beta_1 \left[\frac{CF}{A}\right]_{i,t} + \beta_2 \left[\frac{NDTS}{A}\right]_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 \left[\frac{FK}{A}\right]_{i,t} + \beta_5 \ln A_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

... 수식(1)

여기서,

- D/A : 부채/자산 비율
- CF : 현금흐름
- NDTS : 비부채조세절감(감가상각비)
- ROA : 총자산수익률
- FK : 유형고정자산
- lnA : 총자산의 자연대수
- $\epsilon_{i,t}$  : 잔차항

현금흐름비율(CF/A)은 당기순이익과 감가상각비의 합으로서 자본조달순위이론에 의하면 현금흐름이 많을수록 외부자금을 사용할 가능성이 낮아지기 때문에 부채비율도 낮아질 것이라고 예측한다. 즉  $\beta_1$ 은 음(-)의 부호를 갖는다고 예측된다.

그리고 비부채조세절감액비율(NDTS/A)은 감가상각비를 포함시켰으며, 이것은 부채의 이점을 감소시키기 때문에  $\beta_2$ 는 음(-)의 부호를 가질 것으로 예측한다.

총자산수익률(ROA)은 수익성을 나타내는 대표적 지표로 기업의 경영자와 외부자 사이에 정보비대칭이 있을 때 수익성이 높다는 것은 기업의 상황이 양호하다는 신호로 받아들여질 것이므로 부채사용이 증가할 것이다. 그러나 한편으로는 수익성이 높다는 것은 현금흐름이 많다진다는 의미이므로 자본조달순위이론에 의하면 부채비율이 감소한 결과로 나타날 수도 있다.

유형고정자산비율(FK/A)이 증가할수록 자산의 특이성이 낮아지기 때문에 정보 비대칭 정도를 완화시켜 보통주 발행가능성이 높아질 것이다.

자산(A)은 장부가치기준 총자산으로서 잔차의 이분산성문제(heteroscedasticity)를 완화시키기 위하여 자연대수를 취한다. 기업의 자산규모에 비하여 현금부족이 작은 기업일지라도 대기업의 경우 조달해야 할 자본의 절대액 규모는 클 것이다. 이러한 기업은 자산에 비해 작은 규모라 할지라도 외부금융을 통하여 조달할 것으로 기대된다. 그리고 자산의 규모가 큰 대기업일수록 정보비대칭문제가 작기 때문에 자본 조달순위이론에 의하면 회사채발행보다는 보통주 발행을 선호될 것으로 예상된다.

## 제2절 실증분석결과

표본으로 선정된 전체기간 2003년부터 2012년까지의 기간을 2003년부터 2007 우리나라 해운산업 호황기로, 2008년부터 2012년까지의 기간을 침체기로 구분하여 비교분석하였다.

2008년 리먼브라더스사태와 함께 BDI의 폭락과 최대의 활황기를 보내며 과잉 공급된 선박량으로 선가의 급락으로 해운기업의 재무구조에 변화가 있었다. IMF 이후 높은 부채비율을 일정 수준으로 유지하기 위해 해운기업은 많은 노력을 해왔고 이러한 가운데 2000년대 초부터 역동적으로 변화하던 해운시장은 2005년부터 큰 성장을 하였다. 2007년과 2008년 초까지는 중고선박의 가격이 신조 선박의 가격을 추월하는 모습을 보였다. 이 시기에 BDI지수 등 운임의 상승에 따른 해운기업의 선대확충 노력과 선가의 시세차이를 이용해 선박의 수요가 급격히 증가 하였다. 그러나 2008년 리먼브라더스사태이후 운임의 급락과 선박의 담보대출비율의 가치가 하락하면서 급격한 유동성 문제를 갖게 되고 해운기업의 자본구조에 많은 변화가 생겼을 것이다.<sup>16)</sup>

따라서 2008년 이전의 자금조달 패턴과 그 이후의 그것이 상이할 것이라는 전체 하에 전체기간을 구분하여 분석하였다.

먼저 주요 변수를 위한 기술통계량을 살펴보면 <표 4-1>과 같다. 자산규모는 평균 7천9백51억이며 최소 54억에서 최대 11조의 분포를 보였다. 유형자산은 평균 4천8백85억으로 전체자산의 약 61.4%를 차지하고 있다. 총자산수익률(ROA)은 1.15%이며 부채비율은 582%정도이다.

<표 4-1> 기술통계량

	평 균	표준오차	최 소 값	최 대 값
자산(원)	795,162,252,944	92,167,475,400	5,417,346,229	11,196,845,338,058
유형자산(원)	488,512,483,435	60,219,099,363	61,141,962	7,920,377,803,019
현금흐름(원)	34,863,044,427	8,491,938,710	-1,084,589,158,394	922,382,087,353
ROA	0.0115	0.0132	-3.5853	0.4577
부채비율	5.8219	2.3272	-59.6614	801.7936

## 2.1 상관분석

본 연구에서는 다중회귀 분석을 이용하여 국내 해운기업의 자본조달행태를 살펴 보고자 한다. 다중회귀분석에서는 다중공선성 관계를 살펴보기 위하여 독립변수들의 상관관계 검증이 필수적이다. 다중공선성이란 독립변수들 사이에 완벽한 혹은 거의 완벽한 선형종속(linear dependency)의 관계를 말하는 것으로 이런 경우 회귀 계수( $\beta$ )가 매우 불안정하게 될 뿐만 아니라 통계적 측면에서도 어느 특정 모수의 추정오차를 지나치게 부풀리기 때문이다.<sup>16)</sup> 즉, 독립변수들 간에 높은 상관관계가

16) 전태현(2013).

17) 허명희(2008).



있는 경우 변수들을 제거해 주어야 하는 것이다.

본 연구를 위한 세 가지 구분된 기간별로 독립변수 사이의 상관관계 검증을 살펴보면 <표 4-2>, <표 4-3>, <표 4-4>와 같다.

<표 4-2> 독립변수 사이의 상관계수(전체기간 : 2003 ~ 2012)

	현금흐름	비부채조세절감액	ROA	유형자산
현금흐름	1			
비부채조세절감액	0.229**	1		
ROA	0.985**	0.060	1	
유형자산	-0.029	0.184**	-0.062	1
LN(자산)	-0.058	-0.415**	0.013	0.151**

독립변수들 사이의 상관관계는 전체기간에 해당되는 것이 <표 4-2>에 나와 있는데 현금흐름과 ROA 사이의 관계가 0.985로 매우 높게 나타났는데 이는 현금흐름은 당기순이익과 감가상각비의 합계이며 ROA는 당기순이익으로 이루어져 있으므로 현금흐름 중에서 당기순이익의 비중이 적지 않기 때문에 나타나는 현상일 것으로 판단되며 나머지 변수들 사이의 상관관계는 비교적 크지 않은 편이다.

<표 4-3> 독립변수 사이의 상관계수(호황기 : 2003 ~ 2007)

	현금흐름	비부채조세절감액	ROA	유형자산
현금흐름	1			
비부채조세절감액	0.450**	1		
ROA	0.885**	-0.017	1	
유형자산	0.051	0.415**	-0.159*	1
LN(자산)	-0.209**	-0.394**	0.029	0.098

<표 4-4> 독립변수 사이의 상관계수(침체기 : 2008 ~ 2012)

	현금흐름	비부채조세절감액	ROA	유형자산
현금흐름	1			
비부채조세절감액	0.161*	1		
ROA	0.992**	0.038	1	
유형자산	-0.038	-0.035	-0.034	1
LN(자산)	0.043	-0.393**	0.093	0.190**

<표 4-3>, <표 4-4>에 제시된 해운산업 호황기 및 침체기 기관의 상관관계에서도 현금흐름과 ROA 사이에서도 거의 완전 정(正)의 관계를 보이고 있다. 따라서 전체기간, 호황기 및 침체기 모든 기간에 대해서는 ROA를 제외하고 분석을하고자 한다.

## 2.2 회귀분석

독립변수 상관관계 검증에 따라 ROA를 제거하고 본 연구를 위한 회귀모형은 아래의 수식(2)와 같이 설정할 수 있다.

$$\left(\frac{D}{A}\right)_{i,t} = \alpha + \beta_1 \left[\frac{CF}{A}\right]_{i,t} + \beta_2 \left[\frac{NDTS}{A}\right]_{i,t} + \beta_3 \left[\frac{FK}{A}\right]_{i,t} + \beta_4 \ln A_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \cdots \text{수식(2)}$$

38개 표본기업을 이용한 국내해운기업의 자본조달 행태를 세 기간으로 구분하여 회귀분석 한 결과는 아래의 <표 4-5>와 같이 나타났다.

<표 4-5> 회귀분석결과

기간	변수	계수	표준오차	t-통계량	p-값	Adj. R <sup>2</sup>
전체기간 (2003~2012)	절편	-0.855	0.427	-2.003	0.046	0.329
	CF/A	-0.997	0.101	-9.863	0.000	
	NDTS/A	7.816	0.677	11.545	0.000	
	FK/A	-0.439	0.114	-3.860	0.000	
	LN(A)	0.055	0.016	3.384	0.001	
호황기 (2003~2007)	절편	0.644	0.209	3.089	0.002	0.108
	CF/A	-0.548	0.145	-3.781	0.000	
	NDTS/A	0.054	0.381	0.141	0.888	
	FK/A	0.163	0.060	2.705	0.007	
	LN(A)	0.000	0.008	0.021	0.984	
침체기 (2008~2012)	절편	-1.715	0.695	-2.469	0.014	0.54
	CF/A	-0.995	0.122	-8.173	0.000	
	NDTS/A	14.332	1.067	13.436	0.000	
	FK/A	-0.427	0.179	-2.387	0.018	
	LN(A)	0.076	0.026	2.927	0.004	

<표 4-5>에서 보는 바와 같이 현금흐름(CF/A)은 모든 기간에서 일관성있게 음(-)의 부호를 나타냈다. 이것은 당기순이익을 중심으로 한 현금흐름이 증가할수록 부채비율이 낮아지는 자본조달순위이론의 예측과 일치하는 결과이다.

유형고정자산(FK/A)은 전체기간과 침체기간에서 모두 음(-)의 부호를 나타 냈

으며, 호황기에는 양(+)의 부호를 나타냈다. 이는 유형고정자산이 기업의 내부자와 외부자 사이의 정보비대칭 정도를 완화시킴으로써 주식을 발행하여 자금을 조달하는 것을 증가시키는 효과를 가져 왔으나 호황기때는 유형고정자산 즉, 해운회사에 서는 선박을 부채조달을 위한 담보자산으로의 역할이 커짐에 따라 양(+)의 부호를 나타난 것이라는 해석이 가능하다.

자산( $\ln A$ )의 경우 또한 현금흐름과 마찬가지로 일관성있게 양(+)의 부호를 나타 내었다. 자산이 많을수록 즉 기업의 규모가 클수록 정보비대칭의 정도는 감소하고 감시비용도 감소하기 때문에 부채보다 주식발행이 증가할 것이라는 자본조달순위 이론보다는 자산이 많을수록 재무적 곤경비용이 작아지기 때문에 부채비율이 증가 하게 되므로 기업규모와 부채는 양(+)의 관계를 갖는다는 전통적 자본구조이론을 따른다는 것으로 해석이 가능하다. 이는 자산이 부채사용을 위한 담보로서의 역할 이 정보비대칭으로서의 역할보다 더욱 크게 나타난 결과로 해석된다.



## 제 5 장 결 론

### 제1절 연구결과의 요약

오늘날 글로벌 경제위기로 인한 최근 해운·항만을 둘러싼 환경변화는 매우 급변하고 상황이 악화되고 있다. 지금까지의 우리나라 해운산업은 우리 경제의 특성과 지정학적인 여건 등을 감안할 때 그 기능이 수출입화물 수송에만 있는 것이 아니라, 막대한 외화수입으로 국민경제에 직접적으로 기여함은 물론 조선, 금융, 항만 등 전후방 관련 산업의 발전에도 일익을 담당하는 등 매우다양하면서도 중요한 역할을 하였다. 특히 유사시 제4군으로서 국방기능을 수행하는 등 해운산업의 중요성이 더욱 증가되고 있는 현실이다

따라서 본 논문은 우리나라 해운기업은 영업의 특성이나, 선박취득을 위한 자금조달방면에서 일반기업과 상이한 점이 많기 때문에 해운기업의 자본비용과 자본조달방법의 경영특성을 분석하였다. 그 중 자본구조에 관한 여러 가지 세부적인 연구영역 중에서 자본조달순위이론에 관한 분석을 시도하였다. 1980년대부터는 기업이 자본을 조달하기 위해서는 일정한 우선순위가 존재한다는 이론이 등장하였는데, 기업은 내부금융을 먼저 이용하고, 불가피하게 외부금융을 이용하는 경우 부채를 먼저활용하고 주식은 최후의 선택안이 된다는 것이다.

이를 분석하기위해 먼저 D/A(부채/자산)의 비율을 종속변수로 두고 자본조달방법에 영향을 미치는 요소들을 독립변수로 설정하였다. 우리나라 해운기업 재무구조에는 2008년 리먼브라더스사태와 함께 큰 변화가 생겨 자본조달형태를 2008년을 기준으로 구분하여 분석함으로써 자본조달순위이론의 타당성 여부를 분석하였다.

그 결과, 설명변수의 하나인 현금흐름(CF/A)의 회귀계수가 일관성있게 음(-)의

부호를 나타냈다는 것은 자본조달순위이론을 지지하는 결과로 해석될 수가 있다. 그 이외 유형고정자산(FK/A)은 해운기업의 호황기였던 2003 ~ 2007년에는 특히 양(+)의 부호를 나타낸 것이 특징인데 이는 선박이 부채조달을 위한 담보자산으로서의 큰 역할을 하였다는 것으로 보인다.

마지막으로 자산(A)은 일관성 있게 양(+)의 부호를 나타내었는데, 이는 전통적 자본구조이론을 따른다는 것으로 해석이 가능하다. 이는 자산이 부채사용을 위한 담보로서의 역할이 정보비대칭으로서의 역할보다 더욱 크게 나타난 결과로 해석된다.

이는 전효찬(2003), 손승태, 이윤구(2007)의 연구에서와 같이 한국 해운기업의 자본조달형태는 여러 가지 요인으로 인해 자본조달순위이론이나 정태적 절충이론 등의 특정 이론을 지지한다고는 보기 보다는 부분적으로 지지하는 모습을 보였다.<sup>18)</sup>

## 제2절 연구의 시사점과 한계

기업의 자본조달에 관련하여 국내에서 진행된 연구는 적지 않지만 해운기업의 자본조달에 관한 실증적인 연구는 찾아보기가 어렵다. 본 연구가 해운기업의 자본조달에 관한 정확한 분석에서 부족한 점이 많지만, 연구가 많이 이루어 지지 않은 부분을 분석함으로써 본 연구의 의의가 있다.

본 논문은 우리나라 해운기업 자본조달형태를 2008년을 기준으로 구분하여 분석함으로써 자본조달순위이론의 타당성 여부를 연구하였다. 2003년부터 2012년까지 우리나라 해운기업의 자료를 이용하여 분석한 결과 부분적으로는 자본조달순위이론의 형태로 자본을 조달하는 것으로 해석은 되나 특징적으로 특정 이론을 지지한

---

18) 전태현(2013).

다고 보기는 어렵다.

본 논문의 한계는 첫째, 실증연구의 대상이 되는 표본기업의 수가 10년 이상의 재무제표를 확보할 수 있는 해운기업이 많지 않으므로, 다수의 해운기업들을 연구 대상에 포함하지 못하는 한계도 존재를 한다. 둘째, 해운기업의 재무제표 등 각 수치가 기업마다 통일되지 않은 점이 많았다. 마지막으로 자본조달이라는 분야에 대한 극히 제한된 연구로 여러 가지 고려하지 못한 요인들도 있다. 앞으로의 연구에서는 자본조달에 영향을 줄 것으로 예상되는 추가변수 발굴 및 금리나 경제성장률 등의 변수들을 포함시켜서도 분석해볼 필요가 있을 것이다.



## 참고문헌

### □ 국내문헌

- 곽세영(2004), 「자본조달순위이론에 관한 연구」, 재무관리논총, 제10권, 제1호, pp.215~229.
- 곽세영(2006), 「자본조달순위이론에 관한 실증연구」, 재무관리논총, 제12권, 제1호, pp.89~104.
- 곽세영, 한광환(1999), 「자본조달 및 투자결정에서 내부자금의 역할」, 증권금융연구, 제5권, 제1호, pp.27~51.
- 구본일, 엄영호, 전효찬(2008), 「우리나라 기업의 자본구조에 관한 연구 : 절충이론과 순서이론의 비교」, 한국경제의 분석, 제14권, 제2호, pp.1~60.
- 구임경(2008), 「한국 해운산업의 현황과 육성방안에 관한 연구」, 연세대학교 석사논문.
- 김규형(1993), 「자금조달이 자본구조와 투자행태에 미치는 영향」, 한국금융연구원 연구보고서, No.2.
- 김대호, 오세경, 장국현, 최병욱(2011), 「재무관리 제2판」, 경문사.
- 김영래(2007), 「자본구조 결정요인과 부채비율 조정속도에 관한 연구」, 성균관대학교 박사논문.
- 김석진, 박민규(2005), 「자금부족분을 이용한 자본조달순서이론 검증」, 경영학연구, 제34권, 제6호, pp.1829~1852.
- 김성태, 남수현, 홍재범(2012), 「수산기업의 자본조달순서이론 검증 : 자금부족분 이용」, 수산경영론집, 제43권, 제1호, pp.75~85.
- 김정아(2010), 「우리나라 해운산업의 위기가 외항해운기업에 미친 영향과 대응방안에 관한 연구」, 한국해양대학교 석사논문.
- 김주성(1997), 「여유현금흐름가설을 이용한 제무제약가설 검증방법의 타당성



- 분석」, 재무연구, 제14호, pp.203-236.
- 김진수(2010), 「자본조달시장접근성과 자본구조조정속도」, 재무연구, 제23권, 제2호, pp.89~120.
- 김형철, 윤종인(1999), 「자본구조에 관한 실증연구」, 한국증권학회, 제25호, pp.301~342.
- 박정식(1987), 「현대재무관리 제5판」, 다산출판사.
- 박정주(2012), 「정태적 절충이론과 자본조달순위이론의 비교」, 대한경영정보학회 경영교육저널, 제31권, 제1호, pp.89~116.
- 서범(2009), 「우리나라 중소기업의 자금조달 형태와 개선방안에 관한 연구」, 전북대학교 석사논문.
- 서울대학교통계학과(2005), 「SPSS를 이용한 자료분석 입문」, 자유아카데미.
- 손승태, 이윤구(2007), 「코스닥 기업의 자본구조 결정요인 : 동태적 자본구조 모형을 중심으로」, 재무관리연구, 제24권, 제1호, pp.109~147.
- 신민식(1989), 「우리나라 상장기업의 자본구조 결정 요인」, 재무관리연구, 제6권, 제2호, pp.33~69.
- 여규현(2007), 「우리나라 상장제조기업의 부채구조 연구 : IMF 외환위기 전후 비교를 중심으로」, 한국항공대학교 석사논문.
- 윤봉한(2005), 「한국 상장기업의 자본구조 결정요인에 대한 장기분석 : 정태적 절충모델과 자본조달순위모델간의 비교」, 경영학연구, 제34권, 제4호, pp.973~1000.
- 윤성철(2006), 「만화로 배우는 회귀분석」, 성안당.
- 윤순석(2003), 「영업현금 및 자금수요원천과 자금조달정책」, 경영학연구, 제32권, 제1호.
- 이광수(2003), 「한국해운기업의 경영적 특성이 재무구조에 미친 영향에 관한 실증 연구」, 한국해양대학교 박사논문.
- 이기환, 오학균, 신주선, 황두건(2011), 「선박금융원론」, 두남.

- 이성윤(2011), 「우리나라 해운물류산업의 기업가치 결정요인에 관한 실증연구」, 한국해양대학교 석사논문.
- 이원흠, 이한득, 박상수(2001), 「대기업집단의 부채비율 조정속도에 관한 연구 -IMF 외환위기 시점을 전후로 한 자금조달 행태의 변화 비교」, 한국증권학회, 제28호, pp.87~114.
- 이준석, 손판도, 신봉준, 박창용(2010), 「자본구조 결정변수들의 지속성 효과」, 금융공학연구, 제9권, 제3호, pp.167~198.
- 전태현(2013), 「선박취득을 위한 한국 해운기업의 자금조달 형태 결정요인분석」, 한국해양대학교 석사논문.
- 전효찬(2003), 「우리 나라 기업의 자본조달과 재무구조에 대한 연구」, 연세대학교 박사논문.
- 정민규, 김동욱, 김병곤(2013), 「한국 재벌기업의 자본조달순위이론 검증」, 금융공학연구, 제12권, 제1호, pp.99~122.
- 정홍열, 조성철, 유일선, 김종석, 유성진(2013), 「기초 경영경제수학」, 시그마프레스.
- 조명덕(2006), 「해운산업 국제경쟁력 강화 방안에 관한 연구 : 컨테이너 해운선사 사업다각화 전략을 중심으로」, 인하대학교 석사논문.
- 최기영, 박용안(2009), 「한국 해운산업 구조조정 및 경쟁력 제고정책에 대한 분석」, 해운물류연구, 제62호, pp.487~507.
- 한국선주협회(2010), 「2009년 해운연보」.
- 한국선주협회(2013), 「2012년 해운연보」.
- 허명희(2008), 「SPSS를 활용한 통계적 방법론 제2판」, 한나래아카데미.

## □ 외국문헌

- Baker, M. and Wurgler, J.(2002), "Market timing and capital structure," *Journal of Finance*, Vol.57, No.1, pp.1~32.

- Banerjee, S. et al.(1999), "The dynamics of capital structure," SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, No.333.
- Baskin, J.(1989), "An empirical investigation of pecking order hypothesis," *Financial Management*, Vol.17, pp.26~35.
- Booth, L. et al.(2001), "Capital structure in developing countries," *Journal of Finance*, Vol.56, No.1, pp.87~130.
- Bradley, M., Jarrell, G., and Kim, E. H.(1984), "On the existence of an optimal capital structure : Theory and evidence", *Journal of Finance*, 39(3), pp.857~880.
- Carr, L. P.(1995), "Applying cost of quality to service business," *Solan Management Review*, Summer, pp.72~77.
- Cook, D. O. and Tang, T.(2010), "Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed," *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, pp.73~87.
- Chirinko, R. S. and Singha, A.(2000), "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment," *Journal of Financial Economics*, Vol.58, No.3, pp.417~425.
- Donaldson, G.(1961), " Corporate debt capacity : A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity," Boston Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Deangelo, H. and Masulis, R. W.(1980), "Optimal capital structure under corporate and personal taxation," *Journal of Finance Economics*, Vol.8, pp.3~29.
- Ernst, G. F.(1982), "Management and operations of American shipping," Boston Auburn House Publishing Company.

- Fama, E. and French, K.(2000), "Testing trade-off and pecking order prediction about dividend and debt," Univ. of Chicago CRSP Working Paper, No.506.
- Faulkender, M. and Petersen, M. A.(2005), "Does the source of capital affect capital structure?," *Review of Financial Studies*, Vol.19, No.1, pp.45~79.
- Faulkender, M. et al.(2012), "Cash flows and leverage adjustments," *Journal of Financial Economics*, Vol.103, pp.632~646.
- Fazzari, S., Hubbard, G. and Petesen, B.(1988), "Financing constraints and corporate investments," *Brookings Papers on Economic Activity*, pp.141~206.
- Flannery M. J. and Rangan, K. P.(2006), "Partial adjustment toward target capital structures," *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp.469~506.
- Frank, M. Z. and Goyal, V. K.(2003), "Testing the pecking order theory of capital structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.67, No.2, pp.217~248.
- Graham, J. R. and Harvey, C. R.(2001), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field," *Journal of Financial Economics*, Vol.60, pp.187~243.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and Scharfstein, D.(1991), "Corporate structure, Liquidity, and investment evidence from Japanese industrial groups," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.56, pp.33~60.
- Jensen, M. and Meckling, W.(1976), "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305~360.

- Lemmon, M. and Zender, F.(2004), "Debt capacity and tests of capital structure theories," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.45, No.5, pp.1161~1187.
- Leary M. T. and Roberts, M. R.(2005), "Do firms rebalance their capital structure?," *Journal of Finance*, Vol.60, No.6.
- Leary M. T. and Roberts, M. R.(2010), "The pecking order, debt capacity, and information asymmetry," *Journal of Financial Economics*, Vol.95, pp.332~355.
- Long, M. and Malitz, E.(1985), "Investment patterns and financial leverage," University of Chicago Press, pp.325~348.
- Marsh, P.(1982), "The choice between equity and debt," *Journal of Financial Economics*, pp.132~144.
- Miller, M. H., and Modigliani, F.(1966), "Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry," *American Economic Review*.
- Modigliani, F and Miller, M. H.(1958), "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment," *American Economic Review*, Vol.48, No.3, pp.655~669.
- Modigliani, F. and Miller, M. H.(1963), "Corporate income taxes and the cost of capital : A correction," *American Economic Review*, Vol.53, No.3, pp.433~443.
- Myers, S. C.(1984), "The capital structure puzzle," *Journal of Finance*, Vol.39, No.3, pp.575~592.
- Myers, S. C.(2001), "Capital structure," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2, pp.81~102.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S.(1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have,"

- Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187~221.
- Narayanan, M. P.(1988), "Debt versus equity under asymmetric information", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), pp.39~51.
- Ross, S. A.(1977), "The determination of financial structure : The incentive - signaling approach", *Bell Journal of Economics*, 8(1), pp.23-40.
- Sakai, K.(2010), "Financing behavior of japanese firms.," *Japanese Economy*, Vol.36, No.2, pp.3~30.
- Schwartz, A. and Aronson, R.(1967), "Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure", *Journal of Finance*, 22(1), pp.10~18.
- Seifert, B. and Gonenc, H.(2008), "The international evidence on the pecking order hypothesis," *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.18, pp.244~260.
- Shyam-Sunder, L. and Myers, S.(1999), "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.51, No.2, pp.219~244.
- Smith, Jr. and Watts, R. L.(1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, 32(3), pp.263~292.
- Titman, S. and Wssels, R.(1988), "The determinants of capital structure choice," *Journal of Finance*, Vol.43, pp.1~19.
- Verbeek, M. et al.(2011), "Firms' debt - quity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree," *Journal of Banking & Finance*, Vol.35, pp.1303~1314.

## □ Web Site

교보문고 스킨라 <http://scholar.dkyobobook.co.kr/>

국회도서관 <http://www.nanet.go.kr/>

금융감독원 전자공시시스템(DART) <http://dart.fss.or.kr/>

네이버 <http://www.naver.com/>

한국과학기술정보연구원 <http://www.kisti.re.kr/>

한국선주협회 <http://www.shipowners.or.kr/>

한국학술정보 <http://kiss.kstudy.com/>

학술연구정보서비스 <http://www.riss.kr/>

해양수산부 <http://www.mof.go.kr/>

Alphaliner <http://www.alphaliner.com/>

Clarkson Research Services Limited <http://www.crsl.com/>

e-나라지표 <http://www.index.go.kr/>

