부채수준 및 부채증감분이 기업가치에 미치는 효과*

김 상 준 (이화여자대학교)**

〈요약〉

부채가 기업가치에 미치는 영향은 기업의 자본구조와 관련하여 오랫동안 연구되어 온 영역이다. 하지만 그 실증적 결과는 우리가 이해하고 있는 부채 관련 이론, 즉 상충관계이론(trade-off theory)과 자본조달순서이론(pecking order theory)의 예측과는 거리가 있는 경우가 있다. 이는 여전히 부채가 기업가치에 미치는 영향에 대해서 보다 심층적으로 고찰할 필요가 있음을 의미하기도 한다. 본 연구에서는 기존의 연구들이 부채가 기업가치에 미치는 메커니즘을 설명함에 있어서 부채수준과 부채증감분을 혼용하고 있음을 밝히고 이 둘이 기업가치에 어떤 차별적 효과를 보이는지 제시하고자 한다. 먼저 부채수준은 자본구조의 상태를 의미하는 것으로, 자본구조 내에 부채가 많을 경우 파산위험이 커지게 된다. 이는 결국 투자자에게는 좋지 않은 영향을 주어 기업가치에 악영향을 미칠 것이다. 한편 부채증감분은 자본구조를 결정하는 기업의 행위를 보여주는 것으로 부채증감분이 크다는 것은 기업이 저평가되어 성장의 기회가 있는 것으로 평가되어 기업가치에 긍정적 영향을 줄 수 있음을 의미한다. 이러한 주장은 미국의 5,305개 상장기업을 대상으로 부채수준과 부채증감분의 토빈 q 비율(Tobin's q)간의 상이한 관계를 통해서 검증하였다. 이는 상충관계 이론으로도 설명이 제한적이고 자본조달순서이론으로도 설명이 불완전한 부분이 있는, 부채가 기업가치에 미치는 영향을 새로운 각도로 접근할 필요가 있음을 시사한다.

핵심 단어 : 부채수준, 부채증감분, 기업가치, 상충관계이론, 자본조달순서이론

JEL 분류기호: G32

* 본 논문의 심사과정에서 도움을 많이 주신 익명의 심사자님들, 그리고 이화여대 경영대학의 최형석, 변진호, 신정순 교수님께 감사의 말씀을 드립니다.

** 연락담당 저자. 주소: 서울특별시 서대문구 이화여대길 52 경영대학, 03760;
E-mail: s.kim@ewha.ac.kr; Tel: 02-3277-2654; Fax: 02-3277-2776

투고일 2016-12-26; 수정일 1차 2017-04-15, 2차 2017-12-17; 게재확정일 2018-03-12

1. 서론

기업의 자본구조에 대한 기존의 연구들은 부채 및 주식 발행을 통해서 기업이 어떻게 자신의 자본구조를 형성하는가에 많은 관심을 보여 왔다. 상충관계이론(trade-off theory)은 부채가 가지고 있는 기업 가치에 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 동시에 존재한다고 보고, 적절한 부채 발행이 필요하다 주장한다(Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977). 다시 말해서, 부채를 발행하는 것은 세금혜택에 대한 장점은 존재하지만, 파산의 위험이 나타날 수 있어, 이러한 상충관계를 최소화하기 위한 최적의 부채 발행 수준이 있다고 본다. 따라서 상충관계이론에 의하면 부채와 기업가치와는 비선형적인 관계가 존재한다고 추론할 수 있다. 두 번째 이론은 자본조달순서이론(pecking order theory)이다. 자본조달순서이론은 주식시장에서의 정보비대칭이 기업의 자본구조 형성에 중요한 역할을 한다고 본다. 이에 자본 구조를 형성함에 있어서 자금조달 방법에 있어 순차적인 차이를 보인다는 이론이다(Myers and Majluf, 1984). 이 이론에 따르면 기업은 가장 우선적으로 내부자금으로 자본을 조달한다고 본다. 내부자금으로의 조달이 한계에 도달하게 되면, 그때 외부에서 자본을 조달하는데, 외부자금은 부채발행과 주식발행으로 구분된다. 부채발행과 주식 발행 중에서는 부채 발행을 더 우선시 하게 된다. 특히 부채가 발행되었다는 것은 기업의 가치가 저평가되었음을 시사하여 기업가치 측면에서 긍정적인 영향을 줄 것이라 주장한다(Myers and Majluf, 1984). 따라서 자본조달순서 이론에 따르면 부채 발행은 기업가치를 증대시켜줄 가능성이 있다고 본다.

이 두 이론의 논쟁과 연계하여, 지속적으로 자본구조 형성에 대한 논의가 진행되어 왔다. 하나는 자본조달순서이론의 정보비대칭 가정을 조금 더 강조하여, 기업이 부채발행을 통해서 내보는 특정한 신호가 있다고 보는 신호이론이 있다(Ross, 1977). 이때의 신호는 기업의 의사결정자들이 제공하는 것으로, 의사결정자들의 구성에 따라 부채발행이 기업가치에 미치는 신호효과가 달라질 것이라는 이론이다. 구체적으로 부채가 주식 시장에서 다루어질 수 있는 신호는 성장 신호와 제한 신호로 구분될 수 있다(Bae et al., 2017). Bae et al.(2017)에 의하면 성장신호는 기업가치에 긍정적인 영향을 제한신호는 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 그 외 주식발행과 관련해서는 과거의 기업가치가 중요한 역할을 하여, 기업 가치에 따라 주식발행의 전략이 달라진다고 보는 타이밍이론이 있다(Baker and Wurgler, 2002). 이는 자본구조를 형성함에 있어서 부채발행보다는 주식발행 행태에 초점을 둔 이론으로 자본조달을 언제 하는가 결정하는 과정 속에서 자본구조가 형성된다고 보고 있다.

이미 많은 이론들이 자본구조가 어떻게 형성되는가에 대해서 다양한 관점을 제시하고 있으나, 이러한 이론들은 부채수준과 그 증감분이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미칠지에 대해서는 직접적인 설명을 하고 있지는 않다. 각 이론의 주장과 논거들에 의해서 기업가치에 미칠 영향을 추론만 할 뿐이다. 예를 들어 상충관계이론에서 하나의 기업에서 부채비율과 기업가치 간에 역U자형의 비선형 관계가 존재할 것임을 제시하고 있다(Frank and Goyal, 2005). 하지만 실증적으로 반드시 그렇지 않을 수도 있다. 각 개별기업마다 최적자본구조 즉 기업가치가 극대화되는 레버리지 수준이 다르게 형성될 것이며 또한 현재 개별 기업의 레버리지 수준이 최적수준에서 어느 정도 벗어나 있는지의 정도 역시 다를 것이기 때문이다.

이를 다르게 바라보면, 부채가 기업가치에 어떤 결과로 나타나게 될지는 이론적인 논의만으로는 한계가 있음을 의미한다. 기업이 가지고 있는 특성도 다를 뿐만 아니라 부채와 관련한 다양한 환경적 요인들(기업에 적용되는 조세 법규의 범위 등)도 상이하기 때문이다. 특히 부채의 긍정적인 측면인 세제 혜택은 세제 관련 법제제도와 따라 그 효과가 다르게 나타날 수 있는 반면(Graham, 2003), 파산 비용 관련한 이론에서도 부채발행 자체가 곧 파산비용으로 나타난다는 직접적인 실증적인 증거를 찾아내기가 쉽지가 않다(Haugen and Senbet, 1978). 실제 몇몇 연구에서 실증적으로 부채와 기업 가치와의 관계를 규명하고자 하였으나(예: Bae et al., 2017; Flannery and Rangan, 2006; Cook and Tang, 2010; Rajan and Zingales, 1995; 김부민, 이유경, 이은정, 2015; 윤봉한, 2005) 그 결과에 대해서 일관적인 시사점을 찾아내기가 쉽지가 않다(Stulz, 1990; de Jong et al., 2011). 따라서 부채가 기업의 가치에 어떠한 영향을 미칠 지에 대한 주제는 실증분석을 통해서 밝혀야 하는 영역에 해당한다.

본 논문에서는 이러한 질문에 대한 실증결과를 제시하는 것을 목적으로 한다. 특히 기존의 이론들에서 인식되고 있는 부채의 의미를 재검토하여 부채수준과 부채증감분이 각기 다른 이론에서 다르게 활용되고 있음을 조명한다. 다시 말해서 부채와 기업가치에 미치는 영향을 설명함에 있어서 부채를 다르게 인식하고 있기 때문에, 그 효과 역시 따라서 다르게 예측되는 것이다. 따라서 자본구조와 관련된 이론에서 활용되고 있는 부채의 개념상의 인식을 구분하고 각각의 상이한 부채에 대한 개념 인식에 따라 어떻게 기업가치에 다른 영향관계를 미치게 되는지 실증분석하고자 한다.

이에 본 연구에서는 미국 COMPUSTAT 데이터베이스에서 1962년부터 2010년까지의 총 3,505개의 기업에 대한 재무데이터를 활용하여 부채수준과 부채증감분이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 살펴보고자 하였다. 기업가치는 외부 투자자들의 반응을 고려하여 토빈 q 비율로 측정을 하였다. 분석 결과, 부채수준은 기업가치에 부(-)의 영향을 보인 반면, 부채증감분은 기업가치에 정(+)의 영향을 보인 것으로 나타났다. 본 연구는 기업의 자본구조를 결정하는 부채의 사용 정도 및 그 변화가 기업 가치에 미치는 영향이 상이함을 실증적으로 분석하고 있다는 점에서 그 의의가 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 부채의 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구를 검토하고, 실증분석을 위한 데이터 수집 및 연구모형을 제시한다. 그 다음 장에서는 실증분석 결과를 비롯, 결과에 대한 강건성 분석과 시사점 토론이 이어지고, 이후 본 연구의 결론을 서술한다.

2. 이론 및 가설

2.1 부채와 기업가치와의 관계

애초에 Modigliani and Miller(1958)는 부채가 기업가치에 미치는 영향은 없다고 보았다. 이 논의를 시작으로 부채가 실제로 기업가치에 어떤 역할을 할 것인가에 대해서 다양한 논의가 전개되었다. 하지만 부채와 관련한 논의들은 사실은 자본구조의 형성에 주로 초점이 맞추어져 왔고, 부채가 기업가치에 미치는 영향은 부채가 실제 재무성과에 어떠한 영향을 미칠 것인가에

대해서는 주로 Jensen and Meckling(1976)의 논의를 중심으로 전개되어 왔다. Jensen and Meckling(1976)에 의하면 부채가 증가하게 되면 경영진의 대리인비용이 줄어들어 결국 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보고 있다. 그럼에도 여전히 부채는 기업에 있어서는 파산의 부담을 느낄 수밖에 없는 자본 비용이다. 다시 말해서, 부채는 그 자체로 기업가치에 긍정적인 영향도 부정적인 영향도 가지고 있다고 볼 수 있다.

이러한 양가적인 부채의 효과는 초기 논의였던 부채의 기업가치에 대한 무차별적 영향력으로 이해될 수도 있고(Modigliani and Miller, 1958), 부채의 수준별로 기업가치에의 영향이 분리되는 비선형적 관계로도 이해될 수도 있다(Frank and Goyal, 2005). 다시 말해서 부채가 기업가치에 미치는 양가적인 효과가 둘 간의 상쇄효과로 동시에 나타날지, 독립효과로 분리되어(segreated) 나타날지는 기존의 논의로는 분명히 규명하기가 쉽지 않다. 그 이유 중의 하나는 부채를 인식함에 있어서 다른 기준을 적용하기 때문이다(참고: Baker and Wurgler, 2002). 이미 자본구조와 관련한 이론들은 부채형성과정을 설명함에 있어서 서로 다른 부채에 대한 인식을 보여준다.

예를 들어, 부채에 대한 상이한 인식은 재무레버리지가 어떻게 이해되고 있는 가로 구체화될 수 있다(예: Opler and Titman, 1994; Weill, 2008). 한 편으로 재무레버리지는 부채라는 수단을 통해서 자산보다 더 많은 자금을 확보하는 것이다. 이때의 부채는 자금을 확보하는 수단이 되고, 자본구조를 결정하는 일종의 전략적 행위가 된다. 따라서 당기에 얼마나 많은 금액의 자금을 부채를 조달했는가 재무레버리지로 받아들여질 수 있다. 하지만 다른 한편으로 재무레버리지는 자금조달과 동시에 채무 의무를 가지게 되기 때문에 채권자들 간의 관계나 배당금 요구 등, 기업이 부담해야하는 자본비용으로 볼 수도 있다(Modigliani and Miller, 1958). 이때의 부채는 자금조달의 수단이라기보다는 기업이 상환해야하는 채무 의무의 크기로 이해될 수 있다. 따라서 현재 부채의 수준이 얼마이고 이것이 전체 기업의 재무상황에서 어느 정도의 비용적 부담으로 작용하게 되는지가 재무레버리지로 받아들여질 수 있다.

이러한 상황에 비추어 볼 때, 같은 재무레버리지의 개념이라고 할지라도 부채의 어떤 측면을 바라보는가에 대한 연구자들의 인식은 구분될 수 있다. 그리고 이렇게 구분된 부채에 대한 인식으로 인해서 기업의 행태도 구분될 수 있고 이는 곧 기업가치에도 서로 다른 영향으로 나타날 수 있다. 다시 말해서, 부채와 기업가치와의 관계를 바라봄에 있어서, 부채의 어떤 측면을 강조하는가에 따라 부채와 기업가치와의 관계는 다르게 설명될 수 있다.

2.2 부채수준과 기업가치와의 관계

부채를 자본구의 구성요소로 바라보고 자본구조에서 부채가 어떤 비중을 차지하는가에 대한 개념인식은 부채자체를 자본의 비용으로 보는 전통적인 시각이다(Modigliani and Miller, 1958). 이는 본질적으로 채무를 채무 유동성을 악화시키는 재정적 부담으로 인식하는 것으로, 기업 내 부채비율이 커질수록 파산 위험은 더욱 커지게 된다고 본다(Myers, 1977; Frank and Goyal, 2005; Leary and Roberts, 2010). 상충관계이론에서 주장하는 것과 같이 파산의 부담과 같은 부채의 부정적인 효과를 주장하는 경우 역시 부채를 기업이 부담해야 하는 자본비용의 근원으로 바라보고 있다(Frank and Goyal, 2005). 결국 상충관계이론은 정적인(static) 관점에서 부채를

인식하고 있고, 따라서 부채는 엄밀히 기업이 자본구조를 구성함에 있어서 부채가 어떤 비중을 차지하는가로 이해된다.

따라서 부채수준이 낮을 때는 그 재정적 부담이 표면 위로 나타나지는 않겠지만 그 수준이 커질수록 재정적 부담이 더욱 크게 나타나게 될 것이다. 특히 주식시장에서는 이러한 재정적 부담이 자본구조의 건정성 차원에서 부정적으로 받아들여지게 된다(Opler and Titman 1994; Degryse et al., 2012). 결국 부채비율이 증가할수록 기업 가치는 악화될 것이다(Myers, 1984; Frank and Goyal, 2005; Hennessy et al., 2010). 이에 다음과 같은 가설설정이 가능하다.

가설 1: 부채수준이 커질수록 기업가치는 감소할 것이다.

2.3 부채증감과 기업가치와의 관계

부채를 자본구조에서의 비중에 따라 기업가치에 상이한 영향을 줄 것이라는 인식과 더불어, 부채를 자금 조달의 전략적 행위로 바라보는 경우에는 기업가치에 미치는 영향은 달라진다. 자본조달순서이론(Pecking order theory)에서 주장하는 바와 같이, 부채를 기업 성장의 기회로 이해하는 것은 자본구조의 한 요소로 부채를 인식하는 것과는 거리가 있다. 이는 보다 동적인(dynamic) 관점에서 부채를 바라보는 것으로 자본구조의 구성요소로서의 부채가 아니라 일종의 전략적 의사결정이다(Myers, 1984). 다시 말해서 자본구조에서의 부채비중이 아닌, 당기에 부채의 변화가 어떻게 이루어졌는가를 더 중점적으로 다룬다. 다시 말해서 이러한 관점에서의 부채는 자본구조 내에서의 부채 비중이 아니라, 자본구조를 형성하는 한 행동단위로써 부채의 변화로 인식된다(Myers, 1984; Baker and Wurgler, 2002). 부채의 증감에 따라 시장에서 받아들여지는 이해가 달라지게 되고 이를 통해서 기업가치가 달라질 수 있는 것이다.

구체적으로, 당기에 부채가 증가했다는 것은, 그만큼 기업이 성장을 위한 노력을 하고 있음을 의미한다(Myers, 1984). 더욱이, 증가된 부채는 현금흐름을 소진하게 할 수 있어 기업의 효율성을 증가시킬 수 있다(Jensen, 1986). 이는 투자자로 하여금 경영자의 도덕적 해이로 인해 나타날 수 있는 대리인 비용을 줄이는 효과로 나타날 수도 있다(Jensen and Meckling, 1976; Ross, 1977; Wahba, 2013). 결국, 부채를 자금조달의 수단으로 인식하는 경우에는, 기업의 부채증가분이 클수록 기업가치는 증가하게 될 것이다(Titman and Trueman, 1986; Hyytinen and Pajarinen, 2005; Hennessy et al., 2010). 따라서 가설 1과 대비하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 부채증감분이 커질수록 기업가치는 증가할 것이다.

3. 연구방법

3.1 표본 선정

가설 검증을 위해서 본 연구는 미국 NYSE, AMEX, NASDAQ에 상장되어 있는 기업 3,505개 기업을 대상으로 1962년부터 2010년까지 재무데이터를 COMPUSTAT 데이터베이스에서 추출하였다. 표본을 추출함에 있어서 회계방식이 다른 금융 및 재무관련 산업(산업분류 60에서

부채수준 및 부채증감분이 기업가치에 미치는 효과

67까지)은 제외하였고, 공익산업(utilities)(산업분류 48 및 49) 역시 제외하였다. <표 1>은 표본데이터의 산업 분포이다. 표본의 산업분포는 비즈니스 서비스(20.39%), 화학제품(16.31%), 측정, 분석, 통제 기기(13.67%), 전자제품(11.75%), 산업 기계 및 장비(10.12%) 등의 순서로 분포되어 있다.

<표 1> 표본 데이터의 산업분포

<표 1>은 미국 주식거래소(NYSE, AMEX, NASDAQ)에 등록되어 있는 상장기업 중 표본으로 활용된 3,505개의 산업분포를 나타낸 것이다. 산업은 미국 주식거래소에서 제공하는 산업분류기호(SIC)의 앞 2자리로 정의하였다. 표안의 값은 각 산업에 속하는 기업수를 의미하고 괄호 안의 값은 전체 표본에서 각 산업이 차지하는 비중이다.

산업 분류	산업명	기업 수	산업 분류	산업명	기업 수
00	농산물	9(0.25%)	38	측정, 분석, 통제 기기	497(14.18%)
10	금속류 채취	10(0.29%)	39	기타 제조산업	45(1.28%)
12	석탄 채취	3(0.09%)	42	창고업	3(0.09%)
13	석유 및 천연가스 추출	123(3.51%)	44	수자원 수송	2(0.06%)
14	비금속 광물질(연료 제외)	3(0.09%)	47	운수서비스	4(0.11%)
15	일반 건축 계약업	12(0.34%)	50	도매(내구소비재)	106(3.02%)
16	건설업(건물 건설 제외)	2(0.06%)	51	도매(비내구소비재)	43(1.22%)
17	특수 무역	7(0.20%)	52	건축자재 등	3(0.09%)
20	식료품 및 유사제품	43(1.23%)	53	일반 상품 판매점	2(0.06%)
21	담배	2(0.06%)	55	자동차 판매	7(0.20%)
22	직조류	3(0.09%)	57	가구 및 집기류 판매점	11(0.31%)
23	의류	7(0.20%)	58	요식업	24(0.68%)
24	목재가공	5(0.14%)	59	기타 소매업	50(1.43%)
25	가구제조	4(0.11%)	70	호텔 및 숙박업	12(0.34%)
26	제지류	16(0.46%)	72	개인 서비스	2(0.06%)
27	인쇄	22(0.63%)	73	비즈니스 서비스	713(20.34%)
28	화학제품	584(16.66%)	75	자동차 정비	4(0.11%)
29	석유제품	5(0.14%)	76	기타 정비	3(0.09%)
30	고무 및 플라스틱	36(1.03%)	78	영상관련업	14(0.40%)
32	석조, 도기, 유리제품	13(0.37%)	79	레크리에이션 서비스	15(0.43%)
33	1차 금속	15(0.43%)	80	건강관련 서비스	34(0.97%)
34	가공 금속	44(1.26%)	82	교육 서비스	3(0.09%)
35	산업 기계 및 장비	363(10.36%)	87	엔지니어링 및 관리 서비스	86(2.45%)
36	전자제품	422(12.04%)	99	기타	39(1.11%)
37	교통수단 관련 장비	30(0.86%)	총계		3,505(100%)

3.2 변수 측정

3.2.1 종속변수

종속변수는 앞의 모형에서 설명한 바와 같이 기업가치이다. 기업가치는 보통 주식시장에서 결정되어 지는 것이기 때문에, 단순히 기업의 회계성과나 이윤으로 기업가치를 측정하는 것은 한계가 있다. 따라서 주식시장에서의 주가수익률이 어떻게 반응하는가를 볼 필요가 있다(예:

Gelb and Siegel, 2000). 하지만 주가수익률 자체로는 기업의 현재 자산상태를 알 수 없고, 기업의 전략적 측면보다는 시장 자체의 특성에 의해서 좌우되는 가능성이 있기 때문에, 시장가치와 기업의 장부가치를 동시에 살펴볼 필요가 있다(예: Megna and Klock, 1993; Villalonga, 2004; Barber and Lyon, 1997). 이러한 측면에서 본 연구는 토빈의 q 비율(Tobin's q)값을 계산하여 투자자들이 감지하고 있는 기업의 가치를 측정하고자 했다. 토빈의 q 비율은 일반적으로 시장가치를 자산가치로 나누어 계산을 하게 된다(Brown and Caylor, 2006; Bebchuk and Cohen, 2005; Gompers, Ishii, and Metrick, 2003). 본 연구에서는 시장가치는 기업의 시가총액(주식)과 부채의 장부가액의 합으로, 장부가치는 기업의 총자산의 대체 가액으로 측정하여 이들 간의 비율을 계산하여 토빈의 q 비율을 측정하였다(Chung and Pruitt, 1994). 다만 변수의 분포를 고려하여 상의 5%, 하위 5%의 극단값과 토빈 q 비율이 음(-)의 값을 가지는 경우의 관측치는 표본에서 제거하여 변수로 구성하였다.

3.2.2 독립변수

독립변수는 가설에서 제시한 바와 같이 부채수준과 부채증감분이 된다. 먼저 부채수준은 지분과 부채로 구성되어 있는 자본구조를 상정하고, 이 때 부채의 비중으로 조작적 정의한다. 이는 곧 부채 대 자기자본 비율로 부채수준을 측정할 수 있고, 이 값이 클수록 부채수준이 크다고 볼 수 있다. 부채증감분은 현재의 부채수준이 전기의 부채수준에 비해서 얼마나 증가 또는 감소한 정도로 조작적 정의한다. 다만, 기업의 자본구조 규모에 따라 부채발행의 정도가 달라질 수 있으므로 부채의 증감분을 전기의 자기자본으로 나누어 표준화하였다. 식 (1)은 부채증감분 계산식을 보여준다. 식 (1)에서 d_{it} 와 d_{it-1} 은 i 기업의 t 시점과 $t-1$ 시점에서의 부채총액을 각각 나타내고 e_{it-1} 은 $t-1$ 시점에서의 자기자본 총액을 의미한다.

$$D_{it} = \frac{d_{it} - d_{it-1}}{e_{it-1}} \quad (1)$$

3.2.3 통제변수

통제변수는 산업특성변수와 기업특성변수로 나누어 구성하였다. 산업특성변수는 산업이 기업의 행태에 영향을 줄 수 있다는 가정 하에, 산업별로 기업가치가 다르게 나타남을 통제하고자 하였다. 산업특성변수는 산업수익률, 산업총자산의 두 가지로 측정하였다. 산업수익률은 산업분류기준(SIC) 3자리를 기준으로 정의된 각 산업 별로 각 기업의 ROA를 평균하여 측정하였고, 산업총자산은 각 산업에 속해 있는 기업들의 총자산의 평균을 계산하였다(Robins and Wiersema, 1995).

기업특성변수는 시장점유율, 기업규모, 기업연령, 유동비율, 잉여현금흐름, 시장기반기업성장률, 연구개발비, 마케팅지출금액이다. 시장점유율은 매출액을 기준으로 산업분류기준(SIC) 3자리 내에 있는 기업들의 매출액 비중으로 측정하였다(Tsai, 2006). 기업규모는 종업원 수(천명)로, 기업연령은 주식공개(IPO) 이후의 연도 수에 로그를 취한 값으로 계산하였다. 기업규모의 경우에는 보통 자산의 장부가치 또는 시가총액으로 측정하는 것이 일반적이나, 본 연구모형에서 활용한 변수들이 총자산이나 시가총액을 기반으로 측정된 것이라 종속변수의 예측에 있어서 영향을 줄 것으로 판단하여, 종업원 수로 대체하였다. 종업원 수와 총자산과 시가총액 간의

상관관계는 본 연구의 표본에서 각각 0.39, 0.43이다. 기업연령의 경우, 실제 부채와 주식을 통해서 자본구조를 형성하는 것은 주식공개 이후에 이루어지므로 기업연령은 주식공개 이후의 기간으로 정의하였다. 유동비율은 유동자산을 유동부채로 나눈 값으로 계산을 하였고, 잉여현금 흐름(free cash flow)은 순수익에서 감가상각비를 더하고 여기에 유동자본의 변화량과 자본 비용을 뺀 값으로 계산하였다(Novy-Marx, 2013: p. 3). 시장기반기업성장률은 주식시장에서 나타날 수 있는 기업의 성장률로 정의되고, 시장투자수익률 대비 초과/부족 수익률의 누적분으로 계산하였다. 초과/부족 수익률은 투자자들이 주식투자로부터 기대되는 정상적인 수익을 초과하여 얻은 수익이므로, 이러한 초과수익의 누적은 그 기업이 얼마나 성장하고 있는지를 보여줄 수 있다(Prabhala, 1997; Barber and Lyon, 1997). 구체적인 계산법은 다음 식 (2)와 같다.

$$GR_i = \sum_{m=1}^{12} (RI_{im} - MRI_{im}) \quad (2)$$

식 (2)에서 RI_{im} 는 i 기업의 m 월의 주식수익률을 의미하고, MRI_{im} 은 m 월의 시장주식수익률을 의미한다. 시장주식수익률은 구체적으로 i 기업이 속한 주식시장에서 주가수익률 추세를 구하고 그 추세선에 대응하는 i 기업의 주가수익률 예측치를 구한 것이다. 다시 말해서 시장기반기업 성장률은 월별 시장주식수익률 대비 월별 기업의 주식수익률의 증감분을 연간단위로 누적한 것으로 주식시장에서의 비정상적인 초과수익률을 의미한다. 한편, 연구개발비는 연구개발지출 비용을 총자산으로 나눈 비율로 측정하였고, 마케팅지출금액은 마케팅지출비용을 매출액으로 나눈 비율로 측정하였다.

본 연구를 위한 변수 측정에 대해서는 <표 2>에서 요약되어 있다. <표 3>과 <표 4>는 측정된 변수의 기초통계량 및 상관관계를 보여주는 표이다.

<표 2> 변수 측정

<표 2>는 본 연구가설을 검증하는데 측정되었던 변수들의 조작적 정의와 측정법을 나타낸 것이다. 미국 상장기업을 중심으로 본 연구를 위한 변수 측정을 위해 Compustat에서는 기업 재무 데이터를 CRSP에서 기업 주가관련 데이터를 수집하였다. 본 연구가 장기간 연구를 감안, 인플레이션 효과를 제거하기 위해서 모든 재무변수는 1982년 기준, 소비자지수(CPI)로 나눈 값으로 처리하였다. 측정방법에서 표기된 변수명은 Compustat의 변수명이다.

변수명	조작적 정의	측정방법
토빈 q 비율	기업의 시장가치와 장부가치의 비율	$(PRCC_F_{it} \times CSHO_{it} + PSTKL_{it} + LCT_{it} - ACT_{it} + INVT_{it} + DLTT_{it}) / AT_{it}$
부채수준	부채 대 자기자본 비율	$(DLTT_{it} + DLC_{it}) / CEQ_{it}$
부채증감분	전기 부채수준 대비 전기 부채수준의 증감분	$\{(DLTT_{it} + DLC_{it}) - (DLTT_{it-1} + DLC_{it-1})\} / CEQ_{it-1}$
산업수익률	산업내 ROA 평균	$IROA_{ij} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \frac{NI_j}{AT_j}$ N: SIC 3자리 기준 산업 내 기업의 수
산업총자산	산업내 자산 평균	$IAT_{ij} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AT_j$ N: SIC 3자리 기준 산업 내 기업의 수

〈표 2〉 변수 측정(계속)

변수명	조작적 정의	측정방법
시장점유율	산업전제 매출액 대비 자사 매출액 비율	$MS_{ij} = \frac{SALE_i}{\sum_{j=1}^N SALE_j}$ N: SIC 3자리 기준 산업 내 기업의 수
기업규모	종업원 수(천명)	EMP_{it}
ln기업연령	SEC에 등록된 이후부터 현재까지의 기간	$\ln(T_{it} - T_{i0})$ T_{it} : 데이터수집당시 연도 T_{i0} : 기업이 최초로 SEC에 등록한 연도
유동비율	유동자산/유동부채	ACT_{it}/LCT_{it}
잉여현금흐름	기업이 영업활동을 통해서 창출한 현금에서 재투자에 사용된 부분을 차감하고 남은 금액	$NI_{it} + DP_{it} - WCAPCH_{it} - CAPX_{it}$
시장기반 기업성장률	월별 시장주식수익률 대비 월별 기업의 주식수익률 증감분의 누적	$GR_i = \sum_{m=1}^{12} (RI_{im} - MRI_{im})$ RI_{im} : 기업 i 의 m 월 주식수익률 MRI_{im} : m 월의 시장주식수익률
연구개발비	자산대비 연구개발 지출 비중	XRD_{it}/AT_{it}
마케팅지출	매출대비 마케팅 지출 비중	$XSGA_{it}/SALE_{it}$

〈표 3〉 기초통계량 분석

〈표 3〉은 가설검증을 위해 측정된 변수들의 기초통계량에 대한 것이다. 토빈의 q 비율은 기업의 시가총액(주식)과 부채의 장부가액의 합을 기업의 총자산의 대체 가액으로 나누어 토빈의 q 비율을 측정하였다. 부채수준은 부채총합을 자기자본으로 나눈 값으로 계산하였고, 부채증감분은 부채총액의 증감분을 자기자본으로 나눈 값으로 측정하였다. 산업수익률은 SIC 3자리 기준 산업의 ROA 평균을 의미하고, 산업총자산은 SIC 3자리 기준 산업의 총자산 평균을 의미한다. 시장점유율은 SIC 3자리 기준 내 산업 내 매출액 비중으로 계산하였고, 기업규모는 기업의 종업원 수(천명), 기업연령은 주식거래소에 등록된 연도에서 현재까지의 기간으로 측정하였다. 유동비율은 유동자산을 유동부채로 나눈 단순 비율로 측정하였고, 잉여현금흐름은 순이익과 배당금액에서 운영자본비용과 총자본지출금액을 차감한 것이다. 시장기반기업성장률은 월별 시장주식수익률대비 월별 기업의 주식수익률의 차분을 연간단위로 누적한 것을 의미하고, 연구개발비는 연구개발지출금액을 총자산으로 나눈 비율로, 마케팅지출은 마케팅지출금액을 총매출액으로 나눈 비율로 계산하였다. 종속변수를 비롯한 각 화폐가치 관련 변수들은 인플레이션을 조정하기 위해서 1982년 소비자가격지수(Consumer Price Index: CPI)를 나누어 각 변수 측정에 활용하였다.

변수명	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
1. 토빈 q 비율	1.85	0.95	2.84	0.00	28.93
2. 부채수준	0.01	0.00	0.49	-0.00	56.86
3. 부채증감분	0.00	0.00	0.36	-32.32	44.89
4. 산업수익률	0.04	0.05	0.05	-2.18	0.88
5. 산업총자산	0.47	0.31	0.82	0.00	19.49
6. 시장점유율	0.00	0.00	0.02	0.00	1.00
7. 종업원수(천명)	0.11	0.08	0.11	0.00	6.23
8. ln기업연령	2.02	1.95	0.68	0.69	3.91
9. 유동비율	0.00	0.00	0.01	0.00	1.72
10. 잉여현금흐름	-1.34	-0.27	5.28	-275.33	1.59
11. 시장기반기업성장률	-1.15	-0.74	3.33	-21.80	20.01
12. 연구개발비	0.15	0.06	0.41	0.00	25.26
13. 마케팅지출금액	0.18	0.00	2.25	-0.01	99.97

〈표 4〉 상관관계 분석

〈표 4〉는 가설검증을 위해 측정된 변수들의 상관관계에 대한 것이다. 미국 주식거래소에 등록되어 있는 상장기업 중 표본으로 활용된 3,505개에 대한 변수들의 상관관계이다. 토빈의 q 비율은 기업의 시가총액(주식)과 부채의 장부가액의 합을 기업의 총자산의 대체 가액으로 나누어 토빈의 q 비율을 측정하였다. 부채수준은 부채총합을 자기자본으로 나눈 값으로 계산하였고, 부채증감분은 부채총액의 증감분을 자기자본으로 나눈 값으로 측정하였다. 산업수익률은 SIC 3자리 기준 산업의 ROA 평균을 의미하고, 산업총자산은 SIC 3자리 기준 산업의 총자산 평균을 의미한다. 시장점유율은 SIC 3자리 기준 내 산업 내 매출액 비중으로 계산하였고, 기업규모는 기업의 종업원 수, 기업연령은 주식거래소에 등록된 연도에서 현재까지의 기간으로 측정하였다. 유동비율은 유동자산을 유동부채로 나눈 값이고, 잉여현금흐름은 순이익과 배당금액에서 운영자본비용과 총자본지출금액을 차감한 것이다. 시장기반기업성장률은 월별 시장주식수익률대비 월별 기업의 주식수익률의 차분을 연간단위로 누적한 것을 의미하고, 연구개발비는 연구개발지출금액을 총자산으로 나눈 것, 마케팅지출은 마케팅지출금액을 총매출액으로 나누어 계산하였다. 종속변수를 비롯한 각 화폐가치 관련 변수들은 인플레이션을 조정하기 위해서 1982년 소비자가격지수(Consumer Price Index: CPI)를 나누어 각 변수 측정에 활용하였다. ***, **, *, †는 각각 0.1%, 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

변수명	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. 토빈q비율												
2. 부채수준	0.00											
3. 부채증감분	0.00	-0.40***										
4. 산업수익률	0.05***	0.00	0.00									
5. 산업총자산	0.02**	-0.01	0.00	0.02**								
6. 시장점유율	-0.01†	0.02**	0.01†	-0.11***	-0.04***							
7. 종업원 수(천명)	-0.23***	-0.01†	0.00	-0.03***	0.00	0.04***						
8. ln기업연령	-0.09***	-0.01†	0.00	-0.04***	0.09***	-0.01	0.07***					
9. 유동비율	0.00	0.00	0.00	0.02***	-0.01	-0.01	-0.04***	-0.04***				
10. 잉여현금흐름	0.06***	0.00	0.00	0.00	-0.02***	-0.01	-0.16***	-0.06***	0.01†			
11. 시장기반기업성장률	0.05***	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	-0.02***	-0.02**	0.01†	0.02**		
12. 연구개발비	0.23***	0.00	0.00	0.05***	0.04***	-0.03***	-0.09***	-0.03***	-0.01†	0.03***	0.02**	
13. 마케팅지출금액	0.02**	0.00	0.00	0.03***	0.02**	-0.01	-0.04***	-0.02**	0.03***	-0.02***	0.00	0.09***

4. 실증분석 결과

4.1 가설 검증

가설 검증을 위한 분석은 최우추정법(Maximum Likelihood Estimation: MLE)을 활용하였다. 구체적으로 하우스만 검정(Hausman Test)에 의거, 고정효과모델(fixed effect model)을 채택하였다. 하우스만 검정에 의하면 하우스만 통계값이 토빈 q 비율의 경우는 338.56($p < .000$)으로 나타났다. 이와 더불어 이분산성(heteroskedasticity)에서 나타날 수 있는 문제점을 고려하기 위해서 계수의 표준 오차(standard error)를 계산함에 있어 robust variance estimate를 분석에 사용하였다.

〈표 5〉 가설검증

〈표 5〉는 미국 주식거래소에 등록되어 있는 상장기업 중 표본으로 활용된 3,505개의 1962년부터 2010년까지 총 27,642개의 기업-연도수의 재무데이터를 토대로 토빈의 q비율을 부채수준과 부채증감분으로 추정할 결과이다. 추정모형은 고정효과모형(fixed effect model)을 활용하였고, 이분산성을 고려하기 위해서 robust variance estimates를 통해서 회귀계수의 표준오차를 계산하였다. 토빈의 q 비율은 기업의 시가총액(주식)과 부채의 장부가액의 합을 기업의 총자산의 대체 가액으로 나누어 토빈의 q 비율을 측정하였다. 부채수준은 부채총합을 자기자본으로 나눈 값으로 계산하였고, 부채증감분은 부채총액의 증감분을 자기자본으로 나눈 값으로 측정하였다. 표안의 값은 회귀계수를, 괄호안의 값은 회귀계수의 표준오차를 의미한다. 종속변수를 비롯한 각 화폐가치 관련 변수들은 인플레이션을 조정하기 위해서 1982년 소비자가격지수(Consumer Price Index: CPI)를 나누어 각 변수 측정에 활용하였다. ***, **, *, †는 각각 0.1%, 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

종속변수: 토빈 q 비율	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
상수	2.128*** (.232)	2.132*** (.238)	2.080*** (.256)	2.106*** (.250)	2.100*** (.253)
산업수익률	.978** (.316)	.967** (.316)	.976** (.316)	.968** (.316)	.967** (.316)
산업총자산	-.063 (.068)	-.063 (.068)	-.063 (.068)	-.063 (.068)	-.063 (.068)
시장점유율	-2.064** (.607)	-2.049** (.607)	-2.085** (.608)	-2.063** (.607)	-2.060** (.607)
종업원수(천명)	-3.590*** (.188)	-3.601*** (.188)	-3.587*** (.188)	-3.597*** (.188)	-3.598*** (.188)
ln기업연령	-.367*** (.067)	-.368*** (.067)	-.367*** (.067)	-.367*** (.067)	-.367*** (.067)
유동비율	-1.746* (.882)	-1.743* (.881)	-1.744* (.882)	-1.743* (.881)	-1.743* (.881)
잉여현금흐름	.008*** (.002)	.008*** (.002)	.008*** (.002)	.008*** (.002)	.008*** (.002)
시장기반 기업성장률	.024† (.012)	.024† (.012)	.024† (.012)	.024† (.012)	.024† (.012)
연구개발비	.748*** (.168)	.748*** (.168)	.748*** (.168)	.748*** (.168)	.748*** (.168)

〈표 5〉 가설검증(계속)

종속변수: 토빈 q 비율	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
마케팅지출	-.020* (.010)	-.020* (.010)	-.020* (.010)	-.020* (.010)	-.020* (.010)
부채수준		-.065*** (.018)		-.052** (.016)	-.044** (.015)
부채증감분			.061* (.024)	.033* (.016)	.044** (.015)
부채증감분 ²					-.001 (.000)
기업더미	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
adj. R^2	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
로그우도	-59,741.63	-59,739.41	-59,740.16	-59,739.09	-59,738.98
AIC	119,601.3	119,598.8	119,600.3	119,600.2	119,602
χ^2	-	4.44*	2.94†	5.08†	5.30
기업 수	3,505	3,505	3,505	3,505	3,505
기업-연도 수	27,642	27,642	27,642	27,642	27,642

먼저 <표 5>는 부채수준 및 부채증감분이 기업가치에 미치는 효과에 대한 분석표이다. 분석은 통제변수만 포함된 모형에 가설 검증을 위한 독립변수를 추가하면서 부채증감분과 토빈 q 비율과의 관계를 살펴보았다. 모형 2와 모형 3은 각각 부채수준 및 부채증감분을 각각 모형에 포함했을 때의 토빈 q 비율과의 관계를 보여주는 것이고, 모형 4는 부채수준과 부채증감분을 동시에 모형에 넣었을 때의 결과를 보여주는 것이다. 모형 4에서 보는 바와 같이 부채수준과 토빈 q 비율과의 관계는 본 연구가 가설로 제시한 바와 같이 역의 유의한 영향을 미치지만($\beta = -.034$; $p < .05$), 반대로 부채증감분은 토빈 q 비율과 정의 유의한 영향을 미치고 있음을 알 수 있다($\beta = .014$; $p < .01$).

한편, 부채증감분은 전략적인 자금조달 수단으로 인식된다는 가정 하에 기업가치인 토빈 q 비율간의 정의 선형적인 영향관계를 보이는 것으로 이해할 수 있지만, 부채를 자금조달 수단으로 활용한다는 것은 여전히 자본비용으로서의 부담을 안고 있기 마련이다. 특히 부채증감분이 극단적인 크기로 커졌을 경우에는 그 부담이 더욱 커질 수 있기 때문에, 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이라 예측해볼 수도 있다. 이러한 측면을 감안해본다면 어쩌면 부채증감분과 토빈 q 비율간의 관계는 선형적인 관계가 아닌 비선형적 관계, 특히 역U자의 관계를 보일 수도 있을 것이다. 이러한 경우를 확인하기 위해서 <표 5>의 모형 5는 부채증감분이 비선형관계를 가진다고 가정한 모형의 분석결과를 보여준다. 모형 5에 의하면 부채증감분과 토빈 q 비율 간에는 비선형관계를 보이고 있지 않음을 알 수 있다. 따라서 부채증감분은 토빈 q 비율과 단조증가적 관계(monotonic)에 있다고 결론지을 수 있고, 이는 결국은 긍정적인 관계를 의미하게 된다.

<표 5>의 결과를 종합해 볼 때, 부채수준은 기업가치에는 부정적인 영향을 미치게 되나 부채증가분은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 결국 부채의 어떤 측면-즉, 자본구조에서의 부채의 비중 대 자본조달수단으로서의 부채의 활용-을 강조하느냐에 따라 주식시장에서는 기업가치가 상이하게 나타남을 알 수 있다.

한편, 부채는 거시적인 경제환경의 영향을 받을 수 있으므로(Barclay and Smith, 2005), 경기의 특수성(호황 또는 불황)을 고려할 필요가 있다.¹⁾ 다시 말해서, 본 연구의 결과가 경기의 특수성 때문에 일시적으로 나타나는 영향일수도 있기 때문에, 이러한 경기변동의 효과를 제거해 볼 필요가 있다. 본 연구의 자료수집기간이 1962년부터 2010년임을 감안할 때, 2000년대의 닷컴버블과 2008년 서브프라임 사태는 미국 경제에 있어서 특수한 경기 상황을 대변한다. 이 시기의 주식시장은 다른 시기와 비해서 다른 행태를 보여 왔으므로 부채와 기업가치와의 관계 역시 다른 행태를 보일 가능성이 있다. 따라서 이 시기를 제외한 나머지 기간 동안의 데이터로 다시 부채수준 및 부채증감분과 토빈 q 비율간의 관계를 분석하였다. <표 6>이 새롭게 추가한 분석의 결과를 보여준다.

<표 6> 경기특수성 제외와 관련한 강검성 검증

<표 6>은 재무데이터에서 경기(economic trend)의 특수성으로 말미암아 나타날 수 있는 영향을 제거한 후 토빈의 q 비율을 부채수준과 부채증감분으로 추정한 결과이다. 추정모형은 고정효과모형(fixed effect model)을 활용하였고, 이분산성을 고려하기 위해서 robust variance estimates를 통해서 회귀계수의 표준오차를 계산하였다. 토빈의 q 비율은 기업의 시가총액(주식)과 부채의 장부가액의 합을 기업의 총자산의 대체 가액으로 나누어 토빈의 q 비율을 측정하였다. 경기의 특수성은 2000년대 초의 닷컴버블로 인한 경기변동(2000년~2001년)과 2008년 서브프라임 사태로 인한 경기변동의 효과를 고려하였다(2008년~2009년). 표 안의 값은 회귀계수를, 괄호안의 값은 회귀계수의 표준오차를 의미한다. 종속변수를 비롯한 각 회계가치 관련 변수들은 인플레이션을 조정하기 위해서 1982년 소비자가격지수(Consumer Price Index: CPI)를 나누어 각 변수 측정에 활용하였다. *, **, *[†]는 각각 0.1%, 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

종속변수: 토빈 q 비율	닷컴버블 제외		서브프라임 사태 제외		닷컴 및 서브프라임 제외	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	2.263*** (.236)	2.242*** (.254)	2.184*** (.227)	2.162*** (.245)	2.152*** (.227)	2.130*** (.245)
산업수익률	1.081** (.348)	1.070** (.348)	.832* (.330)	.822* (.330)	.934** (.358)	.923* (.358)
산업총자산	-.086 (.072)	-.086 (.072)	-.015 (.073)	-.015 (.073)	-.023 (.076)	-.012 (.076)
시장점유율	-2.123*** (.586)	-2.122*** (.586)	-2.259** (.653)	-2.258** (.653)	-2.320*** (.635)	-2.318*** (.636)
종업원 수(천명)	-3.722*** (.205)	-3.729*** (.206)	-3.534*** (.190)	-3.541*** (.190)	-3.446*** (.207)	-3.454*** (.207)
ln기업연령	-.370*** (.070)	-.371*** (.070)	-.395*** (.070)	-.396*** (.070)	-.412*** (.072)	-.413*** (.072)
유동비율	-2.055* (1.006)	-2.052* (1.006)	-2.376* (1.164)	-2.373* (1.164)	-1.931* (.966)	-1.927* (.966)
잉여현금흐름	.009*** (.002)	.009*** (.002)	.011*** (.003)	.011*** (.003)	.011*** (.003)	.011*** (.003)

1) 경기 특수성에 대한 건설적인 피드백을 주신 익명의 심사자분께 감사의 말씀을 드린다.

부채수준 및 부채증감분이 기업가치에 미치는 효과

<표 6> 경기특수성 제외와 관련한 강검성 검증(계속)

종속변수: 토빈 q 비율	닷컴버블 제외		서브프라임 사태 제외		닷컴 및 서브프라임 제외	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
시장기반	.014	.014	.010	.010	.001	.001
기업성장률	(.014)	(.014)	(.013)	(.013)	(.014)	(.014)
연구개발비	.005	.005	.005	.005	.006	.006
	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)
마케팅지출	-.035**	-.035**	-.018*	-.018*	-.038**	-.039**
	(.011)	(.011)	(.009)	(.009)	(.013)	(.013)
부채수준		-.052**		-.051**		-.051**
		(.016)		(.016)		(.016)
부채증감분		.032*		.033*		.033*
		(.016)		(.016)		(.015)
기업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
adj. R ²	0.36	0.36	0.37	0.37	0.37	0.37
로그우도	-54,935.05	-54,932.54	-56,652.52	-56,649.95	-51,711.0	-51,708.44
AIC	10,9984.1	109,983.1	113,419.0	113,417.9	103,532.0	103,530.9
χ^2	-	5.02*	-	5.14*	-	5.12*
기업 수	3,440	3,440	3,464	3,464	3,447	3,447
기업-연도 수	25,358	25,358	26,312	26,312	24,028	24,028

모형 1에서 모형 2는 닷컴버블에 대한 경기효과를 제거하고 분석한 결과이고, 모형 3에서 모형 4는 서브프라임 사태에 대한 경기효과를 제거하고 분석한 결과이며, 모형 5에서 모형 6은 두 가지 경기효과를 모두 통제된 상황에서의 부채증감분과 토빈 q 비율간의 관계를 분석한 것이다. 분석 결과, 경기변동에 관계없이 모두 부채수준의 경우에는 토빈 q 비율에 부정적인 영향을, 부채증감분의 경우에는 토빈 q 비율 간에 긍정적인 관계가 있음을 알 수 있다.

또한, 경기의 특수성은 특수한 사건에 의하지 않고서도 일정한 주기를 가지고 변동하기 때문에, 이러한 경기의 흐름을 고려할 필요가 있다. 특히 불황기의 경우에는, 자본의 흐름이 제한될 가능성이 크기 때문에, 부채와 기업가치와의 관계 역시 달라질 수 있다. 따라서 이러한 경기 변동성을 감안할 필요가 있다. 이에 NBER(National Bureau of Economic Research)에서 제공하는 불황기 리스트(economic recession)를 토대로, 전체 연구기간에서 불황기와 비불황기를 구분하여 부분표본을 구성하였다. 그리고 각 부분 표본에 따라 부채와 기업가치의 관계가 어떻게 달라지는지 살펴보았다. 그 결과 <표 7>에서 보는 바와 같이, 불황기의 경우에는 부채수준 자체는 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않은 반면, 부채증감분은 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.²⁾ 비불황기에서는 부채수준은 부의 관계, 부채증감분은 정의 관계로 나타났다.

2) 본 표본에 따르면, 불황기에서의 부채수준은 그렇지 않은 시기에 비해서 현저히 적게 나타났고, 이에 따라 부채증감분 역시 그 범위가 그리 크지 않다. 이로 인해 불황기에서의 부채와 기업가치와의 회귀계수가 아주 큰 것으로 나타났다.

〈표 7〉 경기변동을 고려한 강건성 검증

〈표 7〉은 경기(economic trend)의 변동(호황 또는 불황)의 상황을 고려하여 부채수준 및 부채증감분이 토빈의 q 비율에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 추정모형은 고정효과모형(fixed effect model)을 활용하였고, 이분산성을 고려하기 위해서 robust variance estimates를 통해서 회귀계수의 표준오차를 계산하였다. 토빈의 q 비율은 기업의 시가총액(주식)과 부채의 장부가액의 합을 기업의 총자산의 대채가액으로 나누어 토빈의 q 비율을 측정하였다. 경기변동은 NBER(National Bureau of Economic Research)에서 정의하는 경기 불황 기간을 활용하였다. 구체적으로 미국에서의 경기불황은 1969년~1970년, 1973년~1975년, 1980년, 1981년~1982년, 1990년~1991년, 2001년, 2008년~2009년으로 구분되었고, 해당기간은 1, 나머지 기간은 0으로 하는 더미변수를 통해 불황기와 비불황기로 나누어 표본을 재구성하였다. 표 안의 값은 회귀계수를, 괄호안의 값은 회귀계수의 표준오차를 의미한다. 종속변수를 비롯한 각 화폐가치 관련 변수들은 인플레이션을 조정하기 위해서 1982년 소비자가격지수(Consumer Price Index: CPI)를 나누어 각 변수 측정에 활용하였다. ***, **, *, † 는 각각 0.1%, 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

종속변수: 토빈 q 비율	불황기		비불황기	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
상수	2.420*** (.405)	2.430*** (.405)	2.361*** (.282)	2.333** (.299)
산업수익률	1.372 (1.171)	1.371 (1.172)	.787* (.366)	.779* (.366)
산업총자산	.214 (.176)	.217 (.176)	-.063 (.082)	-.062 (.082)
시장점유율	-2.910** (1.048)	-2.904** (1.049)	-1.685* (.758)	-1.703* (.759)
종업원수(천명)	-2.952*** (.418)	-2.956*** (.419)	-3.571*** (.232)	-3.575*** (.232)
ln기업연령	-.219 (.164)	-.223 (.165)	-.321*** (.079)	-.321*** (.079)
유동비율	-2.529 (1.733)	-2.543 (1.738)	-2.072 (1.308)	-2.069 (1.308)
잉여현금흐름	.005 (.004)	.005 (.004)	.012** (.004)	.012** (.004)
시장기반 기업성장률	.073** (.021)	.073** (.021)	-.015 (.017)	-.015 (.017)
연구개발비	-.704 (.941)	-.704 (.941)	.005 (.007)	.005 (.007)
마케팅지출	-.001 (.011)	-.001 (.011)	-.032** (.011)	-.032** (.011)
부채수준		-56.937 (215.95)		-.038* (.017)
부채증감분		2146.69*** (560.85)		.037* (.015)
기업더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
adj. R^2	0.40	0.40	0.37	0.37
로그우도	-14,045.89	-14,045.08	-44,056.28	-44,054.5
AIC	28,137.78	28,140.16	88,202.57	88,203.0
χ^2	-	1.62	-	3.56
기업 수	2,489	2,489	3,365	3,415
기업-연도 수	7,019	7,019	20,623	20,623

한편, 부채가 비용의 부담으로 인식된다는 것은 기업의 규모에 따라 달라질 수 있다. 따라서 기업의 규모를 고려하였을 경우, 부채와 기업가치와의 관계가 어떻게 달라지는지 보았다. 이에 본 연구 표본에서 시가총액의 중간값을 기준으로 대규모 기업과 소규모 기업으로 이분화하여 부분표본을 구성하였다. 그리고 각 부분표본에서 부채와 기업가치가 어떤 영향을 미치고 있는지 살펴보았다. <표 8>에서 보는 바와 같이, 대규모 기업의 경우에는 부채수준이 기업가치와의 부정적 관계가 유의한 것으로 나타났지만 소규모 기업의 경우에는 어떠한 관계도 나타나지 않았다. 이는 곧, 기업 규모에 따라서 부채가 가지는 의미가 달라진다고 볼 수 있다.

<표 8> 기업규모를 고려한 강건성 검증

<표 8>은 부채수준 및 부채증감분이 토빈의 q 비율에 미치는 영향이 기업 규모에 따라 달라지는지 분석한 결과이다. 추정모형은 고정효과모형(fixed effect model)을 활용하였고, 이분산성을 고려하기 위해서 robust variance estimates를 통해서 회귀계수의 표준오차를 계산하였다. 토빈의 q 비율은 기업의 시가총액(주식)과 부채의 장부가액의 합을 기업의 총자산의 대체 가액으로 나누어 토빈의 q 비율을 측정하였다. 기업규모는 시가총액을 기준으로 중간값을 기준으로 표본을 구분하였다. 표 안의 값은 회귀계수를, 괄호안의 값은 회귀계수의 표준오차를 의미한다. 종속변수를 비롯한 각 화폐가치 관련 변수들은 인플레이션을 조정하기 위해서 1982년 소비자가격지수(Consumer Price Index: CPI)를 나누어 각 변수 측정에 활용하였다. ***, **, *, †는 각각 0.1%, 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

종속변수: 토빈 q 비율	대규모 기업		소규모 기업	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
상수	3.216*** (.523)	3.213*** (.523)	1.505*** (.187)	1.557*** (.182)
산업수익률	.995* (.414)	.979* (.413)	.728 (.445)	.720 (.445)
산업총자산	-.307** (.118)	-.307** (.118)	.076 (.098)	.076 (.098)
시장점유율	-.097 (.627)	-.008 (.603)	-2.559*** (.453)	-2.552*** (.453)
종업원 수(천명)	-4.747*** (.315)	-4.746*** (.316)	-1.898*** (.216)	-1.911*** (.216)
ln기업연령	-.454*** (.112)	-.453*** (.112)	.214* (.088)	.214* (.088)
유동비율	-9.201† (5.335)	-9.190† (5.334)	-1.428* (.676)	-1.428* (.676)
잉여현금흐름	-.001 (.002)	-.001 (.002)	.015 (.010)	.015 (.010)
시장기반 기업성장률	.028 (.023)	.028 (.023)	.021 (.013)	.021 (.013)
연구개발비	.843** (.297)	.843** (.297)	.724** (.230)	.724** (.230)
마케팅지출	-.018† (.010)	-.018† (.010)	-.374* (.173)	-.375* (.173)
부채수준		-.166*** (.029)		-.065 (.043)
부채증감분		-.005 (.033)		-.166 (.108)

〈표 8〉 기업규모를 고려한 강건성 검증(계속)

종속변수: 토빈 q 비율	대규모 기업		소규모 기업	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
기업더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
adj. R ²	0.46	0.46	0.42	0.42
로그우도	-30,084.56	-30,081.58	-26,820.03	-26,819.36
AIC	60,281.12	60,279.17	53,758.07	53,760.72
χ^2	-	5.96 [*]	-	1.34
기업 수	2,618	2,618	2,275	2,275
기업-연도 수	14,230	14,230	13,412	13,412

5. 결론

5.1 요약 및 이론적·실무적·정책적 시사점

본 연구는 기존의 부채와 관련한 이론이 기업가치에 미치는 영향을 설명하는데 한계가 있음을 지적한다. 특히, 각 이론들은 부채를 인식하는 측면이 상이하고, 이러한 상이한 개념 인식으로 인해서 기업가치에 미치는 영향이 구분되어 설명되고 있음을 강조하였다. 구체적으로, 부채는 자본구조의 구성요소로 자본구조에서 어떤 비중을 차지하는가로 이해될 수도 있지만, 한편으로는 외부에서의 자금조달을 위한 전략적 수단으로도 이해될 수 있다. 전자의 측면을 강조하게 되면 부채는 자본비용으로서의 인식을 강화하는 것으로, 부채가 증가할수록 자본비용에 대한 부담이 커져서 결국은 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다. 하지만 후자의 측면을 강조하게 되면 부채는 자금조달이 효과적으로 이루어지고 있고, 이로 말미암아 기업성장의 기회로 인식될 가능성이 커지게 되어 결국은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치게 된다. 본 연구는 이러한 구분된 부채의 개념인식에 기초한 기업가치에의 영향관계가 실증적으로 상이하게 나타나고 있음을 증명하였다.

이에 본 연구의 결과를 통해서 다음과 같은 이론적 시사점을 찾아볼 수 있다. 첫째, 부채가 기업에 주는 의미는 중첩되어 있다는 점이다. 이는 지금까지 논의되었던 부채와 관련된 주장에 대한 어느 정도의 합의점을 제시할 수 있다. Modigliani and Miller(1958)의 부채가 기업에 미치는 영향에 미치는 영향에 대한 회의적인 시각에서 비롯되어, 부채에 대한 긍정적인 영향, 부정적인 영향, 그리고 혼재된 영향 모두 부채가 가지고 있는 다중적이고 중첩되어 있는 의미를 모두 포괄하고 있다. 그리고 이러한 중첩된 의미는 부채의 어느 측면을 강조하는가에 따라 다르게 인식될 수 있게 된다. 따라서 부채가 가지고 있는 중첩된 의미를 구체화하고 정확하게 구분함으로써 부채가 기업 자치에 미치는 영향을 보다 구체적으로 파악할 수 있게 된다.

둘째, 본 연구의 결과는 기업이 부채에 대해서 어떤 의미를 부여하는가보다는 외부 투자자가 어떻게 기업의 부채수준을 이해하는가에 더 초점을 두고 있다. 본 연구에서 부채수준과 부채

증감분을 구분하는 것은 기업이 제공하는 자본구조에 대한 정보에서 시장에서는 어떤 측면을 더욱 강하게 인식하고 있는가에 기초하고 있다. 이는 기업이 어떤 의도에서 부채에 대한 전략을 시행했는지 규명하고자 하는 기존의 자본구조 이론들과는 차별된다. 다시 말해서, 기업 가치를 예측함에 있어서 그 기업의 자본구조가 중요한 역할을 함에 틀림이 없지만, 이는 기업가치를 극대화하기 위한 최적의 자본구조를 찾는 노력보다는 자본구조가 어떻게 시장에서 받아들여지는지 역시 중요한 요인이 될 수 있음을 시사한다.

이에 따라 다음과 같은 실무적·정책적 시사점을 찾아볼 수 있다. 부채발행 행위 그 자체는 기업 내부보다는 외부에서의 인식에 기초한다는 점에서, 부채를 전략적으로 활용할 수 있다. 기업은 의도적으로 부채수준 혹은 부채증감분의 변화를 통해서 시장에서의 기업의 상황을 알릴 수도 있다. 구체적으로, 부채증감분이 기업가치를 증가시킬 수 있다는 본 연구 결과에 따르면, 부채 발행의 규모를 경영전략과 관련된 의사결정에 반영할 수 있을 것이다. 예를 들어, 사업을 확장하는 등의 과감한 성장 전략을 취하는 경우, 부채발행 규모를 늘리는 것은 시장에서 받아들일 때, 성장의 과정이라고 이해할 수 있으므로 사업 확장 전략에 도움을 줄 수 있을 것이다. 따라서 자본구조의 형성에 대한 기업의 전략적인 노력과 더불어, 자본구조에 대한 의미를 어떻게 시장에 알릴 것인가에 대한 전략을 수립하는 것도 중요함을 알 수 있다. 따라서 이는 전략적인 측면에서도 중요한 시사점을 제공할 수 있다.

하지만, 그럼에도 부채는 그 자체로 기업에 있어서는 부담이 된다. 부채발행을 통해 자본구조를 전략적으로 구성하는 것은 파산 위험의 가능성이 커질 위험이 있다. 따라서 실무적으로 부채발행 가능범위를 산정하고 이 범위 내에서 전략적으로 부채발행이 시장에 미치는 이점을 활용하는 방안을 수립해야 할 것이다.

5.2 연구 한계점

본 연구는 실증분석을 통해서 부채가 기업가치에 어떤 영향을 미칠 것인가에 대한 이론적·실무적 시사점을 제공하고 있다는 점에서 기존 자본구조 관련 문헌에 공헌하는 바가 있다. 하지만, 본 연구의 주요 주장을 좀 더 정교화 할 가능성은 존재한다. 이러한 가능성을 중심으로 향후 연구방향으로써 제시하고자 한다.

첫째, 부채는 자본구조를 형성하는 기본단위라는 명제 하에서, 부채를 통해서 어떻게 자본구조가 어떻게 형성되고 있는가에 대한 보다 면밀한 분석이 필요할 것이다. 특히, 부채가 자본구조 형성의 기초가 되지만 현재의 자본구조 역시 부채의 증감을 결정짓는 중요한 요인이 될 수 있기 때문이다. 이는 부채와 자본구조와의 관계가 시간의 흐름에 따라 서로 영향을 주는 관계임을 의미한다. 다시 말해서 자본구조의 형성과정 속에서 부채는 어떻게 외부 투자자들에게 인식되고 있는지를 살펴보는 것은 부채가 어떻게 기업가치에 영향을 줄 것인가에 대한 보다 정교한 설명을 제공할 것이라 판단된다.

둘째, 부채와 기업 가치와의 관계에 대한 상이한 관계를 보다 부각시킬 수 있는 기업이 처한 다양한 상황을 고려해 볼 수 있을 것이다. 이는 비단 산업특성적 특성만을 의미하는 것은 아니다. 기업이 처한 다양한 환경적/기업 내부적 상황요건을 다 포괄할 수 있다. 특히 부채와 관련한

회계정보를 외부 투자자들에게 제공하는 과정에서 나타날 수 있는 다양한 상황 해석과 인식의 차이들로 인해서 부채와 기업 가치와의 관계가 달라질 수 있을 것이다. 추후 연구에서는 기업을 둘러싼 환경으로 인해서 실제 부채에 대한 인식이 달라질 수 있는지 탐구해 볼 필요가 있을 것이다.

셋째, 부채 발행, 보유, 상환의 일련의 활동들을 통해서 기업은 보다 전략적으로 부채와 기업 가치와의 관계를 활용할 수 있을 것이다. 특히 단기 장기 부채 또는 장기부채의 단기부채 전환 등과 같이 부채수준에 대한 다이내믹스가 존재하게 된다. 특히 단기부채와 장기부채는 기업이 발행하는 목적도 상이할 뿐만 아니라 외부 투자자가 인식하는 정도도 차이가 있을 것이다. 따라서 부채의 성숙시기(maturity)에 따라서 부채의 신호효과가 어떻게 달라질 것이고, 이러한 차이가 기업가치에는 어떤 영향을 미치는지 고찰해 볼 필요가 있을 것으로 보인다.

참 고 문 헌

- 김부민, 이유헌, 이은정, “한국 상장기업의 자본구조에 관한 재고찰: 상충관계이론 vs. 자본조달 순위이론”, 한국증권학회지, 제44권 2호(2015), pp. 373-412.
- 윤봉환, “한국상장기업의 자본구조 결정요인에 대한 장기분석: 정태적 절충모델과 자본조달순위 모델간의 비교”, 경영학연구, 제34권 제4호(2005), pp. 973-1000.
- Bae, J., S.-J. Kim, and H. Oh, 2017, Taming polysemous signals: The role of marketing intensity on the relationship between financial leverage and firm performance, *Review of Financial Economics* 33, pp. 29-40.
- Baker, M. and J. Wurgler, 2002, Market timing and capital structure, *Journal of Finance* 57, pp. 1-32.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon, 1997, Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics* 43 (3), pp. 341-372.
- Barclay, M. J. and C. W. Smith, Jr., 2005, The capital structure puzzle: The evidence revisited, *Journal of Applied Corporate Finance* 17 (1), pp. 8-17.
- Bebchuk, L. and A. Cohen, 2005, The cost of entrenched boards, *Journal of Financial Economics* 78 (2), pp. 409-433.
- Brown, L. D. and M. L. Caylor, 2006, Corporate governance and firm valuation, *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (4), pp. 409-434.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt, 1994, A simple approximation of Tobin's q, *Financial Management* 23 (3), pp. 70-74.
- Cook, D. O. and T. Tang, 2010, Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed, *Journal of Corporate Finance* 16 (1), pp. 73-87.
- de Jong, A., M. Verbeek, and P. Verwijmeren, 2011, Firms' debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree, *Journal of Banking and Finance* 35 (5), pp. 1303-1314.
- Degryse, H., P. de Goeij, and P. Kappert, 2012, The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure, *Small Business Economics* 38 (4), pp. 431-447.
- Flannery, M. J. and K. P. Rangan, 2006, Partial adjustment toward target capital structures, *Journal Financial Economics* 79 (3), pp. 469-506.
- Frank, M. Z. and V. K. Goyal, 2005, Tradeoff and pecking order theories of debt. In B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Chapter 7, Elsevier.
- Gelb, D. S. and P. Siegel, 2000, Intangible assets and corporate signaling, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15 (4), 307-323.

- Graham, J. R., 2003, Taxes and corporate finance: A review, *The Review of Financial Studies* 16 (4), pp. 1075-1129.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118 (1), pp. 107-155.
- Haugen, R. A. and L. W. Senbet, 1978, The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure, *Journal of Finance* 33 (2), pp. 383-393.
- Hennessy, C. A., D. Livdan, and B. Miranda, 2010, Repeated signaling and firm dynamics, *Review of Financial Studies* 23 (5), pp. 1981-2023.
- Hyttinen, A. and M. Pajarinen, 2005, External finance, firm growth and the benefits of information disclosure: Evidence from Finland, *European Journal of Law Economics* 19 (1), pp. 69-93.
- Jensen, M. C., 1986, The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers, *American Economics Review* 76 (2), pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3 (4), pp. 305-360.
- Leary, M. T. and M. R. Roberts, 2010, The pecking order, debt capacity, and information asymmetry, *Journal of Financial Economics* 95 (3), pp. 332-355.
- Megna, P. and M. Klock, 1993, The impact of intangible capital on Tobin's q in the semiconductor industry, *American Economic Review* 83 (2), pp. 265-269.
- Modigliani, F. and M. H. Miller, 1958, The cost of capital, corporate finance and the theory of investment, *American Economics Review* 48, pp. 261-297.
- Myers, S. C., 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5 (2), pp. 147-175.
- Myers, S. C., 1984, The capital structure puzzle, *Journal of Finance* 39 (3), pp. 575-592.
- Myers, S. C. and N. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13 (2), pp. 187-221.
- Novy-Marx, R., 2013, The other side of value: The gross profitability premium, *Journal of Financial Economics* 108 (1), pp. 1-28.
- Opler, T. C. and S. Titman, 1994, Financial distress and corporate performance, *Journal of Finance* 49, pp. 1015-1040.
- Prabhala, N. R., 1997, Conditional methods in event studies and an equilibrium justification for standard event study procedures, *Review of Financial Studies* 10 (1), pp. 1-38.
- Rajan, R. G. and L. Zingales, 1995, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance* 50 (5), pp. 1421-1460.
- Robins, J. and M. F. Wiersema, 1995, A resource-based approach to the multibusiness firm:

- Empirical analysis of portfolio interrelationships and corporate financial performance, *Strategic Management Journal* 16 (4), pp. 277-299.
- Ross, S., 1977, The determination of financial structure: The incentive-signaling approach, *Bell Journal of Economics* 8 (1), pp. 23-40.
- Stulz, R., 1990, Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of financial Economics* 26 (1), pp. 3-27.
- Titman, S. and B. Trueman, 1986, Information quality and the valuation of new issues, *Journal of Accounting Economics* 8 (2), pp. 159-172.
- Tsai, B. H., 2006, *Innovation, Market Share, and Firm Value-Patents in Personal Computer Industry*, Hsinchu City: National Ching Tung University.
- Villalonga, B., 2004, Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences, *Journal of Economics Behavior & Organization* 54 (2), pp. 205-230.
- Wahba, H., 2013, Debt and financial performance of SMEs: The missing role of debt maturity structure, *Corporate Ownership & Control* 10 (3), pp. 354-365.
- Weill, L., 2008, Leverage and corporate performance: Does institutional environment matter? *Small Business Economics* 30 (3), pp. 215-265.

Examining the Divergent Effects of Debt Level and Debt Financing on Firm Valuation^{*}

Sang-Joon Kim^{**}

Ewha Womans University

Abstract

This study postulates that neither trade-off theory nor pecking order theory is perfect to explain the effect of debt on firm valuation. Illuminating that the prior literature did not distinguish between debt levels (i.e. a state of capital structure) and debt financing (i.e. an action for capital structure), this study specifies the impacts of debt level and debt financing on firm valuation. The debt level signifies how a firm's capital structure is characterized with debts. Since the dominance of debts in the capital structure indicates how likely the firm has the bankruptcy risks, the higher debt level will make the firm valuation more detrimental. Meanwhile the debt financing indicates how a firm constructs its capital structure by adding debts. As a means of investments, debt financing can be strategically interpreted from the market. As such, debt financing can bring more positive evaluation of the firm and it can enhance firm valuation. These divergent impacts of debt level and debt financing on firm valuation are examined using COMPUSTAT database of 3,505 U. S. listed firms ranging from 1962 to 2010. I employed the fixed-effects models to estimate Tobin's q with respect to the debt-equity ratio (representing the debt level) and the change in debt-equity ratio (representing the debt financing). The results show that debt levels show a negative impact on Tobin's q but debt financing has a positive effect. As these findings reveal, we can specify the previously-inconclusive impacts of debts on firm valuation by elaborating the different meanings of debt levels and debt financing.

Keywords: Debt Level; Debt Financing; Firm Valuation; Trade-Off Theory; Pecking Order Theory

JEL Classification: G32

* I am indebted for this study to the two anonymous reviewers, who gave me valuable comments which enabled this study to be further developed. Furthermore, I am grateful to Professors Hyung-Suk Choi, Jin-Ho Byun, and Jung-Soon Shin at Ewha School of Business for their feedbacks on the earlier version of this paper.

** Corresponding Author. Address: 52 Ewhayeodae-gil, Seodaemun-gu, Seoul, Korea, 03760; E-mail: s.kim@ewha.ac.kr; Tel: +82-2-3277-2654; Fax: +82-2-3277-2776.