

Print ISSN: 1738-3110 / Online ISSN 2093-7717  
<http://dx.doi.org/10.15722/jds.12.10.201410.75>

[Field Research]

# A Study on the Financing Decision of Retail Firms Listed on Korean Stock Markets

## 유통 상장기업들의 자본조달 특징에 관한 연구

Bo-Hyun Yoon(윤보현)\*

Received: September 12, 2014. Revised: September 16, 2014. Accepted: October 13, 2014.

### Abstract

**Purpose** – This article aims to examine whether the stock issuance of firms in the retail industry follows Myers' (1984) pecking order theory, which is based on information asymmetry. According to the pecking order model, firms have a sequence of financing decisions, of which the first choice is to use retained earnings, the second one is to get into safe debt, the next involves risky debt, and the last involves finance with outside equity. Since the 2000s, the polarization of the LEs (Large enterprises) and SMEs (Small and Medium Enterprises) arose in the retail industry. The LEs exhibited an improvement in growth and profitability, whereas SMEs had a tendency to degenerate. This study contributes to corroborating the features of financing decisions in the retail industry distinguished from the other industries.

**Research design, data, and methodology** – This study considers the stocks listed on the KOSPI and KOSDAQ markets from 1991 to 2013, and is more concentrated on the stocks in the retail industry. The data were collected from the financial information company, WISEfn. The empirical analysis is conducted by employing two measures of net equity issues (and), which were introduced in Fama and French (2005), and can be calculated from firms' accounting information. All variables are generated as the aggregate value of the numerator divided by aggregate assets, which, in effect, treats the entire sample as a single firm. Substantially, the financing decisions of the firms were analyzed by examining how often and under what circumstances firms issue and repurchase equity. Then, this study compares the features of the retail industry with those of the other industries.

**Results** – The proportion of sample firms that show annual net stock issues reaching the level of the year's average was 54.33% for the 1990s, and fell to 39.93% per year for the 2000s. In detail, the fraction of the small firms actually increases from 45.08% to 51.04%, whereas that of large firms shows a dramatic decline from 58.94% to 24.76%. Considering

the fact that the large firms' rapid increase in growth after the 2000s may lead to an increase in equity issues, this result is rather surprising. Meanwhile, net stock repurchases of assets are considerably disproportionate between the large (-50.11%) and the small firms (-15.66%) for the 2000s.

**Conclusions** – Stock issuance of retail firms is not in line with the traditional seasoned equity offering based on information asymmetry. The net stock issuance of the small firms in the retail industry can be interpreted as part of an effort to reorganize business and solicit new investment to resolve degenerating business performance. For large firms, on the other hand, the net repurchase can be regarded as part of an effort to rearrange business for efficiency and amplifying synergy across business sections through spin-off. These results can help the government establish a support policy on retail industry according to size.

**Keywords:** Retail Industry, Asymmetric Information, Equity Issues, Repurchase, Pecking Order.

**JEL Classification:** G32.

### 1. 서론

#### 1.1. 연구의 배경

본 논문은 2000년대 이후 우리나라 유통산업의 특징변화를 장기추세 속에서 찾아내고 현재의 유통산업의 현황을 대변한다고 볼 수 있는 유통 상장기업들의 특징을 상장기업 전체의 특징과 비교 분석하고, 특히 유통산업의 자본조달에서 중요한 역할을 담당하고 있는 주식발행을 통한 자본조달의 특징을 살펴보고자 한다. Kim and Kwon(2013)에 따르면 우리나라는 1960년대 이래 경제개발계획에 따라 제조업 등의 성장주도산업에 정책지원이 우선됨으로써 유통산업은 상대적으로 낙후되어 발전되어 왔으며 1990년대 이후가 되어서 비로소 학계나 정부가 유통부문에 관심을 갖게 되었다. 또한 국내 유통은 대기업의 유통시장진출과 롯데마트, 이마트 등 종합슈퍼와 대형 슈퍼마켓으로 인해 중소유통점과 전통시장과 같은 영세상인의 경쟁력 상실과 생존기반을 허물고 있는 상황이라 하였다. 또한 Kim et al.(2011)에 의하면 “1996년 유통시장 개방

\* Corresponding Author, Quantitative Analyst, Gian Research, Korea. Tel: +82-10-9059-7643, E-mail: yoonbo@gmail.com

이후 우리나라 유통산업 구조변화의 가장 기본적인 특징은 대형화·기업화이며 이로부터 유통산업의 집중화, 생산성 향상 및 규모별 생산성 격차의 확대, 업태별 양극화, 중소기업의 침체 등의 현상이 발생하였다"고 한다. 이에 따르면 우리나라 유통산업의 문제점은 바로 양극화 문제라고 할 수 있다. 대형 유통기업들의 영향력이 강화되면서 대형마트, 편의점, 홈쇼핑 등 대형화·기업화 한 기업들의 매출액 및 점포수 점유율이 증가하는 한편, 영세 유통 중소기업들의 경쟁력은 크게 떨어지고 있다.

이와 같은 유통산업의 양극화 현상은 본 논문의 <Table 2>에 나타나 있는 유통산업 상장기업 수 변화에 대한 분석에서도 부분적으로 확인되고 있다. 본 논문의 분기별 재무제표 데이터에서 기업의 성장성과 수익성 지표를 확인한 결과, 소기업의 경우에는 수익성에 상관없이 저성장 그룹의 평균 기업수가 1990년대 0개에서 2000년대 이후 8개로 늘어난 반면, 대기업의 경우에는 수익성에 상관없이 고성장 그룹의 평균 기업수가 1990년대 3개에서 2000년대 이후 7개로 크게 늘어났으며, 특히 고수익, 고성장 기업의 수가 1990년대 1개에서 2000년대 이후에 5개로 큰 폭으로 증가하였다. 2000년대 이후 유통 상장기업들의 표본수가 대기업의 경우 13개에 지나지 않는다는 점을 감안한다면 유통산업 전반적으로 성장성이 큰 대기업들이 위에서 살펴본 대형화·기업화 경향을 주도하고 있다고 보아도 무방할 것이다.

한편 1990년대 유통시장 개방 이후 우리나라 유통산업의 GDP 대비 총생산 비중은 현재 담보상태를 이루고 있으며, 그 비중은 선진국의 비중에 비해 크게 낮은 수준이다. Lee(2010)에 따르면 주요 국가의 유통업이 GDP에서 차지하는 부가가치 비중이 10~15% 수준인 반면 우리나라의 경우 동 비중은 7~8% 수준에서 정체 혹은 감소 추세를 나타내고 있다. 또한 이들에 따르면 우리나라 중사자 비중도 부가가치에 비해 비교적 높으면서도 빠르게 하락하는 추세이다. 따라서 그는 국내 유통업은 여전히 효율화가 진행 중인 상황으로 진단하고 있다. 이에 대해서는 Kim et al.(2011)도 의견을 같이 하고 있다. 이들은 "우리나라 유통산업의 국민경제적 위상은 유통시장 개방 이후 점차 증대하고 있지만, 국내 제조업과 서비스업 등 타 산업에 비해, 그리고 선진국의 유통산업에 비해서는 아직 뒤쳐져 있다"고 보고 있다. 그런데 이러한 평가는 역설적으로 우리나라 유통산업의 발전여지가 타 산업이나 선진국에 비해서 더 크게 남아 있다는 것으로 해석될 수 있다.

그런데 우리나라 유통산업의 발전은 일차적으로 정부의 적절한 지원정책에 영향을 크게 받고 있다. 이와 관련하여 Cho(2014)는 한국 정부의 유통시장에 대한 규제가 주로 전통시장 보호에 초점이 맞추어져 있다고 보고 있다. 그런데 그도 인정하다시피 유통시장에 대한 정부정책 목표의 국제적 비교에는 난점이 존재할 만큼 일반화하기 힘든 측면이 있다. 또한 Park(2013)의 경우에도 중·소형 유통기업이 대기업에 대해서 상대적인 경쟁력을 확보하기 위해서는 현재의 대기업 규제 일변도의 정책이 수정될 필요가 있음을 역설하고 있다. 이들은 소비자들에게 다양한 선택의 기회를 제공해 줌으로써 중·소형 유통기업의 차별화된 경쟁력과 대기업과의 공존을 모색할 필요를 강조하고 있다. 그리고 그 구체적 대안으로서 이들은 독립적인 소규모 유통업자들 간의 조합을 강화할 필요를 제안하고 있다.

이러한 상황에서 본 논문은 유통시장의 발전방향이 궁극적으로는 민간 기업들 특히 상장기업들의 경영효율화에 따른 기업가치의 증가와 보조를 같이 하게 될 것이라는 점에 주목하였다. 이에 따라 본 논문은 유통 상장기업들의 경영효율화와 관련된 활동 중에서도, 기업 가치에 영향을 주게 되는 자본조달 방식, 특히 주식발행을 통한 자본조달이 전체 상장기업들과 어떠한 차이를 갖고 있으며 그 특징이 무엇인가를 분석하고자 한다.

재무제표 데이터를 활용하여 주식발행의 특징을 살펴본 결과, 유통산업 상장 소기업들은 악화되는 수익성에 따라 사업을 재편하고 신규투자를 유치하기 위한 노력의 일환으로 순주식발행을 수행하고 있고, 유통산업의 상장 대기업들은 기존의 사업구조를 보다 효율적으로 재편하고 사업부문별로 시너지 효과를 극대화하기 위한 노력의 일환으로 인적분할을 통한 순자산주매입을 수행하고 있다는 사실을 발견하였다. 따라서 유통 상장기업들이 수행하는 주식발행은 정보비대칭성에 기초하여 수행되는 전통적인 유상증자(seasoned equity offering)와는 다른 형태로 진행되었다는 것을 확인할 수 있었다.

이처럼 유통산업에서 주식발행을 통한 자금조달 전략이 기업 규모별로 차별적으로 나타나고 있다는 사실은 정부의 유통산업에 대한 지원정책에도 시사하는 바가 크다고 할 수 있겠다. 즉, 유통산업에 속하는 소규모 상장기업들에 대해서는 순주식발행이 제3자 배정 유상증자 형태가 지배적으로 나타나므로 정보비대칭성이 낮을 것이라고 판단되는 바, 정부 혹은 기관투자자들이 그 과정에 과감하게 진입할 수 있도록 자금조달이 원활하게 이루어질 수 있도록 하는 지원책이 마련되어야 할 것이다. 그리고 유통산업에 속하는 대기업들은 자발적인 spin-off 활동을 통하여 사업구조 재편을 수행하고 있으며, 정부는 장기적인 우리나라 유통시장 발전을 위한 청사진을 제시함으로써 대기업들의 사업구조 재편의 방향을 선제적으로 제시하려는 노력도 필요하다고 판단된다.

## 1.2. 선행 연구

전통적으로 자금조달과 관련된 기업가치 이론의 고전적 형태는 Kraus and Litzenberger(1973)의 최적 부채비율에 관한 언급에서 시작한다. 이러한 언급은 곧바로 부채의 법인세 감세효과와 과도한 부채가 발생시키는 파산의 자중손실(deadweight) 비용의 상충관계로 연결된다. 이러한 부채가 발생시키는 편익과 비용의 상충관계이론에 뒤이어 Myers(1984)는 위험한 증권을 발행하는데 들어가는 비용이 상충관계에서 설정한 편익보다 훨씬 큰 규모로 발생하는 경우에 위험증권의 발행 순서가 중요하게 된다는 것을 착안하여 자본조달 순서이론이 정립될 수 있는 모티브를 제공한다. 여기에서 위험증권을 발행하는데 수반되는 비용이란 주로 경영자가 위험증권의 가치에 대해서 우월한 정보를 갖고 있음으로써 발생하는 비용을 말한다.

Myers(1984)의 논의는 Myers and Majluf(1984)의 연구와 함께 결국 정보비대칭성 하에서 역선택의 문제로 인해서 자금조달 순서가 발생한다는 이론으로 체계적인 틀을 갖추게 된다. 경영자들은 내부정보를 이용하여 판단한 회사의 주가가 과대평가된 경우에 위험증권을 발행하는 경향이 있고, 투자자들은 이와 같은 경영자들의 경향을 사전에 인지하고 있기 때문에 신규발행이 공표되고 나면 위험증권의 가격은 떨어지게 된다. Myers(1984)의 자본조달 순서이론(pecking order theory)은 이처럼 정보 비대칭성이 존재하는 상황에서 기업들은 주로 내부자금을 이용하여 신규투자를 수행하고, 그 다음으로 안전한 부채를 발행하여 자금을 조달하며, 정보비대칭성 비용이 매우 크게 발생할 소지가 있는 주식발행을 이용한 자금조달은 기업의 상황이 매우 급박한 경우에만 한정적으로 이루어진다고 주장하고 있다. 이러한 Myers(1984)의 연구를 기초로 하여 Shyam-Sunder and Myers(1999)는 이론을 자사주 매입에 적용시켰고, 이후로 여러 연구들이 자본조달 순서이론에 대한 직간접적인 검증을 시도하였다. 정보비대칭성에 집중하여, Wruck(1989), Hertz et al.(2002), Eckbo and Masulis(1992) 등은 주식의 사모 발행 및 주주우선공모발행 중심으로 살펴보았으며, 자본조달 순서

이론(pecking order theory)에 대한 직접적인 검증에 집중하여, Fama and French(2002), Frank and Goyal(2003) 등은 횡단면 회귀분석을 사용하여 순서이론을 검증하였다. 이와 같은 횡단면 회귀분석은 기업의 자금조달에 중요한 영향을 미치는 성장성과 수익성 등의 변수들이 자금조달 의사결정과 자본구조에 어떠한 영향을 미치는지에 관한 평균적인 기업들의 반응을 측정해준다. 또한, Fama and French(2005)는 이와 같은 횡단면 회귀분석의 틀을 벗어나서, 주식발행에 대한 시장충도에 기초하여 기업들이 얼마나 자주 순주식발행과 순자사주매입이 자본조달 순서이론에 입각하여 이루어지는지를 분석하였는데, 표본기업들 중에서 절반이 넘는 기업들이 순서이론을 따르지 않는다는 결론을 내린 바 있다.

우리나라에서 최적 자본구조에 대한 연구는 Ahn et al.(2011)이 있는데, 그들은 설문조사를 통하여 자본구조 결정은 기업 가치 평가와 연관되었다고 주장하였다. 한국 기업은 미국에 비해 배당을 줄이는 것에 대해 덜 부정적으로 생각하고 있으며 배당과 자사주매입을 대체관계가 있다고 생각하지 않는다고 하였으며, 또한 자금조달 순위이론, 자본 구조의 신호 효과, 그리고 시장 적시 이론도 현장에서 경영 의사 결정을 하는 데에 적용된다고 결론지었다. 또한, Kang & Sul(2013)은 이를 현대 기업별로 적용시켜 자본구조와 자본구조의 결정요인을 현대 기업별로 분석하여 차이를 발견하였다. 유통 서비스업과 관련하여 Yu(2005)는 숙박업에 대하여 재무적 지표를 이용하여 자본구조 결정요인을 분석한 바 있다. 자본조달 의사결정에 대한 연구는 대표적으로 Kim(2009)가 있는데, 이 논문은 시장 전체기업들을 총량적으로 다루고 있다. 그런데, 자금조달 의사결정은 시장전체에서 총량적 측도에 대해서 이루어지는 것이 아니라 각각의 개별기업단위 수준에서 의사결정이 이루어진다고 보아야 할 것이다. 주식발행에 대한 총량측도에 기초한 Kim(2009)의 한국기업들의 주식발행을 통한 자금조달 의사결정은 자금조달 순서이론(pecking order theory)에 따라서 이루어진다는 분석결과는 본 연구와는 다소 다른 결과를 보여주고 있다. 본 연구에서는 구체적인 범주로 기업들을 구분하고 개별기업 단위에 가깝게 분석해 본 결과 기업들의 주식발행이 정보비대칭성에 기초한 자본조달 순서이론에 입각하여 이루어진다고보다는 상당한 정도의 정보대칭성이 존재함을 밝혔다.

본 연구는 다음의 두 가지 측면에서 선행연구들과 차별화 된다. 한국 시장을 분석함에 있어 현금흐름표에서 구하는 순주식발행 정보가 아니라, 회계정보에서 구할 수 있는 주식발행에 대한 시장 및 장부가 측도를 사용하였다. 이 측도의 장점은 Fama and French(2005)의 분석에서도 잘 나타나 있다. 본 논문은 또한 유통산업의 상장기업들의 주식발행 특징을 집중적으로 분석함으로써, 유통산업에 속하는 상장기업들의 주식발행 행태가 기업규모별로 차별화되어 나타난다는 사실을 제시하였다. 이는 향후에 유통산업에 속하는 기업들의 자금조달 지원정책과 관련하여 중요한 시사점이 있다고 판단된다.

## 2. 자료 및 변수

### 2.1. 대상 및 변수 설명

본 논문의 표본기업들은 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장의 전체 상장기업과 이들 전체 시장에서 유통산업에 속하는 기업들로 이분화 되어 있다. 우선, 전체 상장기업 표본은 통상적인 기존 연구문헌의 관례에 따라서 금융산업과 공공서비스(utility) 산업에 속하는 기업들은 제외하였다. 그리고 표본기간은 KOSPI 시장의 경우

1991년 1월부터 2013년 12월까지이며, KOSDAQ 시장의 경우는 시장개장 시점인 1996년 7월부터 2013년 12월까지로 설정하였다.

분석에 사용된 변수들은 다음과 같다. 장부상 부채비율(총자산 대비 총 부채 비율,  $L/A$ )과 토빈의 Q의 대리변수라고 할 수 있는 총 자산대비 장부가 비율( $V/A$ )과 수익성 ( $E/A$ ), 자산성장 비율 ( $dA/A$ ), 부채변화 비율 ( $dL/A$ ), 장부상 이익잉여금 변화의 총자산 대비 비율( $dRE/A$ )이 그것이며, 부채비율  $L/A(t)$ 는  $t$ 기의 부채를  $t$ 기의 자산으로 나눈 값이고,  $L/A(t-1)$ 는  $t-1$ 기의 부채비율을 뜻한다. 순주식 발행은 두 가지 측도로 측정할 수 있는데  $dSB/A$ ,  $dSM/A$ 이다. Fama and French(2005)의 정의에 따르면, 주식발행 시장측도  $dSM$ 은 기말의 주식분할 조정 주식수와 추가평균을 곱한 값에서 기초의 주식분할 조정 주식수와 추가평균을 곱한 값을 뺀 것이다.  $dSB$ 를 정의하기 전에 외부자금조달 적자( $Def$ )를 정의해야 하는데, 이는 자산의 변화에서 이익잉여금의 변화를 뺀 값으로 정의된다. 주식발행의 장부상 측도( $dSB$ )는 외부자금조달 적자에서 부채 조달액을 뺀 것( $Def-dL$ )으로 정의가 될 수 있다.  $dSB/A$ ,  $dSM/A$ 의 분모 부분은 기업간 비교를 위하여  $t$ 기의 자산으로 나누었다. Fama and French (2005)는 순주식 발행의 두 가지 측도  $dSB/A$ ,  $dSM/A$ 가 Frank and Goyal(2003)과 Lemmon and Zender(2002)가 사용한 현금흐름표에서 구할 수 있는 주식발행으로 인한 현금 유입과 자사주 매입으로 인한 현금 유출의 차이로 구할 수 있는 순주식 발행 측도보다 뛰어나다고 주장하였다. 현금흐름표에서 구하는 주식발행 측도는 합병에서 나타나는 주식발행이나 임직원에게 주식매수선택권을 주는 경우에는 현금흐름이 존재하지 않기 때문에, 주식 발행량을 과소평가하는 경향이 있기 때문이다. 본 연구에 사용된 변수들을 <Table 1>로 정리하였다.

<Table 1> Variables

$L/A$	Total Liabilities(t) / Total Assets(t)
$V/A$	Book Value(Total Liabilities(t) + Shares Outstanding(t) * Closed Price(t)) / Total Assets(t)
$E/A$	EBIT(t) / Total Assets(t)
$dRE/A$	(Retained Earnings(t) - Retained Earnings(t-1)) / Total Assets(t)
$Def$	(Total Assets(t) - Total Assets(t-1)) - (Retained Earnings(t) - Retained Earnings(t-1))
$dL$	Total Liabilities(t) - Total Liabilities(t-1)
$dSB/A$	$Def - dL$ / Total Assets(t)
$dSM/A$	(Shares Outstanding(t)+Shares Outstanding(t-1))/2 * (Closed Price(t)+Closed Price(t-1))/2 / Total Assets(t)

### 2.2. 표본 기업의 비교

<Table 2>의 소기업(대기업)은 KOSPI 시장의 중간 값 이하(이상)의 자산규모를 가진 기업들을 말한다. 그리고 <Table 2>는 수익성을 3가지 범주로 구분하였는데, 음의 이익, 양의 낮은 이익률(당기 순이익/자산), 양의 높은 이익률 그룹으로 나누었다. 또한 성장성은 두 그룹으로 나누었는데, 낮은 자산성장률 그룹과 높은 자산성장률 그룹으로 나누고 있다. 수익성 및 성장성을 나누는 기준은 KOSPI 시장의 중간 값을 기준으로 정하였다. 분석기간은 1991년~2000년, 2001년~2013년으로 나누었는데 외환위기의 영향으로 기업의 재무 고조 개선정책이 정착된 시기가 2000년대 이후라 할 수 있으며, 1996년 유통시장 개방이후 기업들이 이에 따른 정책을 안정적으로 도입할 수 있는 시기도 2000년대 이후라 판단되기 때문이다. 이처럼 <Table 2>를 이용하면, 규모와 수익성 및 성장성 그룹을 나누어 세부적인 그룹의 기업수 변화 양상을 한눈에 파악할 수 있다.

<Table 2> Average number of firms

	All Firms	Small	Big	Small						Big							
				E/A:		Negative E		Low E/A		High E/A		Negative E		Low E/A		High E/A	
				dA/A:	Low	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low	High	
<i>All Firms</i>																	
1991 ~ 2000	626	354	271		41	17	51	74	59	110	16	6	41	81	40	84	
2001 ~ 2013	1411	1064	346		245	97	197	166	131	226	28	9	89	66	59	93	
<i>Retail Firms</i>																	
1991 ~ 2000	11	4	7		0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	1	1	
2001 ~ 2013	29	15	13		5	2	2	1	1	1	0	0	2	2	3	5	

<Table 3> Average characteristics of firms

	# of Firms	dSM/A	dSB/A	dL/A	dRE/A	dA/A	V/A	L/A		E/A	Def/A
								t	t-1		
								<i>All Firms</i>			
1991 ~ 2000	626	2.53	3.55	8.61	-0.04	12.13	101.65	73.68	74.09	5.80	12.17
2001 ~ 2013	1411	1.24	0.44	2.43	4.03	6.90	116.63	50.81	51.75	6.49	2.86
<i>Retail Firms</i>											
1991 ~ 2000	11	2.01	4.31	10.35	-0.55	14.11	101.02	77.50	78.25	4.31	14.66
2001 ~ 2013	29	-0.32	-1.16	3.24	5.38	7.46	124.33	53.39	54.39	6.59	2.08

먼저 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장된 전체 표본기업들의 수의 변동을 살펴보면 1990년대에 매년 평균 626개에서 2000년대 이후 매년 평균 1,411개로 약 2배 이상 증가하였다. 그런데 이러한 급속한 기업수의 증가는 KOSDAQ 시장이 1996년 7월에 개장되었다는 점을 감안한다면 자연스러운 결과일 수 있다. 즉, KOSDAQ 시장에 속하는 소기업들이 기업수 증가를 주도하였는데, 소기업들은 1990년대 매년 평균 354개였으나 2000년대 이후 1,064개로 정확히 3배 증가하였다. 반면 주로 KOSPI 시장에 속하는 대기업들은 1990년대 271개에서 2000년대 이후 346개로 증가하는데 그쳤다.

그런데 <Table 2>를 보면 우리나라 상장기업들의 성장성과 수익성의 시간에 따른 변화는 기업규모에 따라 큰 차이를 보이고 있음을 알 수 있다. 우선 소기업의 경우 음의 수익성을 가진 기업들은 1990년대에 비하여 2000년대 이후에 5.9배 증가하였고, 낮은 양의 수익성 기업들은 동 시기에 2.9배, 높은 양의 수익성 기업들은 2.1배 증가하여 모두 2배 이상의 높은 기업수 증가를 나타내었다. 반면 대기업의 경우 음의 수익성을 나타내는 기업들은 1.7배, 낮은 양의 수익성을 나타내는 기업들은 1.3배, 높은 양의 수익성을 나타내는 기업들은 1.2배 증가하였다. 한편, 소기업이면서 성장성이 낮은 기업들과 성장성이 높은 기업들은 동 시기에 각각 3.8배, 2.4배 증가하여 대체로 높은 증가율을 나타내었다. 반면 대기업이면서 성장성이 낮은 기업들은 1.8배 증가하였으나 대기업이면서 성장성이 높은 기업들은 1990년대의 0.98배로 그 수가 오히려 줄어들었다.

요약하면 소기업들의 경우 성장성과 수익성에 따른 6개 범주에서 모든 기업들이 골고루 증가하였으나 대기업의 경우 성장성이 낮은 범주의 기업들이 주로 늘어났음을 알 수 있다. 따라서 우리나라 상장기업들 중에서 소기업과 대기업의 외부자금조달에 대한 수요가 큰 차이가 나타날 수 있음을 의미한다. 성장성이 높은 기업들이 주를 이루는 소기업들은 외부자금조달에 대한 수요가 상대적으로 크게 나타날 것이며, 성장성이 낮은 기업들이 주를 이루는 대기업들은 주식을 활용한 외부자금조달에 대한 수요가 상대적으

로 작게 나타날 것이다.

한편, 유통 상장기업들은 1990년대 연 평균 11개이던 것이 2000년대 이후에는 29개로 약 3배 가량 기업수가 증가하였다. 그 중에서 소기업은 4개에서 15개로 늘어났으며, 대기업은 7개에서 13개로 늘어났다. 한편, <Table 2>는 각각의 규모와 수익성 및 성장성에 해당하는 범주에 속하는 평균 기업수를 나타내고 있는데, 각 범주에 속하는 기업의 개수가 1개 미만인 경우에는 0으로 표시되었다. 1990년대 유통 상장기업의 각 범주에 속하는 대부분의 기업수가 0으로 나타나는 것은 각 범주에 안정적으로 속하는 기업수가 1 미만이라는 것을 나타낸다. 그런데 2000년대 이후에 유통 상장기업 수 변화의 특징은 기업 규모별로 큰 차이를 보이고 있다. 소기업의 경우에는 수익성에 상관없이 저성장 그룹의 평균 기업수가 1990년대 0개에서 2000년대 이후 8개로 늘어난 반면, 대기업의 경우에는 수익성에 상관없이 고성장 그룹의 평균 기업수가 1990년대 3개에서 2000년대 이후 7개로 크게 늘어났다.

2.3. 총량변수 특성 비교

<Table 3>은 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장 전체 상장기업들의 성장성과 수익성 이외에도 기업들이 자금조달과 관련된 의사결정을 수행하기 위해서 고려해야 하는 주요한 변수들을 총자산으로 나누어 값을 보여주고 있다. 각 값들은 분자로 들어가는 각 변수의 합을 분모에 해당하는 기업들의 총자산의 합으로 나누어 구하였으며, 이는 각 기업의 자산규모 가중치로 평균한 값이라 할 수 있다. <Table 3>은 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장 전체적인 차원에서 기업들의 자금조달이 어떤 방향으로 전개될 것인지를 일목요연하게 보여주고 있다.

<Table 3>의 순주식발행 시장측도 dSM은 기말의 주식분할 조정 주식수와 주가평가를 곱한 값에서 기초의 주식분할 조정 주식수와 주가평가를 곱한 값을 뺀 것이다. 따라서 dSM/A는 사실상 주식발행 변화분의 시장측도를 t기의 장부상 자산으로 나누어 준 것이다. 표본기업 전체의 순주식발행의 자산대비 비중은 1990년대

2.53% 수준에서 2000년대 이후 1.24%로 감소하였다. 이와 같은 사실로 판단하였을 때, 우리나라 상장기업들의 주식발행은 성장성이 높은 소기업보다는 성장성이 낮은 대기업들에 의해 큰 영향을 받는다고 할 수 있다. 상대적으로 성장성이 높은 소기업들은 높은 외부자금 조달 수요에도 불구하고 정보비대칭성 문제로 인하여 주식발행을 기피하는 성향을 보여주며, 정보비대칭성 문제가 상대적으로 완화된 대기업들의 경우 성장성이 낮아 외부자금 조달에 대한 수요가 크지 않아 주식발행 비중이 줄어들었다는 해석이 가능하다.

한편, 유통 상장기업들의 경우를 살펴보면, 순주식발행의 자산 대비 비중은 1990년대 2.00%에서 2000년대 이후 -0.32%로 나타났는데, 이는 2000년대 들어와 유통기업들이 인적분할 방식으로 지주사 전환을 위하여 자사주 매입을 대폭 증가시킨 데 따른 것으로 해석된다. 인적분할 방식으로 지주사로 전환하는 과정에서 자사주를 대규모로 취득하는 이유는 기존 대주주들의 의결권을 새로 구성된 지주사에서 증가시키기 위해서 흔히 사용하는 방법이다.

한편, 순주식발행의 장부상 측도의 자산대비 비중  $dSB/A$ 는 주로 기타포괄손익 항목으로 인하여  $dSM/A$ 와 차이를 나타내는 것으로 알려져 있다. 이를 좀 더 구체적으로 보면, 판매를 목적으로 보유한 보유증권의 미실현 손익, 외환거래 손익, 자산과 부채계정의 파생상품 손익, 종업원 스톡옵션 등이다. 이와 같은 기타포괄손익 거래가  $dSB$ 와  $dSM$ 의 차이를 가져오는 형태는 크게 다음과 같이 세 가지 형태로 볼 수 있다. 첫째, 주식교환 혹은 인적교환을 통한 합병의 경우 장부 가치가 시장가치보다 낮게 평가되므로  $dSB$ 가  $dSM$ 에 비하여 낮게 평가된다. 둘째, 스톡옵션이 행사되면 행사 가격이 보통 시장가격보다 낮게 때문에  $dSB$ 가  $dSM$ 에 비하여 낮게 평가된다. 셋째, 주식배당이 이루어지면 배당된 주식이 주식발행으로 혼동되어  $dSB$ 가  $dSM$ 에 비하여 높게 평가된다.

참고로  $dSB$ 와  $dSM$ 의 크기를 비교해본다면, 1990년대보다 2000년대에 들어와서  $dSB$ 가  $dSM$ 에 비하여 낮게 평가되는 경향을 보이고 있는데, 이는 전체 표본기업 뿐만 아니라 유통산업에 속하는 기업들의 경우에도 일관되게 나타나는 경향이다. 그 이유는 위에서 살펴본 바와 같이 우리나라의 상장기업들의 경우 2000년대 이후에 들어와 인적분할을 통한 지주사 전환을 실시한 사례가 다수 있다. 특히 유통 상장기업의  $dSB$ 는 2000년대 이후 -1.15%의 특히 낮은 값을 보이는데 이는 유통 상장기업들의 인적분할을 통한 지주사 전환으로 인한 것으로 판단된다. 유통기업들의 경우에 대표적인 사례들은 LG 상사 인적분할(2006년 8월 11일 이사회에서 무역부문과 패션부문의 인적분할 결의), CJ 오쇼핑 인적분할(2010년 6월 11일 이사회에서 유통사업부문과 투자사업부문으로 인적분할), 신세계 인적분할(2011년 1월 20일 이사회에서 백화점 사업부문과 이마트사업 부문으로 인적분할) 등을 들 수 있다.

한편,  $dSB$ 는 그 정의상 외부자금조달 적자에서 부채 조달액을 뺀 것( $Def-dL$ )으로 정의가 되므로  $dSB$ 는  $Def$  및  $dL$ 과 내재적 연관을 갖고 있다. 전체 표본기업들의 경우  $Def/A$ 가 1990년대에는 12.69%에서 2000년대 이후에는 2.86%로 크게 감소하였다. 이는 기본적으로 상장기업들의 성장성이 전반적으로 하락한데 그 원인이 있는 것으로 파악된다. 또한  $dL/A$ 은 2000년대 이후에 2.42% 정도로 상당히 축소되었는데, 이는 전반적인 자산건전성 확보를 위한 노력을 반영하는 것으로 보인다.

한편, 유통 상장기업들의 경우를 살펴보면,  $Def/A$ 가 1990년대에는 14.66%로 매우 높은 수준이었으나 2000년대 이후에는 전체 표본의 경우보다 더 떨어진 2.08%를 나타내고 있다. 전체 표본과 유통 상장기업들의 성장성 측,  $dA/A$ 를 비교해보면, 1990년대뿐만 아니라 2000년대 이후에도 유통 상장기업들의 성장성이 전체 표본의 경우보다 더 높게 나타나고 있다. 그럼에도 불구하고 2000년

대 이후 유통 상장기업들의  $Def/A$ 가 전체 상장기업의 경우보다 낮게 나타나고 있다는 것은 전체에 비하여 유통기업들의 전반적인 수익성이 높다는 것에서 그 해답을 찾을 수밖에 없다. 2000년대 이후 유통 상장기업들의 수익성은 6.58%로 전체 표본의 수익성 평균값인 6.48%보다 높게 나타나고 있고, 유통 상장기업들의 내부 유보금 비율도 5.37%로 전체 표본기업들의 평균인 4.03%보다 높게 나타나고 있다.

그런데 기업들의 외부자금 조달에 관한 의사결정은 개별 기업 차원에서 이루어지며, 자금조달 문제를 <Table 3>에서와 같이 시장 전체적인 차원에서 조망하다보면 정확한 분석이 힘들다는 문제가 있다. 따라서 분석의 단위를 시장 전체적인 차원에서 개별기업 단위로 조금 더 가까이 가기 위한 노력이 필요하다. 본 논문에서는 전체 표본기업들과 유통산업 상장기업들을 대상으로 성장성을 두 가지 범주로, 수익성을 세 가지 범주로, 규모를 두 가지 범주로 각각 구분하여 전체 12개 범주( $=2*3*2$ )로 구분하여 세분화된 각 범주별로 외부자금 조달에 대한 의사결정, 특히 주식발행과 관련된 의사결정이 자본조달 우선순위 이론에 부합하는지를 살펴보고, 시장전체적인 차원에서의 의사결정과 어떠한 체계적인 차이를 갖는지를 분석하는 것으로 구체적인 연구목적으로 하고 있다.

### 3. 실증분석

#### 3.1. 전체 표본기업들의 특성

자금조달 순서이론에 따르면 기업은 자금조달에 있어서 거래비용이나 정보비대칭으로 인하여 불필요하게 발생하는 비용을 억제하고자 노력하므로, 외부 자금조달 적자가 있는 기업들의 경우 우선적으로 정보비대칭성을 발생시키지 않는 내부유보금을 통하여 필요한 자금을 사용하고, 그 다음으로 부채를 발행하며, 마지막 수단으로 주식을 발행하여 자금을 조달한다고 보고 있다. 본 논문에서는 이와 같은 자금조달 행태가 관찰되는가를 살펴보기 위하여 순주식발행의 시장측도인  $dSM$ 을 소기업과 대기업 위주로 살펴보고자 한다.

<Table 4>는 먼저 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장 전체의 표본 기업들을 대상으로 매년 이들 기업들이 평균적으로 순자사주매입을 수행하는지( $dSM < 0$ ), 주식을 순발행하는지( $dSM > 0$ ) 아니면 순주식발행이 전혀 없는지( $dSM = 0$ ) 등 세 가지 경우를 상호 배타적으로 설정하였다. 그런데 순주식발행은 양의 값을 갖지만, 총자사주매입이 있을 수 있다. 혹은 순자사주매입이 발생하였으나 총주식 발행도 발생할 수 있다. <Table 4>에서는 이처럼 상호 배타적이지 않은 주식발행과 총자사주매입의 경우도 같이 고려하였다. 그리고 마지막 세 개의 열에서는 총주식발행의 규모가 자산규모의 1% 이상 발행한 기업들의 전체 기업들에 대한 비중을 표시하였다. 총주식발행(gross stock issues, 이하  $GI$ ), 총자사주매입(gross stock repurchases, 이하  $GR$ )의 산식은 다음과 같다. 총자사주매입( $GR$ )의 경우는 재무제표상의 자사주 항목 금액의 증가로 구하였고, 총주식발행( $GI$ )의 경우는 순주식발행( $dSM$ )에 총자사주매입을 더하여 구하였다. 만약 순주식발행( $dSM$ )이 0이라면 총주식발행과 총자사주매입은 같게 된다.

<Table 4>의 part A를 보면 전체 표본기업들 중에서 순주식발행이 0인 기업들의 비중은 1990년대 57.01%에서 2000년대 이후 64.43%로 다소 증가하였다. 그리고 순자사주 매입 기업들의 비중도 2000년대 이후에 3.81%로 그다지 높지 않은 비중을 보여주고 있다.

<Table 4> Average percents of firms, average issues and repurchase

	% in dSM group			% with GI > 0			% with GR > 0			% with GI/A > 1%		
	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big
<i>part A : percent of firms in dSM categories that issue and repurchase</i>												
<i>All dSM group</i>												
1991 ~ 2000	100.00	100.00	100.00	44.90	39.25	51.91	17.02	14.01	21.44	30.88	29.69	32.00
2001 ~ 2013	100.00	100.00	100.00	46.53	48.69	39.67	25.25	24.87	26.46	32.32	36.80	18.58
<i>dSM &lt; 0</i>												
1991 ~ 2000	5.31	5.47	5.18	28.04	24.19	32.58	28.23	24.51	32.58	6.57	8.05	5.25
2001 ~ 2013	3.82	3.34	5.32	35.74	41.57	23.68	45.74	50.33	35.66	10.79	12.85	6.60
<i>dSM = 0</i>												
1991 ~ 2000	57.01	60.79	52.65	11.55	8.34	16.86	11.55	8.34	16.86	4.04	4.22	3.70
2001 ~ 2013	64.43	61.95	72.31	22.77	22.20	24.17	22.77	22.20	24.17	10.40	11.75	6.91
<i>dSM &gt; 0</i>												
1991 ~ 2000	37.68	33.74	42.17	98.19	98.48	97.75	23.87	22.73	25.64	74.19	78.44	69.39
2001 ~ 2013	31.75	34.71	22.38	95.76	96.10	93.92	27.59	26.74	32.07	78.55	82.78	59.28
	dSM / A			GI / A			GR / A					
	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big
<i>part B : issues and repurchases as percents of assets</i>												
<i>All dSM groups</i>												
1991 ~ 2000	2.53	3.33	2.47	2.75	3.52	2.68	0.22	0.19	0.22			
2001 ~ 2013	1.24	5.98	0.72	1.50	6.21	0.98	0.26	0.24	0.26			
<i>dSM &lt; 0</i>												
1991 ~ 2000	-0.28	-0.80	-0.01	-0.46	-0.51	-0.23	-0.18	0.29	-0.22			
2001 ~ 2013	-12.29	-12.28	-13.19	-12.56	-12.71	-13.44	-0.27	-0.43	-0.26			
<i>dSM = 0</i>												
1991 ~ 2000	0.00	0.00	0.00	0.24	0.14	0.26	0.24	0.14	0.26			
2001 ~ 2013	0.00	0.00	0.00	0.25	0.18	0.26	0.25	0.18	0.26			
<i>dSM &gt; 0</i>												
1991 ~ 2000	4.48	9.33	4.22	4.75	9.58	4.49	0.27	0.25	0.27			
2001 ~ 2013	7.64	22.01	5.68	8.01	22.40	6.05	0.38	0.39	0.37			

한편, 전체 표본기업들 중에서 매년 평균 양의 순주식발행을 수행한 기업들의 비중은 1990년대에 37.68%이고, 2000년대 이후에는 31.74%로 다소 줄어들었다. 이들 중에서 소기업의 비중은 33.74%에서 34.71%로 오히려 비중이 다소 늘어났으나, 대기업의 비중은 42.17%에서 22.37%로 그 비중이 상대적으로 크게 줄어들었다. 이는 대기업의 성장성이 2000년대 이후에 다소 감소하였음을 반영하고 있다. 그런데 순주식발행 기업들 중에서 총주식발행이 자산대비 1%를 넘는 기업의 비중은 1990년대 74.18%에서 2000년대 이후 78.55%로 다소 증가하였음을 알 수 있다. 그런데 이러한 경향도 소기업이 주도적인 역할을 하고 있음을 확인할 수 있다. 순주식발행 소기업 중에서 총주식발행이 자산대비 1%를 넘는 기업의 비중은 동 시기 78.44%에서 82.77%로 상당히 증가하였음을 확인할 수 있다.

또한 순주식발행 기업들 중에서 총주식발행 기업들(GI > 0)의 비중은 2000년대 이후 95.75%를 나타내어 거의 대부분의 순주식발행 기업들은 총주식발행도 양의 값을 얻을 수 있다. 그리고 2000년대 이후 순주식발행 기업들의 27.59%가 총자사주매입(GR > 0)을 수행하였다는 것을 알 수 있다. 즉, 자사주 매입을 동시에 수행하는 순주식발행 기업들의 비중도 전체의 1/3에 가깝다는 것은 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 사실이다. 자본조달 순서이론에 따르면, 외부자금조달 적자가 심각한 기업의 경우 주식발행을 통하여 자금을 조달하며, 이 경우에 자사주매입을 수행한다는 것은 자금조달 순서이론에 부합하지 않는 행위라고 볼 수 있다. 왜냐하면, 외부자금이 부족한 기업의 경우 값비싼 정보비대

칭성의 비용을 감내하고 부득이하게 주식을 발행하여 자금을 조달하였는데, 이 자금을 다시 자사주 매입에 사용한다는 것은 있을 수 없는 일이기 때문이다. 혹은 자금이 부족한 기업이 부채를 발행하여 자사주 매입을 수행한다는 것도 자본조달 순서이론에 부합하지 않는다.

한편, <Table 4>를 보면 2000년대 이후에 전체의 3.81%의 순자사주매입 기업 중에서 35.74%의 기업들은 총주식발행(GI > 0)을 동시에 수행하고 있다. 자본조달 순서이론에 따르면, 외부자금조달 흑자가 발생하는 기업들은 통상적으로 성장성이 낮고 수익성이 높은 기업들이다. 이들 기업들은 흑자로 인하여 쌓여가는 내부유보금을 이용하여 배당이나 자사주 매입의 형태로 주주에 대한 지출을 수행하는 것이 정상적이다. 그러나 이들 순자사주 매입 기업들 중에서 35.74%에 달하는 기업들이 왜 주식발행을 수행하는지에 관해서는 자본조달 순서이론의 틀 내에서는 설명되지 않는 부분이라고 할 수 있겠다.

한편, <Table 4>의 part B는 매년 평균적인 순자사주매입액과 순자사주발행액의 자산대비 비중의 자산대비 횡단면적 평균값을 보여주고 있다. 1990년대 전체 기업의 자사주거래의 자산대비 비중은 2.53%에서 2000년대 이후에 1.24%로 줄어들었다. 이 중에서 소기업은 동 비중이 3.33%에서 5.97%로 다소 늘어났으나 대기업의 자사주거래는 2.46%에서 0.72%로 큰 폭으로 감소하였다. 대기업의 주식거래 감소는 성장성 감소와 연관성이 있는 것으로 판단된다. 그런데 인상적인 것은 순자사주 거래 기업들의 비중은 작지만, 일단 한번 거래를 수행하게 되면, 그 비중이 2000년 이후

에 전체 기업에서 -12.28%로 상당히 높게 나타나는 반면, 순주식 발행의 자산대비 비중은 1990년대에 4.48%에서 2000년대 이후에는 7.63%로 다소 올랐으나 순자사주매입의 자산대비 비중에 비해서는 낮은 수준을 보이고 있다.

또한 순자사주매입의 경우 2000년대 이후 소기업과 대기업이 거의 유사한 수준으로 극적인 자산대비 비중의 증가가 나타나고 있다. 즉, 2000년대 이후 소기업 순자사주매입의 자산대비 비중은 -12.28%이며, 대기업 순자사주매입의 자산대비 비중은 -13.18%로 나타나고 있다. 즉, 순자사주 매입의 경우에는 기업 규모별 자산대비 비중 차이가 뚜렷하게 나타나지 않는다. 그러나 순주식 발행의 자산대비 비중은 기업 규모별로 그 차이가 뚜렷하다. 즉, 2000년대 이후 소기업 순주식 발행의 자산대비 비중은 22.01%로 나타난 반면, 대기업 순주식 발행의 자산대비 비중은 5.68%로 나타났다.

이와 같은 주식 발행 행태상의 기업 규모별 차이를 이해하기 위해서는 위에서 살펴본 바와 같이 2000년대 이후 소기업들의 성장성이 크게 높아진 반면 대기업들의 성장성은 떨어졌다는 점을 고려할 필요가 있다. 2000년대 이후 성장성이 상대적으로 높아진 소기업들은 외부자금조달 적자가 대기업들에 비하여 크게 발생하였고, 이에 필요한 자금을 조달하기 위하여 주식 발행 금액의 규모를 늘렸다는 것을 확인할 수 있다. 이는 자금조달 순서이론에도 부합되는 경험적 발견이라고 할 수 있겠다. 반면, 성장성이 떨어진 대기업들의 경우 상대적으로 주식 발행을 통한 외부자금 조달에 대한 수요가 감소하였다고 볼 수 있다. 따라서 대기업의 순주식 발행의 자산대비 비중이 줄어든 것도 이해할 수 있는 대목이다.

한편, 소기업들의 순자사주매입 규모가 대기업과 유사한 규모를 나타내고 있다는 점은 자본조달 순서이론에 부합하지는 않는다. 성장성의 증대로 인하여 외부자금조달이 필요한 상황에서 이처럼 자사주 매입을 수행하는 기업들은 상대적으로 높은 수익성을 나타내는 기업들로 해석할 수 있겠다. 반면 대기업의 경우 자금조달 흑자를 이용하여 배당이나 순자사주매입의 형태로 주주에 대한 지분을 수행하는 것은 자금조달 순서이론에 부합하는 결과라고 할 수 있겠다.

### 3.2. 유통산업 기업의 특성

유통산업 상장기업들의 순주식 발행과 순자사주매입 현황은 <Table 5>에 나타나 있다. <Table 5>의 구조는 위의 <Table 4>와 동일하다. 분석기간은 여전히 2기간으로 크게 나누어서 보고 있으나, 1996년 개방되어 기업형 유통이 급속히 성장하고 상당한 구조 변화를 겪었으며 2003년 이후로는 할인점의 독주양상이 나타난 바, 연도별로도 <Table 5>의 형식대로 살펴보았으며, 크게 2기간으로 나누어서 볼 때와 큰 차이를 확인할 수 없었다. <Table 5>의 part A를 보면 유통산업 상장기업들 중에서 순주식 발행이 0인 기업들의 비중은 1990년대 39.01%에서 2000년대 이후 58.09%로 상당 폭 증가하였다. 그리고 순자사주 매입 기업들의 비중도 1990년대 11.09%에서 2000년대 이후에 4.29%로 다소간 줄어들었다.

한편, 유통산업 상장기업들 중에서 매년 평균 양의 순주식 발행을 수행한 기업들의 비중은 1990년대에 54.33%이고, 2000년대 이후에는 38.93%로 줄어들었다. 이들 중에서 소기업의 비중은 45.08%에서 51.04%로 그 비중이 다소 늘어났으나, 대기업의 비중은 58.94%에서 24.76%로 그 비중이 상대적으로 크게 줄어들었다. 이는 유통산업의 대기업의 성장성이 2000년대 이후에 상당히 증가하였음을 고려한다면 다소 의외의 결과라고 할 수 있다.

또한 순주식 발행 기업들 중에서 총주식 발행이 자산대비 1%를 넘는 기업의 비중은 1990년대 79.47%에서 2000년대 이후 72.40%로 다소 감소하였다. 그런데 이러한 경향도 대기업이 주도적인 역할을 하고 있음을 확인할 수 있다. 순주식 발행 소기업 중에서 총주식 발행이 자산대비 1%를 넘는 기업의 비중은 동 시기 81.25%에서 89.85%로 증가 경향을 나타내었으나 대기업의 동 비중은 동 시기 78.23%에서 37.78%로 큰 폭으로 하락하였다. 2000년대 이후에 유통산업 대기업들은 주식 발행이 가져다주는 정보비대칭성의 문제에 매우 민감하게 대응하면서 성장을 위해 필요한 외부자금을 주로 주식 발행보다는 부채 발행에 의존하고 있음을 알 수 있다.

또한 순주식 발행 기업들 중에서 총주식 발행 기업들( $GI > 0$ )의 비중은 2000년대 이후 95.91%를 나타내어 거의 대부분의 순주식 발행 기업들은 총주식 발행도 양의 값을 얻을 수 있다. 그리고 2000년대 이후 순주식 발행 기업들의 27.18%가 총자사주매입( $GR > 0$ )을 수행하였다는 것을 알 수 있다. 위에서도 언급한 바와 같이, 총자사주 매입을 동시에 수행하는 순주식 발행 기업들의 비중도 전체의 1/3에 가깝다는 것은 자본조달 순서이론에 부합하지 않는 사실이다. 자본조달 순서이론에 따르면, 외부자금조달 적자가 심각한 기업의 경우 주식 발행을 통하여 자금을 조달하며, 이 경우에 자사주매입을 수행한다는 것은 자금조달 순서이론에 부합하지 않는 행위라고 볼 수 있다. 왜냐하면, 외부자금이 부족한 기업의 경우 값비싼 정보비대칭성의 비용을 감내하고 부득이하게 주식을 발행하여 자금을 조달하였는데, 이 자금을 다시 자사주 매입에 사용하는 것은 있을 수 없는 일이기 때문이다. 혹은 자금이 부족한 기업이 부채를 발행하여 자사주 매입을 수행한다는 것도 자본조달 순서이론에 부합하지 않는다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 2000년대 이후 유통산업의 대기업들은 인적분할 방식의 자사주 전환을 상당한 빈도로 실시하게 되는데, 그 영향으로 주식 발행과 자사주매입이 동시에 진행되는 경우가 많았다고 볼 수 있다. 이러한 현상은 비록 자본조달 순서이론에는 부합하지 않으나 지주사 설립이라는 특수한 목적의 맥락에서 성립하는 현상이라고 판단할 수 있겠다.

또한 <Table 5>를 보면 2000년대 이후에 전체의 4.29%의 순자사주매입 기업 중에서 38.88%의 기업들은 총주식 발행( $GI > 0$ )을 동시에 수행하고 있다. 이 또한 위에서 언급한 바와 같이 자본조달 순서이론의 틀 내에서는 설명되지 않는 현상이며, 단정할 수는 없으나, 인적분할을 통한 지주사 설립이라는 특수 목적을 위하여 자사주를 매입이 증가했다는 특수한 맥락에서 이해 가능한 현상이라고 판단된다. 물론, 이러한 현상은 다양한 이유로 인하여 발생할 수 있다. 한 예로, 주식 발행 후 대주주의 희석화 현상을 방지하기 위하여 추가하락 후 낮은 가격으로 자사주매입을 통해 대주주의 지배력을 다시 원복시키려는 노력으로 이해하는 등 다양한 원인이 있을 수 있으나 이에 대한 연구는 본 연구의 범위를 넘어가는바 추후 event study로 살펴보아야 할 것이다.

<Table 5>의 part B는 매년 평균적인 순자사주매입액과 순자사주 발행액의 자산대비 비중의 자산대비 횡단면적 평균값을 보여주고 있다. 1990년대 전체 기업의 자사주거래의 자산대비 비중은 2.00%에서 2000년대 이후에 -0.32%로 줄어들었다. 이 중에서 소기업은 동 비중이 6.08%에서 9.93%로 다소 늘어났으나 대기업의 자사주거래는 1.72%에서 -0.75%로 큰 폭으로 감소하였다. 대기업의 자사주거래의 이와 같은 감소는 자사주거래에 그 원인이 있는 것으로 파악된다.

<Table 5> Average percents of firms in retail industry, average issues and repurchase

	% in dSM group			% with GI > 0			% with GR > 0			% with GI/A > 1%		
	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big
<i>part A : percent of firms in dSM categories that issue and repurchase</i>												
<i>All dSM group</i>												
1991 ~ 2000	100.00	100.00	100.00	60.11	47.08	66.87	18.13	12.83	21.90	46.20	38.75	48.64
2001 ~ 2013	100.00	100.00	100.00	49.81	56.83	41.54	23.54	19.03	28.59	31.56	48.93	12.32
<i>dSM &lt; 0</i>												
1991 ~ 2000	11.10	26.11	4.44	50.00	25.00	100.00	50.00	25.00	100.00	33.33	25.00	50.00
2001 ~ 2013	4.29	2.95	6.17	38.89	75.00	14.29	55.56	100.00	28.57	0.00	0.00	0.00
<i>dSM = 0</i>												
1991 ~ 2000	39.01	39.25	38.39	11.78	6.67	20.37	11.78	6.67	20.37	3.33	6.67	1.85
2001 ~ 2013	58.09	46.91	70.96	20.14	12.90	24.23	20.14	12.90	24.23	5.68	7.60	3.24
<i>dSM &gt; 0</i>												
1991 ~ 2000	54.33	45.08	58.94	96.33	95.83	97.50	20.06	22.92	22.02	79.47	81.25	78.24
2001 ~ 2013	38.94	51.05	24.77	95.92	96.86	94.87	27.19	23.65	38.35	72.40	89.85	37.78
	dSM / A			GI / A			GR / A					
	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big	All	Small	Big
<i>part B : issues and repurchases as percents of assets</i>												
<i>All dSM groups</i>												
1991 ~ 2000	2.01	6.09	1.79	2.13	6.47	1.90	0.12	0.38	0.11			
2001 ~ 2013	-0.32	9.93	-0.76	-0.26	10.31	-0.70	0.06	0.38	0.05			
<i>dSM &lt; 0</i>												
1991 ~ 2000	0.00	0.00	0.00	0.62	0.40	1.06	0.62	0.40	1.06			
2001 ~ 2013	-39.01	-15.67	-50.11	-39.07	-15.65	-50.20	-0.07	0.01	-0.09			
<i>dSM = 0</i>												
1991 ~ 2000	0.00	0.00	0.00	0.14	0.50	0.14	0.14	0.50	0.14			
2001 ~ 2013	0.00	0.00	0.00	0.04	0.16	0.04	0.04	0.16	0.04			
<i>dSM &gt; 0</i>												
1991 ~ 2000	3.27	20.11	2.96	3.32	20.29	3.00	0.04	0.18	0.04			
2001 ~ 2013	4.06	33.72	2.43	4.18	34.36	2.60	0.12	0.63	0.17			

2000년대 이후 소기업과 대기업의 순자산주 매입은 각각 -15.66%, -50.11%로 큰 격차를 나타내고 있다. 전체 표본의 경우와 달리 2000년대 이후 유통산업 상장 대기업들의 순자산주 매입액의 자산대비 비중은 극단적으로 높은 값을 나타낸다. 이는 최근의 인적분할에서 대기업들이 자신들의 대주주의 지분율을 증가시키기 위하여 자산주 매입규모를 극단적으로 증가시킨데 기인하는 것으로 판단된다.

또한 2000년대 이후 유통 상장기업들의 순주식발행도 기업 규모별로 큰 격차를 보이는데, 소기업의 경우 dSM이 양수를 나타내는 기업들의 dSM/A는 33.72%로 나타나고 대기업의 경우 2.43%로 나타난다. 이와 같은 기업 규모 차이에 따른 주식발행 행태를 이해하기 위해서는 2000년대 이후 유통 상장기업들의 성장성과 수익성이 크게 개선되었다는 측면을 고려할 필요가 있다. 2000년대 이후 성장성과 수익성이 상대적으로 높아진 대기업들은 외부자금조달 흑자 발생 가능성이 있고, 이 유보금을 해소하기 위하여 대규모의 자산주 매입을 실시한 것으로 판단된다. 반면 2000년대 이후 건설한 성장성을 유지하고 있던 소기업들은 외부자금조달 적자가 발생하였고, 대기업에 비해 상대적으로 높은 순주식발행 비중을 갖게 되었던 것으로 해석할 수 있다.

## 4. 결론

### 4.1. 연구의 요약

본 연구는 2000년대 이후 유통산업에 속하는 상장 대기업들의 성장성과 수익성에 개선이 나타나는 반면, 소기업들은 성장성과 수익성이 악화되고 있어 유통산업에 속하는 상장기업들 사이에 일종의 양극화 현상이 나타나고 있다는 점을 상장기업 재무데이터를 통하여 확인하였다. 이러한 상황에 직면하여 국내의 많은 연구자들은 유통산업의 양극화 현상을 시장실패로 규정하고 정부의 적극적인 규제정책 특히 중소 상인 및 전통시장 상인들에 대한 보호정책을 정당화하고 있다. 그러나 본 연구는 현재와 같은 전통시장 보호를 목적으로 하는 유통시장에 대한 정부정책은 유통시장의 선진화 내지는 효율화 관점과 양립해야 한다는 점을 강조하였다. 이러한 문제의식에서 본 논문은 유통시장의 발전방향이 궁극적으로는 민간 기업들 특히 민간 상장기업들의 경영효율화에도 의존한다는 점을 강조하고자 기존 유통 상장기업들의 기업가치에 영향을 미치는 주식발행을 통한 자본조달이 지난 20년간 어떤 특징을 가지고 진행되어 왔는지를 검토하고자 하였다.

이와 같은 문제의식 하에서 본 논문은 유통산업 기업들의 주식발행 특징이 기존의 정보비대칭성에 기초한 자본조달 순서이론(pecking order theory)이 제시하는 자본조달 순서이론에 입각하여



이루어지고 있는지 여부를 확인하고자 하였다. 본 논문은 1991년부터 2013년까지 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장된 전체 상장기업들의 재무제표 데이터를 활용하여 시장전체 기업들의 주식발행과 관련된 행태와 유통산업에 속하는 기업들의 주식발행 특징을 비교 분석하였다. 그 결과 유통산업에 속하는 상장기업들 중에서 소기업들은 악화되는 수익성에 대응하여 사업을 재편하고 신규투자를 유치하기 위한 노력의 일환으로 순주식발행을 수행하고 있고, 유통산업의 상장 대기업들은 기존의 사업구조를 보다 효율적으로 재편하고 사업부문별로 시너지 효과를 극대화하기 위한 노력의 일환으로 인적분할을 통한 순자산주 매입을 수행하고 있다는 사실을 발견하였다. 따라서 본 논문은 유통 상장기업들이 수행하는 주식발행은 정보비대칭성에 기초하여 수행해오던 전통적인 유상증자(seasoned equity offering)와는 다른 형태로 진행되었음을 확인하였다.

#### 4.2. 연구의 시사점

이상의 연구결과를 통해서 얻을 수 있는 정책적인 시사점은 다음과 같다. 유통산업의 향방이 일차적으로 정부의 대형 유통업체에 대한 규제정책에 달려 있다는 점은 부인할 수 없는 사실이다. 그러나 대형 유통업체에 대한 규제는 소비자들의 다양한 선택의 기회를 제한하는 효과를 부수적으로 발생시키며, 중·소형 유통업체의 경쟁력 확보에도 크게 도움이 되지 않는다. 우리나라의 경우 GDP에서 차지하는 유통부문의 비중이 선진국의 절반 수준으로 낮은 편이므로 유통산업 부문의 성장여력은 충분하다고 판단된다. 이 상황에서는 중·소형 유통업체들이 가지고 있는 상대적인 경쟁력을 확보하는 일도 중요하지만 유통산업에서 상장된 대기업들의 경쟁력을 발전시키기 위한 노력도 동시에 요구된다 하겠다.

본 논문은 유통산업에 속한 상장기업들의 주식발행 행태를 분석함으로써 이들 기업들이 직면한 문제가 무엇이고 어떤 지원이 필요한지를 비교적 상세하게 들여다 볼 수 있었다. 특히 본 논문은 재무제표 데이터를 활용함으로써, 유통산업 소기업들은 악화되는 수익성에 따라 사업을 재편하고 신규투자를 유치하기 위한 노력의 일환으로 순주식발행을 수행한다는 사실을 알 수 있었다. 또한 유통 대기업들은 사업구조 재편과 부문별 시너지 효과를 위하여 인적분할을 통한 순자산주매입을 수행한다는 사실도 알 수 있었다. 이처럼 유통 상장기업들의 자금조달 전략이 규모별로 차별적으로 나타나고 있다는 사실은 정부의 유통산업에 대한 지원정책에 시사하는 바가 크다고 하겠다. 유통산업에 속하는 소규모 상장기업들에 대해서는 제3자배정 유상증자 등의 과정에 정부 혹은 기관투자자들이 보다 과감하게 진입하여 유통산업 발전을 위하여 보다 적극적인 역할을 수행하는 방안도 모색해 볼 수 있을 것으로 판단된다. 그리고 대기업들은 자발적으로 적극적인 spin-off 활동을 통하여 사업구조 재편을 수행하는 과정에서 자산주 매입을 대규모로 실시하고 있으므로, 여기에 정부는 장기적인 우리나라 유통시장 발전을 위한 청사진을 제시함으로써 대기업들의 사업구조 재편의 방향을 선제적으로 제시하려는 노력도 필요하다고 판단된다.

#### 4.3. 연구의 한계점 및 향후 연구방향

본 연구는 Fama and French(2005)의 분석틀을 활용하여 우리나라 유통 상장기업들의 주식발행 행태가 자본순서이론에 입각하여 이루어지고 있는지를 검토하는 것을 목적으로 하였다. 그러나 현재 우리나라 유통산업에 속하는 상장기업들의 개수가 1990년대 연 평균 11개이던 것이 2000년대 이후에는 29개로 증가하였으나

여전히 계량적인 연구에 필요한 표본의 개수는 부족하다고 할 수 있다. 이와 같은 표본의 부족으로 인하여 본 연구에서는 유통업체들을 규모별로 구분하여 주식발행의 특징을 기업규모그룹별로 살펴보았다. 그러나 유통업체들을 수익성과 성장성을 기준으로 보다 세분화하여 자본조달 행태의 특징을 살펴보는 못하였다. 이러한 과제는 향후 우리나라 유통산업의 발전과정에서 데이터 축적이 이루어지는 경우에 추가적 연구를 통하여 규명될 수 있을 것으로 기대한다.

#### References

- Ahn, Byung-Joo, Chae, Joon, & Jung, Jin-Young (2011). What Drives Firms' Financial Decisions? Evidence from the Field. *Korean Journal of Financial Studies*, 40(1), 219-260.
- Cho, Young-Sang (2014). Retailing and Public Policy: A Comparative Study of South Korea and Foreign Countries. *Journal of Distribution Science*, 12(7), 77-88.
- Eckbo, B.E., & Masulis, R.W. (1992). Adverse selection and the rights offer paradox. *Journal of Financial Economics* 32(3), 293-332.
- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. (2005). Financing decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549-582.
- Frank, M.Z., & Goyal, V.K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Hertzel, M., Lemmon, M., Linck, J.S., & Rees, L. (2002). Long-run performance following private placements of equity. *Journal of Finance*, 57(6), 2595-2617.
- Kang, Min-Jeong, & Sul, Hoon-Ku (2013). A Difference Analysis of Determinants of Capital Structure in Hospitality Industry. *Korean Journal of Hospitality Administration*, 22(3), 55-74.
- Kim, Dae-Yun, & Kwon Sung-Ku (2013). A Study on the Korea Distribution Promotion Policy and Adjustment Policy. *Journal of Distribution Science*, 11(4), 89-97.
- Kim, Nam-Gon (2009). The Impact of Firm Characteristics and Market Conditions on Security Issues. *Korean Corporation Management Review*, 16(2), 167-182.
- Kim, Suk-Kyung, Kim, Chun-Gon, & Kim, Ki-Hwan (2011). *Structural Change Analysis and Policy Suggestions for Strengthening Competitiveness of Korean Retail Industry*. Korea: Korea Institute for Industrial Economics & Trade.
- Kraus, Alan, & Litzenberger, Robert H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-22.
- Lemmon, Michael L., & Zender, Jaime F. (2010). *Debt capacity and tests of capital structure theories*. Cambridge Univ Press.
- Lee, Jae-Hyung (2010). *Policy Issues and Features of Korean*

- Distribution Industry, Research Report (2010-09)*. Korea Development Institute. from [https://www.kdi.re.kr/report/report\\_class\\_etc.jsp?kdi\\_code=&pub\\_no=11698&author=&showListSize=10&type=&pageNo=1](https://www.kdi.re.kr/report/report_class_etc.jsp?kdi_code=&pub_no=11698&author=&showListSize=10&type=&pageNo=1).
- Myers, Stewart C., & Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-211.
- Myers, Stewart C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-92.
- Park, Chul-Ju (2013). A Comparative Study on the Distribution Regulation Policy in Korea and Foreign Countries. *Journal of Distribution Science*, 11(9), 43-49.
- Shyam-Sunder, & Myers, Stewart C. (1999). Testing Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Wruck, K.H. (1989). Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financing. *Journal of Financial Economics*, 23(1), 3-18.
- Yu, Hee-Kyung (2005). Analysis of Financial Factors Affecting Capital Structure in the Lodging Industry. *Korean Journal of Hospitality Administration*, 14(1), 103-117.