

우리나라 해운물류기업의 부채특성과 기업투자활동 과의 관계에 관한 연구

이성윤* · 김현덕** · 안기명***

A Study on the Relevance between Debt-ratio Characteristics and Investment Activity in the Korean Shipping Firms

Sungyun Lee · Hyunduk Kim · Kimyung Ahn

Abstract : This paper explores the relationship between shipping firm's investment and debt-ratio characteristics. Using a panel of 41 shipping firms from 2006 to 2011, this study finds evidence that debt/asset ratio and leverage are negatively associated with firm's investment activities. This relationship shows that volume of debt and capital structure are critical decision factor on firm's investment and capital financing. In terms of financial expenses to sales, positive relationship is existed with firm's investment finding that financing cost is important to investment. The previous study of the firm's investment in other sector also shows a negative relationship with debit ratio. This study is also interested in the extent to which the firm's investment is affected by firm size because there is general agreement that smaller firms have less access to external capital markets. As results, smaller companies group have more positive relationship with factors related to financing cost such as financial expenses to sales and tax. On the other hand, bigger companies group shows the evidence that firm investment is positive relationship with asset size. The analysis corresponding to economic fluctuation shows that debit ratio is more sensitive to firm's investment during a recession. On the other hand, financial expenses to sales is more related to firm's investment during an economic boom.

Key Words : Shipping Company, Debt Ratio, Firm Investment, Firm Value

▷ 논문접수: 2013.05.06 ▷ 심사완료: 2013.06.20 ▷ 게재확정: 2013.06.25

* 한국해양대학교 해운경영학부 외래강사, itmma@korea.com, 051) 410-4380, 대표집필

** 순천대학교 물류학과 교수, hdkim@sunchon.ac.kr, 061) 750-5114, 교신저자

*** 한국해양대학교 해운경영학부 교수, kmahn@hhu.ac.kr, 051) 410-4385, 공동저자

I. 서론

기업의 투자활동은 기업이 처한 다양한 환경적 요인들에 의해 결정되며, 이러한 투자활동의 결과는 기업의 자본구조 개선측면과 투자비용 이상의 수익성 창출측면 모두를 만족하여야만 한다. 즉, 기업의 투자활동으로 창출 가능한 미래현금흐름의 규모가 기업의 가치를 결정하게 되고, 이러한 투자활동에 대한 의사결정은 기업이 보유한 자산뿐만 아니라, 재무구조와 자본조달능력에 의해서 결정된다고 볼 수 있다. 이러한 관점에서 기업의 투자활동이 어떠한 요인들에 의해 결정되는지에 대한 연구들은 국내외를 비롯하여 다양한 관점에서 수행되어 왔으며, 기업의 투자활동 현금흐름은 기업의 수익성, 부채규모, 기업특성변수, 거시환경변수 등 다양한 요인들과 관련성이 있는 것으로 보고되고 있다.

외항운송서비스를 제공하고 있는 해운기업들의 경우 주된 영업용 자산인 선박과 설비자산에 대한 투자에 있어 여타 산업에 비해 상대적으로 높은 타인자본의존도를 가지는 특징이 있다. 다시 말해, 어떠한 형태의 자본조달방식 즉 재무구조가 가장 합리적이며, 미래에 창출될 현금흐름이 타인자본비용까지 보상할 수 있을지에 대한 내용이 해운기업들의 주된 관심사라 할 수 있다. 해운기업의 경우 충분한 자본조달 능력을 보유하고 있음에도 불구하고, 재무건전성의 문제로 투자에 어려움을 겪을 수도 있을 것이며, 이와는 반대의 경우도 발생할 수 있을 것이다. 더욱이 산업적 특성에 의해 부채의존도가 상대적으로 높을 수밖에 없음에도 불구하고, IMF 이후 해운기업들의 적정 부채수준에 대한 논의가 많이 이루어지고 있는 실정이다.

해운기업들을 대상으로 한 투자활동관련 연구는 극히 미비한 실정이며, 일부연구에서는 기업규모에 따라 차이가 발생하고, 세제혜택보다는 해운경기에 보다 민감한 것으로 보고하고 있다. 또한 투자의사결정구조, 투자수익성, 자본조달행태 등에 관한 주제로 연구가 일부 이루어져 왔으나, 타인자본의 중요성이 강조됨에도 불구하고 이를 기초로 한 투자관련 연구는 전무한 상태이다.

따라서 본 연구에서는 해운기업들이 가진 부채의 중요성과 적정 자본구조 유지의 필요성, 기존 연구 등을 바탕으로 해운기업들의 부채관련요인과 투자활동현금흐름과의 관련성에 대해 검증해보고자 하였다. 아울러 기업의 규모와 해운경기 변동에 따라 차이점이 발생하는지 또한 동시에 살펴보고자 하였다.

마지막으로 본 연구는 제1장 서론을 비롯하여, 제2장에서는 기업의 투자활동과 관련된 기존 연구들을 살펴보았으며, 제3장에서는 선행연구들을 바탕으로 본 연구에서 실증하게 될 연구모형을 설계하고, 변수들에 대해 언급하였다. 제4장에서는 제3장에서 설계된 연구모형에 대한 실증분석결과를 제시하였으며, 제5장은 결론으로 구성하였다.

Ⅱ. 이론적 배경

기업의 투자활동은 단일요인에 의해 결정된다고 볼 수 없으며, 기업특성변수, 재무변수, 현금흐름, 자본구조 등 다양한 요인들이 기업의 투자활동과 관계를 가지게 된다(이균봉 외, 2012). 또한, 연구자들의 연구목적에 따라 GDP와 같은 거시 경제변수나 환율과 같은 경제변수들을 사용하여 투자활동과의 관련성을 연구하기도 하였다. 따라서 여기서는 기업의 투자활동과 관련된 국내의 주요 연구동향과 그 내용들을 살펴보고자 하였다.

이균봉 외(2012)는 이해관계자들에게 제공하고 있는 재무정보의 유용성을 바탕으로 주요 재무지표와 기업투자와의 관련성을 연구하였으며, 연구의 결과 수익성변수는 ROS, ROA, ROE가, 활동성은 재고자산회전율이, 성장성은 순이익증가율과 총자산증가율이, 생산성은 자본집약도와 부가가치율이 기업의 투자활동현금흐름과 관련성이 있음을 제시해 주었다. 레버리지변수의 경우 부채비율과 금융비용부담률이 차기 투자현금흐름과 부(-)의 관련성이, 통제변수로는 기업규모, 영업현금흐름, 법인세비용 등이 유의함을 제시해 주었다.

박순식(2011)은 부채만기, 레버리지 및 투자와의 관련성을 연구하여, 레버리지는 기업의 투자활동과 부(-)의 관련성이 있음을 제시해 주었다. 즉, 높은 레버리지를 가진 기업들은 추가적인 투자를 회피한다고 하였다. 그는 또한 성장기회는 기업의 투자에 정(+)의 관계를 보여 성장가능성이 높을수록 더 많은 투자가 이루어짐을 확인해 주었다.

김문경 외(2011)는 부채만기가 투자에 미치는 영향을 알아보기 위해 대기업과 중소기업을 구분하여 연구를 시도하였다. 성장기회가 높은 기업과 중소기업 집단에서 부채의 만기가 투자에 부(-)의 영향을 미치며, 국내기업의 경우 부채를 통한 투자가 많이 이루어짐을 실증해 제시해 주었다.

신민식 외(2011)는 기업의 특성변수 중 기업규모, 시장점유율은 R&D 투자와 기업가치간에 정(+)의 관계가, 잉여현금흐름, 외부금융의존도, 노동집약도 및 자기자본 집약도 등은 부(-)의 관계가 있음을 실증해 제시하였다.

김우철 외(2007)는 기업의 투자활동에서 법인세가 미치는 영향에 관해 연구하였는데, 수익성비율, 활동성비율은 자본투자와 정(+)의 관계가, 자본구조비율은 부(-)의 관계가 있음을 제시해 주었다. 즉, 수익성과 활동성은 높을수록, 자본구조비율은 낮을수록 기업의 투자활동을 촉진하는 것으로 나타났다.

이태정(2007)은 법인세와 기업특성변수들이 기업의 투자에 미치는 영향을 연구하였는데, 법인세, 타인자본비용은 투자와 부(-)의 관계가, 영업현금흐름, 매출액증가율, 부채비율, 자본집약도, 투자성향은 기업의 투자활동과 정(+)의 관계가 있음을 제시해 주

었다.

신현대 외(2007)는 기업의 투자활동에 있어 법인세와 타인자본비용이 미치는 영향에 대해 연구하였으며, 연구결과 투자활동과 법인세는 부(-)의 관계가 있음을 제시해 주었다. 즉, 법인세의 인하를 통해 기업의 투자활동을 장려할 수 있음을 제시해 주었다. 타인자본비용 또한 기업의 투자활동과 부(-)의 관련성이 있으며, 부채비율이 낮은 기업의 경우 타인자본비용이 기업의 투자활동과 더 많은 관련성이 있음을 제시해 주었다.

이용수 외(2006)는 불확실성 하에서의 설비 투자 결정에 대한 연구에서 성장률, 생산능력, 자금사정, 환율 등이 기업의 설비투자에 영향을 미친다고 하였으며, 설비투자에 대한 불확실성을 줄이기 위해서는 Tree방안, 선형함수 도출방안, 정규분포를 이용하는 방안 등이 있음을 제시해 주었다.

홍기석(2006)은 외환위기 이후 지속되고 있는 기업의 설비투자 부진의 원인을 미시적 관점에서 분석을 시도하였다. 그는 또한 기업의 투자율이 부채비율, 토빈 q , 현금흐름률에 의해 결정된다고 보았으며, 내생성의 문제를 해결하기 위해 도구변수로 자산규모, 업력, 산업더미 등을, 불확실성과 위험의 다양성을 고려하여 이자보상비율, 주식수익률의 표준편차, 영업이익률의 표준편차 등을 추가하여 분석을 시도하였다. 또한 연구결과로써 부채비율 즉, 부채에 대한 부담이 투자의 부진으로 이어짐을 제시해 주었다.

김지수 외(2001)는 외부자금조달의 제약과 대리인 문제가 투자지출에 미치는 영향을 살펴보았는데, 여기서 그는 내부현금흐름이 투자지출에 강한 정(+)관계가 즉, 외부자금조달의 제한이 투자지출에 큰 영향을 미친다고 하였다. 또한 재벌기업 유무에 따른 영향관계는 존재하지 않았으며, 주가가 상승할 경우에는 투자지출과 부채비율 간에 부(-)의 관계가 존재해 부채가 투자를 억제함을 제시해 주었다.

전용수 외(2000)는 현금흐름이 기업의 투자행위에 미치는 영향을 연구하였는데 5대 재벌을 제외한 비재벌기업들의 투자행위가 현금흐름에 보다 더 민감하며, 상대적으로 규모가 작은 재벌기업들이 유동성의 제약을 더 받음을 제시해 주었다. 또한 산업별 분류에 의한 분석에서는 통계적으로 유의미한 결과가 없음을 제시해 주었다.

윤봉한(1994)은 기업의 재무요인과 기업의 투자활동과의 관계를 연구하였는데, 여기서 대주주지분율이 낮을수록 현금흐름의 크기가 투자에 더 큰 관계가 있으며, 재벌기업 소속 여부, 배당성향 등은 투자활동과 관련성이 없음을 제시해 주었다.

아울러, Francisco M.(2013)은 기업의 실질투자와 주식시장의 유동성과는 정(+)의 관련성이 있으며, Kadapakkam P. R. et al.(1998)은 기업의 내부자원뿐만 아니라, 상대적으로 큰 규모의 기업들이 투자현금흐름에 보다 민감함을 실증해 주었다. Bo H. et al.(2002)는 부채와 이자율은 부채의 규모가 높은 기업일수록 기업의 투자활동과 보다 높은 영향관계 있음을 실증하기도 하였다.

우리나라 해운물류기업의 부채특성과 기업투자활동과의 관계에 관한 연구

한편, 해운기업들을 대상으로 한 투자활동에 대한 연구는 미비하기는 하나 일부 이루어져 오고 있으며, 이에 대한 연구내용과 결과들을 살펴보면 다음과 같다.

신동식(2012)은 법인세와 기업의 투자활동에 대한 연구를 기반으로 해운기업들의 톤세제 도입이 선박투자에 미치는 효과를 분석하였으며, 설문분석결과 톤세제가 기업의 경영활동과 투자에 긍정적인 영향을 주고 있음을 제시해 주었다. 또한 해운기업의 투자활동은 기업의 규모에 따라 차이가 나며, 법인세와 같은 세제보다는 BDI와 같은 해운경기 변수가 투자활동과 더 큰 관계가 있음을 실증해 주었다. 하지만 톤세제 시행과 선박투자와의 관계에서는 p값 10% 수준에서 유의한 것으로 분석되어 졌으나, 부(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

배동진(2011)은 해운선사의 선박투자의사결정구조 연구에서 의사결정권자가 시장정서의 영향을 받을수록 휴리스틱을 이용한 의사결정이 증가하는 반면, 분석적 의사결정은 감소한다고 하였다. 또한 해운시장의 정서는 군집행동, 욕심, 경쟁심, 불안의 순서로 의사결정에 영향을 미치며, 의사결정시 직관적 휴리스틱 의사결정을 이용한다고 실증해 주었다.

김원재(2011)는 건화물선시장의 투자수익성을 높이기 위한 모델들의 타당성을 검증하였는데, 연구의 결과로 선복량의 수급 시차로 인해 발생하고 있는 해운상황을 고려할 때 호황기에는 일정비율의 보유 선복량을 매각하여 높은 선가에 대한 매매차익을 실현하고 필요한 추가 선복 수요는 단기용선을 이용하는 것이 유효함을 제시해 주었다. 즉, 부정기선의 경우 해운위험과 투자위험을 회피할 수 있는 수단으로 선박매매차익을 포함한 모델이 투자수익성을 제고할 수 있다고 하였다.

최선호 외(2010)는 해운업체의 자본조달행태에 있어 정태적 자본조달이론보다는 순서이론이 설득력이 있음을 제시해 주었다. 또한 장기자산의 증가는 장기자본과 관련성이 더 높으며, 주로 장기차입자본을 통해 선박을 확보한다고 하였다. 아울러 경기변동에 민감한 해운업의 특성상 재무적 위험을 회피하기 위해서는 적정수준의 장기자본 비율을 유지하는 것이 중요함을 제시해 주었다.

김원재(1996)는 해운산업의 투자의사결정모델에 관한 연구를 사례분석을 통해 수행하였으며, 해운기업의 경우 선박투자 의사결정에 있어서 단순한 운항수익을 추구하기 보다는 선박취득 및 처분에 따른 자본이익실현에 주력해야 함을 제시해 주었다. 또한 선박톤수, 선령, 선종별 운임지수 등이 주요 의사결정요인임을 제시해 주었다.

이상의 선행연구들을 살펴보면, 기업의 투자활동 현금흐름과 관련된 요인들을 다양한 관점에서 접근하고 있으며, 해운산업의 경우 투자활동에 있어서 타인자본에 대한 구성비가 높음에도 불구하고 해운산업의 특성을 반영한 구체적인 연구가 이루어지지 않고 있는 실정이다. 따라서 본 연구에서는 해운기업의 높은 타인자본비중을 감안하여 부채

관련 요인과 기업의 특성요인을 바탕으로 기업의 투자활동현금흐름과의 관계를 살펴봄으로써 선행연구를 보완해보고자 하였다.

Ⅲ. 연구의 설계

1. 연구의 설계

기업의 투자활동에 관한 연구들은 연구자들의 연구목적에 따라 다양한 관점에서 접근하고 있으며, 기업이 처한 거시적 관점에서의 경제적 요인과 미시적 관점에서의 기업 특성변수와 재무적 요인들을 사용하고 있다. 국적외항선사의 투자활동은 대부분이 선박에 집중된다. 아울러 선박에 대한 투자의사결정은 해운경기 및 선가와 같은 거시적 요인들과 기업이 가진 재무환경과 같은 미시적 요인들이 상호작용할 것이 예상된다. 또한 전자의 경우는 선박의 인도시기를 고려한 선박의 투입시기와 결부될 것이며, 후자는 어떠한 자본조달형태를 취할 것인지를 결부될 것이다. 결국 해운기업의 경우 부채의 조달 비중이 높고, 부채조달에 따른 적정 자본구조의 형성과 재무관리가 중요하게 작용할 것이다. 따라서 본 연구에서는 상기에서 언급된 해운산업의 특징과 부채조달의 중요성이 강조된다는 점을 감안하여 부채 및 기업특성관련 요인들과 해운기업의 투자활동과의 관련성을 살펴보고자 다음과 같은 연구모형을 설정하였다.

$$ICF_{it} = a + \beta_1 Dbasst_{it} + \beta_2 Dbtc_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Clr_{it} + \beta_5 Itr_{it} + \beta_6 Fsze_{it} + \beta_7 Vsze_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Bdi_{it} + \varepsilon_{it}$$

ICF _{it} i기업의 t년도 투자활동 현금흐름	Dbasst _{it} 자산대비 부채비율
Dbtc _{it} 부채만기	Lev _{it} 레버리지
Itr _{it} 금융비용부담률	Clr _{it} 유동부채비율
Tax _{it} 유효법인세율(세금)	Fsze _{it} 기업규모
	Vsze _{it} 선박규모
	Bdi _{it} 해운경기지수
	ε _{it} 오차항

우선, 종속변수로 채택된 기업의 투자활동 변수이다. 앞서 제시된 기존 연구들을 살펴보면 연구의 목적에 따라 설비자산 또는 현금흐름표상의 투자활동현금흐름 등을 투자요인으로 정의하고 있다. 본 연구에서는 이균봉 외(2012) 등의 연구에서와 같이 당해의 선박을 포함한 영업관련 투자활동 현금흐름을 나타내고 있는 현금흐름표상의 투자활동현금흐름을 종속변수로 선정하였다.

우리나라 해운물류기업의 부채 특성과 기업투자활동과의 관계에 관한 연구

부채관련 변수로는 해운기업의 타인자본조달의 중요성을 감안하여 자산대비 부채비율, 부채의 만기, 레버리지, 유동부채비율, 금융비용부담률로 채택하였다. 아울러 기업규모, 선박규모, 유효법인세율 그리고 거시변수인 해운경기지수를 통제변수로 채택하여 연구를 수행해보고자 하였다.

선행연구들을 살펴보면 부채관련 요인들은 일반적으로 기업의 투자활동과 부(-)의 관계가 있는 것으로 보고하고 있다. 즉, 부채의 규모가 작을수록 기업의 투자활동을 유인한다고 볼 수 있다. 우선, 자산대비 부채규모는 단위 자산에 대한 부채의 규모가 투자활동과 관련성이 있을 것으로 판단하였기 때문에 채택하였다. 앞선 연구에 따르면 기업규모나 재벌여부가 기업의 투자활동과 관련성이 있는 것으로 제시되고 있다. 따라서 기업규모 즉, 자산규모대비 부채의 비중 또한 적정부채규모의 유지측면에서는 투자활동과 관련이 있을 것으로 판단된다. 특히 해운기업의 경우 선박 등 설비 자산에 대한 타인자본의존도가 높음을 감안한다면, 더욱 중요할 것으로 판단된다.

해운기업에 있어 부채만기는 타 산업에 비해 중요한 요인으로 작용할 것이 예상된다. 즉, 선박을 포함한 투자활동에 있어 장기타인자본에 대한 비중은 신규 투자활동 뿐만 아니라, 타인자본에 대한 채무지급능력에 까지 영향을 미칠 것이기 때문이다. 김문겸 등(2010)의 연구에 따르면, 국내 기업의 경우 부채에 의한 투자비중이 높으며, 기업규모가 작을수록 부채만기에 더욱 민감한 것으로 보고하고 있다. 또한 성장기회가 높고, 신용위험이 낮을수록 장기부채를 선호한다고 하였다.

다음은 자기자본 대비 부채비율 즉, 레버리지이다. 이는 채무의 건전성 측면에서 자기자본으로 타인자본을 어느 정도 충당할 수 있는 지를 살펴보는 지표라 할 수 있다. 즉, 해운기업의 투자활동에 있어 자본조달형태를 어떻게 할 것인지에 대한 관점에서 채택하였다. 해운기업은 IMF이후 부채비율 200% 감축기준이 강제적용 되는 등 많은 변화를 겪었으며, 이는 결국 선박을 포함한 투자활동에 어느 정도 제약을 주었을 것으로 판단된다. 따라서 해운기업의 투자활동에 있어서 자기자본대비 부채비율 또한 기업의 투자활동 의사결정에 중요한 요인이 될 것으로 판단된다.

아울러 선박 등의 운항에 있어 현금주의가 주를 이루고, 장기부채와 같은 자본조달에 의한 장기적 현금흐름의 확보가 중요한 점을 감안할 때 유동성 확보 또한 주요한 요인으로 판단된다. 즉, 투자에 따른 충분한 수익성이 확보되어야 할 뿐만 아니라, 장단기 타인자본비용에 대한 보상도 동시에 이루어져야 할 것으로 보인다. 따라서 유동부채비율 또한 해운기업의 투자활동 현금흐름과 관련성이 있을 것으로 판단된다.

마지막으로 금융비용부담률이다. 이는 투자를 위해 조달하는 타인자본에 대한 비용 또한 기업의 투자활동과 관련성이 있을 것으로 판단하였기 때문에 채택하였다. 기존 연구에 따른 타인자본비용은 기업의 투자활동과 부(-)관계가 있는 것으로 보고하고 있다(신현대 외 2007). 해운기업들 또한 타인자본에 대한 의존도가 높음을 감안할 때 기존연구과 같은 결과를 가져올 것으로 판단된다.

통제변수이자, 기업특성요인으로는 기업규모, 선박규모, 유효법인세율, 해운경기로 설정하였다.

우선, 기업규모를 채택한 국내 선행연구들은 통제 및 규모변수로 사용하였으며, 재벌기업의 유무에 따라서는 기업의 투자활동에 차이가 발생하지 않으나, 비재벌기업의 경우 현금흐름에 따른 투자활동에 더 민감한 것으로 보고하고 있다. 한편 일부 해외연구에서는 규모가 큰 기업일수록 기업의 투자활동과 현금흐름이 더 민감함을 제시해주기도 하였으며, 여기서 기업규모는 총자산에 대한 자연대수값 또는 재벌유무에 대한 더미변수를 사용하고 있다(김지수 외, 2011; 전용수 외 2000, Kadapakkam, P. R. et al, 1998). 따라서 본 연구에서는 상장 및 재벌선사의 수가 적은 점을 감안하여 총자산에 대한 자연대수값을 기업규모 변수로 사용하였다.

선대규모의 경우 해운기업이 보유한 실질적인 투자활동의 결과물로 볼 수 있다. 이는 실질적으로 기업이 보유한 선박량과 재무자료상의 선박의 규모를 채택할 수 있을 것이다. 하지만, 본 연구에서는 투자활동 현금흐름이 종속변수인 점과 선박에 대한 투자가 단기가 아닌 장기에 걸쳐 기업의 투자활동 현금흐름에 영향을 미친다는 점을 감안하여 재무자료상 선박 즉, 장부가를 기초로 하고자 하였다. 즉, 선박에 대한 투자의사결정은 당해뿐만 아니라, 차후 연도에 이르는 장기에 걸쳐 현금흐름의 유출을 발생시키게 됨으로 해운기업의 경우 이러한 특징을 반영한 선박투자가 이루어질 것이라 판단하였기 때문이다. 선박규모는 장부상 선박가에 자연대수를 취함으로써 측정하였다.

유효법인세율의 경우 기존 연구들에 의하면, 세금관련 요인이 기업의 투자활동에 영향을 미친다고 보고하고 있다. 또한, 해운기업의 경우 둔세제도가 도입 되는 등 세제부문에 있어 타 산업과는 다른 특징을 가지고 있다. 따라서 본 연구에서 또한 세제관련 요인을 통제변수로 채택하여 분석을 시도해보고자 하였으며, 감사보고상의 유효법인세율을 적용하였다. 마지막으로 해운경기지수 변수이다. 해운기업은 해운경기가 호황기로 접어들거나 예상되어야만, 투자활동의사결정이 이루어지게 되고, 나아가 투자를 위한 자본조달형태와 요인들에 대해 분석을 시도하게 될 것이다. 따라서 본 연구에서는 통제요인 중의 하나로 해운경기지수 변수를 채택하고자 하였으며, 가장 일반적 지수인 BDI 지수를 선택하였다. 해당지수는 연평균 지수를 당해 연도에 일괄 적용하였다.

2. 연구대상과 방법

본 연구의 연구대상은 2006-2011년 사이 계속 기업 41개사로 설정하고자 하였다. 즉, 2006년 이후 감사보고서를 제출한 해운기업들만을 대상으로 6개년 동안 246개로 된 패널자료를 바탕으로 하였다. 감사보고서는 전자공시시스템(DART)을 통해 획득하였으며, 부적격감사보고, 감사보고서 미제출 해운기업은 본 연구에서 제외하였다.

패널자료는 그 특성 상 자료의 이분산성과 자기상관의 문제와 오차항에 대한 가정문

제를 고려할 필요성이 있다. 따라서 본 연구에서는 오차항에 대한 가정문제는 F검정과 LM 테스트, Hausman 테스트를 통해 해결하고자 하였으며, 이분산성과 자기상관에 대한 문제는 LR테스트와 Wooldridge 테스트를 통해 검증을 시도하였다. 또한 이러한 결과를 바탕으로 오차항에 대한 가정을 고려한 분석모형과 이분산성과 자기상관을 가정한 모형을 비교함으로써 최종 연구목적을 달성하고자 하였다. 마지막으로 이러한 검증은 STATA 12.0을 이용하였다.

IV. 실증분석

1. 기초분석 및 통계량

본 연구에 사용된 주요 변수들에 대한 기초통계량은 다음과 같이 나타나고 있으며, 여기서 overall은 패널개체와 시간 전체를, between 패널개체 간, within은 패널개체의 시간 간 결과를 나타낸다.

<표 1> 주요 변수들의 기초통계량

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
ICF (투자현금흐름)	overall	-0.22074	0.44867	-4.92776	0.34423	N=246
	between		0.17414	-0.83753	0.06946	n=41
	within		0.41424	-4.31097	0.67631	T=6
DBASST (자산대비 부채비율)	overall	0.89563	0.56925	0.01765	5.46235	
	between		0.36132	0.20505	1.77428	
	within		0.44289	-0.28143	4.58370	
DBTC (부채만기)	overall	0.50662	0.24755	0.00000	0.97687	
	between		0.20580	0.13649	0.85271	
	within		0.14068	-0.07608	0.90079	
LEV (레버리지)	overall	1.96278	4.13406	-22.45394	15.88313	
	between		2.45084	-3.80101	9.84580	
	within		3.38464	-17.01439	12.82280	
CLR (유동부채비율)	overall	1.16734	2.71164	-11.00324	19.33799	
	between		1.67381	-2.89821	6.83411	
	within		2.18127	-10.12000	13.67121	
ITR (금융비용 부담률)	overall	0.03164	0.03985	0.00000	0.24516	
	between		0.03347	0.00121	0.16947	
	within		0.02214	-0.05178	0.15830	

아울러 공선성문제를 해결하기 위해 독립변수들 간의 상관관계분석과 공선성진단을 실시하였으며, 그 결과 모든 변수들이 VIF가 10미만으로 구성되어 공선성의 문제는 발견되지 않을 것으로 예상되었다. 하지만 기업규모와 선대규모의 경우 다소 높은 상관관계를 보여주고 있다.

<표 2> 상관관계 및 공선성 진단결과

구분	선대규모	기업규모	자산대비 부채비율	부채만기	레버리지	유동부채 비율	금융비용 부담률	세금	해운 경기
선대규모	1								
기업규모	*0.657	1							
자산대비 부채비율	0.052	0.032	1						
부채만기	*0.462	*0.382	*0.224	1					
레버리지	0.030	0.029	*0.169	0.079	1				
유동부채 비율	-0.030	-0.059	-0.039	-0.037	*0.788	1			
금융비용 부담률	*0.270	*0.180	*0.274	*0.358	**0.115	**0.118	1		
세금	**0.098	*0.153	-0.055	**0.110	*0.137	0.005	-0.159	1	
해운경기	**0.112	-0.024	*0.302	-0.027	*0.132	0.008	*0.132	0.076	1
VIF	1.99	1.83	1.30	1.49	2.83	2.91	1.32	1.07	1.18

주 : * p=0.05수준에서 유의, **p=0.1수준에서 유의.

자기상관에 대한 Wooldridge 검정 결과 p=0.05 수준에서 자기상관이 존재하지 않는다는 귀무가설을 기각하고 있으며, 이분산성에 대한 LR 테스트결과 또한 p=0.05수준에서 동분산성이라는 귀무가설을 기각하는 것으로 분석되었다. 이에 대한 검정결과는 다음의 그림과 같이 나타나고 있다. 또한 오차항을 어떻게 볼 것인지에 대한 가설검정결과에서는 F 테스트와 LM 테스트 모두 p=0.05 수준에서 귀무가설을 기각하여 패널개체에 대한 특성을 고려할 필요성이 있는 것으로 분석되었으며, Hausman 테스트결과에서는 p=0.05수준에서 확률효과모형을 지지하는 것으로 나타나고 있다.

<그림 1> Wooldridge 및 LR 검정결과

Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
HO: no first order autocorrelation	
F(1, 39) =	12.683
Prob > F =	0.0010
Likelihood-ratio test	LR chi2(40) = 157.52
(Assumption: R nested in UR)	Prob > chi2 = 0.0000

<그림 2> F 테스트, LM 테스트 및 Hausman 테스트결과

F test that all $u_i=0$: F(40, 185) = 2.18 Prob > F = 0.0003				
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects				
ttlicf[com,t] = Xb + u[com] + e[com,t]				
Estimated results:				
		Var	sd = sqrt(Var)	
	ttlicf	.1134768	.3368632	
	e	.0569142	.2385669	
	u	.0052638	.0725522	
Test: Var(u) = 0				
		chibar2(01) =	7.35	
		Prob > chibar2 =	0.0034	
----- Coefficients -----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
lgshp	-.0179677	-.014999	-.0029687	.0097095
frmsize	.0281622	.096869	-.0687068	.1017098
dbasst	-.4942018	-.3864408	-.1077609	.0279135
dbtc	-.0234665	-.1572821	.1338156	.0959818
lev	-.0010587	-.0031398	.0020811	.0039369
clr	.0123237	.016883	-.0045593	.0086946
itr	2.053112	1.058659	.9944529	.5535754
tax	.0072544	.0024485	.0048059	.0466469
indx	-.2094471	-.3015629	.0921159	.0067574
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
chi2(9) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)				
= 32.59				
Prob>chi2 = 0.0002				
(V_b-V_B is not positive definite)				

2. 모형분석 결과

기초분석결과를 기초로 이분산성과 자기상관문제를 고려한 FGLS회귀모형과 오차항에 대한 가설검정과 Hausman테스트 결과를 고려한 확률효과모형을 동시에 검토함으로써 연구목적에 달성해보고자 시도하였다. 아울러, 기업규모별, 해운경기변동에 따른 차이 또한 동시에 살펴보고자 하였으며, 이들에 대한 실증결과는 다음과 같다.

우선 기업규모 및 해운경기변화를 고려하지 않은 전체기간 동안의 분석결과에서는 자산대비 부채비율(-), 부채만기(-), 금융비용부담률(+)이 해운기업의 투자활동 현금흐

름과 관련성이 있는 것으로 분석되어졌다. 또한 통제변수 중에서는 기업규모(+), 해운경기(-)가 유의한 것으로 나타났다. 하지만, 금융비용부담률은 p=0.1수준에서 유의한 것으로 분석되었으며, 부채만기의 경우 확률효과모형에서는 p=0.1수준에서, FGLS모형에서는 p=0.05수준에서 유의한 것으로 나타나고 있다.

<표 3> 전체기간에 대한 분석결과

구분	Random Effects GLS		FGLS regression	
	Coef.	p	Coef.	p
자산대비 부채비율	*-0.3862499	0.000	*-0.3658415	0.000
부채만기	** -0.1622837	0.072	*-0.1535082	0.031
레버리지	-0.0029319	0.679	-0.0067003	0.343
유동부채비율	0.0167516	0.351	0.0197156	0.257
금융비용부담률	**1.031804	0.053	**0.9278302	0.063
기업규모	*0.0956397	0.010	*0.0844753	0.000
선박규모	-0.0141492	0.546	-0.0069103	0.598
세금	-0.0717302	0.722	-0.1878351	0.119
해운경기	*-0.2981786	0.000	*-0.1006491	0.034
모형 요약 (obs 235, grp 41)	R ² within = 0.4744 between = 0.3602 overall = 0.4149 Prob. > chi ² = 0.000		Wald chi ² (9) = 181.10 Prob. > chi ² = 0.000	

주 : * p=0.05수준에서 유의, **p=0.1수준에서 유의.

자산규모별 분석결과에서는 집단별 차이가 발생하는 것으로 나타나고 있다. 우선 자산규모 1천억 원 이상 집단의 경우 부채변수로는 총자산 대비 부채비율(-)만이 유의한 것으로 나타났으며, 통제변수 중에서는 기업규모(+), 해운경기지수(-) 변수가 해운기업의 투자활동 현금흐름과 관련성이 있는 것으로 분석되었다. 아울러 자산규모 1천억 원 미만 기업들의 경우 분석모형별 차이는 있으나, 부채관련 변수에서는 자산대비 부채비율(-), 부채만기(-), 금융비용 부담률(+), 통제변수들 중에서는 세금(-), 해운경기지수(-) 변수가 유의한 것으로 분석되었다. 아울러 기업규모별 차이에서는 상대적으로 큰 기업집단의 경우 기업규모에, 상대적으로 작은 자산규모 집단에서는 세금에 보다 민감한 것으로 나타나고 있다.

<표 4> 자산규모별 분석결과

구분		Random Effects GLS		FGLS regression	
		Coef.	p	Coef.	p
자산규모 1천억 원 이상 집단	자산대비 부채비율	*-0.2626223	0.000	*-0.2627146	0.000
	부채만기	-0.0699459	0.521	-0.1414107	0.108
	레버리지	-0.0111852	0.209	-0.0061219	0.485
	유동부채비율	0.0114129	0.681	0.0058306	0.807
	금융비용부담률	-0.3420402	0.517	-0.2413947	0.652
	기업규모	*0.1179073	0.0006	*0.0819803	0.000
	선박규모	-0.143906	0.478	-0.0058826	0.606
	세금	-0.0006089	0.998	-0.1923776	0.151
	해운경기	*-0.2631788	0.003	*-0.1062686	0.041
	모형 요약 (obs 128, grp 22)	R ² within = 0.3817 between = 0.4688 overall = 0.4026 Prob. > chi ² = 0.000		Wald chi ² (9) = 98.15 Prob. > chi ² = 0.000	
자산규모 1천억 원 미만 집단	자산대비 부채비율	-0.0801876	0.508	*-0.6462889	0.000
	부채만기	*-0.2972842	0.044	-0.0645221	0.621
	레버리지	0.0163244	0.131	0.0086405	0.471
	유동부채비율	-0.0055719	0.814	0.0024429	0.919
	금융비용부담률	*4.786855	0.000	*4.76982	0.000
	기업규모	0.1477715	0.336	0.1539414	0.280
	선박규모	-0.801876	0.508	-0.1372934	0.183
	세금	-0.2945365	0.378	*-0.5775918	0.026
	해운경기	*-0.267601	0.041	-0.1356371	0.208
	모형 요약 (obs 107, grp 19)	R ² within = 0.5922 between = 0.5421 overall = 0.5626 Prob. > chi ² = 0.000		Wald chi ² (9) = 174.23 Prob. > chi ² = 0.000	

주 : * p=0.05수준에서 유의, **p=0.1수준에서 유의.

마지막으로 해운경기의 변화에 따른 부채관련 요인과 투자활동 현금흐름과의 관련성에서는 분석모형별 다소 차이는 두고 있으나, 상대적으로 호황기의 경우 부채관련 요인들이, 상대적으로 불황기의 경우 금융비용 또는 경기요인이 기업의 투자활동 현금흐름과 관련성이 높은 것으로 분석되고 있다. 상대적으로 호황기의 경우 자산대비 부채비율(-), 레버리지(-), 유동부채비율(+), 기업규모(+), 세금(+), 상대적으로 불황기의 경우 자산대비 부채비율(-), 부채만기(-), 금융비용부담률(+), 기업규모(+), 세금(-)이 유의한 것으로 나타났다.

<표 5> 경기변화를 고려한 분석결과

구분		Random Effects GLS		FGLS regression	
		Coef.	p	Coef.	p
상대적 호황기 (2007년, 2008년)	자산대비 부채비율	*-0.4397214	0.000	*-0.5212522	0.000
	부채만기	-0.2186813	0.225	-0.0756778	0.321
	레버리지	-0.0123564	0.561	** -0.0177519	0.059
	유동부채비율	0.0353899	0.500	*0.1159839	0.000
	금융비용부담률	0.1093864	0.933	-1.046027	0.105
	기업규모	*0.1993353	0.003	*0.1836156	0.000
	선박규모	-0.0220594	0.449	-0.0059838	0.694
	세금	**0.6495187	0.104	*0.5549401	0.002
	해운경기	-0.0661056	0.961	0.1975434	0.748
	모형 요약 (obs 80, grp 41)	R ² within = 0.2955 between = 0.5751 overall = 0.5275 Prob. > chi ² = 0.000		Wald chi ² (9) = 749.90 Prob. > chi ² = 0.000	
상대적 불황기 (2006년, 2009년, 2010년, 2011년)	자산대비 부채비율	*-0.2808347	0.000	*-0.1838663	0.000
	부채만기	-0.1215995	0.230	*-0.1823932	0.001
	레버리지	0.0042659	0.524	-0.0005711	0.893
	유동부채비율	0.0004602	0.979	0.0127357	0.207
	금융비용부담률	**0.9146826	0.091	*0.9003822	0.013
	기업규모	0.0354181	0.608	*0.0737941	0.027
	선박규모	0.0068896	0.920	-0.0301414	0.359
	세금	*-0.4637629	0.027	*-0.3672477	0.000
	해운경기	-0.2028564	0.159	*-0.1346172	0.038
	모형 요약 (obs 155, grp 41)	R ² within = 0.3314 between = 0.1574 overall = 0.2181 Prob. > chi ² = 0.000		Wald chi ² (9) = 72.71 Prob. > chi ² = 0.000	

주 : * p=0.05수준에서 유의, **p=0.1수준에서 유의.

3. 분석결과와 시사점

최종 분석결과 부채관련 변수로는 자산대비 부채비율, 부채만기, 금융비용 부담률이, 통제변수로는 해운경기, 기업규모 등이 해운기업의 투자활동 현금흐름과 관련성이 있는 것으로 나타났다. 즉, 해운기업의 경우 부채관련 요인이 기업의 투자활동과 관련성이 높은 것으로 나타나, 높은 타인자본 의존도를 가진다는 산업적 특성을 지지하는 결과로 판단된다. 아울러 기업규모별, 경기변화별로 다소 상이한 결과를 보여주고 있는데, 이는

기업의 규모와 경기의 변화에 따른 해운기업들의 투자활동 의사결정이 달라짐을 보여주는 결과로 해석된다.

기업규모별 분석에서는 집단별 차이를 보이고 있는데, 이러한 결과는 자본조달 옵션에 대한 차이와 보유 자산규모 및 특징에 의한 것으로 보인다. 즉, 자산대비 부채비율 및 부채의 만기와 같은 부채관련 변수들은 기업의 규모와 상관없이 투자활동 현금흐름과 관련이 있는 반면, 상대적으로 큰 자산규모를 보유한 기업은 기업규모 변수가, 상대적으로 작은 자산규모를 가진 기업은 세금요인이 투자활동 현금흐름과 관련성이 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 상대적으로 자산규모가 클수록 자본시장 내 유리한 자본조달 옵션을 행사할 수 있게 되며, 상대적으로 작은 자산규모를 가진 기업보다는 유리한 재무구조를 가졌기 때문인 것으로 판단된다. 결국 작은 자산규모를 가진 기업일수록 기업이 보유한 자본구조보다는 자본의 조달비용측면에 더 민감한 형태를 보이는 것으로 판단된다.

해운경기지수의 변동에 따른 분석결과에서는 상대적으로 호황일수록 부채관련 요인에 보다 민감한 것으로 나타났다. 즉, 상대적 호황기의 경우 직접 투자의사결정이 이루어질 가능성이 높게 되고, 미래 현금흐름창출 능력 또한 증가될 것으로 예상된다. 따라서 자본조달에 따른 비용을 상회할 수 있는 긍정적 옵션이 증가하게 됨으로 기업이 가진 타인자본관련 재무구조에 보다 민감한 것으로 보인다. 상대적으로 불황기의 경우 금융비용 부담률이 투자활동 현금흐름과 유의한 결과를 보인 것이 이를 반증해주는 결과로 판단된다.

투자활동관련 선행연구들은 부채관련 요인이 기업의 투자활동 현금흐름과 부(-)관계가 있음을 제시해주었으며, 해운기업들 또한 동일한 결과를 보여주었다. 자산대비 부채비율의 경우 부(-)의 관계를 보여주었다. 즉, 자산대비 부채규모가 클수록 투자에 소극적이며, 반대로 자산대비 부채규모가 작을수록 투자에 더 적극적인 것으로 나타났다. 이는 해운기업의 경우 선박, 설비자산 등 비유동자산에 대한 큰 투자규모가 부담요인으로 작용하였기 때문으로 판단된다. 부채만기의 경우 또한 부(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 부채만기가 높을수록 선박 등에 대한 장기타인자본 투자가 높음을 의미하고, 결국 이 때문에 재투자나, 새로운 투자의사결정에서도 소극적일 것으로 판단된다. 반면, 금융비용부담률은 정(+)의 관계를 보여주었다. 해운기업의 경우 설비 투자에 타인자본 구성비중이 높음으로 투자가 증가할 경우 금융비용 또한 동시에 증가하게 된다. 따라서 이러한 특징이 투자활동 현금흐름과 정의 관계를 보인 것으로 판단된다.

아울러 기업규모는 투자활동 현금흐름과 정(+)관계를 보여주고 있다. 이는 기업규모가 클수록 투자활동에 더 적극적이며, 투자에 대한 더 많은 긍정적 옵션 즉, 자본조달 비용, 조달방법, 기회 등을 가지기 때문인 것으로 보인다. 세금요인의 경우 상대적 불황

기에 부(-)의 관계를 보여주고 있는데, 이는 현금흐름 창출력이 부족해질수록 세 부담이 투자활동을 위축할 수 있는 것으로 해석된다. 상대적 호황기에 투자활동 현금흐름과 관련성이 있는 것으로 나타난 해운경기지수 변수는 부(-)의 관계를 보여주었다. 일반적으로 경기가 호황으로 접어들게 되면 투자활동에 더 많은 요인을 고려하게 되고, 투자에 더욱 적극적일 것으로 예상된다. 해운기업 특성상 호황에 접어들더라도 바로 투자하는 것이 아니라, 타인자본뿐만 아니라, 거대 자본이 요구되는 만큼 장기적 호황이 예상될 때 투자하게 될 것이다. 하지만, 연구기간인 2006-2011년 동안의 해운경기는 지수편차가 200% 이상으로 급변하는 특징을 보여 주었다. 이는 결국 2006년 이전은 불황일거라 예상하여 투자를 하지 않았으나, 2007/8년 호황을 기록하였고, 또한 2008년 투자의사결정 후 투자를 시작하였으나 이듬해부터 경기가 급락하게 되어 부의 관계를 보였을 것으로 판단된다. 즉 투자의사결정시점과 투자현금흐름 발생시점 간 차이에 의한 것으로 판단된다.

V. 결론

국제해상운송서비스를 제공하고 있는 해운기업들의 경우 선박을 중심으로 한 투자활동에 자본조달의 중요성이 강조되는 특징을 가지고 있다. 즉, 자기자본과 타인자본을 어떻게 구성할지 기업의 규모와 경기변화에 따라 어떠한 조달형태를 취할지는 중요한 쟁점거리라 할 수 있다. 이러한 관점에서 본 연구는 타인자본조달이 중요한 해운기업들을 대상으로 부채 및 기업특성변수와 기업의 투자활동과의 관련성을 실증해보고자 하였다.

실증결과 부채관련 요인들 중에서는 자산대비 부채비율, 부채만기, 금융비용 부담률이, 통제변수로는 기업규모 및 해운경기지수 등이 해운기업의 투자활동과 관련성이 있는 것으로 나타나 해운기업의 경우 장기타인자본 등을 통한 투자비중이 높으며, 이들에 대한 관리가 중요한 것으로 나타났다. 기업규모별 분석결과에서는 상대적으로 자산규모가 작은 기업들에게서 금융비용부담률 및 세금과 관련된 요인이 유의하게 나타나고 있으며, 이는 기업규모가 작을수록 자본의 조달비용에 보다 민감하기 때문인 것으로 판단된다. 아울러, 경기변화를 고려한 분석에서 또한 상대적으로 불황일 경우에 금융비용부문에 더 민감하며, 상대적 호황기일 경우 기업규모가 클수록 투자에 보다 적극적인 것으로 분석되었다. 또한 타인자본의 증가가 투자활동을 위축하는 요인으로 작용하는 반면, 투자활동의 증가는 금융비용의 부담을 가중시키는 것으로 분석되었다.

이러한 결과를 바탕으로 할 때 해운기업의 투자의사결정에 있어서는 선박과 같은 설비투자시 기업규모 대비 부채규모가 적정한지, 장기부채의 비율은 어떻게 되는지, 자본

우리나라 해운물류기업의 부채특성과 기업투자활동과의 관계에 관한 연구

조달비용과 미래현금흐름창출 능력은 충분한지 등이 주요한 의사결정요인인 것으로 판단된다. 특히 기업의 규모가 작을수록 최적의 자본구조형성과 신용등급 유지 등을 통한 자본조달비용의 최소화가 중요한 것으로 나타났으며, 경기가 위축될 경우 기업의 금융비용을 줄이고, 세부담을 완화 할 수 있는 정책을 마련함으로써 기업의 투자활동을 어느 정도 장려할 수 있는 것으로 분석되었다.

마지막으로 본 논문은 해운기업의 부채관련 요인들의 중요성이 강조되고, 자본집약적이라는 산업특성을 실증하여 제시하였다는 점과 기업규모가 작고, 불황일수록 세부담을 완화하여 투자활동을 장려할 수 있는 정책마련이 필요함을 실증하여 제시하였다는데 그 의의를 찾아 볼 수 있을 것이다. 그럼에도 불구하고, 본 논문은 재무자료의 한계성으로 2006년 이후 계속기업만을 한정하였다는 점과 경기변동에 대한 부분을 충분히 반영하지 못하였다는 한계점을 지니고 있다. 따라서 이러한 한계점은 향후 추가적으로 연구가 필요할 것으로 판단된다.

참고문헌

- 김문걸·김순철·조성권, “부채 만기구조가 투자에 미치는 영향 : 대기업과 중소기업의 비교연구”, 『기업가정신과 벤처연구』, 제14권 제1호, 2011, 89-111.
- 김우철·이영·이철·진영준·황성형·표학길, “법인세 부담이 기업의 투자활동에 미치는 효과분석”, 『한국경제의 분석』, 제13권 제2호, 2007, 51-112.
- 김원재, “해운산업 수익성 제고 투자의사결정 모델구축에 관한 연구 : 부정기선 영업을 중심으로”, 『한국항만경제학회지』, 제27권 제2호, 2011, 297-311.
- 김원재, “해운투자의사결정에 관한 이론 및 실증연구”, 『해운물류연구』, 제22권, 1996, 89-104.
- 김지수·조정일, “기업의 투자지출과 자금조달의 관계에 관한 연구”, 『재무관리연구』, 제18권 제2호, 2001, 1-25.
- 박순식, “레버리지, 부채만기, 기업투자의 관련성과 성장기회와의 상호작용효과 분석”, 『대한경영학회지』, 제24권 제6호, 2011, 3423-3440.
- 배동진, “불확실성하에서 한국해운산업 의사결정 구조연구 : 선박투자를 중심으로”, 서강대학교 대학원 박사학위논문, 2011.
- 신동식, “톤세제 도입이 해운기업의 선박투자에 미치는 효과분석”, 단국대학교 대학원 박사학위논문, 2012.
- 신민식·김수은, “기업의 재무적 특성변수가 R&D 투자와 기업가치간의 관계에 미치는 영향”, 『기술혁신연구』, 2012, 45-73
- 신현대·이정기, “법인세율과 타인자본비용이 기업 투자활동에 미치는 영향 - 부채비율의 크기에 따른 분석-”, 『세무학 연구』, 제24권 제1호, 2007, 113-130.
- 이균봉·류예린·지상현, “기업의 주요 재무지표와 투자활동의 관련성에 관한 연구”, 『대한경영학회지』, 제25권 제1호, 2012, 323-343.
- 이태정, “기업특성변수와 기업투자활동의 관련성 연구”, 『세무회계연구』, 제21호, 2007, 43-59.
- 전용수·임태순, “현금흐름이 투자행위에 미치는 영향에 관한 연구”, 『재무관리연구』, 제17권 제2호, 2000, 29-47.
- 최선호·송승훈, “패널 데이터를 이용한 해운업체의 자본조달 분석”, 『물류학회지』, 제20권 제5호, 2010, 55-73.
- Francisco, M, “Liquidity and firm investment : Evidence for Latin America”, *Journal of Empirical Finance*, Vol.20, 2013, 18-29.
- Kadapakkam, P. R., P. C. Kumar and L. A. Riddick, “The impact of cash flows and firm size on investment : The international evidence”, *Journal of Banking and Finance*,

Vol.22, 1998, 293-320.

Bo, H. and E. Sterken, "Volatility of the interest rate, debt and firm investment: Dutch evidence", *Journal of Corporate Finance*, Vol.8 No.2, 2002, 179-193

국문 요약

우리나라 해운물류기업의 부채특성과 기업투자활동과의 관계에 관한 연구

이성윤 · 김현덕 · 안기명

해운기업의 경우 선박과 같은 설비자산에 대한 타인자본의존도가 높아 자본구조를 포함한 재무건전성에 대한 관리가 여타 산업에 비해 높은 특징을 가지고 있다. 아울러 선박과 같은 자산의 확보에 거대 자본이 소요되는 만큼 조달비용을 포함한 자본비용과 장기지불능력을 동시에 고려해야 하는 특징도 가지고 있다. 즉, 투자에 따라 창출될 미래현금흐름이 자본비용뿐만 아니라 장기부채비용까지 보존되어야 하는 것이다. 이를 바탕으로 본 연구는 타인자본조달이 중요한 해운기업들을 대상으로 부채 및 기업특성변수와 기업의 투자활동과의 관련성을 알아보려고 하였으며, 자산대비 부채비율, 부채만기, 금융비용 부담률이 해운기업의 투자활동 현금흐름과 관련성이 있는 것으로 나타났다. 아울러 부채가 증가할수록 투자활동 현금흐름이 위축되는 결과를 보여주었으며, 기업규모가 작고 경기가 불황일수록 자본의 조달비용측면에 더욱 민감한 것으로 분석되었다. 반면 기업규모가 크고 상대적으로 호황일수록 자본조달비용측면보다는 자본구조에 더 민감한 나타났다. 결국 해운기업의 경우 부채 관련 요인이 주요한 투자활동 변수임과 동시에 기업규모와 경기변화에 따라 투자의사결정 요인이 다른 양상을 가짐을 시사해주고 있다.

핵심 주제어 : 해운기업, 부채, 기업특성, 기업투자활동, 기업가치, 부채만기