

경영진의 주가연계보상이 부채의 만기구조에 미치는 영향*

The Effects of Incentive Alignment on Debt Maturity Structure

박 명 호** · 박 대 근*** · 윤 정 선****

Myung Ho Park · Dae-Keun Park · Jeongsun Yun

본 논문은 경영진의 주가연계보상이 부채의 만기구조에 미치는 영향을 유동성 위험과 투자기회를 고려하여 분석하였다. 분석 결과, 경영진 지분은 부채의 만기구조에 직접적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그러나 두 변수 사이의 관계는 유동성 위험과 투자기회에 따라 다른 것으로 나타났다. 유동성 위험과 경영진 지분, 그리고 투자기회와 경영진 지분 간의 교차효과를 분석한바 유동성 위험이 낮은 기업에서는 경영진 지분이 부채의 만기구조에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 주주와 경영진 간의 이해가 일치할수록 경영진의 단기부채에 대한 선호도가 증가하지만 유동성 위험이 높을 경우에는 장기부채를 선호한다는 것을 시사한다. 또한 투자기회가 높은 기업의 경우 경영진 지분이 부채의 만기구조에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 투자기회가 높은 기업은 주주와 경영진 간의 이해상충으로 인한 과소투자를 방지하기 위하여 단기부채를 선호할 것이라는 과소투자설의 예측과 부합하는 결과이다.

국문 색인어: 경영진 규율, 과소투자, 부채의 만기구조, 주주와 채권자 이해상충, 투자옵션
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700, B050703

* 본 연구의 연구결과는 저자들의 개인적인 견해이며, 저자들의 소속기관과는 무관함을 밝힙니다.

** 한국조세연구원 연구위원(ecpmh@kipf.re.kr), 주저자

*** 엑센츄어 이사(dae-keun.park@accenture.com)

**** 국민대학교 경영학부 조교수(jyun@kookmin.ac.kr), 교신저자

논문 투고일: 2012. 04. 13, 논문 최종 수정일: 2012. 08. 07, 논문 최종 확정일: 2012. 08. 27

I. 서 론

자본구조에 관한 대리인 이론에 따르면 기업지배구조가 부채의 만기구조선택에 영향을 미칠 수 있다. 우선 주주와 경영진의 이해가 일치하여 경영진이 주주의 이익을 중시하는 기업의 경우 주주와 채권자 간의 이해상충의 문제가 부채의 만기구조선택에 영향을 미칠 수 있다. 위험채무를 보유한 기업은 안전한 투자에 따른 이익이 주주가치보다는 채권자가치를 증가시킬 수 있으므로 정(+)의 순현재가치를 가진 투자안을 포기하는 과소투자현상(underinvestment)이 나타날 수 있다(Myers, 1977). 따라서 투자기회가 높은 기업은 과소투자문제를 방지하고 자본비용을 줄이기 위해 단기부채를 선호하는 현상이 나타난다. 만약 과소투자가설이 성립한다면 기업의 투자기회와 부채의 만기구조 사이에는 역관계가 성립하게 된다. 이런 투자기회와 부채의 만기구조 간의 역관계는 기본적으로 주주와 경영진 간에 이해가 일치한다는 가정을 전제로 하고 있다.

반면, 기업을 분산소유한 주주가 무임승차문제로 인해 경영진을 규율하거나 감시하지 못하는 기업의 경우 경영진은 주주가치의 극대화보다는 사적이익을 추구하고 이를 위해 과도한 투자를 하는 경향이 있다. 이처럼 주주와 경영진 간의 이해가 일치하지 않을 경우 부채비율과 부채의 만기구조는 주주 대신 경영진을 규율할 수 있는 대체적인 수단으로 작용할 수 있다. 이는 높은 부채비율이 자유현금흐름을 제거함으로써 과도한 투자를 하지 못하도록 경영진을 규율하는 역할을 할 수 있기 때문이다(Jensen, 1986). 또한 단기부채는 채권자의 권한을 강화함으로써 경영진을 감시하고 규율을 용이하게 한다(Stulz, 2000; Rajan and Winton, 1995). 더 나아가서 단기부채는 채권자로 하여금 기업청산을 용이하게 함으로써 경영진의 “제국건설”을 방지하는 강력한 제어장치가 될 수도 있다(Hart, 1995). 따라서 주주의 이익과는 무관하게 자신의 사적이익을 추구하고자 하는 경영진은 채권자에 의한 규율과 감시를 줄이기 위하여 단기부채보다는 장기부채를 선호하게 될 것이다.

이와 같이 경영진과 주주의 이해일치여부는 부채의 만기구조선택에 영향을 줄 수 있다. 특히, 과소투자가설 하에서 투자기회와 부채의 만기구조간의 관계는 기

업지배구조에 따라 달라질 가능성을 배제할 수 없지만 이에 대한 연구는 거의 이루어지지 않고 있다. 이에 본 논문에서는 부채의 만기구조 결정요인이 기업지배 구조에 따라 달라지는지를 검증하고자 한다.

부채의 만기구조 결정모형을 실증분석하기 위하여 본 논문에서는 금융감독원의 Dart 시스템에서 제공하는 사업보고서 및 감사보고서에서 수집한 부채의 만기구조 및 스톡옵션을 포함한 경영진 지분을 자료를 이용하고 있다. 회귀방정식에는 경영진 지분 이외에 투자기회와 부채비율, 그리고 유동성 위험을 나타내는 신용도를 설명변수로 포함하였다. 또한 부채의 만기구조와 경영진 규율 간의 관계가 유동성 위험이나 투자기회에 따라 달라질 수 있다는 전제 하에 회귀분석시 기업지배구조와 투자기회, 기업지배구조와 유동성 위험을 나타내는 신용도 간의 교차효과를 포함하고 있다.

본 논문에서는 경영진과 주주의 이해가 일치하지 않는 기업일수록 장기부채를 선호할 것이라고 기대한다. 이는 사적이익을 추구하는 경영진이 채권자에 의한 규율을 배제하기 위하여 장기부채의 비중을 증가시키고자 할 것이라는 가설을 반영한 것이다. Jensen and Meckling(1976)은 경영진에 대한 주가연계보상이 주주와 경영진 간의 이해를 일치시키는데 기여한다고 주장하였다. 즉, 경영진 지분 등 주가연계보상을 보유한 경영진은 사적이익을 추구하기보다는 주주 가치를 증대시키려는 유인을 갖게 된다는 것이다. 따라서 경영진이 보유한 지분과 부채의 만기구조 사이에는 역관계가 성립할 것으로 예측된다.

또한 부채의 만기구조와 경영진의 지분 간의 역관계는 두 가지 요인에 영향을 받을 것으로 기대된다. 첫 번째 요인은 유동성 위험이다. Diamond(1991)는 유동성 위험이 높은 기업이 단기부채보다는 장기부채를 선호할 것이라고 주장하였다. 따라서 주주와 경영진간의 이해일치가 잘 이루어지지 않은 기업은 장기부채에 대한 선호도가 높지만 유동성 위험의 증가는 이와 같은 장기부채에 대한 선호도를 높이는 역할을 하게 될 것이다. 이에 본 논문에서는 유동성 위험이 부채의 만기구조에 미치는 영향을 통제하기 위하여 기업의 신용도를 회귀식에 포함하였다. 특히 유동성 위험에 따라 경영진 지분이 부채의 만기구조에 미치는 영향이 달라질 수

있다는 점을 고려하여 신용도와 경영진 지분 간의 교차효과를 회귀분석에 포함하였다. 만약 본 논문의 가설이 사실이라면 두 변수 간의 교차효과는 부(-)의 값을 가질 것으로 기대한다.

부채의 만기구조와 경영진 지분 사이의 역관계에 영향을 미칠 수 있는 또 다른 요인은 투자기회이다. 앞서 언급한 바와 같이 과소투자가설에 따르면 투자기회가 높은 기업은 과소투자문제로 인한 자본비용의 증가를 방지하기 위하여 단기부채의 비중을 증가시킬 것이다. 그러나 이와 같은 과소투자가설의 예측은 주주와 경영진간의 이해가 일치한다는 전제하에 가능한 것이다. 반면, 만약 주주와 경영진간의 이해가 일치하지 않는다면 경영진은 사적이익을 추구하고, 이를 위하여 투자기회와 무관하게 장기부채의 비중을 증가시킴으로써 채권자에 의한 규율로부터 자유로워지고자 할 것이다. 따라서 투자기회가 장기부채의 비중에 미치는 부정적인 영향은 주주와 경영진간 이해일치가 잘 이루어진 기업에 한해서만 발견될 것으로 기대된다. 이에 본 논문에서는 경영진 지분과 투자기회 사이의 교차효과를 회귀분석에 포함하였다. 만약 앞서 제시된 가설이 사실이라면 경영진 지분과 투자기회 사이의 교차효과는 부(-)의 값을 가질 것으로 기대한다.

실증분석 결과에 따르면, 경영진 지분은 부채의 만기구조 선택에 제한적으로나마 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 우선 경영진이 보유한 지분이 장기부채의 비중에 미치는 직접적인 영향은 통계적으로 유의하지 않은 부(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 그러나 경영진 지분율과 투자기회 간의 교차효과는 통계적으로 유의미한 부(-)의 값을 갖는 것으로 분석되었다. 따라서 경영진 지분과 부채의 만기구조 간의 역관계가 투자기회가 높은 기업에서 강화된다는 것을 알 수 있다.

이는 경영진 지분율이 높은 기업은 과소투자문제를 방지하기 위하여 투자기회가 높을수록 단기부채를 선호한다는 과소투자가설의 예측에 부합되는 반면 경영진 지분율이 높지 않은 기업은 경영진이 채권자의 규율을 회피하기 쉬운 장기부채를 선호하는 경향이 있음을 의미한다. 본 논문의 이와 같은 분석결과는 만기구조선택이 경영진 규율과 관련이 있다는 사실을 실증분석을 통하여 입증한 Datta (2005)와 일맥상통하는 것이다.

한편 경영진 지분율과 유동성 위험 사이의 교차효과를 분석한 결과, 경영진 지분은 유동성 위험이 높은 기업의 경우에는 부채의 만기구조에 유의미한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 추가연계보상이 이루어진 기업은 유동성 위험이 높을 경우에만 장기부채를 선호하는 반면 추가연계보상이 이루어지지 않은 기업은 유동성 위험과 관계없이 장기부채를 선호한다는 가설과 일치하는 결과이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저, 제Ⅱ장에서 선행연구를 비교분석하고, 이를 기초로 경영진 규율이 부채의 만기구조에 미치는 영향에 관한 가설을 설정한다. 제Ⅲ장은 표본구성 및 연구방법론을 소개하고 부채의 만기구조 관련 통제변수들을 포함한 주요변수의 기초통계량을 보여준다. 제Ⅳ장에서는 부채의 만기구조 선택에 영향을 미치는 요인들을 과잉부채효과를 중심으로 회귀분석결과를 제시한다. 그리고 마지막으로 제Ⅴ장에서는 분석결과를 토대로 논문을 마무리한다.

II. 선행연구 및 가설 설정

1. 선행연구

부채의 만기구조에 관한 대리인 이론에 따르면 경영진 규율 여부가 부채의 만기구조선택에 영향을 미칠 수 있다. 주주와 경영진간의 이해가 일치하지 않아 경영진이 사적이익을 추구하고자 할 때 부채비율과 부채의 만기구조는 주주 대신 경영진을 규율할 수 있는 대체적인 수단으로 작용할 수 있다. Sharpe(1991)는 부채의 만기가 짧을수록 채권자의 권한이 강화되고 이로 인해 경영진에 대한 규율을 용이하게 한다는 점을 강조하였다. Novaes and Zingales(1995)는 참호를 구축한 경영진은 주주가치의 극대화보다는 자신의 사적이익을 위해 부채비율을 낮게 선택하는 경향이 있음을 보였다. 또한, Berger 외(1997)는 주주와 경영진의 이해가 일치하지 않는 기업은 높은 부채비율을 선호하지 않는다는 것을 발견하였다. Stulz

(2000)와 Rajan and Winton(1995)은 단기부채가 경영진을 감시하고 규율하는 강력한 장치가 될 수 있으며 이로 인해 사적이익을 추구하는 경영진은 장기부채를 선호하게 될 것이라고 주장하였다. Hart(1995)는 단기부채는 경영진의 “제국건설”을 방지하는 강력한 제어장치가 될 수 있음을 보였다. 이는 주주의 이익과는 무관하게 자신의 사적이익을 추구하고자 하는 경영진은 채권자에 의한 규율과 감시를 줄이기 위하여 단기부채보다는 장기부채를 선호할 수 있음을 시사한다.

한편, 경영진의 지분보유는 경영진의 사적이익의 추구에 대한 욕구를 완화시키고 주주가치 극대화를 추구하도록 유인하는 기제가 될 수 있다. 이는 지분을 많이 보유한 경영진일수록 기업가치가 증가함으로써 누릴 수 있는 부(wealth)의 증대 효과가 크기 때문이다. Jensen and Meckling(1976)은 경영진이 보유한 지분은 경영진과 주주의 이해를 일치시킴으로써 대리인 비용을 감소시킬 수 있다고 주장하였다. Datta 외(2005)는 부채의 만기구조와 투자기회 간의 관계가 경영진 규율에 따라 달라질 수 있다고 주장하였다. 특히 경영진의 보유지분이 증가할수록 투자기회가 부채의 만기구조에 미치는 부정적인 영향이 강화되는 경향이 있다는 것을 발견하였다.

부채의 만기구조선택에 영향을 미치는 또 다른 요인은 유동성 위험이다. Diamond(1991)는 유동성 위험이 높은 기업은 단기부채보다는 장기부채를 선호하게 될 수 있음을 보였다. Johnson(2003)은 단기부채의 비중이 증가할수록 과소투자 문제는 완화되지만 유동성위험도 동시에 증가하기 때문에 부채의 만기구조의 선택을 통한 과잉부채효과의 방지는 유동성위험에 제약을 받을 수 있다고 주장하였다.

한편, 주주와 채권자간의 이해상충으로 인한 과소투자의 문제에 관한 연구는 기업의 부채비율과 부채만기구조 결정요인에 관한 연구에 크게 영향을 미쳤다. Myers(1977)와 Hutchinson(1995)은 부채비율이 높은 기업은 신규투자를 통해 발생하는 현금흐름이 위험채무의 가치를 증대시킴으로써 주주보다는 채권자 부의 증대로 이어질 것을 우려하여 양(+의 순현재가치(positive net present value)를 가진 투자안을 포기하는 과소투자현상(underinvestment)이 발생할 수 있음을 보였다.

Aivazian 외(2005a)와 Moyen(2007)은 이와 같은 과소투자문제로 인해 부채비율과 기업투자 간의 역관계가 존재한다는 것을 발견하였다. 따라서 위험채권을 발행한 기업은 주주와 채권자 간의 이해상충의 문제가 과소투자를 초래하는 현상이 자본비용에 선반영되어 주주가치의 훼손으로 이어질 것이다.

Myers(1977)는 투자옵션이 만료되기 전 만기가 도래하는 단기부채의 비중이 증가한다면 주주와 채권자 간의 이해상충의 문제가 완화되고 과잉부채효과로 인한 과소투자현상이 감소할 수 있음을 보였다. Aivazian 외(2005b)는 부채의 만기가 짧아질수록 기업의 투자는 증가한다는 것을 발견하였다. Barnea, Haugen, and Senbet(1980)는 투자기회가 높은 기업은 투자옵션을 실행하기 이전에 만기가 도래하는 단기부채의 비중을 높임으로써 과소투자문제를 해결하고자 할 것이므로 장기부채의 비중과 투자기회 간에는 부(-)의 관계가 성립된다고 주장하였다. Barclay and Smith(1995), Guedes and Opler(1996), 그리고 Barclay, Marx, and Smith(1997)는 투자기회가 높은 기업일수록 장기부채의 비중이 감소한다는 것을 발견하였다.

우리나라에서는 자본구조결정요인에 관한 연구는 많이 이루어졌으나 부채만기와 그 결정요인에 관한 연구는 극히 미미하며 연구 결과 또한 상호 일관성이 결여된 실정이다. 정경수(1998)는 채권발행을 위하여 신용평가 전문기관으로부터 신용평가 등급을 받은 상장기업을 대상으로 부채만기 결정요인을 분석하였다. 투자기회는 부채만기와 유의적인 관계를 나타내지 않았으며 기업규모와 자산만기가 부채만기와 정(+)의 관계를 나타내므로 기업규모가 크고 유형고정자산을 많이 보유하는 기업이 장기부채를 많이 이용하였다.

박순식(2000)은 우리나라 상장제조기업의 기업규모별 부채만기구조 결정요인에 관하여 연구한 결과 수익증가율이 크고 채권신용등급이 높은 우량대기업일수록 단기부채를 많이 이용하는 것으로 확인되었으며 중소기업은 기업의 우량성과 신용등급이 부채만기에 유의적인 영향을 미치지 않았다. 반면, 기업의 규모에 관계없이 투자기회는 부채의 만기에 영향을 미치지 않는다고 주장하였다. 반면, 김지수·권경택·정지웅(2004)은 부채의 만기는 신용등급에 부(-)의 영향을 받는다는 것을 발견하였다. 또한 김문겸 외(2011)는 투자기회가 높은 기업에서 부채만기가

투자에 부(-)의 영향을 미치고 유동성 위험이 낮고 현금흐름이 좋으며 투자기회가 높은 기업이 장기부채를 선호하는 것으로 분석하였다.

한편, 추가연계보상이 경영진의 의사결정에 미치는 영향에 관한 연구로서 전상경·정무권(2006)은 추가연계성이 강한 보상구조를 가진 기업의 경영진은 자신의 부(wealth)를 증가시키기 위하여 주가를 증가시키려는 유인을 가지게 된다고 주장하였다.

2. 가설설정

본 연구에서는 경영진 규율이 부채의 만기구조에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고자 한다. 이에 본 논문에서는 다음 네 가지 가설을 설정하고 이를 검증하였다.

첫 번째 가설은 경영진 규율은 부채의 만기구조에 부(-)의 영향을 미친다는 것이다. 이는 사적이익을 추구하는 경영진이 채권자의 규율과 감시를 줄이기 위하여 낮은 부채비율과 함께 장기부채의 비중을 확대하고자 할 것이라는 경영진 규율 가설에 따른 것이다.

(가설 1) 경영진 지분은 부채의 만기구조에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

두 번째 가설은 투자기회가 부채의 만기구조에 부(-)의 영향을 미친다는 것이다. 이는 투자기회가 높은 기업의 경영진이 과소투자로 인한 주주가치의 훼손을 방지하기 위하여 사전적으로 부채의 만기를 줄여 자본비용이 상승하는 것을 방지하고자 할 것이라는 과소투자가설에 따른 것이다.

(가설 2) 투자기회는 부채의 만기구조에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

세 번째 가설은 투자기회와 경영진 지분은 부채의 만기구조에 부(-)의 교차효과를 가진다는 것이다. 이는 경영진 규율이 잘 이루어진 기업의 경우 투자기회가 부

채의 만기구조에 부정적인 영향을 미치지만, 그렇지 않은 기업의 경우 투자기회와 무관하게 장기부채를 선호하기 때문에 투자기회와 부채의 만기구조는 서로 무관할 것이라는 예측에 의한 것이다.

(가설 3) 투자기회와 경영진 지분은 부채의 만기구조에 부(-)의 교차효과를 가질 것이다.

마지막으로 네 번째 가설은 유동성 위험을 나타내는 변수인 신용도와 경영진 지분이 부채의 만기구조에 부(-)의 교차효과를 가진다는 것이다. 이는 경영진 규율이 잘 이루어진 기업이라고 하더라도 유동성 위험에 대한 우려가 있다면 부채의 만기를 증가시킬 유인이 있을 것이라는 예측에 의한 것이다.

(가설 4) 신용도와 경영진 지분은 부채의 만기구조에 부(-)의 교차효과를 가질 것이다.

III. 분석 자료 및 연구설계

1. 표본

실증분석을 위하여 본 논문에서는 다양한 자료를 이용하였다. 우선 기업재무자료는 TS2000으로부터 추출하였고, 주가 및 신용평점자료는 KIS Value에서 제공하는 자료를 활용하였다. 임원지분율과 주식매수선택권 자료는 금융감독원의 전자공시시스템(DART; Data Analysis, Retrieval and Transfer System)으로부터 매 연도 사업보고서와 감사보고서를 조사하여 이용하였다. 또한 부채의 만기구조는 동 보고서들에 제공된 차입상환계획을 조사하여 이용하였다.

실증분석을 위한 모집단은 전체 KOSPI 상장업체 중 제조업에 속한 기업들을 대

상으로 정의하였으며, 1998년부터 2008년까지의 결산자료를 활용하였다. 결산월의 차이가 회귀분석에 미칠 수 있는 영향을 배제하기 위하여 결산월이 12월인 자료만을 분석에 포함하였다. 또한 자료의 한계로 장기부채비중에 관한 정보가 존재하지 않는 기업은 분석에서 제외하였다.

장기부채비중이 존재하는 기업으로 제한할 경우의 관찰치는 3,414개이며, 1999년 이전의 정보는 모형에서 기준연도 이전 과거의 값을 생성하는 데에만 활용하고 기준년에서는 제외하였으며 그 결과 관찰치는 2,823개가 되었다. 그리고 고정효과(Fixed Effect)를 고려하기 위해 회사별로 3개년 이상 관찰치를 가지고 있는 경우만 모형 추정에 포함시킴에 따라 관찰치 숫자는 2,783개로 줄어들었다. 마지막으로 부채비율이 200% 이상이거나 기업의 투자기회(MTB: Market-to-Book Ratio)가 10 이상인 것은 극단치로 간주하여 제외하여, 본 연구의 분석에서는 2,737개의 관찰치를 사용하였다.

2. 변수의 정의

본 모형의 종속변수인 부채의 만기구조는 3년 이상 장기부채의 비중을 이용하였다. 이는 Datta 외(2005)와 Barclay and Smith(1995), Aivazian 외(2005b)의 정의를 활용한 것이다. 모형의 설명변수로는 경영진 보유지분(OS), 기업의 투자기회(MTB), 부채비율(LEV: Leverage), 대기업 집단 더미변수(CB: Chaebol),¹⁾ 그리고 유동성 위험 더미변수(LR: Liquidity risk)를 이용하였다.

경영진의 지분보유는 경영진과 주주의 이해를 일치시키는 기제로 흔히 활용된다. 회사의 주식을 보유한 경영진은 자신의 부(wealth)를 극대화하기 위하여 사적이익보다는 주가를 극대화시키도록 노력할 유인을 갖게 된다. 반면 경영진의 보유지분이 낮거나 없다면 경영진은 주가의 극대화보다는 사적이익을 추구하고자

1) 대기업 집단의 내부자본시장에 의한 감시나 자본배분 이외에도 기관 및 외국인 투자자에 의한 감시 또한 부채의 만기구조에 영향을 미칠 수 있을 것이다. 따라서 주가연계보상과 더불어 기업지배구조가 부채의 만기구조에 미치는 영향을 보다 포괄적으로 분석하기 위해서는 대기업 집단 이외에도 기관 및 외국인 투자자 등 대주주를 속성에 따라 분류하여 분석의 대상에 포함할 필요가 있는 것으로 판단된다.

〈표 1〉 변수와 변수의 정의

변수명	예상부호	변수정의
장기부채비중(LTD)	중속 변수	만기 3년이상 장기부채/총부채
임원지분율(OS)	-	임원소유보통주/보통주
임원지분율 더미변수(OSD)	-	OS가 0을 초과하면 1, 그렇지 않은 경우 0
임원지분 및 스톡옵션비율(OSS)	-	(임원소유보통주+델타*스톡옵션)/보통주
임원지분 및 스톡옵션비율 더미변수(OSSD)	-	OSS가 0을 초과하면 1, 그렇지 않은 경우 0
MTB	-	보통주시가/자기자본 장부가치
재벌기업 더미변수(CB)	-	재벌기업이면 1, 그렇지 않으면 0
경영진 지분율 더미변수(OSD) × 유동성 위험 더미변수(LR)*	-	경영진 지분 보유여부와 유동성 위험 더미 변수의 교차효과
경영진 지분율 더미변수(OSD) × MTB	-	경영진 지분 보유여부와 투자기회간의 교 차효과
재벌기업 더미변수(CB) × MTB	-	재벌기업 더미변수와 투자기회 간의 교차 효과

주: 유동성 위험 더미변수(LR)는 신용위험등급을 기준으로 신용도가 좋은 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분된다. 분석 결과의 강건성 검토(robustness check)를 위해 본 논문에서는 신용위험등급이 7단계 이하이면 1, 그렇지 않으면 0으로 설정한 경우(LR7)와 신용위험등급이 4단계 이하이면 1, 그렇지 않으면 0으로 설정한 경우(LR4)로 구분하여 분석한다.

할 것이다. 이를 위하여 채권자에 의한 감시와 견제가 비교적 어려운 장기부채를 단기부채에 비하여 선호하게 될 것이다. 경영진이 보유하고 있는 보통주에 관한 정보는 사업보고서에 보고되어 있는 임원소유주식에 관한 자료를 이용하였다. 이는 Datta 외(2005)가 이용한 경영진보유지분율과 동일한 것이다.

실증분석을 위하여 경영진이 보유한 보통주의 지분비율(OS)을 계산하여 이용하였다. 그리고 경영진이 지분을 보유한 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하기 위하여 경영진 지분보유 더미변수(OSD)를 정의하였다. OSD는 경영진 보유지분율이 0이면 0의 값, 0을 초과하면 1의 값을 갖도록 정의되었다.

또한 분석의 강건성을 위하여 경영진이 보유한 보통주 이외에도 스톡옵션 보유 여부를 분석에 포함하였다. 경영진이 보유한 스톡옵션의 비중은 전체 보통주 대비 스톡옵션의 비중을 이용하였다. 경영진이 스톡옵션을 포함하여 보유한 지분(OSS)은 보통주 지분과 스톡옵션의 비중에 스톡옵션의 델타를 곱한 값으로 정의하였다.

그리고 경영진이 스톡옵션을 포함하여 지분을 보유한 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하기 위하여 스톡옵션 더미변수(OSSD)를 정의하였다. OSSD는 경영진이 보통주나 스톡옵션을 보유하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0으로 정의하였다. 기업의 투자기회를 나타내는 변수로는 시가총액을 재무제표상의 자기자본으로 나누어 계산한 자본의 장부가 대비 시장가치비율(MTB)을 이용하였다. 유동성 위험의 추정을 위해서는 KIS VALUE에서 발표하는 신용위험자료를 이용하였다. KIS VALUE의 신용위험자료는 기업의 신용위험을 10단계로 구분하였다. 단계가 낮을수록 신용위험이 낮은 기업을, 높아질수록 신용위험이 높은 기업을 의미한다. 신용위험이 7단계 이상인 기업은 투자부적격 기업으로 분류된다.

전체 표본을 유동성위험이 높은 기업과 낮은 기업으로 구분하기 위하여 유동성 위험 더미변수(LR7)를 정의하였다. 신용위험이 7단계 이하인 기업을 유동성 위험이 낮은 기업으로 분류하고 LR7=1, 8 이상인 기업을 유동성 위험이 높은 기업으로 분류하고 LR7=0으로 각각 정의하였다.

또한 유동성 위험이 높고 낮음을 7단계를 기준으로 분류하는 것이 자의적일 수 있다는 것을 고려하여 본 논문에서는 신용위험 4단계를 기준으로 신용위험 더미변수(LR4)를 마찬가지로 정의하고 동일한 분석을 시행하였다.

마지막으로 본 논문에서는 통제변수로 부채비율(LEV: Leverage Ratio)과 기업의 규모(SIZE)를 분석에 포함하였다. LEV는 총부채를 총자산으로 나눈 총부채비율로, SIZE는 총자산에 로그를 취한 값으로 각각 정의하였다.

<표 1>은 본 논문에서 사용하고 있는 변수의 정의와 장기부채비중에 미치는 영향에 대한 예상부호를 나타내고 있다.

3. 기술통계량

우리나라 상장제조기업의 장기부채비중 결정요인을 분석하기 위한 종속변수와 독립변수들의 통계적 특성을 파악하기 위하여 기술통계량을 분석하였다. <표 2>는 각 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다.

<표 2> 변수들의 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	최대값
LTD	0.0556	0.1018	0.0000	0.9400
OS	0.1599	0.1490	0	0.8924
OSS	0.1612	0.1486	0	0.8924
OSD	0.8622	0.3447	0	1
OSSD	0.8831	0.3214	0	1
MTB	0.8802	0.8865	0.0292	9.6240
LEV	0.4649	0.2253	0.0202	3.2803
CB	0.1373	0.3443	0	1
LR4	0.3789	0.4852	0	1
LR7	0.8856	0.3183	0	1
SIZE	19.2099	1.3694	15.8077	25.0071

<표 2>에서 보는 바와 같이 우리나라 상장제조기업의 만기 3년 이상의 장기부채비중(LTD)의 평균은 5.5%정도이다. 이는 3년 이상 장기부채의 비중이 60%를 넘는 미국과는 매우 다른 결과이다²⁾. 경영진이 보통주를 보유하고 있는 기업과 스톡옵션을 보유하고 있는 기업은 각각 86.2%와 15.9%이다. 그리고 경영진이 보통주 혹은 스톡옵션을 보유한 기업은 전체기업의 88.3%이다. 이는 보통주를 보유한 기업의 비중과 큰 차이가 없으므로 경영진이 보통주를 보유한 기업은 대부분 스톡옵션 또한 보유하고 있음을 알 수 있다.

투자기회를 나타내는 MTB의 평균은 약 0.88로 1에 미치지 못하는 것으로 나타

2) Datta 외(2005)를 참조하기 바란다.

났다. 그리고 유동성 위험이 낮은 기업은 신용위험 4단계를 기준으로 분류하였을 때 전체기업의 약 37.9%, 7단계를 기준으로 분류하였을 경우에는 88.6%로 나타났다. 마지막으로 재벌기업은 전체표본 중 약 13.7%, 부채비율의 평균은 약 46.5%인 것으로 나타났다.

경영진이 지분을 보유한 기업과 그렇지 않은 기업의 특성에 차이가 있는지를 분석하기 위하여 전체모집단을 OSD=1인 기업과 OSD=0인 기업으로 구분하여 두 그룹 간 기초통계량을 비교하였다. <표 3>은 두 그룹 간의 기초통계량을 비교분석한 결과를 보여주고 있다. 표에 따르면 본 연구의 종속변수인 장기부채비중은 경영진이 지분을 보유한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 현저히 낮은 것으로 분석되었다. 이는 경영진이 지분을 보유할 경우 단기부채에 대한 선호도가 증가할 것이라는 가설에 부합되는 것이다.

한편, 경영진이 지분을 보유한 기업과 그렇지 않은 기업은 본 연구에서 고려하고 있는 여러 가지 설명변수에서도 통계적으로 유의한 차이를 드러내고 있다. 우선, 두 그룹은 경영진 지분과의 교차효과를 분석하기 위하여 정의한 투자기회(MTB)와 유동성 위험(LR7, LR4)에 대해서도 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 이는 경영진이 지분을 보유한 기업과 그렇지 않은 기업 간에서 발견된 장기부

<표 3> 경영진 지분 보유 여부에 따른 기업의 특성 비교

	평균		t값	p값
	OSD=0	OSD=1		
장기부채비중(LTD)	0.0742	0.0526	3.13	0.0019
MTB	1.0448	0.8539	3.31	0.001
LEVERAGE	0.5311	0.4332	9.31	<.0001
SIZE	19.2948	19.1963	1.18	0.2367
LR7	0.817	0.8966	-3.81	0.0002
LR4	0.2069	0.4064	-8.59	<.0001
CB	0.1565	0.1343	1.11	0.2683
N	377	2360		
	2,737			

〈표 4〉 변수간 상관관계분석

	LTD	OS	OSS	MTB	LEV	CB	SIZE	LR	
LTD	1.0000								
OS	-0.0607 (0.0015)	1.0000							
OSS	-0.0589 (0.0020)	0.9991 (〈.0001)	1.0000						
MTB	0.1030 (〈.0001)	-0.1865 (〈.0001)	-0.1845 (〈.0001)	1.0000					
LEV	0.2240 (〈.0001)	-0.2170 (〈.0001)	-0.2168 (〈.0001)	0.1943 (〈.0001)	1.0000				
CB	-0.0552 (0.0039)	-0.2589 (〈.0001)	-0.2558 (〈.0001)	0.1804 (〈.0001)	0.0502 (0.0086)	1.0000			
SIZE	-0.0153 (0.4253)	-0.2746 (〈.0001)	0.0834 (〈.0001)	0.0926 (〈.0001)	0.0611 (0.0014)	0.5762 (〈.0001)	1.0000		
LR	LR7	-0.1241 (〈.0001)	0.0869 (〈.0001)	0.0862 (〈.0001)	-0.1627 (〈.0001)	-0.4179 (〈.0001)	0.0133 (0.4855)	0.0553 (0.0038)	1.0000
	LR4	-0.1776 (〈.0001)	0.1623 (〈.0001)	0.1625 (〈.0001)	-0.0079 (0.6811)	-0.5466 (〈.0001)	0.0362 (0.0584)	0.0330 (0.0846)	

주: 분석대상 표본의 수는 2,737개이다. 종속변수인 LTD는 만기 3년 이상의 부채의 비중을 나타낸다. LR7은 신용위험 7단계를 기준으로, 그리고 LR4는 4단계를 기준으로 정의된 유동성 위험 더미변수를 나타낸다. 전체 상관관계분석에서 유동성 위험과 부채비율간의 상관관계가 LR7의 경우에는 약 -0.41, LR4의 경우에는 약 -0.54로 가장 높은 것으로 나타났다. 그러나 이는 두 변수 사이의 다중공선성에 대한 우려를 야기할 수준은 아닌 것으로 판단된다. 마지막으로 괄호 안의 값은 p값을 나타낸다.

채비중의 차이는 경영진이 보유한 지분과 더불어 경영진 지분과 투자기회, 그리고 경영진 지분과 유동성 위험 사이의 교차효과를 동시에 고려하여 분석할 필요가 있음을 시사한다.

마지막으로 경영진이 지분을 보유한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 부채비율(LEVERAGE)은 현저히 낮은 반면, 자산규모와 대기업 집단 여부 측면에서는 통계적으로 유의미한 차이가 나타나지 않았다.

실증분석을 실시하기 전에 독립변수 상호간에 상관관계분석을 실시하였다. 〈표 4〉는 분석에 이용된 변수들 간의 피어슨 상관관계 분석결과를 나타내고 있다. 괄호 안은 두 변수 간의 상관계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 수 있는 최소한의 유의수준을 나타낸다. 〈표 4〉에서 보는 바와 같이 유동성 위험 더미변수의 분류

기준이 달라진다고 하더라도 타 변수들과의 상관관계에는 큰 변화가 나타나지 않음을 알 수 있다.

한편, 부채비율과 유동성 위험 더미변수 간의 상관관계가 가장 높은 것으로 나타났다. 두 변수 간의 상관관계는 LR7의 경우에는 약 -0.42, LR4의 경우에는 약 -0.55 정도로 가장 높은 것으로 분석되었다.

IV. 회귀분석 및 결과

1. 다중회귀분석모형

부채의 만기구조 결정요인을 분석하기 위하여 본 논문에서는 앞서 언급한 바와 같이 종속변수로 총부채 중 3년 이상 장기부채의 비중을 이용하였다³⁾. 분석을 위하여 다음과 같은 만기구조 방정식을 추정하였다.

(모형 I)

$$LTD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OS_{it} + \alpha_2 MTB_{it} + \alpha_3 LEV_{it-1} + \alpha_4 SIZE_{it} + \mu_i + \epsilon_{it}$$

(모형 II)

$$LTD_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 LEV_{it-1} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MTB \times CB_{it} \\ + \beta_6 OSD_{it} \times MTB_{it} + \beta_7 OSD_{it} \times LR_{it} + \mu_i + \epsilon_{it}$$

(모형 III)

$$LTD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 OSS_{it} + \gamma_2 MTB_{it} + \gamma_3 LEV_{it-1} + \gamma_4 SIZE_{it} + \gamma_5 MTB_{it} \times CB_{it} \\ + \gamma_6 OSSD_{it} \times MTB_{it} + \gamma_7 OSSD \times LR_{it} + \mu_i + \epsilon_{it}$$

분석에 사용된 모형은 모두 고정효과(fixed effects)를 고려하여 분석하였다⁴⁾.

3) Barclay & Smith(1995)를 참조하기 바란다.

4) 이는 Datta 외(2005)가 대부분의 모형을 통합효과회귀모형(pooled regression model)을 이용하고 있다는 것과 대조적이다.

μ_i 는 개별기업에 대한 고정효과를, ϵ_{it} 는 오차항을 각각 나타낸다. 두 변수는 모두 기댓값이 0이며 분산이 일정하다고 가정하였다.

모형 I은 설명변수 간 교차효과를 고려하지 않은 부채의 만기구조결정 모형이다. 설명변수로는 경영진의 지분보유 더미변수, 투자기회, 그리고 유동성 위험 더미변수를 포함하였다. (가설 1)에 따르면 경영진 지분이 높은 기업일수록 부채의 만기가 감소하는 경향이 있을 것이다. 이는 경영진과 주주간의 이해가 일치하지 않는 기업은 경영진이 사적이익을 추구하고 채권자로부터의 감시나 규율을 회피하기 위하여 가급적 부채의 만기를 장기화시키고자 하는 유인이 작용하기 때문이다. 따라서 모형 I에서 경영진 지분에 대한 회귀계수(α_1)는 부(-)의 값을 가질 것으로 기대된다. 또한, (가설 2)에 따르면 투자기회가 높은 기업은 과소투자현상을 완화하기 위하여 부채의 만기를 줄이고자 할 것이다. 따라서 모형 I에서 투자기회에 대한 회귀계수(α_2)는 부(-)의 값을 가질 것이다.

한편 모형 II에서는 경영진 규율이 부채의 만기구조에 미치는 영향이 두 가지 요인에 따라 달라질 수 있을 것이라고 전제하였다. 첫째는 유동성 위험이다. Sharpe(1991)와 Diamond(1991)는 단기부채가 채권자의 권한을 강화하는 경향이 있으며 이로 인해 효율적인 기업이 청산될 수도 있음을 보였다. Datta 외(2005)는 유동성 위험이 높은 기업은 단기부채보다는 장기부채에 대한 선호도가 증가할 수 있음을 보였다. 본 논문에서는 경영진 규율이 부채의 만기구조를 감소시키는 경향이 있지만 유동성 위험에 대한 우려가 있다면 부채의 만기를 감소시킬 유인이 감소하게 될 것이라고 기대한다. 따라서 (가설 4)에서 제시한 바와 같이 신용도와 경영진 지분의 교차효과(β_6)는 부(-)의 값을 갖게 될 것이다.

경영진 지분과 부채의 만기구조간의 관계에 영향을 미치는 두 번째 요인은 투자기회이다. Myers(1977)는 경영진과 주주간의 이해가 일치한다는 전제 하에 투자기회가 높은 기업이 부채의 만기구조를 줄인다면 과소투자문제를 완화시킬 수 있음을 보였다. 그러나 이와 같은 예측은 경영진과 주주간의 이해가 일치한다는 전제하에서 가능한 것이다. Stulz (2000)와 Rajan and Winton(1995)은 단기부채가 경영진을 감시하고 규율하는데 이용될 수 있으며 따라서 사적이익을 추구하는 경영

진은 채권단의 규율을 회피하기 위하여 장기부채를 선호한다는 것을 보였다. 이는 경영진과 주주간의 이해가 일치하지 않고 경영진이 사적이익을 추구하고자 한다면 투자기회와 무관하게 장기부채를 선호하게 될 수 있음을 의미한다. 따라서 (가설 3)에 따라 경영진 지분과 투자기회 간의 교차효과(β_5)는 부(-)의 값을 갖게 될 것이다.

그리고 모형 III은 모형 II에서와 동일한 모형을 경영진의 스톡옵션 보유여부를 포함하여 분석하였다. 이는 경영진 규율이 보통주뿐만 아니라 스톡옵션을 통해서도 이루어질 수 있기 때문이다.

한편, 본 논문의 실증분석 결과는 신용위험이 낮은 기업을 분류하는 기준에 따라 달라질 수 있다는데 유의할 필요가 있다. 다시 말하면, 유동성 위험의 분류기준은 다분히 자의적인 것으로 유동성 위험이 높고 낮음의 기준에 따라 유동성 위험터미 변수와 부채비율 간의 교차효과가 달라질 수 있으며 더 나아가 타 변수의 통계적 유의성에도 영향을 미칠 가능성을 배제할 수 없다. 이에 본 논문에서는 유동성 위험 터미를 신용위험이 7단계 이하의 기업을 유동성 위험이 낮은 기업으로 분류하여 분석(모형 II-A와 모형 III-A)하였을 뿐만 아니라 신용위험이 4단계 이하의 기업을 유동성 위험이 낮은 기업으로 분류하여 분석(모형 II-B와 모형 III-B)하였다.

2. 분석 결과

〈표 5〉는 부채의 만기구조 결정요인에 관한 다중회귀분석 결과를 보여준다. 주된 관심변수인 경영진 지분보유를 나타내는 터미변수(OSD)는 유동성 위험이 낮은 경우에만 부채의 만기구조에 유의미한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 우선, 경영진 지분 보유는 교차효과를 고려하지 않을 경우 부채의 만기구조에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다. 이런 결과는 경영진 지분에 경영진에게 주어진 스톡옵션을 포함하여도 유지되었다.

그러나 모형 II에서 교차효과를 통하여 분석한 결과 경영진 지분과 유동성 위

〈표 5〉 회귀방정식의 추정결과

종속변수: 장기부채비중	모형 I	모형 II		모형 III	
		모형 II-A	모형 II-B	모형 III-A	모형 III-B
상수	-0.3417** (-2.80)	-0.3928*** (-3.21)	-0.3775*** (-3.07)	-0.3841*** (-3.13)	-0.3652*** (-2.97)
OS	-0.0257 (-1.02)	-0.0008 (-0.03)	-0.0058 (-0.23)		
OSS				0.0030 (0.11)	-0.0025 (-0.10)
MTB	0.0055** (2.18)	0.0167*** (3.88)	0.0185*** (4.47)	0.0153*** (3.50)	0.0171*** (4.07)
LEVERAGE	0.0832** (6.88)	0.0758*** (6.19)	0.0757*** (6.18)	0.0764*** (6.24)	0.0762*** (6.22)
SIZE	0.0161*** (2.67)	0.0194*** (3.19)	0.0185** (3.04)	0.0189*** (3.11)	0.0178*** (2.93)
MTB*CB		-0.0091* (-1.94)	-0.0092* (-1.95)	-0.0103** (-2.21)	-0.0102** (-2.19)
<u>OSD*LR7</u>		-0.0104* (-1.65)			
<u>OSD*LR4</u>			-0.0097* (-1.75)		
<u>OSSD*LR7</u>				-0.0110* (-1.76)	
<u>OSSD*LR4</u>					-0.0103** (-1.86)
OSD*MTB		-0.0112** (-2.52)	-0.0127** (-2.98)		
OSSD*MTB				-0.0091** (-2.02)	-0.0105** (-2.44)
R2	0.3803	0.3856	0.3857	0.3847	0.3848
표본수	2,737개				

주: 부채의 만기구조 결정요인에 관한 다중회귀분석을 위하여 만기 3년 이상 부채의 비중을 종속변수로 활용하였다. 경영진의 지분보유 터미변수 OSD는 경영진이 보통주를 보유하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0으로 정의되었다. 그리고 경영진의 지분 및 스톡옵션 보유 터미변수 OSSD는 경영진이 보통주 혹은 스톡옵션을 보유하고 있으면 1, 그렇지 않으면 0으로 정의되었다. 투자기회 MTB는 장부가치 대비 시장가치 비율을, 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 값을 사용하였다. 그리고 기업규모 SIZE는 총자산의 규모에 로그를 취한 값을 사용하였다. 모형 II-A와 모형 III-A에서의 유동성 위험 터미변수(LR)는 신용위험이 7단계 이하인 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0으로 정의되었고, 모형 II-B와 모형 III-B에서의 유동성 위험 터미변수(LR)는 신용위험이 4단계 이하인 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0으로 정의되었다. 괄호 안은 t 값이며, *는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준, 그리고 ***는 1% 유의수준에서 유의함을 각각 나타낸다.

험의 교차효과는 유의미한 부(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 경영진이 보통주 지분을 보유한 기업은 유동성 위험이 낮은 경우에만 장기부채의 비중이 감소하는 반면 유동성 위험이 높은 기업은 장기부채의 비중이 영향을 받지 않는다는 것을 의미한다. 이와 같은 분석결과는 모형 Ⅲ에서와 같이 경영진 지분에 경영진이 보유한 스톡옵션을 포함할 경우에도 마찬가지인 것으로 나타났다.

따라서 경영진 지분보유는 유동성 위험이 높은 기업의 부채만기구조에는 유의미한 영향을 미치지 않는 반면 유동성 위험이 낮은 기업의 경우에는 부(-)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이는 경영진이 지분을 보유한 기업의 경우에는 신용등급이 낮으면 유동성 문제로 인하여 단기부채보다는 장기부채를 선호하는 경향이 더 높은 반면, 경영진 지분율이 낮은 기업은 신용등급과 관계없이 장기부채를 선호할 것이라는 본 논문의 가설과 부합되는 결과이다.

한편 경영진 지분이 부채의 만기구조에 미치는 영향은 기업의 투자기회(MTB)에 따라서도 달라지는 것으로 나타났다. 모형 II에서 보는 바와 같이 경영진 지분과 투자기회의 교차항(interaction term)은 통계적으로 유의미한 부(-)의 값을 갖고 있는 것으로 분석되었다. 또한 두 변수 사이의 부(-)의 교차효과는 경영진 지분에 스톡옵션을 포함하더라도 변화하지 않는 것으로 분석되었다⁵⁾. 이는 대리인 비용이 높은 기업은 투자기회와 관계없이 장기부채를 선호하는 반면 대리인 비용이 낮은 기업은 투자기회가 증가할수록 장기부채에 대한 선호도가 감소하고 있음을 시사한다. 이와 같은 분석결과는 경영진 보유지분이 주주와 경영진 간의 이해를 일치시키는 역할을 할 수 있다는 Jensen and Meckling(1976)의 주장에 부합한다.

한편, 본 논문의 예측과는 달리 투자기회(MTB)는 부채의 만기구조에 통계적으로 유의미한 정(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 Datta 외(2005), Stohs and Mauer(1996), 그리고 Johnson(2003) 등의 분석결과와 유사한 것이다.

본 논문의 실증분석 결과는 부채의 만기구조 선택에 관한 대리인 이론과 대체로 일치하는 것이다. 자본구조에 관한 대리인 이론은 대리인 비용이 높은 기업은

5) 본 논문의 분석에는 포함하지 않았지만 이와 같은 결과는 최대주주의 지분을 통제변수로 포함하여도 변화하지 않는 것으로 나타났다.

장기부채의 비중이 증가할 것이라고 강조한다. 이는 사적이익을 추구하는 경영진이 채권자에 의한 규율과 감시를 줄이기 위하여 장기부채를 선호하는 경향이 있기 때문이다. 본 논문의 분석 결과에 따르면 교차효과를 고려하지 않은 모형에서는 경영진의 지분보유가 부채의 만기구조에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 외견상 경영진 지분보유가 경영진 규율을 강화하고 나아가 부채의 만기구조에 부(-)의 영향을 미칠 것이라는 대리인 이론과 일치하지 않는 것으로 보일 수 있다.

그러나 투자기회와 경영진 지분 간의 교차효과를 분석한 결과 경영진의 지분보유로 인해 대리인 비용이 낮은 기업은 투자기회가 부채의 만기구조에 부정적 영향을 미치는 반면 대리인 비용이 높은 기업은 투자기회와 무관하게 장기부채에 대한 선호도가 높은 것으로 나타났다. 이는 주주와 채권자 간의 이해상충으로 인한 과소투자의 문제가 경영진 규율이 이루어진 기업에만 유의할 것이라는 Datta(2005)의 가설과 부합하는 것이다.

또한 경영진 지분과 유동성 위험의 교차효과를 분석한 결과 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 경영진 지분 보유는 유동성 위험이 낮은 기업에 한하여 부채의 만기구조에 부정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 즉, 경영진이 지분을 보유한 기업은 유동성 위험이 낮을 경우 단기부채를 선호하고 그렇지 않은 경우 장기부채를 선호하는 반면, 경영진 지분율이 높지 않은 기업은 유동성 위험과 무관하게 항상 장기부채를 선호하는 경향이 있다는 것이다.

V. 결론

본 연구는 부채의 만기구조 결정에 영향을 미치는 요인들을 기업지배구조를 중심으로 분석하였다. 특히, 기업지배구조가 부채의 만기구조에 미치는 영향이 투자기회와 유동성 위험에 따라 달라질 수 있다는 점을 고려하여 기업지배구조와 투자기회, 그리고 기업지배구조와 유동성 위험 간의 교차효과를 분석에 포함하였다.

본 논문의 분석 결과 부채의 만기구조와 기업지배구조 간의 관계는 두 가지 요인에 영향을 받는 것으로 나타났다. 우선 교차효과를 고려하지 않고 분석한 회귀 모형에서는 경영진의 지분보유가 부채의 만기구조에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

그러나 투자기회와 경영진 지분 간의 교차효과는 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 갖는 것으로 분석되었다. 따라서 경영진의 지분보유로 인해 대리인 비용이 낮은 기업은 투자기회가 부채의 만기구조에 부정적 영향을 미치는 반면 대리인 비용이 높은 기업은 투자기회와 무관하게 장기부채에 대한 선호도가 높다는 것을 알 수 있다. 이는 투자기회가 높은 기업은 주주와 채권자간의 이해상충으로 인한 과소투자문제를 해소하기 위하여 부채의 만기를 단축시키는 경향이 있다는 과소투자설의 예측이 경영진과 주주의 이해가 일치하는 기업에 한해서 유효하다는 것을 시사한다.

부채의 만기구조와 기업지배구조 간의 관계에 영향을 미치는 또 다른 요인은 유동성 위험이다. 본 논문의 분석결과 유동성 위험이 낮은 기업에서는 경영진 지분보유가 장기부채의 비중에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 유동성 위험이 낮은 기업일수록 경영진 지분이 부채의 만기구조에 미치는 부정적인 영향이 더 강화된다는 것을 알 수 있다.

이와 같은 분석결과와는 유동성 위험이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 단기부채에 대한 선호도가 높지 않을 것이라는 Diamond(1991)의 예측을 기업지배구조를 고려하여 확장한 것이다. 즉, 대리인 비용이 높은 기업에서는 Diamond의 예측과 같이 유동성 위험이 낮은 기업은 단기부채를 선호하는 반면, 대리인 비용이 낮은 기업은 유동성 위험과 무관하게 항상 장기부채를 선호하는 경향이 있다는 것을 의미하는 것이다.

참고문헌

- 김지수·권경택·정지용, 「기업의 부채만기 결정요인에 관한 연구」, 『재무연구』, 제17권 제1호, 2004, pp. 253-288.
- 김기웅·장육, 「신용등급의 정보효과」, 『경영연구』, 제8권 제1호, 2001, pp. 49-64.
- 김문겸·김순철·조성권, 「만기구조가 투자에 미치는 영향 : 대기업과 중소기업의 비교연구」, 『기업가정신과 벤처연구』, 제14권 제1호, 2011, pp. 89-111.
- 김미형, 「금융위기를 전후한 우리나라 제조업의 투자와 현금흐름의 민감도 변화」, 『대한경영학회지』, 제39권(2003), pp. 1263-1285.
- 김병기, 「투자-현금흐름 민감도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구」, 『재무연구』, 제15권(2002), pp. 79-108.
- 김석진·설병문·김진수, 「신용등급과 자본구조」, 『재무연구』, 제20권 제2호, 2007, pp. 69-92.
- 김성수, 「자본구조에 미치는 영향 : 상장기업의 경우」, 『한국증권학회』, 제1차 정기학술발표회, 2007, pp. 1-21.
- 김지수·권경택, 「부채만기 결정의 상호관계」, 『재무관리연구』, 제22권 제1호, 2005, pp. 1-36.
- 박순식, 「상장 제조기업의 기업규모별 부채만기구조 결정요인에 관한 연구」, 『재무관리연구』, 제18권 제2호, 2000, pp. 27-55.
- 신동영, 「한국기업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구」, 『재무연구』, 제5호 (1992), pp. 77-102.
- 신민식·김수은, 「신용등급 변화가 자본구조 결정에 미치는 영향」, 『재무관리연구』, 제27권 제4호, 2010, pp. 27-59.
- 윤봉한, 「기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구」, 『재무연구』, 제7호(1994), pp. 57-80.
- 이병기, 「현금흐름 민감성에 대한 실증분석: 기업규모를 중심으로」, 『산업조직연구』, 제8집(2000), pp. 75-101.

- 전상경, 「확대화 사업다각화에 따른 기업가치의 변화: 구조조정의 영향을 중심으로」, 『증권학회지』, 제31권(2003), pp. 219-254.
- 전상경·정무권, 「경영자 보상과 기업의 투자 및 자본구조정책」, 『증권학회지』, 제35권(2006), pp. 1-34.
- 정경수, 「부채만기의 결정요인에 관한 연구」, 『경영연구』, 제13권 제1호, 1998, pp. 301-326.
- 조삼용·신선우·이훈현, 「기업투자결정에 미치는 영향: System-GMM을 이용한 상장제조기업 패널 분석」, 『재정연구』, 제10권(2003), pp. 41-73.
- Ahn, Seungpil, David J. Denis and Diane K. Denis, “Leverage and Investment in Diversified Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, 2006, pp. 317-337.
- Aivazian, Varouj A. and Jeffrey L. Callen, “Corporate Leverage and Growth: the Game-Theoretic Issues”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, 1980, pp. 379-399.
- Aivazian, Varouj A., Ying Ge and Jiaping Qiu, “The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, 2005a, pp. 277-291.
- _____, “Debt Maturity Structure and Firm Investment,” *Financial Management*, Vol. 34, 2005b, pp. 107-119.
- Barclay, M. J. and C. W. Smith, Jr., “The Maturity Structure of Corporate Debt,” *Journal of Finance*, Vol. 50, 1995, pp. 609-631.
- Barclay, M. J., L. M. Marx, and C. W. Smith Jr., “The Joint Determination of Leverage and Maturity,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, 2003, pp. 149-167.
- Barnea, A., R. A. Haugen, and L. W. Senbet, “A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theory Framework,” *Journal of Finance*, Vol. 35, 1980, pp. 1223-1234.

- Berger, Philip, Eli Ofek and David Yermak, "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions," *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp. 1411-1438.
- Brick, I. E. and S. A. Ravid, "On the Relevance of Debt Maturity Structure", *Journal of Finance*, Vol. 40, 1985, pp. 1423-1437.
- Datta, S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman, "Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt," *Journal of Finance*, Vol. 60, 2005, pp. 2333-2350.
- Diamond, D. W., "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, 1991, pp. 709-737.
- Fazzari, Steven M., Robert G. Hubbard and Bruce C. Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economics Activity*, Vol. 1, 1988, pp. 141-195.
- Flannery, M., "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice," *Journal of Finance*, 41, 1986, pp. 18-38.
- Franks, Julian R. and Sergey V. Sanzhar, "Evidence on Debt Overhang from Distressed Equity Issues", EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
- Harris, Milton and Artur Raviv, "The Capital Budgeting Process: Incentives and Information", *Journal of Finance*, Vol. 51, 1996, pp. 1139-1174.
- Hart, Oliver, "Firms, Contracts, and Financial Structure," Oxford University Press, USA, 1995.
- Hennessy, Christopher A., "Tobin's Q, Debt Overhang, and Investment", *Journal of Finance*, Vol. 59, 2004, pp. 1717-1742.
- Hutchinson, Robert W., "The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-managed Firm: Some Exploratory Issues," *Small Business Economics*, Vol. 7, 1995, pp. 231-239,
- Jensen, Micheal C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, pp. 323-329.

- Jensen, Micheal C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360.
- Johnson, Shane A., "Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage," *Review of Financial Studies*, 2003, pp. 209-236.
- Guedes, Jose and Tim Opler, "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues," *Journal of Finance*, Vol. 51, 1996, pp. 1809-1833.
- Lamont, Owen, "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets", *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp. 83-109.
- Lang, Larry, Eli Ofek and Rene Stulz, "Leverage, Investment and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, 1996, pp. 3-49.
- McConnell, John J. and Henry Servaes, "Equity Ownership and Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995, pp. 131-157.
- Moyen Nathalie, "How Big is the Debt Overhang Problem", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 31, 2007, pp. 433-472.
- Myers, Stewart, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977, pp. 147-175.
- Novaes, Walter and Luigi Zingales, "Capital Structure Choice When the Managers Are in Control: Entrenchment vs. Efficiency", *NBER Working Paper* No. 5384.
- Rajan, Raghuram and Andrew Winton, "Covenants and Collateral as Incentives to Monitor," *Journal of Finance*, Vol. 50, 1995, pp. 1113-1146.
- Safieddine, Assem and Sheridan Titman, "Leverage and Corporate Performance: Evidence form Unsuccessful Takeovers", *Journal of Finance*, Vol. 54, 1999, pp. 547-580.
- Sharpe, Steve A., "Credit Rationing, Concessionary Lending, and Debt Maturity," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 15, 1991, pp. 581-404.

Stohs, Mark H. and David C. Mauer, "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure," *Journal of Business*, Vol. 69, 1996, pp. 279-312.

Stulz, Rene M., "Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth," *International Review of Finance*, Vol. 1, 2000, pp. 11-38.

Abstract

This paper investigates whether and how corporate governance affects the maturity structure of corporate debts in Korea. We find that managerial ownership tends to reduce the maturity of debts for a low-liquidity risk firm. On the other hand, firms with liquidity risk prefer a long-term debt regardless of managerial ownership. This suggests that corporate governance tends to reduce the maturity of debt only for the firms that do not experience liquidity risk. We also find that the interaction effect between managerial ownership and growth opportunity is negative. This implies that the negative effect of managerial ownership is more prominent for firms with growth opportunity.

※ **Key words:** debt maturity, investment opportunity, managerial discipline, shareholder-debtholder interest conflicts, underinvestment