
경영자 소유구조와 부채선택

최정미*

Managerial Ownership and Debt Choice

Jeongmi Choi*

요약 본 연구는 2006년도부터 2008년도 까지 2,608개의 기업-년도 표본을 이용하여 경영자 소유구조와 부채선택간의 관계를 조사하였다. 경영자 지분율은 주식보유분과 미행사된 주식매수선택권을 이용하여 측정하였으며, 부채는 공적부채와 사적부채로 구분하여 경영자 지분율과 차별적인 부채선택간의 관계를 분석하였다. 분석결과 경영자 지분율과 사적 부채의 차입은 유의한 양의 관계가 있음을 알 수 있었다. 또한 신규 차입 부채와 경영자 지분율간의 관계를 분석한 결과 기업이 추가적인 부채를 조달할 때, 경영자 지분율이 증가할수록 사적 부채에 대한 의존도가 증가하는 것으로 나타났다. 사적 부채를 금융기관부채와 비금융기관부채로 구분하여 경영자가 특정 형태의 부채를 선호하는지를 분석하였다. 분석결과 경영자 지분율이 증가할수록 금융기관부채를 선호하는 것으로 나타났다. 경영자의 소유구조와 부채선택간의 관계를 실증분석 함으로써 본 논문은 다음과 같은 공헌점을 가지고 있다. 첫째, 기존연구에서 다루지 않은 경영자 소유구조와 부채선택간의 관계를 파악하였다. 특히 경영자 소유구조를 측정함에 있어 주식 지분율 뿐만 아니라 스톡옵션도 고려하였다. 둘째, 경영자 지분율의 증가에 따라 사적 부채 차입이 증가하며, 특히 금융기관 부채가 선호되는 실증적 증거를 제시하였다. 마지막으로 경영자의 소유구조와 부채 구조(debt mix) 뿐만 아니라 신규 자금 조달원천에 대한 폭넓은 분석을 수행함으로써 경영자 소유구조와 부채선택 관련 연구에 기여할 것으로 기대된다.

주제어 : 경영자 소유구조, 경영자 유인, 부채선택, 공적부채, 사적부채, 금융기관부채

Abstract This study examines how managerial ownership structure affects the borrower's choice of private versus public debt using 2,608 firm-year data for 2006-2008. This paper investigates the relationship between managerial ownership structure and debt choice. Managerial ownership is measured using number of stocks and unexercised stock-options and debt is classified public and private debt. The results find that there is a positive association between managerial ownership and the private debt dependence and also find that when firms finance additional funds, higher managerial ownership leads managers to choose private debt not public debt. Since private debt can be classified into bank debt and non bank debt, this paper examines the relationship between managerial ownership and a choice of bank debt. The results indicate that managers with higher ownership are more likely to use bank debt over public debt and non bank debt. By examining the relation between managerial ownership and a debt choice, this paper has following contributions. First, this study shows that managerial ownership affects the choice of the source of financing using three different proxies of managerial ownership. Second, this study classified private debt into bank debt and non-bank debt and provide the evidence of preference toward private debt especially bank debt among other financing sources. Finally, there are extensive studies related to capital structure and managerial ownership, but there is little empirical research on the debt choice and managerial ownership. Thus, this paper adds to literature by exploring the effects of managerial ownership on a debt choice.

Key Words : Managerial Ownership, Managerial Incentive, Debt choice, Public debt, Private debt, Bank loan

*본 논문은 2011-2013학년도 청주대학교 경영경제연구소가 지원한 학술연구조성비(특별연구과제)에 의하여 연구되었음.

*청주대학교 회계학과 조교수

논문접수: 2013년 4월 1일, 1차 수정을 거쳐, 심사완료: 2013년 4월 20일, 확정일: 2013년 4월 20일

1. 서론

부채는 기업의 외부자금조달 원천으로써 가장 빈번하게 사용되며, 특히 사적부채(private debt)인 은행차입금과 공적부채(public debt)인 사채는 현대사회에서 자금조달의 주요 원천이다. 외부자금조달 원천으로서 부채의 비중이 높은 것을 감안할 때 기업의 부채구조(debt mix)와 차별적인 부채 선택의 결정요인을 이해하는 것은 매우 중요하다¹⁾. 기업의 부채선택과 관련하여 가장 중요한 논의는 어떤 기업은 외부자금조달 원천으로서 은행차입금과 같은 사적 부채 의존도가 높은 반면, 어떤 기업은 회사채 발행과 같은 공적 부채를 이용한 자금조달을 하는가를 파악하는 문제이다. 선행연구들은 사적 부채(private debt)가 공적 부채에 비해 모니터링의 효율성 [20][9][6][28][41], 사적 정보에 대한 접근성 [22], 그리고 재무적 곤경에 처했을 때의 협상가능성과 청산(liquidation)에 대한 효율성 측면[14][23]에서 장점을 갖는다고 보고하였다. 그러나 Rajan(1992)는 은행과 같은 사적 부채 채권자들이 차입기업에 대한 정보독점을 통해 초과이익을 추구하게 되고, 경영자의 유인체계(incentive structure)를 해하기 때문에 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다.

실무에서는 사적 부채의 차입으로 인해 경영자의 재량권이 제한되고, 재무적 유연성을 상실하기 때문에 공적 부채를 발행한다고 한다. 하지만, 부채를 이용한 자금조달시 사적 부채 차입이 공적 부채보다 기업가치에 긍정적 영향을 미친다면, 경영자로 하여금 사적 부채를 선택하게 하는 유인(incentive)을 제공할 수 있을 것이다. 경영자에게 유인(incentive)을 제공하는 가장 흔한 방법은 주식 또는 주식매입선택권(stock-option)을 부여하는 것이다. 경영자에게 주식 또는 주식매입선택권을 부여함으로써 경영자의 이해관계와 주주의 이해관계를 일치시키고, 경영자로 하여금 기업가치를 증가시키는 의사결정안을 선택하게 할 수 있다. 또는 경영자의 보상계약이 주식기준 보상계약일 경우 보상계약 자체가 주주와 경영자의 이해관계를 일치시키는 유인책이 될 수 있다[31]. 그러므로 주식 또는 주식매입선택권을 부여 받은 경영자들은 그들의 소유지분으로 하여금 기업가치를 극대화 하고 채권자로부터의 압력을 통제할 수 있는 힘을 발휘할 수 있기 때문에

부채를 이용한 자금조달을 할 경우 사적 부채 차입을 회피하지 않을 것이다. 오히려 사적 부채 채권자들의 강도 높은 모니터링을 수용함으로써 주주의 이해관계를 충족시키고, 부채 계약을 성실히 지킴으로써 향후 자본 비용을 절감할 수 있기 때문에 사적 부채를 발행할 것이다. 그러므로 본 연구는 경영자의 지분율은 사적 부채 차입과 유의한 양의 관계를 갖을 것으로 예상하였다.

본 연구는 2006년도부터 2008년도 까지 2,608개의 기업-년도 표본을 이용하여 경영자 소유구조와 부채선택간의 관계를 조사하였다. 경영자 지분율은 경영자의 주식과 주식매입선택권의 보유지분, 경영자의 지분율 그리고 경영자가 보유한 주식매입선택권의 비율로 측정하여 부채선택에 영향을 미치는 지분 인센티브의 유형이 무엇인지를 파악하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 부채선택과 경영자의 소유구조에 대한 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 제 3장에서는 연구방법을 기술하고, 제 4장에서는 자료 수집과 표본에 대해 설명한다. 제 5장은 실증분석결과를 제시하고, 제 6장은 연구결과를 요약하고 결론을 제시한다.

2. 선행연구와 가설설정

2.1 경영자 소유구조와 보상체계

지분 인센티브(equity incentives)와 주식기준 보상은 주주와 경영자 보상계약의 중요한 특징 중 하나이다. 선행연구들은 주식 또는 스톡옵션을 부여하는 것이 경영자들로 하여금 위험을 부담하게끔 하여 주주와 경영자의 이해관계를 일치시키는데 도움이 된다고 하였다[4][17]. 일반적으로 위험 회피적인 경영자들은 자신이 당면한 법적 위험을 줄이기 위하여 지나치게 보수적으로 경영을 하게 될 가능성이 높아진다[27]. 따라서 주식 또는 스톡옵션을 부여함으로써 경영자로 하여금 적절한 위험을 수반하게 하고 주주에게 최선의 이익이 되는 의사결정을 내릴 수 있도록 유도할 수 있다[35]. Demsetz and Lehn (1985), Core and Guay (1999)는 기업과 경영자의 보상계약이 최적으로(optimally) 이루어지면, 경영자의 주식소유비율과 스톡옵션 부여가 결정되었을 때, 평균적으로 기업가치는

1) 한국상장회사협의회가 유가증권시장 12월 결산법인 663개사를 분석한 상반기 차입금 현황 결과에 따르면 2012년 6월말 기준 총 차입금은 329조 1000억원으로 2011년말 대비 16조 2000억원(5.18%)증가한 것으로 발표하였다. 차입금 증가액의 대부분은 장기차입금 및 장기회사채가 증가해 전년말 대비 소폭 증가한 58.05%에 달하는 것으로 발표하였다.

극대화한다고 주장하였다. Mehran (1995)는 경영자 보상이 주식보상기준으로 이뤄진 경우 기업성과와 경영자 보유지분은 양의 상관관계를 갖는다고 보고하였다.

Bushman and Indjejikian (1993)는 위험회피적인 경영자와의 최적(optimal) 인센티브 계약은 기업의 현재와 미래 수익에 영향을 미친다고 하였다. 단일기간 모델에서 경영자의 보상계약이 회계정보와 주가와와의 함수로 결정되는 경우 회계정보와 주가는 기업성과에 대한 불완전한(noisy) 정보를 제공하는데, 이러한 상황에서 보너스-보상계약과 주식-보상계약은 불완전한 정보의 일부를 여과(filtering) 하기 때문에 위험회피적인 경영자와 위험중립적인 주주간의 위험 분담을 효과적으로 할 수 있다고 주장하였다.

2.2 부채선택

Leland and Pyle (1977), Diamond (1984), Fama (1985), and Boyd and Prescott (1986)는 사적 부채 채권자들이 공적 부채 채권자들보다 좀 더 효율적이고 효과적인 모니터링을 할 수 있다고 주장하였다. 그러므로 정보 비대칭이 높은 기업들은 사적 부채를 통해 자금을 조달하고, 정보 비대칭성이 상대적으로 낮은 기업들은 공적 부채를 통해 자금을 조달할 것이라고 주장하였다. Myers(1984)에 의하면 정보비대칭으로 인한 비용이 높은 기업은 기업내부 자금이 부족한 경우에만 외부자금을 이용한다고 하였다. 만약 외부자금이 필요한 경우 기업 내부정보가 시장에 알려졌을 때 가장 기업가치에 가장 영향을 적게 미치는 부채가 발행되며 주식발행은 최후의 자금조달 수단이라고 주장하였다. 사적 부채 채권자들은 모니터링과 스크리닝(screening)을 통해 차입기업의 정보를 더 많이 획득할 수 있고, 사적 부채는 담보가능하기 때문에 일반적으로 공적 부채에 비해 우선시 될 수 있다 [42][37].

이와는 반대로 Diamond (1991)와 Rajan (1992)는 기업의 질(firm quality)과 부채 선택간의 비단조적(nonmonotonic) 관계를 예상하였다. 그들은 기업의 질이 높은 경우 공적 부채를 발행하는 반면, 중간 단계의 기업은 은행부채와 같은 사적 부채의 효익이 사적 부채 차입으로 인한 비용을 상쇄하기 때문에 사적 부채를 통해 자금을 조달할 것이라고 주장하였다.

Houston and James (1996), Krishnaswami et al. (1999)과 Cantillo and Wright (2000)는 공적 부채와 사적

부채 믹스(mix)의 결정요인을 분석하였다. 이들의 연구는 성장가능성 뿐만 아니라 정보 비대칭으로 인한 비용, 자본비용 그리고 부채선택으로 인한 은행과의 관계까지 모두 고려하였다. 분석결과 규모가 큰 기업일수록, 차입 규모가 클수록, 수익성이 좋을수록 공적 부채를 발행하였다.

Smith and Warner (1979)는 사적 부채가 일반적으로 배당금 지급이나, 여러 가지 재무비율, 그리고 추가적인 부채발행에 대해 공적 부채에 비해 더 많은 제약조건을 갖는다고 주장하였다. 그리고 이러한 제약조건은 채무자의 재무적 유연성을 제한하게 된다. Graham and Harvey (2001)는 미국내 392개 기업의 재무담당이사(CFO)를 대상으로 설문 조사를 하였는데, 신규부채 조달시 재무적 유연성이 기업의 가장 큰 관심거리라고 응답하였다. Myers (1977)는 채권자와 지속적이고, 가까우면서 유연한 관계를 유지하는 것이 과소투자문제(underinvestment)를 해결할 수 있다고 제안하였다. 사적 부채 채권자들과는 상대적으로 장기적이면서 긴밀한 관계를 맺고 유지하기 쉬운데, 그 이유는 사적 부채 채권자들이 공적 부채 채권자들보다 무임승차 문제(free-riding problems)에 덜 직면하기 때문이다.

사적 금융의 형태에 따라 그 효과도 다양하다. Fama (1985)와 Nakamura (1993)는 상업은행의 독자적인 예금 관계가 정보생산력에 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다. 만약 은행이 예금관계를 통해 잠재적으로 많은 정보를 생산할 수 있다면, 은행을 통해 자금을 조달하는 것은 다른 금융기관으로부터 자금을 조달하는 것보다 현금잔액, 자산에 대한 위험, 투자선택에 더 많은 영향을 미칠 것이라고 주장하였다.

Campbell and Kracaw (1980), Boyd and Prescott (1986)와 Berlin and Loeys (1988)는 금융기관이 다른 투자자에 비해 정보가 더 많기 때문에 금융기관으로부터 자금을 조달하는 것이 역선택(adverse selection)을 완화할 수 있다고 주장하였다. Chan, Greenbaum, and Thakor (1986)는 자금제공으로 인한 경제적 지대(rents)의 가능성, 즉 금융기관의 독점적 영향력이 증가할수록 금융기관의 스크리닝의 강도는 증가한다고 주장하였다.

2.3 가설설정

부채선택과 관련하여 많은 연구들은 사적 부채가 공적 부채에 비해 모니터링 능력이 우월하기 때문에 [7][16]

모니터링을 통해 사후적(ex-post) 정보 비대칭을 감소시킬 수 있다고 주장하였다[28][41]. 또한 성장가능성, 정보 비대칭 정도, 과산가능성 등 부채 선택에 영향을 미치는 요소들을 밝혀내고 그에 대한 실증 증거를 제시하고 있다. 그럼에도 불구하고 경영자의 소유구조가 부채구조 또는 부채선택에 미치는 영향에 대해 분석한 연구는 찾아보기 힘들다. 다만 소수의 연구가 경영자의 재량권 또는 유인체계와 자본구조의 관계에 대해 검증하였다.

Stultz(1990)와 Berger et al. (1997)는 경영자 재량권과 자본구조의 관계에 대해 분석하였다. 그들은 대주주 지분율과, 정보에 대한 접근성, 사적 채권자들의 간섭으로 인해 경영자의 의사결정과 기회주의적인 행동이 제한되기 때문에 경영자들은 부채를 회피하고자 한다고 주장하였다. 그러나 경영자의 보유지분이 높거나 유인계약(incentive contract)이 체결된 경우 부채비율(leverage)이 높아지는 결과를 보고하였다.

Smith and Warner (1979)는 사적 부채가 공적 부채에 비해 배당금 지급이나 추가적인 부채발행에 대해 더 많은 제약이 있기 때문에 채무자의 재무적 유연성을 제한한다고 보고하였다. Hall and Murphy (2000)는 최고경영자가 소유하고 있는 주식매입선택권수와 기업성과는 양의 상관관계가 있다고 하였다. 박애영 등(2006)은 경영자에 대한 스톡옵션 보상이 주주와 경영자 사이의 이해관계를 일치시켜 장기적인 의사결정을 유도하며 경영자의 보상위험을 줄여줌으로써 위험이 높은 투자의사결정을 수행한다고 하였다.

이와 같이 경영자에게 적절한 인센티브가 주어지고 이로 하여금 경영자와 주주의 이익이 서로 같은 방향으로 설계된다면 경영자는 부채를 이용하여 자금을 조달하는 경우 주주가 원하는 특정 형태의 부채를 선택할 것이다. 사적 부채 채권자들은 공적 부채 채권자들에 비해 낮은 위임비용을 가지고 있고 감시·감독에 있어 규모의 경제가 있으며 내부정보에 접근할 수 있는 능력이 있기 때문에, 효율적인 모니터링기능을 통해 기업의 재무보고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다[20][21][22][6].

사적 부채는 경영자에 대한 모니터링 강도가 높고, 정보비대칭 감소에 효과적이다[3]. 또한 기업의 정보비대칭의 감소로 인해 기업가치는 증가하고 향후 자본비용을 낮출 수 있다[8]. 그러므로 주주는 부채를 이용하여 자금을 조달하는 경우 경영자로 하여금 사적 부채를 선택하게 할 것이다. 그러나 사적 부채는 공적 부채에 비해 경

영자의 재량권에 대한 제한이 엄격하고, 모니터링 강도가 높기 때문에 경영자는 사적 부채보다 공적 부채를 선호한다[19]. 그러나 경영자의 이해관계가 주주의 이해관계와 일치된 경우 경영자들은 그들의 소유지분으로 하여금 기업가치를 극대화 하고 채권자로부터의 압력을 통제할 수 있는 힘을 발휘할 수 있기 때문에 부채를 이용한 자금조달을 할 경우 사적 부채의 차입을 회피하지 않을 것이다. 오히려 사적 부채 채권자들의 강도 높은 모니터링을 수용함으로써 주주의 이해관계를 충족시키고, 부채 계약을 성실히 지킴으로써 대리인 비용을 감소시킬 수 있기 때문에 사적 부채를 차입할 것이다. 즉, 경영자가 보유한 지분 또는 스톡옵션에 따라 사적 부채에 대한 의존도는 차이가 있을 것이며, 경영자의 지분율이 높을수록 사적 부채의 차입도 증가할 것이다. 그러므로 경영자 지분율과 사적 부채 차입간의 유의한 양의 관계가 존재할 것으로 예상된다.

가설 1: 경영자 지분율과 사적 부채 차입간에는 유의한 양의 관계가 존재할 것이다.

Smith and Watts (1992)는 경영자가 기업가치를 극대화 할 수 있는 의사결정을 할 유인을 제공하기 위해서 경영자 보상이 주가에 연동되게 만드는 주식관련 보상을 강화해야 한다고 주장하였다. 즉, 경영자는 단기적인 성과에 급급하기 보다는 장기적인 안목을 바탕으로 기업가치를 증가시킬 수 있는 노력을 투입하였을 때, 자신의 스톡옵션 보상 가치를 극대화 할 수 있다[18][15].

경영자에게 인센티브를 제공하는 방법은 주식 또는 주식매입선택권을 부여하는 방법이 일반적이다. 경영자가 기업의 지분을 많이 보유하고 있는 경우 기업의 성과가 증가하게 되면 경영자의 이익이 증가하기 때문에, 경영자의 주식보유율이 증가할수록 기업가치를 향상시키기 위해 노력을 기울이게 될 것이다. 또한 경영자에게 주식매입선택권을 부여한 경우 증가하락으로 인한 손실을 경영자에게 부담시키지 않고 증가상승의 경우 큰 보상을 제공하기 때문에 경영자에게 위험을 추구할 인센티브가 제공된다[15]. 박애영 등(2006)과 전상경과 정무권(2006)은 경영자에게 부여한 주식매입선택권이 주주와 경영자 사이의 이해관계를 일치시키는 효과적인 인센티브기제임을 보여주었다.

가설 1-1: 경영자의 주식과 주식매입선택권 보유율이 높을수록 사적 부채를 선호할 것이다.

가설 1-2: 경영자의 주식 보유율이 높을수록 사적 부채를 선호할 것이다.

가설 1-3: 경영자의 주식매입선택권 보유율이 높을수록 사적 부채를 선호할 것이다.

부채는 공적 부채와 사적 부채로 구분할 수 있고, 사적 부채는 금융기관부채와 비금융기관부채로 다시 구분할 수 있다. 신용도가 낮거나 위험이 높은 기업은 금융기관으로부터 자금을 조달하는 경우 자금 조달로 인한 비용이 효익 보다 더 크기 때문에 금융기관으로부터 차입하기 보다 비금융기관을 통해 자금을 조달하게 된다[19]. Yang(2006)은 금융기관으로부터 자금을 차입한 기업은 정보비대칭이 감소되어 투자가 증가하는데 반해 비금융기관차입금을 사용하는 기업은 투자가 증가하는 결과가 나타나지 않았는데, 이는 금융기관이 상대적인 정보우위와 스크리닝 능력이 있기 때문이라고 보고하였다.

이와 같이 금융기관부채와 비금융기관부채간의 차이가 존재한다면 경영자는 사적 부채 중에서도 특정 형태의 부채를 선호할 수 있다. 금융기관이 비금융기관에 비해 정보생산능력이 뛰어나고[22][34] 모니터링 강도도 높기 때문에[11] 경영자는 금융기관부채보다는 비금융기관부채를 선호할 것이다. 그러나 경영자가 주식 또는 스톡옵션을 보유한 경우 그들의 보유지분은 경영자로 하여금 기업가치를 증가시키는 의사 결정을 선택하게 할 것이다. 나아가 채권자에 대한 압력을 경영자가 통제할 권한이 있기 때문에 금융기관으로부터 자금을 조달하는 경우 경영자의 채량권 제한이나 엄격한 모니터링을 회피하지 않을 것이다. 즉, 경영자가 보유한 주식 또는 스톡옵션에 따라 금융기관부채에 대한 의존도는 달라질 것이며, 경영자의 지분율이 높을수록 금융기관부채에 대한 선호는 증가할 것이다. 그러므로 경영자 지분율이 증가할수록 금융기관 부채를 선호할 것이다

가설 2: 경영자 지분율이 증가할수록 금융기관부채를 선호할 것이다.

3. 연구설계와 분석모형

본 연구는 경영자의 소유구조가 부채선택에 영향을 미칠 것이라고 가정하고 있다. 경영자 지분율은 다음과 같은 세 가지 변수로 측정하였다. Alpha는 경영자의 주

식보유와 스톡옵션 보유 비중을 의미하며, Onwership은 경영자의 단순 지분율을 의미한다. Options는 전체 유통 주식수에서 경영자가 아직 행사하지 않은 스톡옵션이 차지하는 비중으로 계산하였다.

가설 1을 검증하기 위해 다음의 식(1)을 이용하였다.

$$\text{PrivateD} = a_0 + a_1\text{OWNERSTR}_{it} + a_2\text{MTB}_{it} + a_3\text{SIZE}_{it} + a_4\text{MTK}_{it} + a_5\text{LOSS}_{it} + a_6\text{ROA}_{it} + a_7\text{Foreign}\%_{it} + a_8\text{AltZ}_{it} + a_9\text{Interest}_{it} + a_{10}\text{Tangibility}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{식(1)}$$

여기서,

- PrivateD : 전체 부채 중 사적 부채 비중
- OWNSTR_{it} : Alpha,Ownership,Option
- Alpha_{it} : (경영자 보유주식 + 경영자 보유 스톡옵션) / 유통주식수
- Ownership_{it} : 경영자 지분율(%)
- Option_{it} : 경영자 보유 미행사 스톡옵션 / 유통주식수
- OPT_{it} : 스톡옵션가치/총 보상
- MTB_{it} : 시장-장부 비율, 자본의 시장가치/자본의 장부 가치
- SIZE_{it} : 총자산의 자연로그
- MKT_{it} : 해당기업이 KOSPI에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
- LOSS_{it} : 해당기업의 영업이익이 음(-)이면 1, 그렇지 않으면 0
- ROA_{it} : 당기순이익/ 총자산
- Foreign%_{it} : 외국인 지분율
- AltZ_{it} : Altman's Z-score가 1.8 이하면 1, 그렇지 않으면 0
- Altman's Z-score : 1.2(운전자본/총자산)+1.4(이익잉여금/총자산)+3.3(경상이익/총자산)+0.6(자본의 시장가치/부채의 장부가치)+1.0(매출액/총자산)
- Interest_{it} : 이자 보상비율. 영업이익/이자비용
- Tangibility_{it} : 유형자산/총자산

경영자 지분율과 사적 부채 차입간에 양의 관계가 존재한다면 식(1)의 a1은 양의 계수를 갖을 것이다. Alpha_{it}가 유의한 양의 계수를 보고한다면 경영자의 주식과 스톡옵션 보유비중이 증가할수록 사적 부채에 대한 의존도가 증가하는 것을 의미한다. 이와 마찬가지로 Onwership_{it}와 Option_{it}의 계수가 양의 값이라면 경영자의 지분율, 경영자의 미행사스톡옵션 보유비율이 증가할수록 사적 부채에 대한 의존도가 증가하는 것을 의미한다.

MTB_{it} 는 성장 가능성을 통제하기 위해 포함하였고 [12], 규모를 통제하기 위해 $SIZE_{it}$ 와 MKT_{it} 를 포함하였다. 기업규모가 클수록 공적부채의 발행이 유리하며 [12][26], KOSPI 시장에 속하는 기업들의 회사채 발행 빈도와 규모가 큰 것을 고려하여 MKT_{it} 를 포함하여 상장 시장을 통제하였다. $LOSS_{it}$, ROA_{it} 와는 기업의 수익성을 통제하기 위한 변수로써 $LOSS_{it}$ 는 해당기업의 영업이익이 음(-)이면 1, 그렇지 않으면 0으로 하였고, ROA_{it} 는 당기순이익을 총자산으로 나눈 값이다. 기업의 수익성은 부채선택에 영향을 미치는 주요한 요인으로써 수익성이 높을수록 공적부채 선택에 이점을 갖는다[26][28]. $AltZ_{it}$ 는 기업의 재무건전성과 파산가능성을 판단하는 지표로써 Altman's Z-score가 1.8이하이면 1, 그렇지 않으면 0으로 하였다. 기업의 전체적인 위험과 담보가능 자산을 통제하기 위해 총자산 중 유형자산이 차지하는 비율을 의미하는 $Tangibility_{it}$ 를 포함하였다.

신규자금조달원천과 경영자 지분율의 관계를 분석하기 위해 증분 접근법을 이용하였다. 기발행된 공적 부채와 사적 부채의 비중을 이용하여 분석하는 것보다 신규 차입 부채를 이용한 분석은 경영자 지분율이 추가적인 자금조달과 부채선택에 어떠한 영향을 미치는지 면밀히 살펴볼 수 있게 한다. 신규 부채 차입과 경영자 지분율의 관계를 알아보기 위해 식(2)을 이용하였다.

$$\begin{aligned} \text{NewPrivate} = & a_0 + a_1\text{OWNERSTR}_{it} + a_2\text{MTB}_{it} + a_3\text{SIZE}_{it} \\ & + a_4\text{MKT}_{it} + a_5\text{LOSS}_{it} + a_6\text{ROA}_{it} + a_7\text{Foreign}\%_{it} + a_8\text{AltZ}_{it} \\ & + a_9\text{Interest}_{it} + a_{10}\text{Tangibility}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{식(2)}$$

여기서,

NewPrivate : 신규 차입 사적 부채/신규 부채 총액

식(2)의 OWNSTR_{it} 의 계수가 양의 값을 갖는다면 경영자의 지분율이 높을수록 신규자금 조달시 사적 부채 조달 금액이 증가하는 것을 의미한다.

부채를 통한 자금조달은 기본적으로 다음과 같은 세 가지 형태로 가능하다: 금융기관부채, 비금융기관부채, 그리고 회사채와 같은 공적 부채의 발행을 통한 자금 조달이다. 그러므로 경영자의 지분율이 부채 선택에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하기 위해 부채를 공적 부채,

금융기관부채, 비금융기관부채로 구분하였다. 금융기관 부채는 은행 및 보험회사 등의 금융기관을 통해 조달한 자금의 합으로 정의하였고, 비금융기관부채는 전체 사적 부채 중 금융기관 부채를 차감한 금액으로써, 주주 및 임원차입금, 정부 보조금 등의 합을 의미한다. BankD는 더미 변수로써 해당기업이 금융기관부채 사용자인 경우 1, 그렇지 않으면 0으로 하였다. 부채를 통한 자금 조달시 경영자 지분율과 차별적인 부채 선택의 관계를 분석하고자 BankD를 종속변수로 하여 식(2)을 이용하였다.

4. 자료와 실증분석

4.1 표본선정

본 연구는 KOSPI와 KOSDAQ에 상장된 기업을 대상으로 하였으며, 금융업에 속하는 기업은 제외하였다. 본 연구는 기업의 최고경영진을 대상으로 분석하였다²⁾. 경영자보상 관련 자료와 스톡옵션 자료는 개별 기업의 사업보고서에서 수작업으로 수집되었고, 경영자 지분율과 재무자료는 Kis-Value database와 Fn-Guide를 통해 입수되었다. 자본 잠식 기업과 불충분한 자료는 제거하였고, 그 결과 최종표본은 2006년부터 2008년까지 2,608 기업-년도 개이다.

4.2 기술통계

<표 1>은 표본의 기술통계이다. 경영자의 총 보상의 평균은 154,632 백만원이며, 평균 현금보상은 125,786 백만원으로써 전체 보상의 약 81%에 달한다. 반면 스톡옵션은 28,845 백만원으로 총 보상의 약 19%에 해당한다.

약 37%의 표본들은 공적 부채를 발행하였고, 그 금액은 평균 211,914 백만원에 달한다. 반면 사적 부채의 평균은 50,933 백만원으로써 공적 부채의 24%에 달하는 것으로 나타났다. 이는 기업이 자금 조달을 할 때 사적 부채를 좀 더 빈번히 이용하지만, 공적 부채의 규모가 훨씬 더 큰 것을 의미한다. 신규차입 공적 부채의 평균은 82,980 백만원이며, 신규차입 사적 부채의 규모는 42,366 백만원이다. 주식을 통한 신규자금조달은 19,320 백만원에 달한다.

공적 부채는 사적 부채에 비해 발행규모가 큰 경향을

2) 본 연구는 최고경영진 중 등기임원만을 대상으로 분석하였다. 등기이사 뿐만 아니라 미등기이사도 주요 의사결정에 참여하는 집행임원이지만 경영자 인센티브를 측정하기 위한 자료 수집의 어려움으로 인해 등기임원으로 제한하였다.

나타냈으며, 이러한 발행규모의 차이는 공적 부채를 발행하는데 있어 규모의 경제의 이점이 존재하기 때문이다. 외국인 지분율의 평균은 8.13%이며, 경영자 지분율의 평균은 6.38%이다. 재무 건전성을 의미하는 Altman's Z 값의 평균은 2.72로 나타났다.

〈표 1〉 기초통계량

	Mean	Median	25%	75%	N
CASH	125,786	93,333	64,472	141,270	2,608
OPTION	28,845	0	0	0	2,608
TOTAL	154,632	101,833	68,210	168,900	2,608
Public	211,914	14,860	5,000	99,595	973
Private	50,933	5,733	1,357	23,422	1,735
PrivateD	0.1298	0.0922	0.0320	0.1852	1,735
New-Pu	82,980	9,148	2,351	31,442	1,153
New-Pr	42,336	4,727	1,200	20,000	1,359
New-E	19,320	5,175	1,490	13,949	687
NP	0.6152	0.6743	0.2333	0.8753	1,359
TA	823,390	102,600	53,287	287,553	2,608
NI	33,720	2,810	-2,181	11,155	2,608
ROA	-0.021	0.027	-0.024	0.066	2,608
MTB	1.54	0.99	0.64	1.65	2,608
For%	8.13	2.19	0.40	10.00	2,608
Own%	6.38	2.11	0.16	4.64	2,608
Alt-Z	2.72	2.34	1.46	3.55	2,608

CASH : 현금보상 총액
 OPTION : 스톡옵션보상
 TOTAL : 경영자의 총보상(CASH+OPTION)
 Public : 공적부채
 Private : 사적부채
 PrivateD : 사적부채/총부채
 New-Pu : 당기 신규발행된 공적부채
 New-Pr : 신규차입된 사적부채
 New-E : 유상증자금액
 NP : 신규차입된 사적부채/신규조달자금
 TA : 총자산
 NI : 당기순이익
 ROA : 당기순이익/총자산
 MTB : 시장-장부비율
 For% : 외국인지분율(%)
 Own% : 경영자지분율(%)
 Alt-Z : 1.2(운전자본/총자산) + 1.4(이익잉여금/총자산) + 3.3(경상 이익/총자산) + 0.6(자본의시장가치/부채의장부가치) + 1.0(매출액/총자산)

〈표 2〉는 표본의 분포를 나타낸 것이다. Panel A에서, 16.99%의 표본이 전자 및 장치 제조업종에 속하였으며, 대부분의 표본은 제조업종에 포함되었다. 전체 표본의 17.87%인 466개 기업-년도가 스톡옵션을 부여하였다. 흥

미롭게도 출판 및 통신산업에 속하는 기업의 37%가 스톡옵션을 부여하였고, 이는 전체 산업 중 가장 높은 비중이다. 전자 및 장치 제조업에 속하는 기업의 30%가 스톡옵션을 부여하였으며, 기술, 교육 서비스업의 23%가 스톡옵션을 부여하였다. 금형제조업(fabricated metal products)은 전체 산업 중 가장 낮은 비중으로 스톡옵션을 부여하였다. 의류 및 섬유제품 제조업, 건설 및 교통산업의 스톡옵션 부여율은 9%이하로 나타났다.

Panel B는 상장위치에 따른 기업-년도의 분포를 나타낸 것이다. 전체 표본 중 47.20%가 KOSPI에 상장되어 있으며, 이중 약 14%의 기업이 스톡옵션을 부여한 것으로 나타났다. 그러나 KOSDAQ에 상장된 기업의 22%가 스톡옵션을 부여하여, KOSPI보다 스톡옵션 부여율이 약 8% 정도 높은 것을 알 수 있다.

〈표 2〉 산업별 분포

Panel A: 표본의 산업별 분포						
	합계		스톡옵션 부여		스톡옵션 미부여	
	N	%	N	%	N	%
식품 제조업, 음료 제조업	113	4.33	11	9.73	102	90.27
섬유제품 및 가죽, 신발 제조업	85	3.26	5	5.88	80	94.12
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	74	2.84	10	13.51	64	86.49
화학물질 및 화학제품 제조업	193	7.40	20	10.36	173	89.64
의료용 물질 및 의약품 제조업	243	9.32	26	10.70	217	89.30
금속 및 금형 제조업	213	8.17	12	5.63	201	94.37
전자부품 제조업	443	16.99	131	29.57	312	70.43
의료, 광학기기 및 전기장비 제조업	148	5.67	31	20.95	117	79.05
기타기계 및 장비 제조업	308	11.81	58	18.83	250	81.17
건설업	145	5.56	13	8.97	132	91.03
도소매업	172	6.60	36	20.93	136	79.07
창고 및 운송업	45	1.73	4	8.89	41	91.11
출판, 영상, 방송통신업	167	6.40	62	37.13	105	62.87
서비스업	201	7.71	46	22.89	155	77.11
기타	58	2.22	1	1.72	57	98.28
합계	2,608	100	466	17.87	2,142	82.13

Panel B: 상장시장별 분포						
	합계		스톡옵션 부여		스톡옵션 미부여	
	N	%	N	%	N	%
KOSPI	1,231	47.20	168	13.65	1,063	86.35
KOSDAQ	1,377	52.80	298	22.36	1,079	78.36
합계	2,882	100.00	530	21.64	2,352	81.61

5. 실증분석결과

5.1 경영자지분율과 부채선택

<표 3>는 경영자 지분율과 사적부채의 관계에 대해 분석한 결과이다. 경영자 지분율은 Alpha_{it} , Ownership_{it} , Option_{it} 의 세가지 변수로 각각 측정하였다. Alpha_{it} 의 계수는 0.2312로써, 1% 수준에서 통계적으로 유의하여 경영자의 주식과 스톡옵션보유비중이 증가할수록 사적 부채의 차입이 증가하는 것으로 나타났다. 또한 세번째 열의 Ownership_{it} 의 계수는 유의한 양의 값(0.2431, $T=2.44$)을 보고함으로써 경영자의 지분율이 높을수록 공적 부채보다 사적 부채에 대한 의존도가 증가하는 것을 나타내고 있다. 이는 주식을 보유하는 것이 경영자로 하여금 기업가치를 극대화 하는 선택을 하게끔 하는 유인을 제공하기 때문이다. 또는 경영자는 사적 부채 채권자의 모니터링을 주주가 원하는 경영방침을 선택하겠다는 공약수단으로써 받아들이는 것으로 해석할 수 있다. 하지만 Option_{it} 은 통계적으로 유의한 계수를 보고하지 않았다. 아마도, 우리나라 경영자들의 스톡옵션 보유비율은 매우 낮기 때문에 스톡옵션 보유 자체가 적절한 인센티브 메커니즘으로 작동하지 않은 것으로 판단된다. MTB_{it} 는 모든 모형에서 PrivateD 와 유의한 음의 관계를 갖는다. 이는 기업의 성장가능성이 낮을수록 공적 부채보다 사적 부채에 대한 의존도가 증가함을 의미한다. MKT_{it} 는 모든 모형에서 유의한 음의 계수를 갖는다. 이는 코스닥 기업일수록 공적 부채보다 사적 부채의 차입이 증가하는 것을 의미한다. 코스피 기업이 코스닥 기업에 비해 시장접근성이 좋고, 규모가 크기 때문에 공적 부채를 이용한 대규모 자금조달이 가능하기 때문으로 판단된다. AltZ_{it} 의 계수는 유의한 음의 값을 갖는데, 기업의 재무건정성이 악화될수록 사적 부채의 차입이 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 왜냐하면 사적 부채의 채권자들은 차입기업에 대한 대출계약을 체결하기 전에 사전적으로 선별(screening)을 할 수 있으며, 재무상태가 좋지 않을 경우 부채계약을 체결하지 않기 때문에 재무건정성이 낮은 기업은 대출 자체가 이뤄지지 않을 가능성이 있다. Tangibility_{it} 는 모든 모형에서 유의한 양의 값을 갖는데, 이는 차입기업이 담보가능 자산을 많이 보유할수록 사적 부채의 차입이 증가하는 것을 의미한다. 담보가능 자산이 많을수록 자금 차입이 용이하기 때문에 Tangibility_{it} 와 사적 부채 차입간의 유의한 양의 관계를 보이는 것

로 해석된다.

<표 3> 경영자지분율과 부채선택

	Dependent variable		
	PrivateDeb(T-Value)		
Intercept	0.1462** (2.14)	0.1476** (2.16)	0.1862
Alpha_{it}	0.2312*** (2.64)		
Ownership_{it}		0.2431** (2.44)	
Option_{it}			0.3655 (1.43)
MTB_{it}	-0.0019* (-1.92)	-0.0019* (-1.91)	-0.0018* (-1.83)
SIZE_{it}	-0.0023 (-0.84)	-0.0023 (-0.85)	-0.0035 (-1.31)
MKT_{it}	-0.0358*** (-5.04)	-0.0358*** (-5.04)	-0.0377*** (-5.33)
LOSS_{it}	0.0145* (1.71)	0.0147* (1.73)	0.0134 (1.58)
ROA_{it}	-0.0350 (-1.56)	-0.0364 (-1.61)	-0.0261 (-1.17)
$\text{Foreign}\%_{it}$	-0.0004* (-1.66)	-0.0004 (-1.62)	-0.0005* (-1.90)
AltZ_{it}	-0.0123* (-1.84)	-0.0124* (-1.85)	-0.0124* (-1.85)
Interest_{it}	0.0000** (-2.47)	0.0000** (-2.48)	0.0000** (-2.33)
Tangibility_{it}	0.1976*** (12.44)	0.1970*** (12.40)	0.1973*** (12.40)
Adj. R ²	0.1127	0.1122	0.1103
F-value	24.49	24.37	23.93
NO.	1,851	1,851	1,851

*, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함. 모든 변수는 상·하위 1% 수준에서 winsorize함. I는 기업, t는 년도를 의미함.

PrivateD : 전체 부채 중 사적부채 비중

Alpha : (경영자 보유주식+경영자 보유 스톡옵션)/유통주식수

Ownership : 경영자지분율(%)

Option : 경영자 보유 비행사스톡옵션/유통주식수

MTB : 시장-장부비율, 자본의 시장가치/자본의 장부가치

SIZE : 총자산의 자연로그

MKT : 해당기업이 KOSPI에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

LOSS : 해당기업의 영업이익이 음(-)이면 1, 그렇지 않으면 0

ROA : 당기순이익/총자산

Foreign% : 외국인 지분율

AltZ : Altman's Z-score가 1.8이하면 1, 그렇지 않으면 0

Interest : 이자보상비율, 영업이익/이자비용

Tangibility : 유형자산/총자산

5.2 경영자지분율과 신규부채발행

<표 3>는 경영자 지분율과 사적 부채의 차입간에 유의한 양의 관계가 존재함을 보여주었다. 하지만, 기존 부채에 대한 공적 부채의 비중, 사적 부채의 비중을 이용하여 분석하는 것보다, 신규차입 부채와 경영자 지분율의 관계를 분석함으로써 자금조달원으로써의 부채선택과 경영자 지분율의 관계를 보다 면밀히 분석하고자 한다.

<표 4> 경영자지분율과 신규부채발행

	Dependent variable		
	NewPrivate (T-Value)		
Intercept	1.2354*** (5.42)	1.1586*** (5.08)	1.3775*** (6.23)
Alpha _{it}	0.5722* (1.96)		
Ownership _{it}		1.0722*** (3.23)	
Option _{it}			-1.9777** (-2.42)
MTB _{it}	-0.0001 (-0.05)	-0.0001 (-0.08)	0.0000 (-0.02)
SIZE _{it}	-0.0329*** (-3.62)	-0.0305*** (-3.36)	-0.0373*** (-4.19)
MKT _{it}	0.0282 (1.18)	0.0321 (1.34)	0.0222 (0.93)
LOSS _{it}	-0.0944*** (-3.69)	-0.0895*** (-3.49)	-0.0977*** (-3.83)
ROA _{it}	0.2857*** (5.41)	0.2732*** (5.16)	0.3012*** (5.76)
Foreign% _{it}	-0.0015 (-1.70)	-0.0014 (-1.60)	-0.0015 (-1.74)
AltZ _{it}	-0.0967*** (-4.62)	-0.0960*** (-4.59)	-0.0973*** (-4.65)
Interest _{it}	0.0000 (1.15)	0.0000 (1.15)	0.0000 (1.14)
Tangibility _{it}	0.6750*** (13.77)	0.6715*** (13.72)	0.6697*** (13.66)
Adj. R ²	0.1570	0.1598	0.1578
F-value	26.30	26.48	26.01
NO.	1,434	1,434	1,434

*, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함. 모든 변수는 상·하위 1% 수준에서 winsorize함. It는 기업, t는 년도를 의미함. 변수정의는 <표3> 참고.

<표 4>은 식(1)을 이용하여 경영자의 지분율과 신규 부채 차입간의 관계를 분석한 결과이다. 첫번째 열의, Alpha_{it}의 계수는 0.5722(T=1.96)으로써 통계적으로 유의하다. 이는 경영자의 주식과 스톡옵션의 보유비중이 증가할수록 신규 사적 부채의 차입이 증가하는 것을 의미한다. 특히 Ownership_{it}에 대한 계수는 1.0722(T=3.23)으로 유의한 양의 값을 보고하여 경영자 지분율이 증가할수록 신규 차입되는 사적부채가 증가하는 것으로 나타났다. 즉, 경영자의 주식보유는 경영자로 하여금 자금조달 시 사적 부채를 선택하게 하는 인센티브를 제공하는 것으로 나타났다. 하지만, Option_{it}의 계수는 유의한 음의 값을 보고하여 경영자의 스톡옵션 보유가 증가할수록 사적 부채의 신규차입이 감소하는 것을 의미하고 있다³⁾. Size_{it}는 모든 모형에서 유의한 음의 계수를 갖는다. 즉, 규모가 작은 기업일수록 자금조달시 사적 부채를 선호하는 것을 의미한다. ROA_{it}는 모든 모형에서 유의하여, 기업의 수익성이 사적 부채의 신규차입과 유의한 관계가 있음을 나타낸다. 이전 결과와 마찬가지로 AltZ_{it}는 유의한 음의 계수를 보고하여 재무건전성이 나쁠수록 사적 부채의 신규 차입이 감소하는 결과를 보이고 있다. Tangibility_{it}는 모든 모형에서 유의한 양의 계수를 보이고 있는데, 이는 담보가능자산이 많을수록 사적 부채의 신규차입이 증가하는 것을 의미한다.

5.3 경영자지분율과 금융기관부채

부채를 통한 자금조달은 구체적으로 금융기관, 비금융기관, 그리고 공적 부채를 통해 가능하다. 그러므로 본 논문은 경영자 지분율이 어떻게 부채의 차별적 선택에 영향을 미치는 지를 분석하기 위해 부채를 공적 부채, 금융기관부채, 비금융기관부채로 구분하였다. 금융기관부채는 은행, 보험회사 등의 금융기관으로부터 차입한 부채를 의미하며 비금융기관부채는 사적 부채에서 금융기관 부채를 차감한 것으로써 주주차입금, 임원차입금 또는 정부 및 공공기관으로부터 지원받은 자금 등으로 구성되어 있다⁴⁾. Denis and Mihov (2003)은 금융기관부채와 비금융기관부채가 관련법령, 만기, 채권자의 집중도 등에서 차이가 있기 때문에 금융기관부채와 비금융기관부채의

3) 위의 결과는 스톡옵션을 많이 보유한 경영자일수록 사적 부채의 차입이 감소하는 것을 나타낸다. 경영자에게 부여한 스톡옵션은 경영자와 주주의 이해관계를 일치시켜 정보비대칭으로 인한 대리인비용을 감소시키는 방법이 될 수도 있지만, 스톡옵션 행사를 유리하게 하기 위해 이익조정을 하는 등의 기회주의적인 행동을 하게 할 수도 있다. 특히 스톡옵션 보상 수준이 높을수록 경영자를 안주하게(entrenched) 한다(Bebchuk, Fried and Walker, 2002).

4) 비금융기관부채 중 주주 및 임직원 차입금 등은 금융기관부채에 비해 이자율이 상대적으로 높으나 정부 및 공공기관으로부터

구분이 중요하다고 하였다. 그러므로 본 연구는 금융기관부채와 비금융기관부채를 구분하고 경영자 지분율이 차별적인 부채선택에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 종속변수인 BankD는 더미변수로써 해당기업이 지배적인(predominant) 금융기관부채 사용자이면 1, 그렇지 않으면 0으로 하였다. <표 5>은 식(2)를 이용하여 경영자 지분율과 부채선택간의 관계를 로짓 분석한 결과이다.

Alpha_{it}의 계수는 3.4039(p=0.0413)으로써 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는다. 이것은 경영자의 주식 및 스톡 옵션 보유비중이 증가할수록 금융기관부채를 선호하는 것을 의미한다. 또한, Ownership_{it}의 계수는 4.8653(p=0.0059)로써 유의한 양의 값을 갖는데, 이는 경영자의 주식보유비중이 높을수록 금융기관부채의 선호도가 증가하는 것을 의미한다. MTB_{it}는 유의한 음의 계수를 갖는데, 이는 성장성이 낮은 기업들이 금융기관부채를 다른 유형의 부채보다 더 많이 선호되는 것을 의미한다. Size_{it}는 모든 모델에서 유의한 음의 계수값을 갖는데, 이는 규모가 작은 기업일수록 공적부채나 비금융기관부채보다 금융기관부채를 선호하는 것을 의미한다.

6. 결론

본 연구는 2006년도부터 2008년도 까지 2,608개의 기업-년도 표본을 이용하여 경영자 소유구조와 부채선택간의 관계를 조사하였다. 분석결과 경영자 지분율과 사적 부채 차입은 유의한 양의 관계가 존재하여 경영자 지분율이 증가할수록 사적부채에 대한 의존도가 증가하는 것으로 나타났다. 또한 신규 부채 차입과 경영자 지분율과의 관계를 분석하기 위하여 증분 접근법을 사용한 결과, 기업이 추가적인 부채를 차입하였을 때 경영자 지분율과 사적 부채 조달금액은 유의한 양의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 신규자금 조달시 경영자 지분율의 증가에 따라 사적 부채를 통한 자금조달이 증가하였다.

사적 부채는 금융기관부채와 비금융기관부채로 구분할 수 있는데 금융기관부채와 비금융기관부채는 만기, 이자율, 관련법령에 있어 상이한 특성을 갖기 때문에 이를 구분하는 것은 중요하다.

지원받은 자금은 이자율이 금융기관부채보다 낮은 경향을 보이고 있다. 또한 비금융기관부채는 금융기관부채와 다르게 자금사용처가 명시되지 않은 경우가 많았다.

<표 5> 경영자지분율과 금융기관부채

	Dependent variable		
	BankD (P-Value)		
Intercept	14.3185 (<.0001)	15.5481 (<.0001)	16.4195 (<.0001)
Alpha _{it}	3.4039 (0.0413)		
Ownership _{it}		4.8653 (0.0059)	
Option _{it}			-1.8822 (0.6536)
MTB _{it}	-0.0303 (0.0378)	-0.0277 (0.0534)	-0.0277 (0.0518)
SIZE _{it}	-0.5353 (<.0001)	-0.5901 (<.0001)	-0.6175 (<.0001)
MKT _{it}	-0.4081 (0.0019)	0.3430 (0.0037)	0.3023 (0.0099)
LOSS _{it}	0.8003 (0.0035)	-0.3903 (0.0030)	-0.4237 (0.0012)
ROA _{it}	-0.0002 (0.9591)	0.7584 (0.0057)	0.8868 (0.0011)
Foreign% _{it}	-0.5502 (<.0001)	0.0000 (0.9927)	-0.0007 (0.8763)
AltZ _{it}	0.0000 (0.1472)	-0.5359 (<.0001)	-0.5398 (<.0001)
Interest _{it}	2.2272 (<.0001)	0.0000 (0.1427)	0.0000 (0.1363)
Tangibility _{it}	-0.0303 (0.0378)	2.1159 (<.0001)	2.1423 (<.0001)
Prob>Chi-Square	<.0001	<.0001	<.0001
NO.	2,608	2,608	2,608

*, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함. 모든 변수는 상·하위 1% 수준에서 winsorize함. I는 기업, t는 년도를 의미함. 변수정의는 <표3> 참고.

그러므로 사적 부채를 금융기관부채와 비금융기관부채로 구분하여 경영자가 특정 형태의 부채를 선호하는지를 분석하였다. 분석결과 경영자 지분율이 증가할수록 금융기관부채를 선호하는 것으로 나타났다.

경영자의 소유구조와 부채선택간의 관계를 실증분석함으로써 본 논문은 다음과 같은 공헌점을 가지고 있다. 첫째, 기존연구에서 다루지 않은 경영자 소유구조와 부채선택간의 관계를 파악하였다. 특히 경영자 소유구조를 측정함에 있어 주식 지분율 뿐만 아니라 스톡옵션도 고려하였다. 둘째, 부채 종류의 구분을 자세히 하여 경영자의 차별적인 부채 선택을 분석하였다. 셋째, 경영자 지

분율의 증가에 따라 사적 부채 차입이 증가하며, 특히 금융기관 부채가 선호되는 실증적 증거를 제시하였다. 마지막으로 경영자의 소유구조와 부채 구조(debt mix) 뿐만 아니라 신규 자금 조달원천에 대한 폭넓은 분석을 수행함으로써 경영자의 소유구조와 부채선택과 관련 연구에 기여할 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖는다. 첫째, 경영자 지분을 측정함에 있어 임원평균 지분율을 이용하였다. 둘째, 부채선택시 차입비용이 중요한 요인으로 작용함에도 불구하고 이를 고려하지 않았다.

향후 연구에서는 거시적 환경요인의 변화에 대한 고려가 필요하며, 본 연구에서 고려하지 못한 부채선택에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들에 대한 충분한 검토가 필요하다. 또한 경영자 소유구조와 부채선택의 시계열적 관계에 대한 분석도 흥미로운 것으로 기대된다.

참 고 문 헌

- [1] 박애영 · 이경태·이상철 (2006). 경영자 스톡옵션 보상과 주식소유가 연구개발투자에 미치는 영향. 회계학연구 제 31권 제 2호, 89-126.
- [2] 전상경 · 정무권 (2006). 경영자 보상과 기업의 투자 및 자본구조정책. 증권학회지 제 35권 제 2호, 1-34.
- [3] Ahn, S. and W. Choi. (2009). The role of bank monitoring in corporate governance: Evidence from borrowers' earnings management behavior. *Journal of Banking and Finance* 33: 425-434.
- [4] Agrawal, A., and G. N. Manderker (1987). Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *Journal of Finance* 42, 823-837.
- [5] Berger, P., E. Ofek, and D. L. Yermack. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* 52, 1411-1438.
- [6] Berlin, M., and J. Loeys (1988). Bond covenants and delegated monitoring. *Journal of Finance* 43, 397-412
- [7] Best, R., and H., Zhang. (1993). Alternative information sources and the information content of bank loans. *Journal of Finance* 48, 1507-1522
- [8] Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 323-349.
- [9] Boyd, J., and E. Prescott (1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Financial Theory* 38, 211-232.
- [10] Bushman, R., and R., Indjedian (1993). Accounting income, stock price and managerial compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16, 3-24.
- [11] Campbell, T., and W. Kracaw (1980). Information production, market signaling, and the theory of financial intermediation. *Journal of Finance* 35, 863-882.
- [12] Cantillo, M., and J. Wright. (2000). How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *Review of Financial Studies* 13, 155-189.
- [13] Chan, Y., S.I. Greenbaum, and A. V. Thakor. (1986). Information reusability, competition and bank asset quality. *Journal of Banking and Finance* 10, 243-253.
- [14] Chemmanur, T.J., and P. Fulghieri (1994). Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt. *The Review of Financial Studies* 7, 475-506.
- [15] Core, J.E. and W. Guay. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics* 28, 151-184.
- [16] Datta, S., M. Iskandar-Datta, and A. Patel (1999). Bank monitoring and the pricing of corporate public debt. *Journal of Financial Economics* 51, 435-449.
- [17] Datta, S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman (2001). Executive compensation and corporate acquisition decisions. *Journal of Finance* 56, 2299-2336.
- [18] Demsetz, H. and K. Lehn (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- [19] Denis, D.J., and V. T. Mihov (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics* 70, 3-28.
- [20] Diamond, D.W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic*

- Studies* 51, 393-414.
- [21] Diamond, D.W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy* 99, 689-721.
- [22] Fama, E.F. (1985). What's different about banks? *Journal of Monetary Economics* 15, 29-39.
- [23] Gertner, R., and D. Scharfstein (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law. *Journal of Finance* 46, 1189-1222.
- [24] Graham, J., and C. Harvey (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
- [25] Hall, B. and K. Murphy (2000). Optimal exercise prices for executive stock options. *American Economic Review* 90: 209-214.
- [26] Houston, J., and C. James (1996). Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. *Journal of Finance* 51, 1863-1889.
- [27] Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831-880.
- [28] Krishnaswami, S., P. A., Spindt, and V. Subramaniam (1999). Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics* 51, 407-434.
- [29] Leland, H.E., and D.H. Pyle. (1977). Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32, 371-387.
- [30] Mehran, H., 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38, 163-184
- [31] Murphy, K. (1999). Executive compensation, in Ed. O Ashenfelter and D. Card, *Handbook of Labor Economics*, Vol. III, Amsterdam: North-Holland, 2485-2563.
- [32] Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- [33] Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 575-592.
- [34] Nakamura, L. (1993). Commercial bank information: Implications for structure of banking. *In Structural Change in Banking*, M. Klausner and L. White, eds. Homewood, IL: Business One/Irwin.
- [35] Pasban, M. R., C. Campbell, and J. Birds (1997). The protection of corporate directors in England and the US. *Anglo-American Law Review* 26.
- [36] Rajan, R.G. (1992). Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance* 47, 1367-1400
- [37] Rajan, R.G., and A. Winton (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. *Journal of Finance* 50, 1113-1146.
- [38] Smith, C.W., and J.B. Warner (1979). On financial contracting: analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics* 7, 175-219.
- [39] Smith, C., and R. Watts (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32, 263-292.
- [40] Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- [41] Yang, L. (2006). The sources of debt matter too. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 295-316.
- [42] Welch, I. (1997). Why is bank debt senior? A theory of asymmetry and claim priority based on influence costs. *Review of Financial Studies* 10, 1203-1236.

최 정 미(Choi, Jeongmi)



- 2003년 2월 : 숙명여자대학교 경제학부 (경제학사)
- 2005년 8월 : 고려대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2011년 2월 : 고려대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2011년 9월 ~ 현재 : 청주대학교 회계학과 교수

- 관심분야 : 회계, 재무관리
- E-Mail : jmchoi@cju.ac.kr