

중국 상장기업의 경영자지분율과 부채만기

최영목

청주대학교 경상대학 경영학과

Managerial Stock Ownership and Debt Maturity: Evidence from Chinese Firms

Young-Mok Choi

College of Business Administration and Economics, Cheongju University

요약 본 연구는 중국 상장기업을 대상으로 경영자지분율과 부채만기 사이에 음(-)의 상관관계가 존재하는가를 분석한다. 중국은 자본주의의 경험이 짧아 전문경영자의 역할을 분석한 연구는 아직 미진한 상황이다. 이러한 상황에서 본 연구는 미국과 같은 선진국에서와 마찬가지로 경영자지분율이 부채만기에 미치는 영향을 분석함으로써 인센티브시스템으로서 경영자에 대한 주식부여의 효과를 검증한다는 데 의의가 있다. 본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 중국 기업의 경우에도 미국기업과 같이 경영자지분율과 장기부채비중 사이에 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 둘째, 전체 표본을 정부지배기업과 민간지배기업으로 나누어 분석한 결과에서는 정부지배기업은 경영자지분율과 장기부채비중 사이에 유의하지 않은 양(+)의 상관관계가 존재하는 반면에 민간지배기업은 경영자지분율과 장기부채비중 사이에 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다.

• **Key Words** : 부채만기구조, 경영자지분율, 대리인비용, 정부지배기업, 민간지배기업

Abstract Using a sample of publicly-traded Chinese firms, this study examines a relationship between managerial ownership and corporate debt maturity decisions. China has transformed dramatically into a market capitalist economy over the past decades. However, so far, little attention has been paid to the role of professional managers. In this situation, this study explores the effect of stock grants to managers as incentive system by providing evidence that managerial ownership affects corporate debt maturity decisions. The findings are as follows: First, I find that like US firms, managerial ownership is negatively related to the proportion of long-term debt. Second, I divide the entire sample into two subsamples of state-owned and privately owned firms. For the privately owned firms, I find that there is a negative relationship between managerial ownership and the proportion of long-term debt. In contrast, for the state-owned firms, the relationship is positive and insignificant.

• **Key Words** : Debt maturity structure, Managerial ownership, Agency cost, State-owned firm, Privately owned firm

본 논문은 2013-2014학년도 청주대학교 경영경제연구소가 지원한 학술연구조성비(특별연구비)에 의해 연구되었음.

*교신저자 : 최영목(ymchoi@cju.ac.kr)

접수일 2014년 10월 12일

수정일 2015년 1월 19일

게재확정일 2015년 2월 20일

1. 서론

기업의 레버리지뿐만 아니라 부채만기를 결정하는 문제는 기업가치와 밀접한 관련이 있다. 따라서 부채만기 구조가 기업의 어떠한 구조적 특징에 의해 결정되는가를 규명하는 것은 경영자와 이해관계자들 모두에게 유용한 정보가 될 수 있다. 본 연구의 목적은 중국 상장기업을 대상으로 대리인문제에 초점을 맞추어 경영자지분율과 부채만기 사이의 관계를 분석하고 선진시장의 실증분석 결과와 어떠한 차이가 있는가를 밝히는 것이다.

지금까지 논의된 기업의 부채만기구조의 결정요인으로는 자산만기, 성장기회, 이익의 질, 이자율기간구조, 레버리지, 경영자지분율 등이 있다[1, 2, 3, 5, 7, 8, 14]. 이러한 요인들 중, 기업의 자본구조에 대한 의사결정은 최종적으로 경영진에 의해 이루어진다는 점을 고려하면, 대리인비용과 관련된 변수로서 경영자지분율은 매우 중요한 요인이라고 할 수 있다.

중국 상장기업 지배구조의 특징은 지배주주소유지분이 큰 집중된 소유구조에 있다. 이와 같이 서구 선진국 기업과 상이한 지배구조의 특징은 대리인문제도 다른 양상을 보일 수 있다. 지배주주의 소유지분이 높을수록 지배주주가 경영자를 효과적으로 모니터링하여 경영자와 소액주주 사이의 대리인문제는 심각하지 않을 수 있다[4]. 그러나 중국 상장기업의 경우에 지배주주는 대부분 중앙정부 혹은 지방정부이므로 정책적 혹은 정치적 목표에 적합하도록 경영자의 행위를 통제할 가능성이 크므로 경영자와 소액주주 사이의 대리인문제는 여전히 존재한다. 또한 지배주주로서 정부는 전문성이 부족하여 경영자에 대한 모니터링에 한계가 존재할 수 있다. 이와 같이 정부가 지배주주인 기업은 실질적으로 소유자 부채 현상이 발생하여 소유지분이 없는 경영자들은 사적이익을 추구할 유인이 높을 수 있다. 그러나 경영자가 지분을 소유하게 될 경우에는 사적이익 추구의 유인이 크게 감소될 수 있다. 중국은 정부가 모든 재산을 소유하는 사회주의 경제체제에서 개인의 소유권을 인정하는 시장중심 체제로 이행되고 있으므로 기업의 지분을 소유하게 된 경영자는 주주와의 이해일치가 크게 증가할 수 있다. 이를 고려하여 본 연구는 중국 상장기업의 경우에도 경영자지분과 부채만기 사이에 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 예상된다.

본 연구는 2006년부터 2012년까지 7년 동안 중국의 A주식시장에 상장된 비금융기업의 4,425개 기업-연도 표본을 이용하여 경영자소유지분과 부채만기 사이의 관계

를 검증한다.

이후의 본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제2장에서는 중국기업의 지배구조 특성을 고려하여 경영자지분율이 부채만기에 미치는 영향에 대한 이론적 근거로서 경영자지분율이 어떠한 매커니즘을 통해서 부채만기에 영향을 미칠 수 있는지에 관해 논의한다. 제3장에서는 표본 구성의 과정 및 데이터의 특성을 제시하고 분석모형에서 사용되는 주요 변수를 정의한다. 제4장에서는 실증분석결과를 보고하고, 끝으로 제5장에서는 연구결과를 요약하고 결론을 맺는다.

2. 연구가설

기업이 기존 투자안에 필요한 상당한 자금을 부채로 조달하고 있는 경우 신규투자안으로부터 발생하는 순이익의 일부가 기존 채권자들에게 돌아갈 수 있기 때문에 주주와 이해관계가 일치하는 경영자는 순현재가치가 양(+)인 투자안일지라도 주주의 부를 증대시킬 만큼 충분한 순현재가치를 얻을 수 없다면 이를 기각함으로써 과소투자문제가 발생할 수 있다[11]. 이러한 상황에서 기업이 단기부채를 많이 사용할수록 빈번하게 부채계약을 갹신해야 하므로 채권인수자, 투자자, 금융기관, 신용평가기관 등으로부터 보다 빈번한 모니터링을 받기 때문에 효과적으로 대리인비용을 경감시킬 수 있다는 것이다. 특히, 소유와 경영이 분리된 상황에서 외부주주와 경영자의 이해상충이 발생하면 경영자는 최적부채만기를 선택하지 않을 수 있다는 주장이 설득력을 얻고 있다[4].

중국 상장기업의 지배구조는 지배주주소유지분이 큰 집중된 소유구조를 갖는 반면 경영자소유지분이 매우 작은 특징을 보이고 있다. 이에 따라 기업의 대리인문제는 서구 선진국의 그것과 상이한 형태를 보이고 있다. 지배주주의 소유지분이 압도적으로 큰 경우 이들이 경영자들에 대해 효과적으로 모니터링을 수행할 수 있으므로 경영자와 소액주주 사이의 대리인문제는 크지 않은 반면 [13], 지배주주와 소액주주 사이의 대리인문제는 보다 심각할 수 있다[9]. 소액주주에 대한 법적 보호체계가 약하고 소유구조가 집중될수록 지배주주와 소액주주 사이의 대리인문제가 더욱 심화되며 지배주주는 자신의 부를 증대시키기 위한 기회주의적인 유인을 갖는다고 하였다. 그러나 중국 상장기업의 경우에 지배주주는 대부분 중앙정부 혹은 지방정부이므로 소액주주들과 이해를 일치하

는 방향으로 경영자의 행위를 모니터링하기 보다는 정책적 혹은 정치적 목표에 부합하도록 경영자의 행위를 통제할 가능성이 크다. 또한 지배주주로서 정부는 기업 경영에 대한 전문성이 부족하여 경영자에 대한 모니터링에 한계가 존재할 수 있다. 실제로 중국의 국유기업이 주식회사로 전환되면서 소유와 경영이 분리됨에 따라 지분을 소유하지 않은 경영자들이 국유재산을 개인의 이익을 위해 유용하거나 빼돌리는 대리인비용이 증가한다는 견해가 있다[12].

본 연구는 이와 같이 지배주주소유지분이 크지만 정부가 지배주주인 중국 기업의 경우에는 경영자소유지분이 높을수록 대리인비용이 경감될 수 있을 것으로 주장한다. 즉, 지배주주의 소유지분이 높음에도 불구하고 중국 기업의 경우 경영자소유지분이 증가할수록 소액주주와의 이해일치가 증대될 가능성이 높다. 왜냐하면 중국은 과거에 국유기업에 대해 사적 재산으로서 개인의 지분참여가 제한되어 있다가 경영자 개인의 소유권을 인정하는 방향으로 제도가 개혁되었기 때문에 주주로서 경영자와 외부주주 사이에 이해일치 수준이 상승할 것이기 때문이다. 또한 중국 기업에서 경영자소유지분은 서구 선진국 기업들에 비해 매우 작기 때문에 경영자소유지분이 증가할수록 경영자가 사적이익을 추구할 가능성은 낮다고 볼 수 있다. 경영자가 일정 수준 이상의 지분을 소유할 때 자신의 영향력을 이용하여 사적이익을 추구할 수 있으나 중국 기업들과 같이 경영자소유지분이 작을 경우에는 경영자의 영향력도 적고 사적이익을 추구할 유인이 상대적으로 작기 때문이다. 이를 고려할 때 본 연구는 중국 상장기업의 경우에도 경영자지분과 부채만기 사이에 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 예상한다.

나아가 본 연구는 이러한 경영자소유지분과 부채만기 사이의 음(-)의 상관관계는 중국 상장기업 중 정부지배기업보다는 민간지배기업에서 보다 뚜렷할 것으로 예상된다. 중국은 채권시장의 발달이 미진하여 기업들이 주로 정부가 소유하고 있는 은행을 통해서 자금을 조달한다. 이에 따라 중국에서 정부지배기업은 은행의 지원을 받아 상대적으로 쉽게 자금을 조달할 수 있으며 주로 장기대출을 활용하고 있다[6, 15]. 이와 같이 정부지배기업의 경우 경영자와 외부주주 사이의 대리인비용과 상관없이 부채만기가 결정되므로 경영자소유지분과 부채만기 사이에 뚜렷한 상관관계가 존재하지 않을 것으로 기대할 수 있다.

3. 데이터 및 변수

본 연구에 필요한 기업의 연간 재무데이터는 중국의 RESSET 금융연구 데이터베이스에서 추출하였으며 2006년부터 2012년까지를 분석대상으로 한다. 중국의 상해증권거래소에 상장된 A주식(중국인 대상 주식)만을 분석대상으로 선택하였다. 또한 은행, 보험회사, 증권회사, 부동산투자회사 등의 금융회사는 계정과목이 다른 업종과 상이하여 제외하였다. 특히 ST(Special Treatment)와 PT(Particular Transfer)에 지정된 기업도 분석대상에서 제외하였다. 또한 분석을 위한 모형에 포함되는 모든 변수들이 산출 가능한 경우에 최종 표본으로 선택한다. 이와 같은 기준에 따라 최종적으로 총 4,425개 기업-연도 관측치 표본이 선택되었다.

실증분석을 위한 회귀모형의 종속변수는 장기부채비중을 사용한다. 미국과 달리 중국의 경우 만기별 부채비중 데이터베이스가 존재하지 않고 재무제표에서 대차대조표일로부터 지급기한이 1년 이내인 유동부채와 1년을 초과하는 비유동부채만을 얻을 수 있다. 일반적으로 중국의 경우 장기채권시장의 발달이 미흡하여 1년을 기준으로 단기채와 장기채를 구분하며, 기업들도 1년 이내의 단기부채비중이 상당히 높은 수준이다. 따라서 본 연구는 부채총계 대비 비유동부채의 비율인 장기부채비중으로 부채만기구조를 측정하며, 이는 선행연구들의 측정방법과 일치한다.

주요 설명변수인 경영자지분율은 임원의 보유주식수를 발행주식수로 나누어 산출하였고, 이 외에 지배주주지분율과 2대~10대주주지분율도 해당 주주의 보유주식수를 발행주식수로 나누어 산출하였다. 통제변수로는 부채만기구조에 대한 선행연구를 참조하여 레버리지, 기업규모, 기업규모의 제곱, 자산만기, 성장기회(시가-장부가비율), 비정상이익, 자산변동성(주식수익률의 변동성), 규제산업더미, 이자율기간구조를 사용한다.

4. 실증분석결과

4.1 경영자지분율과 부채만기의 관계

[Table 1]은 장기부채비중을 종속변수로 하는 본 연구의 회귀모형을 OLS로 추정한 결과를 제시하고 있다. 이하의 모든 모형의 추정에 있어 분석에 사용된 변수의 극단치가 미치는 영향을 통제하기 위하여 표본의 하위 1% 미만일 경우에 1%에 해당하는 값으로 대체하고 상위

99% 초과일 경우에 99%에 해당하는 값으로 대체한다. 모든 모형에서 회귀계수의 통계적 유의성에 대한 검정통계량은 오차항의 이분산성을 고려한 표준오차를 사용한다.

먼저, [Table 1]에서 분석결과의 첫 번째 열은 기존 연구와 비교를 위하여 최대한 유사한 변수들만을 포함한 모형의 추정결과이며, 두 번째 열은 중국 기업의 소유지배구조 특징으로서 높은 정부지분율과 지배주주지분율을 통제한 모형의 추정결과이다. 경영자지분율과 장기부채비중 사이에는 대체로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 중국 기업의 경우에도 경영자지분율이 증가할수록 내부자와 외부자 사이의 대리인문제가 경감되어 단기부채비중이 증가함을 시사한다.

[Table 1] Managerial Ownership and Debt Maturity

	Model 1	Model 2
intercept	-2.8363*** (-4.31)	-2.7598*** (-4.17)
managerial ownership	-0.0772** (-2.43)	-0.1010*** (-3.15)
state ownership		-0.0297** (-2.19)
largest shareholder ownership		-0.0524*** (-2.84)
leverage	0.0811*** (4.49)	0.0964*** (5.19)
size	0.2259*** (3.82)	0.2180*** (3.66)
size ²	-0.0043*** (-3.20)	-0.0040*** (-3.00)
asset maturity	-0.0003 (-0.12)	0.0004 (0.15)
grwth opportunity	0.0033 (1.31)	0.0048* (1.89)
abnormal earning	-0.0979 (-1.08)	-0.0810 (-0.90)
standard deviation of stock return	0.9490* (1.89)	0.9617* (1.91)
regulation industry dummy	0.1810*** (6.89)	0.1819*** (6.96)
term structure slope	0.0349*** (4.85)	0.0332*** (4.60)
year/industry effect	Yes	Yes
number of obs	4,425	4,425
adjusted R ²	0.2409	0.2440

소유구조 변수들을 모두 모형에 포함시킨 경우에 경영자지분율의 회귀계수는 -0.1010으로서 경영자지분율이 1%포인트 증가할 때 장기부채비중은 약 0.10%포인트 감소함을 뜻한다. 표에는 제시하지 않았지만 분석대상 중국 기업의 경영자지분율은 95퍼센타일이 5.14%에 불과

할 정도로 낮은 수준이므로 이러한 회귀분석 결과는 경제적인 의미가 크지 않다. 다만, 중국기업의 경영자지분율이 지속적으로 증가추세에 있고 향후 중국의 장기채권시장이 발전하게 되면 경영자지분율이 부채만기에 미치는 영향의 경제적 의미도 함께 커질 것으로 기대할 수 있다.

통제변수들과 장기부채비중 사이의 관계는 대체로 선행연구들과 일치되는 결과를 보여주고 있다. 자산만기와 비정상이익을 제외한 나머지 대부분 변수들의 회귀계수가 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 주요 변수로서 레버리지는 장기부채비중 사이에 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 기본적으로 단기부채 위주로 많은 타인자본을 사용하게 되면 짧은 간격으로 도래하는 원금상환의 압박이 가중될 수 있기 때문에 장기부채를 선호할 것이라는 논리의 설명력이 높은 것으로 판단된다. 또한 예상과 같이 기업규모와 기업규모의 제곱 변수의 회귀계수는 각각 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)과 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 기업규모가 매우 작거나 매우 큰 기업의 경우 단기부채를 통한 자금조달을 선호하고 기업규모가 중간 수준인 기업들의 경우에는 대체로 규모가 커질수록 장기부채를 통한 자금조달을 선호하는 경향이 있음을 의미한다. 예상과 같이 자산만기와 장기부채비중 사이에 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났으나 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 중국 기업들의 경우 투자로 인해 발생하는 현금유입과 부채사용으로 인해 발생하는 현금유출(이자비용)을 일치시키는 자금조달 의사결정보다는 다른 요인을 고려한 자금조달 의사결정이 이루어지고 있음을 시사한다. 성장기회(시가장부가비율)와 장기부채비중 사이에 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대하였으나 이와 반대의 결과를 보이고 있다. 비정상이익의 회귀계수는 예상과 같이 음(-)의 값이지만 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다. 주식수익률의 표준편차의 회귀계수는 예상과 같이 유의한 양의 값을 나타내었으며, 이는 현금흐름의 변동성 혹은 유동성위험이 큰 기업이 장기부채비중이 높음을 의미한다. 규제산업터미와 이자율기간구조는 예상한 바와 같이 장기부채비중에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

4.2 경영자지분율과 부채만기의 관계: 정부지배기업과 민간지배기업의 비교

[Table 2]는 전체 표본을 정부지배기업과 민간지배기

업으로 나누어 각각에 대해 경영자지분율과 장기부채비중 사이의 관계를 회귀모형으로 추정한 결과이다. 정부지배기업 표본의 경우 경영자지분율과 장기부채비중은 통계적으로 유의하지 않지만 양(+)의 상관관계가 존재하는 반면, 민간지배기업 표본의 경우 경영자지분율과 장기부채비중은 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 따라서 중국 기업의 경우 정부지배기업은 경영자지분율과 부채만기 사이에 유의한 상관관계가 존재하지 않는 반면 민간지배기업은 Datta et al.(2005)가 주장한 바와 같이 경영자지분율이 높을수록 대리인비용이 경감하여 단기부채비중이 증가한다는 논리의 설명력이 크다고 볼 수 있다. 이러한 결과는 자본주의 경험이 짧고 경영자의 소유지분이 아직은 선진국 기업과 달리 작은 상황에서도 경영자에 대한 주식부여 인센티브시스템이 작동할 수 있음을 보여주는 것이다.

[Table 2] Managerial Ownership and Debt Maturity: State-Owned and Privately Owned Firms

	state owned	privately owned
intercept	-1.1964 (-0.57)	-3.5140*** (-4.99)
managerial ownership	0.2108 (0.82)	-0.1127*** (-3.28)
state ownership	0.1142* (1.83)	-0.0165 (-0.83)
largest shareholder ownership	-0.2170** (-2.49)	-0.0354 (-1.60)
leverage	0.0844** (2.17)	0.0938*** (4.38)
size	0.0614 (0.33)	0.2877*** (4.55)
size ²	-0.0005 (-0.12)	-0.0056*** (-3.90)
asset maturity	-0.0022 (-0.41)	0.0022 (0.81)
grwth opportunity	-0.0014 (-0.28)	0.0063** (2.11)
abnormal earning	0.0594 (0.28)	-0.1352 (-1.36)
standard deviation of stock return	2.3317** (2.39)	0.6276 (1.04)
regulation industry dummy	0.3492*** (10.61)	0.1073*** (2.92)
term structure slope	0.0289* (1.71)	0.0331*** (4.04)
year/industry effect	Yes	Yes
number of obs	900	3,435
adjusted R ²	0.2953	0.2404

한편, [Table 2]에서 보듯이 정부지배기업의 경우 대

체로 레버리지, 규제산업더미, 이자율기간구조 변수와 장기부채비중 사이에 통계적으로 유의한 상관관계가 존재함을 알 수 있다. 일반적으로 레버리지와 부채만기에 대한 의사결정은 동시에 이루어지기 때문에 정부지배기업 일지라도 레버리지가 부채만기에 유의한 영향을 미칠 수 있다. 규제산업에 속한 기업은 정부의 통제 하에 있으므로 부채만기에 대한 의사결정도 정부의 정책적 결정이 좌우될 것이다. 그리고 정부가 은행을 소유하고 있으므로 정부지배기업은 자금조달 시 이자율기간구조를 반영할 가능성이 높다. 이러한 점들을 고려하면 정부지배기업의 부채만기 선택은 해당 기업의 특성보다는 정부의 정책적 혹은 정치적 고려에 의해 이루어지고 있음을 시사한다.

민간지배기업의 경우 레버리지, 규제산업더미, 이자율기간구조 변수 외에도 기업규모, 기업규모의 제곱, 성장기회 등의 변수가 장기부채비중에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 민간지배기업의 경우 유동성위험, 성장기회 등과 같은 기업 고유의 특성이 부채만기구조에 영향을 미치고 있음을 의미한다.

5. 결론

본 연구는 한국 기업의 진출이 많은 중국시장을 대상으로 기업의 부채만기 결정요인을 검증하였다. 본 연구는 기업의 지배구조가 서구 선진국과 상이한 중국기업의 부채만기구조의 결정요인으로서 경영자지분율의 영향을 분석했다는 점에서 차별화된 의의가 있다. 본 연구의 핵심 가설은 정부지분율과 대주주지분율이 높은 지배구조로 인하여 대리인문제가 상이한 중국 기업의 경우에도 경영자지분율이 높을수록 주주와의 이해일치가 높아져 단기부채비중이 높아진다는 것이다. 실증분석 결과 및 시사점을 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 회귀분석에서 경영자지분율과 장기부채비중 사이에 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하여 중국 기업의 경우에도 서구 선진국과 동일한 결과를 확인하였다. 이러한 결과는 지배구조가 상이한 중국 기업의 경우에도 대리인문제의 해결책으로서 경영자지분율이 중요함을 시사한다.

둘째, 전체 표본을 정부지배기업과 민간지배기업으로 나누어 분석한 결과에서는 민간지배기업의 경우에만 경영자지분율과 장기부채비중 사이에 통계적으로 유의한

음(-) 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 정부지배 기업의 경우 정책적 혹은 정치적 목적에 의해 자본구조 및 부채만기구조가 결정되므로 민간지배기업에 한해서 대리인문제 경감을 위한 장치로서 경영자지분율의 선택이 중요할 수 있음을 의미한다. 시장경제 경험이 짧은 중국의 경우에도 향후 민영화가 진전됨에 따라 대리인문제의 해결 도구로서 경영자지분율이 부각될 필요가 있다는 점에서 본 연구 결과가 시사하는 바가 적지 않은 것으로 판단된다.

ACKNOWLEDGMENTS

본 논문은 2013-2014학년도 청주대학교 경영경제연구소가 지원한 학술연구조성비(특별연구비)에 의해 연구되었음.

REFERENCES

- [1] Barclay, Michael J. and Clifford W. Smith Jr., "The maturity structure of corporate debt, Journal of Finance", Vol. 50, pp. 609-631, 1995.
- [2] Barclay, Michael, Leslie Marx, and Clifford W. Smith Jr., "The joint determination of leverage and maturity", Journal of Corporate Finance, Vol. 9, pp. 49-167, 2003.
- [3] Brick, I. E. and S. A. Ravid, "On the Relevance of Debt Maturity Structure", Journal of Finance, Vol. 40, pp. 1423-1437, 1985.
- [4] Datta, Sudip, Mai Iskandar-Datta, and Kartik Raman, "Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt", Journal of Finance, Vol. 60, pp. 2333-2350, 2005.
- [5] Diamond, Douglas, "Debt maturity structure and liquidity risk", Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, pp. 709-737, 1991.
- [6] Firth, Michael., Chen Lin, Ping Liu, and Sonia M.L. Wong, "Inside the Black Box: Bank Credit Allocation in China's Private Sector", Journal of Banking and Finance, Vol. 33, pp. 1144-1155, 2009.
- [7] Flannery, Mark J., "Asymmetric information and risky debt maturity choice", Journal of Finance, Vol. 41, pp. 19-37, 1986.
- [8] Guedes, Jose and Tim Opler, "The determinants of the maturity of corporate debt issues", Journal of Finance, Vol. 51, pp. 1809-1833, 1996.
- [9] La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", Journal of Political Economy, Vol. 106, pp. 1113-1155, 1998.
- [10] Leland Hayne E. and Klaus B. Toft, "Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads", Journal of Finance, Vol. 51, pp. 987-1019, 1996.
- [11] Myers, Stewart, "Determinants of corporate borrowing", Journal of Financial Economics, Vol. 5, pp. 147-175, 1977.
- [12] Qian, Y., "Enterprise Reform in China: Agency Problems and Political Control", Economics of Transition, Vol. 4, pp. 427-447, 1996.
- [13] Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "Large shareholders and corporate control", Journal of Political Economy, Vol. 94, pp. 461-488, 1986.
- [14] Stohs, Mark H. and David C. Mauer, "The determinants of corporate debt maturity structure", Journal of Business Vol. 69, pp. 279-312, 1996.
- [15] Zheng, Ying and Yuande Zhu, "Bank Lending Incentives and Firm Investment Decisions in China", Journal of Multinational Financial Management, Vol. 23, pp. 146-165, 2013.

저자소개

최영목(Young-Mok Choi)

[정회원]



- 2000년 9월 : 중앙대학교 경영학과 (경영학석사)
 - 2005년 2월 : 중앙대학교 경영학과 (경영학박사)
 - 2005년 6월 ~ 2011년 2월 : 보험개발원 및 보험연구원 연구위원
 - 2011년 3월 ~ 현재 : 청주대학교 경영학과 교수
- <관심분야> : 펀드 성과평가, 배당정책, 자본구조