

한국의 무부채기업 특성에 관한 연구*

고봉찬*[†] (서울대학교 경영대학)

임지은[‡] (서울대학교 경영대학)

<요약>

기업재무의 자본구조이론에 의하면 부채의 절세효과를 통해 기업가치를 증가시킬 수 있다. 그러나 부채를 전혀 또는 거의 사용하지 않는 무부채기업이 한국에서도 상당히 많이 존재하고 있으며, 특히 1997년 외환위기 이후 이러한 현상이 더욱 두드러지고 있다. 따라서 본 연구에서는 한국거래소에 상장된 코스피 및 코스닥 기업을 대상으로 무부채 자본구조를 선택하는 기업들의 특성을 분석하고, 이러한 선택의 주요 결정요인에 대해 실증분석을 수행하였다. 그 결과 무부채기업들은 기업규모가 작고 현금보유가 많으며 배당을 많이 하는 특성을 갖는 것으로 나타났다.

또한 이러한 결정요인들이 무부채기업의 진입과 이탈 의사결정에는 어떻게 작용하는지 파악하기 위해 추가적인 분석을 실시한 결과, 코스피 기업에서는 이익의 변동성이 크고, 시가총액과 총자산이 작고 배당을 많이 하며, 현금 및 현금성 자산을 많이 보유할수록 무부채 진입결정을 내리는 것으로 나타났다. 코스닥기업의 경우 MB ratio가 크고, 유형자산이 작을수록 무부채 진입결정을 내리는 것으로 나타났다. 또한 수익성이 낮을수록 무부채기업에서 이탈하는 결정을 내리는 것으로 나타났는데, 이는 자본조달순서이론과 일치한다.

끝으로 이러한 기업들의 특성들을 통제된 상태에서 무부채기업 여부와 기업지배구조 변수들간에 어떠한 관계가 있는지 분석한 결과, 주주권리보호를 제외한 다른 변수들은 음의 부호를 가지는 것으로 나타나 지배구조 점수가 낮을수록 더 무부채기업을 선택하는 것으로 나타났다.

주제어: 무부채기업, 법인세 절세효과, 배당, 현금보유, 기업지배구조

* 본 연구는 서울대학교 경영연구소와 증권금융연구소의 연구비 지원으로 수행되었습니다.

[†] 서울시 관악구 관악로 서울대학교 경영대학 59-607 (우: 151-916); E-mail: bkho@snu.ac.kr; 전화: 02-880-8798.

[‡] 서울시 관악구 관악로 서울대학교 경영대학 58-413 (우: 151-916); E-mail: jelim@snu.ac.kr; 전화: 010-2599-2335

I . 서론

기업재무의 자본구조이론 중에서 상충이론(tradeoff theory)에 의하면 기업이 부채를 사용함에 따라 이자비용의 절세효과로 인해 기업가치가 증가되는 반면, 부채비율이 높아감에 따라 파산비용도 증가하게 되어 절세효과로 인한 기업가치 증가분을 상쇄하게 되고, 궁극적으로 기업가치를 최대화하는 최적 부채비율이 존재하게 된다. 따라서 최적 부채비율까지 부채를 사용하는 것이 기업가치 측면에서 합리적인 의사결정이라고 할 수 있으나, 현실적으로 많은 기업들이 최적 부채비율보다 훨씬 낮은 저부채를 사용하거나 아예 부채를 사용하지 않는 기업들이 많이 존재함에 따라 무부채기업 퍼즐(zero leverage puzzle)이라고까지 불리우고 있다. 예를 들면, Bessler et al. (2013)의 연구에 의하면, 전세계 20 개국에서 무부채기업의 비중이 1988 년에는 8.47% 정도였으나 2011 년에는 25.7%로 늘어나는 추세가 관찰되고 있다.

한국도 이런 현상에서 예외일 수 없는데, 1997 년의 외환위기를 경험한 이후 기업들은 위험을 회피하기 위해 현금보유 성향을 높이고 부채를 줄여왔다. 양규혁(2012)에 따르면 그 결과 제조업 기업들의 부채비율 평균은 2000 년에 224.6%에서 2010 년에 86.3%으로 크게 감소하였으며, 현금성 자산은 동일한 기간에 22.8 조원에서 88 조원으로 증가하였다. 결과적으로 순부채를 기준으로 계산한 무부채기업의 비율이 2002 년에 가장 낮은 33%을 기록한 후에 2007 년에 39%로 최고조에 이르렀으며, 동 기간 중 평균 35%의 비율을 차지하여 무부채기업의 비율이 의외로 높은 것이 사실이다. 이렇듯 무부채기업이 증가추세에 있음에도 불구하고 이러한 현상이 무슨 이유로 지속되는 것인지에 대해서는 아직 완전히 설명되지 못하고 있다. 대표적인 자본구조 결정이론인 상충이론과 자본조달순서이론은 부채가 절세효과와 낮은 정보비대칭성의 비용을 가지고 있기 때문에 부채의 사용을 지지한다. 그러나 이들 전통적인 이론들도 왜 기업들이 무부채를 선택하고 유지하는지에 대한 완전한 설명을 제시하지 못하고 있다.

이처럼 무부채기업이 한국 기업들에서도 상당히 존재하고 있음에도 불구하고 현재까지 이에 대한 연구가 많이 이루어져 있지 않은 상황이며, Bessler et al. (2013)가 연구한 20 개국 중에도 한국은 포함되어 있지 않다. 따라서 본 연구에서는 한국거래소에 상장되어 있는 코스피 및 코스닥 기업을 대상으로 무부채 혹은 저부채 자본구조를 선택하는 기업들의 특성을 분석하고, 이러한 선택의 결정요인에 대해 실증분석을

수행하고자 한다. 또한 무부채기업 여부를 선택하는데 있어서 기업지배구조 변수들이 어떠한 영향을 미치는지 분석해보고자 한다.

실증분석 결과, 한국의 무부채기업은 기업규모가 작고, 현금성 자산을 많이 보유하고 있고, 수익성이 높으며, 배당을 많이 하는 것으로 밝혀짐에 따라 기존 선행연구와 일치하는 점을 보여주었다. 즉, 소규모 기업일수록 무부채를 선택한다는 것은 상충이론과 일맥상통하며, 높은 수익성과 현금보유 기업일수록 무부채를 선택한다는 것은 자본조달순서이론과 맥을 같이 한다. 추가적으로 기업지배구조의 영향력 검증에서는 지배구조 점수가 낮을수록 무부채를 선택하는 것으로 나타났다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 자본구조에 관한 기존의 연구결과들을 검토하고, 제Ⅲ장에서는 실증분석을 위한 연구표본의 구성 및 주요 변수들의 정의와 측정방법을 설명하고, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하고 있다. 제Ⅴ장에서는 주요 결과를 요약하고 결론을 맺는다.

Ⅱ. 선행 연구

Modigliani and Miller(1958, MM)은 완전자본시장 가정 하에서 기업 가치는 투자기회에 의해 결정되기 때문에 자본조달을 내부적으로 하든지 외부적으로 하든지 기업 가치에는 영향을 주지 못한다는 무관련이론(irrelevance theory)을 주장하였으며, 이를 수식으로 간단히 $V_L = V_U$ 로 표시할 수 있겠다. 그러나 그 이후 법인세를 고려하는 MM(1963)의 수정이론에서는, 부채를 사용하는 기업의 가치는 부채를 사용하지 않는 기업의 가치보다 부채사용에 따른 이자비용 절세효과의 현가만큼 증가한다는 결과를 보여주었다. 이를 수식으로 간단히 $V_L = V_U + PV$ (이자비용의 절세효과)로 표시할 수 있으며, 결과적으로 기업은 필요 자금을 100% 차입으로 조달할 때 기업 가치가 극대화된다는 극단적인 결론에 도달하게 된다.

그러나 현실적으로 부채비율이 높아지면 채무불이행 가능성과 파산위험이 커지게 되므로 기대파산비용이 증가하게 된다. 따라서 기업의 부채 사용은 절세효과라는 긍정적 효과가 기대파산비용이라는 부정적 효과로 상쇄되어 기업가치가 최대화되는 최적 자본구조가 존재하게 된다는 것이 상충이론(Trade-off theory)이다. 이를 간단히 표현하면, $V_L = V_U + PV(\text{이자비용의 절세효과}) - PV(\text{기대파산비용})$ 로 표시할 수 있으며, 이러한

상충이론은 산업별 부채비율의 차이를 설명할 수 있다는 장점이 있는 반면에 수익성에 따른 부채비율의 차이는 설명하지 못하는 단점도 있다.

기업의 최적자본구조에 대해 위에서 언급한 법인세나 파산비용 외에도 대리인비용 (agency cost)도 고려해야 한다는 주장이 있다. Jensen 과 Meckling(1976)은 기업을 둘러싸고 있는 이해관계자들이 자신의 이익을 극대화하기 위해 노력하는 과정에서 발생하는 비용을 대리인비용이라 정의하였으며, 기업의 경영자와 외부 주주 간에 발생하는 자기자본의 대리인비용과 기업이 부채를 사용할 경우 채무자인 기업과 채권자 간에 발생하는 부채의 대리인비용이 존재한다. 부채의 대리인비용은 다시 과대투자문제와 과소투자문제로 나뉘볼 수 있는데, 과대투자문제는 부채 의존도가 큰 기업일수록 주주가 위험이 큰 투자안을 선호하는 문제를 말하며, 과소투자문제란 부채를 사용할 경우 순현가가 0 보다 큰 투자안이라 할지라도 그 순현가가 충분히 크지 않을 경우에는 그 투자안을 채택하지 않으려는 문제를 말한다. 이러한 대리인비용 가운데 자기자본의 대리인비용은 부채의존도가 높을수록 줄어들고, 부채의 대리인비용은 부채의존도가 높을수록 커진다. 따라서 이 두 대리인비용이 서로 상충관계에 있기 때문에 아래와 같이 기업의 총 대리인비용이 최소화되는 점을 찾을 수 있고 그에 따른 최적자본구조를 찾을 수 있다.

$$V_L = V_U + PV(\text{이자비용의 절세효과}) - PV(\text{기대파산비용}) \\ - PV(\text{부채의 대리비용}) + PV(\text{자기자본의 대리비용})$$

앞에서 논의한 자본구조이론들은 모든 정보가 기업 경영자와 외부투자자들 사이에 동일하게 전달된다는 가정 하에 논의되었다. 그러나 현실적으로는 경영자와 외부투자자들 사이에 정보비대칭이 존재하기 때문에 신호효과와 역선택의 문제가 발생하며, 이럴 경우 Myers(1984)는 기업은 내부유보자금 → 부채 → 신주발행의 순으로 자본을 조달한다는 자본조달순서이론(pecking order theory)을 제시하였다. 이 이론은 수익성이 높은 기업들이 왜 부채비율이 낮은지를 설명해 주고 왜 기업들이 여유자금을 보유하려고 하는지를 설명해줄 수 있다.

상충이론에 따르면 유형자산의 비중이 크고 이익의 규모가 큰 기업일수록 법인세 절세효과를 누리기 위해 부채비율이 높을 것이며, 반대로 무형자산의 비중이 크고 성장성이 높은 기업들은 기대파산비용이 크므로 낮은 부채비율을 가질 것으로 예측하는데 실증분석도 이를 잘 뒷받침하고 있다(Rajan 과 Zingales, 1995). 또한

자본조달순서이론에 따르면 수익성이 높은 기업일수록 내부유보자금이 많아 부채비율이 낮을 것이며, 신주발행을 통해 자금을 조달하는 기업은 신규투자안의 수익성이 매우 높거나 기업규모가 작아 차입을 통한 자금조달이 어려운 기업일 것이라고 예측하는데 실증 분석도 이를 잘 뒷받침하고 있다(Rajan 과 Zingales, 1995).

Ⅲ. 연구 표본의 구성

1. 분석대상 표본

본 연구에서는 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어있는 비 금융권의 모든 제조기업을 분석대상으로 하였다. 표본기간은 유가증권시장은 1985년 1월부터 2014년 12월까지, 코스닥시장은 2000년 1월부터 2014년 12월까지이며, 이 기간 중 유가증권시장 16,505개, 코스닥시장 12,994개의 기업-연도(firm-year) 관측치가 선택되었다. 재무제표와 같은 회계자료와 산업분류 등의 일반적인 사항에 대한 자료는 FnGuide에서 제공하는 DataGuidePro에서 추출하였고, 2005년부터 2013년까지의 기업별 지배구조 평가점수는 한국기업지배구조원에서 제공받았다. 금융산업의 기업들은 자본구조의 의미가 제조업 기업들과 차이가 있으므로 제외되었다.

2. 주요 변수

1) 부채 변수

본 연구에서는 재무제표 상의 부채 중에서도 매입채무, 미지급금, 선수금과 같이 상거래활동으로 인해 발생하는 부채보다는 이자부 부채가 관심의 대상이 된다. 따라서 단기부채는 단기차입금으로 측정하였고, 장기부채는 사채, 은행차입금, 금융리스부채를 포함하는 것으로 측정하였다. 여기서 단기부채가 0 이면서 장기부채도 0 인 기업은 무부채기업(Zero leverage firm, ZL)으로 정의하고, 단기와 장기부채의 합이 총자산 대비 5% 이하인 기업을 저부채기업(Almost zero leverage firm, AZL)으로 정의한다. 또한 단기와

장기부채의 합에서 현금 및 현금성 자산을 차감한 값이 0 보다 작으면 음의 부채기업(Nonpositive net debt firm: NPND)으로 정의한다.

$$\text{Market leverage} = (\text{장기부채} + \text{단기부채}) / (\text{장기부채} + \text{단기부채} + \text{기말발행주식수} \times \text{기말주가})$$

$$\text{Book leverage} = (\text{장기부채} + \text{단기부채}) / \text{총자산}$$

<표 1> 삽입

이상과 같은 부채 변수의 연도별 빈도 및 비율이 <표 1>에 보고되어 있다. <표 1>의 Panel A 는 코스닥기업의 부채변수를 보여준다. 전체적으로 코스피기업들에 비해 무부채기업(ZL) 및 저부채기업(AZL)의 비율이 높음을 확인할 수 있다. 연도 별로 약간의 차이는 존재하나 무부채기업은 대략 11% 정도이고, 저부채기업은 약 24% 정도 존재한다. <표 1>의 Panel B 는 코스피기업의 부채변수를 보여주고 있고, 코스닥기업보다 1997 년의 외환위기 이후에 뚜렷한 증가를 보여준다. 즉 외환위기 이전에는 무부채기업은 1% 이하이고 저부채기업은 1~2% 내외였는데, 그 이후 무부채기업은 4~5%까지 상승했고, 저부채기업은 4%까지 증가하였다. 또한 서브프라임 모기지사태가 발생한 2007 년을 보면 무부채기업은 8%까지 상승하였으며 저부채기업은 21%까지 상승하였다.

부채비율의 분포를 좀더 자세히 알아보기 위하여 부채비율 5% 구간마다 해당 기업수의 비율을 몇 개 연도에 대해 계산한 히스토그램이 <그림 1>에 제시되어 있다. 히스토그램에서도 볼 수 있듯이 무부채 또는 저부채를 선택하는 기업이 상당수 존재하며, 이러한 현상은 코스피보다 코스닥기업에서 더 뚜렷하게 나타나고 있다.

<그림 1> 삽입

이와 더불어 산업별로 무부채 또는 저부채기업이 어느 정도의 비율을 차지하는지 알아보기 위해 <표 2>에서는 산업별 분포를 보여주고 있다. 전체 자료에서는 산업간 관측 수 차이도 크고 너무 적은 샘플이 있는 산업군(ex. 농업, 임업, 어업)들이 많아서 분석하기 적절치 않으므로 특정 연도를 정하여 분포를 살펴보았다. 임의로 2000 년, 2005 년, 2010 년, 2014 년의 4 개 연도와 어느 정도 관측수가 확보되는 산업군 5 개를 뽑아 살펴본 결과, 연도 별로 약간의 차이가 있지만 대략 ‘도매 및 소매업’ 과 ‘출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업’ 산업군에서 무부채와 저부채기업의 비율이 높고, ‘제조업’

‘건설업’ ‘전문, 과학 및 기술 서비스업’ 산업군에서 무부채와 저부채기업의 비율이 낮음을 알 수 있다.

<표 2> 삽입

2) 설명 변수

기존 연구에서 기업의 자본구조결정에 영향을 주는 중요 변수로 알려진 변수들을 회귀분석에 포함시켰다. 이들은 주로 기업규모, 수익성, 성장성, 지배구조 등에 관한 변수들이며 자세한 변수의 정의는 부록 A에 기술하였다.

3) 유사기업 추출

무부채와 저부채기업의 특성을 유사기업과 비교 분석하기 위해서 유사기업 그룹을 만들었다. 즉, 무부채와 저부채기업 각각에 대해 동일 사업연도에 산업군이 같고, 배당여부가 동일하며, 기업규모(=log 시가총액)가 해당 기업의 80%에서 120%인 회사들 중에서 가장 값이 근사한 회사를 최대 4개까지 선정하였다.

<표 3> 삽입

<표 3>은 이상에서 설명한 주요 변수들에 대한 기초통계량을 보여주고 있는데, 무부채기업과 그의 유사기업과의 비교, 그리고 저부채기업과 그 유사기업 간의 수치를 전체 표본(Panal A), 배당을 지급하는 소표본(Panel B) 그리고 배당을 지급하지 않는 소표본(Panel C), 이렇게 세가지로 나누어 통계적으로 유의한지 비교해 보았다. 코스피와 코스닥 기업 모두 분석하였으나, 큰 차이가 없으므로 코스피기업 중심으로 살펴보겠다.

먼저 Panel A 전체 표본에서는 무부채와 저부채기업이 비슷한 결과를 보여준다. 단 tangibility, share repurchase, 그리고 earnings volatility 는 저부채기업에서는 유의하나 무부채기업에서는 유의하지 않는 것으로 나온다. 이는 무부채기업 수가 평균적으로 21 개에 지나지 않아 유의성검정이 어려운 것으로 판단된다. 그리고 변수 Size(=총자산의 로그값)와 log_asset(cpi 로 조정한 총자산의 로그값)은 해당 유사기업과 비교했을 때 더 작으며, 시가총액(log market cap)은 유사기업에 비해 크다. 이는 코스닥기업만 해당하는 결과이며, 코스피기업에서는 통계적 유의성이 없다. 뿐만 아니라 변수 Cash, profitability, dividend, share repurchase, research and development 은 유사기업에 비해 큰 값을 가지는

것으로 나타났으며, Tangibility, age, net debt issuance 은 유사기업에 비해 작은 값을 가지는 것으로 보인다.

배당을 지급하는 소표본인 Panel B 에서도 전체 표본과 거의 비슷한 결과를 보여주고 있다. 전체 표본에서는 코스닥기업만 유사기업에 비해 시가총액이 통계적으로 유의하게 크게 나왔으나, 배당을 지급하는 소표본에서는 코스피기업도 유의함을 보여준다.

마지막으로 배당을 지급하지 않는 소표본, Panel C 에서는 시가총액이 코스닥기업은 유사기업에 비해 크게 나왔고, 코스피기업은 유사기업에 비해 작게 나와 두 시장이 반대부호를 보여준다. Panel C 에서는 표본수가 적어서 (코스닥기업 36 개, 코스피기업 4 개) 통계적 유의성이 현저히 떨어지는 것으로 판단된다.

IV. 실증분석 결과

1. 무부채기업 결정요인

본 장에서는 무부채기업의 결정요인을 알아보기 위해 실증분석을 진행하였다. 무부채기업은 샘플 수가 작기 때문에 저부채기업을 나타내는 더미변수를 종속변수로 하였으며, 코스피기업은 1985 년 1 월부터 2014 년 12 월까지, 코스닥기업은 2000 년 1 월부터 2014 년 12 월까지의 모든 표본기업에 대한 패널자료를 이용하여 연도 고정효과 패널-로짓 회귀분석을 수행하였다.

설명변수는 앞 장에서 언급되었던 MB ratio, profitability, earnings volatility, log(market cap), log(asset), tangibility, dividend, cash, capital expenditure, research and development, 그리고 log(age)가 포함되었으면 설명변수(t)는 종속변수(t-1)의 시점보다 한 시점 전의 데이터로 분석한다.

<표 4> 삽입

분석 결과는 <표 3>에 보고되어 있다. 표의 괄호 안에 보고된 값은 t-값이고, 유의수준 1%, 5%, 10% 에 따라 각각 ***, **, * 을 부여하였다. 모델 (1)~(4)는 전체 표본 대상으로 분석을 진행하였고, 모델 (5)~(8)은 배당을 지급하는 소표본, 그리고 모델

(9)~(12)는 배당을 지급하지 않는 소표본을 대상으로 하여 분석하였다. 기업의 규모는 시가총액의 로그 값과 자산총액의 로그 값, 이 두 가지 변수를 이용하였으며 각각 앞의 두 열과 뒤의 두 열에 보고 되어있다.

코스닥과 코스피 기업의 공통적인 분석 결과는 다음과 같다. $\text{Log}(\text{asset})$ 이 작고 유형자산이 적으며 배당과 현금 보유를 많이 할수록 저부채기업으로 나타났다. 이 결과는 미국과 영국, 일본, 캐나다, 프랑스, 독일, 그리고 이탈리아의 기업들을 대상으로 이들 기업이 어떤 방법으로 자금조달을 하는지 분석하고, 부채비율을 결정하는 요인을 연구한 Rajan and Zingales(1995) 논문과 일치한다. Rajan and Zingales(1995)에서는 규모가 큰 기업일수록, 유형자산의 비중이 높을수록 부채비율이 높고, 수익성이 높을수록, 성장성이 높을수록 부채비율이 낮다고 제시하였다.

코스닥과 코스피 기업의 차이점은 코스피 기업에서는 시가총액이 작을수록 저부채를 선택하는 것으로 나온 것에 반해, 코스닥 기업에서는 시가총액이 클수록 저부채를 선택하는 것으로 나타났다. 또한 수익성이 높을수록 저부채를 선택하는 것으로 나오는데, 이는 코스피 기업보다 코스닥 기업에서 뚜렷하게 나타나고 있다. 또한 자본적 지출이 코스피 기업에서는 유의하지 않으나, 코스닥 기업에서는 적을수록 저부채를 선택하는 것으로 나오며, 기업의 나이가 적을수록 저부채를 선택하는 것으로 나온다.

이 분석결과는 상충이론과 자본조달순서이론 모두가 기업의 자금조달행태를 설명하는데 유용할 수 있다는 것을 보여준다. 상충이론에서는 유형자산의 비중이 높고 이익의 규모가 큰 기업일수록 법인세 절세효과와 향유를 위해 목표부채비율이 높을 것이며, 반대로 무형자산의 비중이 크고 성장성이 높은 기업들은 과산비용 등의 부담이 커 낮은 부채비율을 가질 것으로 예측하였다. <표 4> 에서 보여주는 자산총액의 로그 값과 유형자산이 작을수록 저부채를 선택하게 되는 결과가 이러한 상충이론의 논리와 부합한다. 자본조달순서이론에서는 수익성이 높은 기업일수록 축적된 유보이익이 많아 필요자금을 내부자금으로 조달하게 되므로 낮은 부채비율을 유지할 것이며, 신주발행을 통해 필요한 자금을 조달하는 기업은 신규투자안의 수익성이 매우 높거나 기업규모가 작아 차입이 어려운 기업일 것이라고 예측하였다. <표 4> 에서 보여주는 수익성이 높을수록 저부채를 선택하게 되는 결과는 이러한 자본조달순서이론의 논리와 일관성을 갖는다.

2. 무부채기업 진입과 이탈 의사결정

본 절에서는 앞서 분석한 결정요인들이 무부채기업의 진입과 이탈에는 어떻게 작용하는지 파악하기 위해 추가적인 분석을 실시하였다. 종속변수는 저부채기업으로의 진입과 이탈을 나타내는 더미변수이다. 전기에 저부채를 선택하지 않은 기업이 이번기에 저부채를 선택하면 진입기업으로 규정하고, 전기에 저부채를 선택하였으나 이번기에 저부채를 선택하지 않는다면 이탈기업으로 규정한다. 앞 절과 동일하게 코스피기업은 1985년 1월부터 2014년 12월까지, 코스닥기업은 2000년 1월부터 2014년 12월까지의 모든 표본기업에 대한 패널자료를 이용하여 패널-로짓 회귀분석을 수행하였다.

<표 5> 삽입

설명변수로는 앞 절에서 언급되었던 결정요인들을 사용하였으며 추가적으로 변수의 증분도 포함하여 분석해 보았으나 MB ratio 와 $\log(\text{asset})$ 변수를 제외한 다른 변수들은 통계적으로 유의하지 않음을 보여주고 있다.

설명변수들이 진입결정에 어떻게 영향을 미치는지 코스피기업과 코스닥기업으로 나누어서 살펴보면, 먼저 코스피 기업들은 기업의 이익의 변동성이 크고, 시가총액이 작고 배당을 많이 하며 현금 및 현금성 자산을 많이 보유할수록 진입결정을 내리는 것으로 나타났다. 또한 자본적 지출과 자산총액이 작고 연구개발비가 클수록 진입결정을 내리는 것으로 보인다. 코스닥기업의 분석결과를 보면 이익변동성, 시가총액, 현금 및 현금성 자산, 그리고 자산총액은 코스피기업의 결과와 같다. 차이가 있는 변수는 MB ratio 가 크고, 유형자산이 작을수록 진입결정을 내린다는 점이다. 이는 Rajan and Zingales(1995)의 결과와도 일맥상통하는 내용이며, 상충이론과 자본조달순서이론 모두를 내포하는 결과라고 할 수 있다.

다음으로 설명변수들이 저부채기업으로부터 이탈하는 결정에 어떤 영향을 미치는지 진입결정 분석과 다른 점에 초점을 맞춰 살펴보도록 한다. 코스피기업을 먼저 살펴보면 수익성과 유형자산이 작고 연구개발비와 이익의 변동이 클수록 저부채기업 이탈결정을 내린다는 것이다. 여기서 주목할 점은 유형자산이 낮을수록 저부채기업으로부터 이탈하는 결정을 내린다는 것인데, 이는 이전 분석결과와 상충하는 결과이다. 상충효과에 따르면 유형자산이 적으면 파산비용의 부담이 커져서 낮은 부채비율을 가지게 된다. 뿐만 아니라 유형자산을 차입의 담보개념으로 해석하는 입장에서 보더라도 보유하고

있는 유형자산이 적다면 차입 시 필요한 담보가치가 작아지므로 차입을 많이 할 수 없게 된다. 그런데 결과는 오히려 유형자산이 낮을수록 저부채기업을 이탈하는 것으로 나와 직관적으로 잘 이해가 되지 않을 수 있으나, 여기서 수익성과 유형자산의 변화분도 같이 놓고 해석을 해야 한다. 수익성이 낮은 기업이 저부채기업으로부터 이탈을 결정하는 것으로 나오는데 이는 자본조달순서이론과 일치한다. 수익성이 좋지 않기 때문에 내부유보자금이 충분하지 않게 되어 다음 자본조달 순서인 부채를 사용해야 하므로 저부채기업으로부터의 이탈이 일어나게 된다는 해석이 가능하다. 그리고 유형자산의 변화분을 보면 유형자산이 적어질수록 이탈이 일어나는 걸로 봐서 유형자산을 처분해야 할 정도로 수익성이 악화된 상태의 기업들이 연구개발 등에 필요한 자금조달을 외부 차입금을 하게 되어 저부채기업으로부터 이탈이 일어나게 된다고 해석할 수 있다.

3. 무부채기업과 기업지배구조

무부채기업의 결정요인에 대한 설명이 다양한 가운데, 무부채기업은 단순히 기업 내의 최고 의사결정을 하는 경영자, 즉 CEO 혹은 대주주의 선호에 의한 결과라고 볼 수도 있다. 즉 CEO가 개인적으로 부채를 사용하는데 있어서 보수적인 성향이 있다면 그 기업은 무부채 혹은 저부채를 선택하게 된다는 가설이다. 그러나 만약 기업지배구조가 탄탄하여 CEO를 견제하는 기능을 제대로 해준다면 CEO의 선호대로 의사결정을 내리기 힘들기 때문에 무부채기업을 선택할 가능성이 줄어들 수도 있다. 본 절에서는 이를 테스트 해보기 위해 기업 지배구조 인덱스를 이용하여 기업지배구조와 무부채기업 현상이 어떤 관계가 있는지 살펴해보도록 하겠다. 기업지배구조 인덱스는 한국기업지배구조원(CGS)에서 제공하는 지배구조평가 인덱스를 사용하였으며 인덱스 구성에 대한 자세한 설명은 부록을 참고하기 바란다. 간단한 인덱스 구성은 다음과 같다.

1)주주권리보호 2)이사회 3)공시 4)감사기구 5)경영과실배분 6)감점 그리고 7)총점

<표 6>

앞서 무부채기업 결정요인을 분석하는데 사용한 설명변수를 통제변수로 포함하여 분석을 진행한 결과, 1)주주권리보호를 제외한 다른 변수들은 음의 부호를 가진다. 이는 지배구조 점수가 낮을수록 더 무부채기업을 선택하는 것으로 해석이 가능하다. 즉,

지배구조가 탄탄한 기업은 CEO 를 견제하고 모니터링 할 수 있는 여력이 되지만, 지배구조가 약한 기업은 CEO 의 부채에 대한 보수적인 성향이 여과없이 기업의 의사결정에 영향을 미치게 되어 무부채기업을 선택하는 경향이 있어 보인다.

V. 결론

본 연구는 한국거래소에 상장되어 있는 코스피 및 코스닥 기업을 대상으로 무부채 혹은 저부채기업들의 특성을 분석하고, 이러한 경영선택에 대한 결정요인에 대해 실증분석을 수행하였다. 그 결과 기업규모가 작고 유형자산이 적으며 배당과 현금 보유를 많이 할수록 저부채를 선택하는 것으로 나타났으며, 이는 규모가 큰 기업일수록, 유형자산의 비중이 높을수록 부채비율이 높고, 수익성이 높을수록, 성장성이 높을수록 부채비율이 낮다는 결과를 보여준 Rajan and Zingales(1995) 논문과 일치한다.

다음으로 앞서 분석한 결정요인들이 무부채기업으로 진입과 이탈 의사결정에는 어떻게 작용하는지 파악하기 위해 추가적인 분석을 실시한 결과, 이익의 변동성이 크고, 시가총액과 자산총액이 작고 배당을 많이 하며 현금 및 현금성 자산을 많이 보유할수록 진입결정을 내리는 것으로 나타났다. 또한 자본적지출이 작고 연구개발비가 클수록 진입결정을 내리는 것으로 보인다. 코스닥기업의 분석결과를 보면 이익변동성, 시가총액, 현금 및 현금성 자산, 그리고 자산총액은 코스피기업의 결과와 같다. 차이가 있는 변수는 MB ratio 가 크고, 유형자산이 작을수록 진입결정을 내린다는 점이다. 이는 Rajan and Zingales(1995)의 결과와도 일맥상통하는 내용이며, 상충이론과 자본조달순서이론 모두를 내포하는 결과라고 할 수 있다. 더불어 수익성이 낮을수록 저부채기업에서 이탈하는 결정을 내린다는 결과도 얻었는데, 이는 자본조달순서이론과 일치한다. 수익성이 좋지 않기 때문에 내부유보자금이 충분하지 않게 되어 다음 자본조달 순서인 부채를 사용해야 하므로 저부채기업으로부터의 이탈이 일어나게 된다는 해석이 가능하다.

마지막으로 이러한 기업들의 특성들은 통제된 상태에서 기업지배구조와 무부채기업 현상이 어떤 관계가 있는지 알아본 결과, 주주권리보호를 제외한 다른 변수들은 음의 부호를 가지는 것으로 나타나 지배구조 점수가 낮을수록 더 무부채기업을 선택하는 것으로 나타났다.

참 고 문 헌

- 성현모 (2013), “성경적 관점과 현대재무관리이론의 관점에서 본 무차입 경영”, 로고스경영연구 11(4), 1-20.
- 양규혁 (2012), “무차입 경영 기업의 조세관련 특성에 관한 연구,” 국제회계연구 42(4), 1-32.
- 양규혁 (2014), “무차입경영 기업의 조세회피에 관한 연구”, 산업경제연구 27(4), 1723-1748.
- 원용희, 이미혜 (2005), “관광기업의 무차입경영전략에 관한 연구”, 산업경영논총 12, 13-23.
- Bessler, Wolfgang, Drobetz, Wolfgang, Haller, Rebekka, and Meier, Iwan (2013), “The international zero-leverage phenomenon”, *Journal of Corporate Finance* 23, 196-221.
- Byoun, Soku, and Zhaoxia Xu (2013), “Why Do Some Firms Go Debt Free?”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 42, 1-38.
- Devos, Erik, Dhillon, Upinder, Jagannathan, Murali, and Krishnamurthy, Srinivasan (2012), “Why are firms unlevered?”, *Journal of Corporate Finance* 18, 664-682.
- Graham, John R. (2000), “How Big Are the Tax Benefits of Debt?”, *Journal of Finance* 55(5), 1901-1941.
- Jensen, Michael C., and Meckling, William H. (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Modigliani, F., and M. Miller (1958), “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, 261-297.
- Myers, S. (1984), “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance* 39, 575-592.
- Rajan, R., Zingales, L. (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Strebulaev, Ilya A., and Baozhong Yang (2013), “The Mystery of Zero-leverage Firms”, *Journal of Financial Economics* 109, 1-23.
- Viet Anh Dang (2013), “An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK”, *International Review of Financial Analysis* 30, 189-202.

부 록

A. 실증분석에 사용된 변수 정의

변수명	변수 설명
Size	$\log(\text{총자산})$
Log(Asset)	$\log(\text{기말자산} \times 2000 \text{ 년도 소비자물가지수} / \text{당기 소비자물가지수})$
Log(Mcap)	$\log(\text{시가총액})$
Market to book	시가총액 / 자본의 장부가 $\text{자본의 장부가} = \text{보통주 납입자본금} + \text{자본잉여금} + \text{이익잉여금} - \text{자기주식} + \text{이연법인세부채}$
Cash	현금 및 현금성자산 / 총자산
Profitability	이자세금감가상각비 이전 기업이익(EBITDA) / 총자산
Dividend	보통주배당금 / 총자산
Share repurchase	자사주매입 / 총자산
Tangibility	유형자산 / 총자산
Tax	세금 / 총자산 $\text{세금} = \{ \text{계속사업법인세비용} + (\text{이연법인세자산} - \text{전년도 이연법인세자산}) - (\text{이연법인세부채} - \text{전년도 이연법인세부채}) \} / \text{총자산}$
R&D	연구개발비 / 매출액
Age	상장기간 상장일로부터 해당년도까지 기간(age1)과 시가총액이 처음 발생한 시작년도부터 해당년도까지의 기간(age2)을 비교하여 age1 이 age2 보다 클 경우 Age 는 age1 로 규정하고, 반대로 age1 이 age2 보다 작을 경우 Age 는 age2 로 규정
Earnings vol	과거 5 년간 이익변동성으로 자산 총액 대비 당기순이익의 분산으로 측정 (선행연구에서는 과거 10 년간의 이익변동성을 보았으나 한국은 표본기간이 짧은 관계로 5 년으로 임의 조정, 최소 3 개년 이상)
Capital expenditure	자본적 지출 / 총자산
Net debt issuance	$(\text{단기부채} + \text{장기부채} - \text{전년도 단기부채} - \text{전년도 장기부채}) / \text{총자산}$
Equity issuance	유상증자 / 총자산
Dividend group	Dividend 값이 0 이면 dividend group 은 0 이고, 0 이 아닐 경우 1 을 부여
Bond rate	채권의 신용등급 AAA 부터 D 까지 21 개 등급으로 나누어져 있음.
Bond rate num	AAA 부터 D 까지 21 개 등급에 1 부터 21 까지 번호를 부여
Rating dummy	Bond rate num 이 1 이상 숫자가 부여되어 있으면 1, 아니면 0
Inv grade	Bond rate 가 있고 Bond rate num 10 이하면(BBB-) 1 부여, 그 이하 등급이면 0
Bond rate score	Bond rate 등급에 따라 0 부터 0.05 씩 차이를 두고 1 까지 부여. Ex) Bondrate 가 AAA 면 bondrate score 은 1 부여, AA+면 0.95 부여.
Init ZL	맨 처음 시작시에 장단기 부채가 0 이면 init ZL 에 1 부여

Init AZL	맨 처음 시작시에 자산대비 장단기부채 비율이 5% 미만이면 init AZL 에 1 부여
----------	--

B. 기업지배구조 인덱스 구성

대분류	중분류	주요평가문항
주주권리보호	주주권리의 보호 및 행사 편의성	기업지배구조헌장 및 임직원 윤리규정 도입
		집중투표제, 서면투표제 및 전자투표제 도입
		적대적 M&A 관련 원천적 방어수단 도입
	소유구조	소수주주권 행사현황
		정기주주총회 개최 전 관련정보 사전제공
		최대주주 및 특수관계인의 지분을 합계
특수관계인과의 거래	등기임원의 지분을 합계	
	계열회사의 지분을 합계	
이사회	이사회의 구성	최대주주 및 특수관계인과의 거래실적
		계열회사와의 거래실적
		이사회의 사외이사 구성현황
	이사회의 운영, 평가 및 보상	대표이사와 이사회의장의 분리여부
		사외이사후보추천위원회, 보상위원회의 설치 및 구성현황
공시	공시일반	이사회 및 이사회 내 위원회의 활동내역 및 평가결과
		사외이사의 활동내용 및 평가결과
		등기임원에 대한 주식성과급 부여
	홈페이지 공시	기업설명회(IR) 실적 및 사전예고 여부
		자진(자율), 정정, 조회, 장마감 이후 공시 등 공시실적
감사기구	공시일반	영업손익 등 사업실적 및 예측정보 관련사항
		사외이사의 겸직 및 겸업내역
		이사회 및 이사회 내 위원회 관련사항
	홈페이지 공시	영업보고서 및 수시공시사항
		기업지배구조 모범기준과의 차이 및 평가등급
경영과실배분	공시일반	개별 등기임원 보수현황
		감사기구의 형태
		감사기구의 업무지원을 위한 독립된 감사부서 존재
	홈페이지 공시	감사위원회의 설치, 구성 및 운영현황
		외부감사인의 비 감사용역현황
홈페이지 공시	내부신고자 보호규정 및 관계사와의 거래투명성	
	관리시스템 마련	
경영과실배분	홈페이지 공시	배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향
		중간 또는 분기배당 실시여부

<표 1> 무부채기업의 연도별 분포

아래 표는 한국거래소에 상장되었던 비금융권의 기업들 중 무부채(또는 저부채)기업의 연도별 분포를 제시하고 있다. Panel A 는 코스닥시장에 상장되었던 12,994 개의 기업-연도 관측치에 대한 분포이며, Panel B 는 코스피시장에 상장되었던 16,505 개의 기업-연도 관측치에 대한 분포이다. 표에서 ZL 은 단기부채와 장기부채가 모두 0 인 무부채기업을 의미하고, ZLTD 는 장기부채가 0 인 무부채기업이며, AZL 는 총자산 대비 장기와 단기부채비율이 5% 이하인 저부채기업을 의미한다. 또한 NPND 기업(Non Positive Net Debt)은 단기부채와 장기부채의 합에 현금 및 현금성 자산을 차감한 값이 0 보다 작은 기업을 의미한다. 각 변수명 앞의 n 은 해당 기업의 개수를 나타낸다.□

year	N	n_ZL	n_ZLTD	n_AZL	n_NPND	ZL	ZLTD	AZL	NPND
Panel A : Kosdaq firms									
2000	386	16	49	76	71	4.15	12.69	19.69	18.39
2001	404	25	61	75	88	6.19	15.10	18.56	21.78
2002	591	65	145	144	162	11.00	24.53	24.37	27.41
2003	802	128	269	218	259	15.96	33.54	27.18	32.29
2004	807	126	277	224	259	15.61	34.32	27.76	32.09
2005	852	132	264	225	304	15.49	30.99	26.41	35.68
2006	891	123	269	250	310	13.80	30.19	28.06	34.79
2007	948	109	290	257	309	11.50	30.59	27.11	32.59
2008	968	98	287	203	265	10.12	29.65	20.97	27.38
2009	975	109	301	213	287	11.18	30.87	21.85	29.44
2010	967	109	307	234	300	11.27	31.75	24.20	31.02
2011	974	82	273	223	287	8.42	28.03	22.90	29.47
2012	969	97	272	222	291	10.01	28.07	22.91	30.03
2013	985	100	278	233	325	10.15	28.22	23.65	32.99
2014	1,011	100	306	258	373	9.89	30.27	25.52	36.89
Total	12,994	1,424	3,677	3,085	3,933	10.96	28.30	23.74	30.27
Panel B : Kospifirms									
1985	244	1	3	5	11	0.41	1.23	2.05	4.51
1986	253	0	3	4	5	0.00	1.19	1.58	1.98
1987	255	0	3	4	8	0.00	1.18	1.57	3.14
1988	360	1	5	7	18	0.28	1.39	1.94	5.00
1989	458	2	10	6	34	0.44	2.18	1.31	7.42
1990	512	4	16	10	34	0.78	3.13	1.95	6.64
1991	531	5	12	7	10	0.94	2.26	1.32	1.88
1992	529	5	12	11	25	0.95	2.27	2.08	4.73
1993	535	3	10	9	26	0.56	1.87	1.68	4.86
1994	555	4	14	10	33	0.72	2.52	1.80	5.95
1995	578	0	10	7	31	0.00	1.73	1.21	5.36
1996	614	2	11	9	33	0.33	1.79	1.47	5.37
1997	610	3	8	11	34	0.49	1.31	1.80	5.57
1998	571	6	19	23	58	1.05	3.33	4.03	10.16
1999	572	11	38	40	43	1.92	6.64	6.99	7.52
2000	566	18	48	51	36	3.18	8.48	9.01	6.36
2001	570	22	63	71	79	3.86	11.05	12.46	13.86
2002	597	28	82	84	101	4.69	13.74	14.07	16.92
2003	596	34	112	95	115	5.70	18.79	15.94	19.30
2004	607	51	123	108	119	8.40	20.26	17.79	19.60
2005	617	46	123	111	142	7.46	19.94	17.99	23.01
2006	617	51	134	116	147	8.27	21.72	18.80	23.82
2007	624	50	132	134	145	8.01	21.15	21.47	23.24
2008	625	32	122	86	119	5.12	19.52	13.76	19.04
2009	634	42	147	103	124	6.62	23.19	16.25	19.56
2010	634	36	150	115	141	5.68	23.66	18.14	22.24
2011	657	23	125	98	125	3.50	19.03	14.92	19.03
2012	660	32	125	114	143	4.85	18.94	17.27	21.67
2013	657	34	125	118	144	5.18	19.03	17.96	21.92
2014	667	31	133	127	148	4.65	19.94	19.04	22.19
Total	16,505	577	1,918	1,694	2,231	3.50	11.62	10.26	13.52

<표 2> 무부채기업의 산업-연도별 분포

아래 표는 무부채(또는 저부채)기업의 산업-연도별 분포를 보여준다. 지면관계 상 연도는 2000, 2005, 2010, 2014 년의 네개 연도에 대해서, 그리고 산업분류는 한국표준산업분류(KSIC code)의 대분류에서 대표산업 5 가지를 제시하였다. 첫번째, 두번째 열은 무부채 및 저부채기업의 동일가중평균값을 의미하며 세번째, 네번째 열은 시가총액 기준의 가치가중평균값을 의미한다. Panel A 는 한국거래소의 코스닥기업에 대한 것이고, Panel B 는 코스피기업에 대한 것이다.

산업	Equal-weighted avg		value-weighted avg		N	
	ZL	AZL	ZL	AZL		
Panel A : Kosdaq firms						
2000	제조업	3.10	17.05	5.30	20.62	258
	건설업	6.67	6.67	7.02	7.02	15
	도매 및 소매업	8.11	29.73	19.28	45.06	37
	출판,영상,방송통신,정보서비스	5.88	25.49	4.06	12.61	51
	전문, 과학 및 기술서비스업	0.00	28.57	0.00	10.37	7
2005	제조업	12.45	22.16	16.47	26.46	546
	건설업	20.83	50.00	16.44	41.59	24
	도매 및 소매업	16.42	32.84	7.71	46.89	67
	출판,영상,방송통신,정보서비스	21.83	31.69	33.62	38.99	142
	전문, 과학 및 기술서비스업	26.92	46.15	12.03	38.29	26
2010	제조업	6.70	19.48	5.09	19.84	657
	건설업	16.00	28.00	13.27	22.43	25
	도매 및 소매업	16.92	29.23	17.66	38.41	65
	출판,영상,방송통신,정보서비스	26.03	39.04	33.81	52.97	146
	전문, 과학 및 기술서비스업	7.14	25.00	1.26	16.78	28
2014	제조업	6.23	20.11	6.82	23.14	706
	건설업	11.54	34.62	19.60	45.13	26
	도매 및 소매업	8.47	18.64	20.27	36.48	59
	출판,영상,방송통신,정보서비스	25.00	50.69	18.70	64.21	144
	전문, 과학 및 기술서비스업	11.76	29.41	9.17	47.13	34
Panel B : Kospifirms						
2000	제조업	2.54	10.15	1.23	8.17	394
	건설업	2.78	5.56	1.00	2.03	36
	도매 및 소매업	2.33	6.98	0.67	1.29	43
	출판,영상,방송통신,정보서비스	14.29	14.29	0.53	0.53	14
	전문, 과학 및 기술서비스업	6.67	6.67	4.32	4.32	45
2005	제조업	7.16	17.90	0.89	7.89	419
	건설업	5.56	8.33	0.58	0.68	36
	도매 및 소매업	10.00	18.00	1.60	3.55	50
	출판,영상,방송통신,정보서비스	13.04	26.09	4.48	18.35	23
	전문, 과학 및 기술서비스업	6.12	18.37	3.24	15.27	49
2010	제조업	4.65	17.85	0.39	7.31	409
	건설업	2.70	5.41	6.68	7.21	37
	도매 및 소매업	7.69	25.00	2.76	8.61	52
	출판,영상,방송통신,정보서비스	20.00	32.00	0.93	9.78	25
	전문, 과학 및 기술서비스업	4.92	16.39	0.64	17.12	61
2014	제조업	4.87	18.33	0.91	38.82	431
	건설업	2.86	8.57	16.44	17.48	35
	도매 및 소매업	5.17	24.14	3.34	13.90	58
	출판,영상,방송통신,정보서비스	7.69	30.77	0.31	27.42	26
	전문, 과학 및 기술서비스업	3.08	18.46	1.06	21.88	65

<표 3> 무부채기업 주요 변수의 기초통계량

아래 표는 무부채(또는 저부채)기업과 유사기업(proxy firms) 간의 주요 특성변수들의 차이 비교를 전체 표본(Panal A), 배당을 지급하는 소표본(Panal B) 그리고 배당을 지급하지 않는 소표본(Panal C)의 세가지로 나누어 분석한 결과이다. ZL은 무부채기업(단기부채와 장기부채가 모두 0)을 의미하며, AZL은 저부채기업(총자산 대비 장기와 단기부채비율이 5% 이하)을 의미한다. ALL열은 해당 표본의 전체 평균값을 의미한다. 모든 변수에 대한 정의는 부록에 제시되어 있다..

Variable	Kosdaq							Kospi						
	ZL	Proxy	t-stat.	AZL	Proxy	t-stat.	ALL	ZL	Proxy	t-stat.	AZL	Proxy	t-stat.	ALL
Panel A: Comparison of ZL and AZL firms for Kosdaq and Kospi firms														
Log(asset)	24.50	24.77	-9.28	24.57	24.85	-14.10	24.77	25.34	25.87	-5.72	25.36	25.84	-9.15	26.07
Log(asset_cpi)	24.31	24.59	-9.28	24.38	24.66	-14.10	24.58	25.37	25.90	-5.72	25.44	25.92	-9.15	26.15
Log(mktcap)	24.48	24.23	2.71	24.43	24.29	4.26	24.15	24.78	24.69	1.28	24.64	24.57	1.25	24.75
Cash	0.12	0.09	5.11	0.12	0.07	8.71	0.08	0.11	0.06	10.23	0.10	0.06	7.05	0.06
Profitability	0.10	0.08	5.25	0.09	0.07	5.34	0.05	0.14	0.09	3.62	0.12	0.09	4.23	0.09
Tangibility	0.18	0.25	-8.96	0.20	0.28	-18.30	0.28	0.33	0.35	-0.75	0.32	0.35	-2.76	0.36
Market leverage	0.00	0.29	-9.73	0.02	0.33	-19.39	0.31	0.00	0.45	-15.51	0.05	0.51	-27.38	0.50
Book leverage	0.00	0.24	-13.89	0.01	0.28	-31.19	0.25	0.00	0.32	-13.46	0.02	0.35	-22.61	0.34
MB ratio	1.68	1.90	-1.25	1.75	2.02	-2.24	1.98	1.42	1.33	0.53	1.18	1.15	0.49	1.41
Dividend	0.02	0.01	8.79	0.01	0.01	18.88	0.01	0.01	0.01	6.39	0.01	0.00	7.57	0.00
Share repurchase	0.00	0.00	0.39	0.00	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00	1.26	0.00	0.00	2.36	0.00
Tax	0.21	0.15	0.92	0.11	0.24	-1.84	0.13	0.04	0.04	-0.20	0.06	0.05	0.79	0.04
Research & Development	0.02	0.02	1.63	0.03	0.02	2.83	0.02	0.01	0.00	2.92	0.01	0.00	2.60	0.00
Age	4.66	5.63	-6.17	5.02	5.79	-11.83	5.95	12.29	14.18	-1.97	12.67	14.38	-4.80	14.83
Capital expenditure	0.04	0.07	-4.10	0.04	0.08	-5.50	0.06	0.05	0.06	-0.17	0.05	0.06	-0.85	0.06
Earnings volatility	0.11	0.10	1.32	0.11	0.10	0.53	0.12	0.06	0.06	0.88	0.06	0.05	1.64	0.05
Equity issuance	0.05	0.08	-1.56	0.08	0.07	0.92	0.08	0.07	0.07	-0.47	0.08	0.08	-0.15	0.08
Net debt issuance	-0.04	0.02	-4.23	-0.04	0.02	-4.99	0.00	-0.06	0.01	-3.14	-0.06	0.01	-4.79	0.01
Bondrate score	0.45	0.44	1.01	0.46	0.44	1.51	0.42	0.62	0.57	2.36	0.60	0.58	1.64	0.66
Rating dummy	0.04	0.10	-5.37	0.03	0.10	-9.25	0.10	0.06	0.22	-5.24	0.08	0.21	-5.88	0.22
Inv grade	0.31	0.24	0.81	0.35	0.26	1.27	0.26	0.87	0.70	3.43	0.76	0.66	3.41	0.75
Init ZL	0.58	0.12	7.61	0.31	0.09	9.70	0.13	0.26	0.04	5.53	0.12	0.02	6.64	0.02
Init AZL	0.73	0.30	7.53	0.61	0.22	13.07	0.27	0.36	0.07	8.77	0.26	0.03	9.85	0.05
Number of observations	84	277		181	600		764	21	96		56	239		550
Panel B: Comparison of dividend-paying ZL and AZL firms for Kosdaq and Kospi firms														
Log(asset)	24.69	24.95	-6.62	24.72	25.01	-7.97	24.95	25.82	26.21	-4.38	25.87	26.32	-8.17	26.53
Log(asset_cpi)	24.50	24.76	-6.62	24.54	24.83	-7.97	24.77	25.70	26.09	-4.38	25.77	26.22	-8.17	26.45
Log(mktcap)	24.61	24.44	2.91	24.57	24.43	2.49	24.37	25.59	25.15	3.44	25.43	25.13	8.24	25.38
Cash	0.12	0.09	2.59	0.11	0.08	5.37	0.08	0.11	0.07	3.97	0.09	0.06	12.28	0.07
Profitability	0.14	0.13	2.38	0.13	0.12	2.35	0.12	0.13	0.10	3.90	0.12	0.10	6.27	0.10
Tangibility	0.20	0.27	-7.05	0.22	0.31	-15.20	0.30	0.31	0.34	-1.36	0.31	0.36	-6.51	0.36

Market leverage	0.00	0.24	-12.16	0.02	0.31	-18.62	0.25	0.00	0.39	-13.79	0.03	0.46	-22.68	0.43
Book leverage	0.00	0.19	-16.77	0.01	0.24	-39.74	0.18	0.00	0.25	-11.37	0.02	0.29	-19.97	0.27
MB ratio	1.55	1.50	0.23	1.56	1.45	1.39	1.41	1.55	1.02	4.12	1.26	0.97	4.75	1.02
Dividend	0.02	0.01	11.80	0.02	0.01	16.70	0.01	0.02	0.01	8.58	0.02	0.01	16.80	0.01
Share repurchase	0.00	0.00	0.66	0.00	0.00	0.86	0.00	0.00	0.00	0.73	0.00	0.00	2.16	0.00
Tax	0.14	0.06	1.73	0.16	0.20	-0.33	0.11	0.00	0.04	-1.67	0.03	0.05	-1.44	0.04
Research & Development	0.02	0.01	2.27	0.02	0.01	6.59	0.01	0.01	0.01	2.31	0.01	0.01	2.84	0.00
Age	4.62	5.47	-4.47	4.85	5.67	-6.51	5.81	11.22	14.01	-3.03	12.67	15.66	-6.38	16.21
Capital expenditure	0.05	0.09	-6.00	0.05	0.09	-9.36	0.08	0.07	0.06	0.68	0.06	0.07	-1.21	0.06
Earnings volatility	0.07	0.05	3.19	0.06	0.05	2.41	0.05	0.04	0.04	2.46	0.04	0.04	2.81	0.03
Equity issuance	0.02	0.02	1.50	0.02	0.02	0.31	0.02	0.01	0.01	-1.21	0.02	0.01	1.17	0.01
Net debt issuance	-0.02	0.02	-4.06	-0.02	0.03	-5.03	0.02	-0.03	0.02	-2.42	-0.02	0.02	-4.75	0.02
Bondrate score	0.52	0.50	0.65	0.55	0.49	2.70	0.52	0.64	0.61	1.73	0.64	0.61	2.00	0.70
Rating dummy	0.03	0.08	-4.88	0.03	0.08	-5.85	0.07	0.09	0.29	-5.47	0.12	0.30	-6.86	0.29
Inv grade	0.33	0.37	-0.44	0.49	0.37	1.44	0.44	0.92	0.81	3.37	0.86	0.76	3.12	0.84
Init ZL	0.59	0.11	8.21	0.35	0.08	5.78	0.14	0.33	0.06	4.03	0.16	0.03	5.27	0.03
Init AZL	0.74	0.31	7.68	0.64	0.2	10.41	0.3	0.48	0.11	6.70	0.34	0.05	9.10	0.07
Number of observations	52	160		112	353		332	22	98		62	255		392

Panel C: Comparison of zero-dividend ZL and AZL firms for Kosdaq and Kospi firms

Log(asset)	24.19	24.53	-8.41	24.32	24.61	-8.57	24.63	24.52	25.38	-6.08	24.83	25.44	-8.31	25.75
Log(asset_cpi)	23.98	24.34	-8.41	24.13	24.42	-8.57	24.44	24.54	25.39	-6.08	24.91	25.52	-8.31	25.83
Log(mktcap)	24.28	23.97	1.54	24.23	24.12	2.39	23.99	23.59	24.00	-2.44	23.66	23.98	-2.75	24.23
Cash	0.14	0.08	11.30	0.12	0.07	8.47	0.07	0.11	0.06	6.51	0.10	0.06	5.21	0.06
Profitability	0.01	0.01	2.14	0.02	0.00	2.91	0.00	0.04	0.03	0.63	0.04	0.05	-0.58	0.05
Tangibility	0.13	0.23	-8.65	0.17	0.24	-9.28	0.27	0.30	0.34	-1.06	0.31	0.35	-2.26	0.36
Market leverage	0.00	0.34	-15.45	0.03	0.35	-19.46	0.36	0.00	0.55	-17.26	0.07	0.58	-26.15	0.58
Book leverage	0.00	0.30	-28.02	0.01	0.33	-33.45	0.30	0.00	0.41	-15.71	0.01	0.42	-22.57	0.41
MB ratio	1.88	2.47	-2.49	2.08	2.84	-2.80	2.44	1.28	1.81	-1.40	1.14	1.67	-2.27	2.09
Dividend	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00
Share repurchase	0.00	0.00	0.15	0.00	0.00	0.26	0.00	0.00	0.00	0.97	0.00	0.00	0.57	0.00
Tax	0.37	0.29	0.19	0.05	0.29	-2.70	0.13	0.21	0.12	0.36	0.27	0.08	1.29	0.05
Research & Development	0.04	0.03	0.84	0.04	0.03	1.34	0.03	0.01	0.00	1.18	0.00	0.00	-1.15	0.00
Age	5.16	5.87	-5.09	5.24	5.96	-5.31	6.06	16.11	16.38	-0.27	15.12	15.86	-1.20	15.35
Capital expenditure	0.01	0.05	-1.66	0.02	0.05	-2.52	0.04	-0.06	-0.01	-0.74	-0.01	0.01	-0.48	0.03
Earnings volatility	0.19	0.16	0.85	0.18	0.18	0.14	0.17	0.20	0.17	0.74	0.15	0.13	0.86	0.10
Equity issuance	0.09	0.11	-1.06	0.14	0.10	1.74	0.09	0.13	0.14	-0.15	0.13	0.16	-0.47	0.12
Net debt issuance	-0.08	0.01	-2.88	-0.08	0.01	-4.17	-0.02	-0.19	-0.05	-1.60	-0.15	-0.06	-3.20	-0.02
Bondrate score	0.31	0.38	-1.00	0.33	0.39	-2.38	0.38	0.37	0.40	-0.36	0.33	0.43	-3.94	0.52
Rating dummy	0.08	0.12	-1.90	0.04	0.14	-8.17	0.12	0.04	0.22	-4.34	0.06	0.21	-5.64	0.21
Inv grade	0.09	0.09	0.43	0.06	0.16	-1.76	0.17	0.20	0.24	-0.57	0.11	0.28	-4.86	0.49
Init ZL	0.51	0.13	7.00	0.27	0.11	6.52	0.11	0.11	0.02	2.98	0.08	0.01	4.02	0.01
Init AZL	0.68	0.27	6.39	0.56	0.24	13.02	0.24	0.19	0.03	4.25	0.15	0.02	5.13	0.02
Number of observations	36	117		70	248		432	4	21		11	52		250

〈표 4〉 저부채기업 결정요인에 대한 패널-로짓회귀분석 결과

아래 표는 한국거래소에 상장되었던 비금융권 기업들에 대한 연도 고정효과 패널-로짓회귀분석을 추정한 결과이다. 종속변수는 저부채기업(AZL: 총자산 대비 장기와 단기부채비율이 5% 이하인 기업)이면 1 인 더미변수이고, 모든 독립변수는 종속변수보다 한 시점 전의 값이다. Panel A 는 코스피 기업(1985년 1월~2014년 12월)을 대상으로 분석한 결과이며, Panel B 는 코스닥 기업(2000년 1월~2014년 12월)에 대한 것이다. 또한 (1)~(4)열은 전체 표본을 대상으로 분석한 것이고, (5)~(8)열은 배당을 지급하는 소표본, (9)~(12)열은 배당을 지급하지 않는 소표본에 대한 결과이다. 모든 변수에 대한 정의는 부록에 제시되어 있다. t-값은 괄호 안에 제시되어 있으며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Panel A. KOSPI firms	All firms				DP firms				ZD firms			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
MB ratio	0.000 (0.081)	0.000 (0.077)	-0.009 (-0.294)	-0.011 (-0.328)	0.071 (1.513)	0.105 (1.039)	0.067* (1.677)	0.136 (1.529)	-0.002 (-0.181)	-0.001 (-0.167)	-0.027 (-0.701)	-0.032 (-0.800)
Profitability	0.990 (1.466)	0.767 (1.115)	1.606** (2.432)	1.457** (2.154)	1.671 (1.519)	1.150 (1.001)	1.654 (1.516)	1.157 (1.010)	-0.465 (-0.502)	-0.372 (-0.400)	0.503 (0.541)	0.649 (0.684)
Earnings volatility	0.146 (0.605)	0.151 (0.622)	-0.093 (-0.347)	-0.086 (-0.322)	0.658 (0.736)	0.752 (0.823)	-0.033 (-0.036)	0.063 (0.069)	0.099 (0.368)	0.103 (0.378)	-0.030 (-0.105)	-0.040 (-0.137)
Log(mktcap)	-0.139** (-2.473)	-0.138** (-2.394)			-0.135* (-1.738)	-0.137 (-1.554)			-0.294*** (-2.967)	-0.317*** (-3.088)		
Log(asset)			-0.797*** (-9.840)	-0.764*** (-9.204)			-0.976*** (-8.670)	-0.927*** (-8.032)			-0.835*** (-5.931)	-0.856*** (-5.786)
Tangibility	-2.140*** (-5.476)	-1.992*** (-4.923)	-1.813*** (-4.552)	-1.770*** (-4.305)	-2.538*** (-4.908)	-2.225*** (-4.072)	-2.156*** (-4.040)	-1.988*** (-3.535)	-2.12*** (-3.158)	-2.07*** (-3.014)	-1.789*** (-2.596)	-1.826*** (-2.574)
Dividend	51.541*** (8.390)	54.009*** (8.352)	41.956*** (6.864)	45.309*** (7.048)	51.401*** (7.237)	53.812*** (7.112)	42.072*** (5.985)	45.335*** (6.057)				
Dividend group	0.044 (0.278)	-0.015 (-0.093)	0.321* (1.942)	0.230 (1.372)								
Cash	5.375*** (8.052)	5.259*** (7.663)	5.074*** (7.566)	5.025*** (7.289)	6.382*** (6.606)	6.520*** (6.478)	6.313*** (6.484)	6.488*** (6.406)	4.844*** (4.372)	4.520*** (3.954)	4.233*** (3.799)	4.038*** (3.516)
Capital expenditure		-0.250 (-1.440)		-0.075 (-0.397)		-0.339 (-0.984)		-0.121 (-0.307)		-0.266 (-1.186)		-0.116 (-0.489)
Research&development		2.162 (0.505)		2.356 (0.553)		-0.727 (-0.124)		-1.490 (-0.247)		6.695 (1.127)		6.734 (1.140)
Log(age)		-0.234** (-2.340)		-0.116 (-1.127)		-0.357*** (-2.803)		-0.193 (-1.467)		-0.246 (-1.323)		-0.096 (-0.497)
Constant	-3.502** (-2.524)	-3.272** (-2.289)	12.627*** (6.302)	11.918*** (5.845)	-0.094 (-0.046)	0.848 (0.369)	22.741*** (7.573)	21.868*** (7.153)	-0.647 (-0.283)	0.049 (0.021)	12.783*** (3.856)	13.265*** (3.842)
Observations	15,117	14,663	15,117	14,663	8,506	8,277	8,506	8,277	6,611	6,386	6,611	6,386
Number of firm	894	885	894	885	799	790	799	790	733	722	733	722
Year fixed effect	Yes											

Panel B. Kosdaq firms	All firms				DP firms				ZD firms			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
MB ratio	0.002 (0.328)	0.005 (0.836)	-0.000 (-0.034)	0.003 (0.456)	-0.189** (-2.357)	-0.270*** (-2.841)	-0.090 (-1.435)	-0.144* (-1.956)	0.005 (0.879)	0.004 (0.699)	0.002 (0.360)	0.002 (0.265)
Profitability	0.992*** (2.889)	0.993*** (2.780)	1.685*** (4.866)	1.575*** (4.364)	3.825*** (3.547)	3.901*** (3.302)	4.351*** (4.053)	4.473*** (3.815)	0.498 (1.439)	0.499 (1.361)	1.221*** (3.401)	1.100*** (2.915)
Earnings volatility	-0.117 (-0.768)	-0.127 (-0.817)	-0.215 (-1.385)	-0.226 (-1.427)	1.599 (1.538)	1.040 (0.925)	1.634 (1.575)	1.110 (0.996)	-0.204 (-1.325)	-0.184 (-1.177)	-0.289* (-1.848)	-0.271* (-1.707)
Log(mktcap)	0.113** (2.090)	0.097* (1.719)			0.205* (1.663)	0.223 (1.639)			0.138** (2.108)	0.118* (1.738)		
Log(asset)			-0.629*** (-8.488)	-0.570*** (-7.214)			-0.916*** (-6.419)	-0.924*** (-5.760)			-0.586*** (-6.781)	-0.520*** (-5.753)
Tangibility	-4.156*** (-12.664)	-3.577*** (-10.327)	-3.924*** (-11.809)	-3.480*** (-9.988)	-5.410*** (-9.769)	-4.502*** (-7.110)	-5.262*** (-9.339)	-4.681*** (-7.323)	-3.948*** (-9.594)	-3.486*** (-8.197)	-3.630*** (-8.760)	-3.276*** (-7.686)
Dividend	45.622*** (8.936)	46.114*** (8.325)	41.969*** (8.251)	43.252*** (7.851)	48.116*** (7.412)	47.540*** (6.748)	42.692*** (6.603)	43.058*** (6.156)				
Dividend group	0.046 (0.360)	0.100 (0.740)	0.183 (1.427)	0.236* (1.715)								
Cash	2.616*** (6.179)	2.539*** (5.571)	2.470*** (5.846)	2.468*** (5.433)	2.986*** (3.835)	3.105*** (3.637)	2.668*** (3.416)	2.853*** (3.338)	2.807*** (5.326)	2.446*** (4.357)	2.668*** (5.100)	2.407*** (4.317)
Capital expenditure		-0.807*** (-4.184)		-0.538*** (-2.869)		-1.145* (-1.889)		-0.589 (-0.964)		-0.670*** (-3.264)		-0.462** (-2.315)
Research&development		0.275 (0.428)		0.240 (0.377)		11.069*** (3.084)		10.324*** (2.887)		-0.006 (-0.010)		-0.004 (-0.006)
Log(age)		-0.484*** (-5.707)		-0.389*** (-4.558)		-0.640*** (-4.898)		-0.419*** (-3.152)		-0.388*** (-3.507)		-0.313*** (-2.829)
Constant	-4.889*** (-3.627)	-3.629** (-2.547)	13.653*** (7.354)	12.895*** (6.548)	-6.846** (-2.257)	-6.212* (-1.869)	21.467*** (5.918)	22.338*** (5.532)	-5.628*** (-3.455)	-4.430*** (-2.594)	12.367*** (5.748)	11.301*** (5.034)
Observations	11,471	10,720	11,471	10,720	5,165	4,702	5,165	4,702	6,306	6,018	6,306	6,018
Number of firm	1,322	1,275	1,322	1,275	941	844	941	844	1,099	1,055	1,099	1,055
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

<표 5> 저부채기업으로의 진입과 이탈결정에 대한 패널-로짓회귀분석 결과

아래 표는 한국거래소에 상장되었던 비금융권 기업들에 대한 연도 고정효과 패널-로짓회귀분석을 추정 한 결과이다. 종속변수는 저부채기업(AZL: 총자산 대비 장기와 단기부채비율이 5% 이하인 기업)으로의 진입과 이탈을 나타내는 더미변수로서, 진입더미변수는 전기에 저부채기업이 아닌 기업이 당기에 저부채기업으로 진입할 경우 1의 값을 갖고, 이탈더미변수는 전기에 저부채기업이었으나 당기에 저부채기업에서 이탈할 경우 1의 값을 갖는다. 모든 독립변수는 종속변수보다 한 시점 전의 값이다. Panel A 와 C 는 코스피기업을 대상으로 분석한 결과이며, Panel B 와 D 는 코스닥기업을 대상으로 분석한 결과이다. 또한 Panel A 와 B 는 저부채기업 진입결정에 대한 분석결과이며, Panel C 와 D 는 저부채기업 이탈결정에 대한 것이다. 모든 변수에 대한 설명은 부록에 제시되어 있다. t-값은 괄호 안에 제시되어 있으며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Panel A: Entry decision of KOSPI firms										
Entry KOSPI	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
MB ratio	-0.002 (-0.139)	-0.001 (-0.115)	-0.018 (-0.506)	-0.018 (-0.522)	-0.001 (-0.095)	-0.003 (-0.074)		-0.006 (-0.260)	-0.041 (-0.730)	
Profitability	-0.805 (-1.029)	-0.245 (-0.325)	-0.852 (-1.142)	-0.172 (-0.238)	-0.869 (-1.067)	-2.017** (-2.044)		-0.167 (-0.229)	-1.388 (-1.425)	
Earnings volatility	0.520*** (2.874)	0.447** (2.361)	0.446** (2.487)	0.362* (1.901)	0.534*** (2.880)	0.266 (1.192)		0.474** (2.508)	0.239 (1.052)	
Log(mktcap)	-0.142*** (-3.456)	-0.183*** (-4.253)			-0.136*** (-3.171)	-0.181*** (-3.051)				
Log(asset)			-0.271*** (-5.899)	-0.332*** (-6.695)				-0.264*** (-5.582)	-0.280*** (-4.348)	
Tangibility	-0.382 (-1.036)	-0.355 (-0.941)	-0.178 (-0.481)	-0.171 (-0.453)	-0.314 (-0.817)	0.192 (0.352)		-0.173 (-0.450)	0.165 (0.291)	
Dividend	14.585*** (3.750)	14.502*** (3.687)	11.973*** (3.097)	10.972*** (2.792)	15.077*** (3.831)	27.355*** (4.394)		11.231*** (2.885)	23.201*** (3.654)	
Dividend group	0.663*** (4.697)	0.651*** (4.553)	0.770*** (5.397)	0.759*** (5.229)	0.642*** (4.376)	0.330 (1.600)		0.799*** (5.337)	0.408* (1.944)	
Cash	1.430* (1.774)	1.526* (1.874)	0.988 (1.234)	1.037 (1.285)	1.752** (2.124)	3.275*** (2.940)		1.344 (1.638)	2.896*** (2.592)	
Init azl	0.274 (1.158)	0.397 (1.566)	0.226 (0.983)	0.407* (1.654)	0.268 (1.117)	0.736*** (2.652)		0.229 (0.987)	0.707*** (2.640)	
Capital expenditure		-0.324*** (-2.652)		-0.307** (-2.528)		-0.367 (-0.878)			0.382 (0.450)	
Research&development		9.044*** (2.808)		7.535** (2.342)		7.551** (2.113)			5.189 (1.360)	
Log(age)		0.234*** (2.927)		0.315*** (3.849)		0.296** (2.555)			0.339*** (2.881)	
d_MB ratio					-0.022** (-2.313)	-0.016 (-1.294)	-0.03*** (-2.601)	-0.023** (-2.308)	-0.017 (-1.423)	-0.028*** (-2.630)
d_Profitability					0.001 (0.157)	0.002 (0.279)	0.002 (0.269)	0.001 (0.174)	0.002 (0.291)	0.002 (0.294)
d_Earnings volatility					0.015 (0.254)	-0.058 (-1.002)	-0.068 (-1.180)	0.008 (0.135)	-0.064 (-1.106)	-0.076 (-1.337)
d_Log(mktcap)					-1.170 (-0.447)	-2.156 (-0.590)	-3.942 (-1.138)			
d_Tangibility					-0.009** (-2.002)	0.027 (0.295)	0.008 (0.195)	-0.005 (-1.228)	0.014 (0.205)	0.016 (0.222)
d_Cash					-0.000 (-0.055)	0.007 (0.432)	0.010 (0.534)	-0.000 (-0.032)	0.009 (0.493)	0.011 (0.577)
d_Capital expenditure						0.001 (0.431)	0.001 (0.349)		0.001 (0.447)	0.001 (0.331)
d_research&development						0.004 (0.438)	0.004 (0.485)		0.004 (0.447)	0.005 (0.489)
d_Log(asset)								-26.49*** (-5.127)	-20.157* (-1.780)	-24.21*** (-3.096)
Constant	-0.795 (-0.793)	-0.486 (-0.476)	2.688** (2.301)	3.361*** (2.775)	-1.016 (-0.971)	-0.788 (-0.557)	-4.04*** (-29.522)	2.435** (2.020)	1.978 (1.239)	-3.971*** (-29.084)
Observations	14,176	14,175	14,176	14,175	13,273	7,579	7,579	13,273	7,579	7,579
Number of firm	871	871	871	871	868	714	714	868	714	714

Panel B: Entry decision of KOSDAQ firms										
Entry KOSDAQ	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
MB ratio	0.007** (2.124)	0.007** (2.023)	0.005 (1.245)	0.004 (1.149)	0.009** (2.361)	0.008* (1.955)		0.006 (1.286)	0.007 (1.505)	
Profitability	-0.323 (-0.965)	-0.214 (-0.635)	0.106 (0.307)	0.176 (0.507)	-0.314 (-0.925)	-0.064 (-0.133)		0.344 (0.943)	0.338 (0.661)	
Earnings volatility	0.273** (2.353)	0.282** (2.432)	0.203* (1.669)	0.203* (1.658)	0.298** (2.489)	0.152 (0.617)		0.260** (2.095)	0.074 (0.283)	
Log(mktcap)	-0.121** (-2.547)	-0.105** (-2.192)			-0.157*** (-3.076)	-0.141** (-2.080)				
Log(asset)	-1.838*** (-6.075)	-1.750*** (-5.733)	-1.628*** (-5.351)	-1.588*** (-5.195)	-1.800*** (-5.833)	-2.214*** (-5.003)		-1.619*** (-5.218)	-2.157*** (-4.775)	
Tangibility	-0.883	-1.594	-6.064	-5.907	-0.657	1.856		-6.465	-2.060	

Dividend	(-0.161) 0.076 (0.567)	(-0.288) 0.077 (0.571)	(-1.052) 0.216 (1.548)	(-1.031) 0.216 (1.549)	(-0.119) 0.091 (0.663)	(0.243) 0.063 (0.345)	(-1.114) 0.241* (1.702)	(-0.262) 0.162 (0.856)		
Dividend group	0.855* (1.709)	0.739 (1.459)	0.642 (1.295)	0.580 (1.161)	0.898* (1.771)	0.779 (1.187)	0.765 (1.518)	0.751 (1.151)		
Cash	0.175* (1.659)	0.172 (1.611)	0.127 (1.222)	0.146 (1.383)	0.198* (1.841)	0.232* (1.661)	0.135 (1.272)	0.184 (1.331)		
Init azl		-0.366** (-2.112)		-0.261 (-1.480)		-0.225 (-0.696)		-0.013 (-0.033)		
Capital expenditure		-0.165 (-0.256)		-0.208 (-0.311)		0.154 (0.268)		-0.012 (-0.019)		
Research&development		-0.057 (-0.850)		0.035 (0.505)		-0.169* (-1.946)		-0.095 (-1.058)		
Log(age)					-0.007** (-2.005)	-0.009** (-2.312)	-0.026*** (-2.601)	-0.008** (-2.269)	-0.008** (-2.123)	-0.028*** (-2.630)
d_MB ratio					0.001 (0.280)	0.000 (0.089)	0.002 (0.269)	0.001 (0.253)	0.000 (0.057)	0.002 (0.294)
d_Profitability					-0.022 (-0.644)	0.024 (0.266)	-0.068 (-1.180)	-0.023 (-0.689)	0.028 (0.318)	-0.076 (-1.337)
d_Earnings volatility					3.334** (1.986)	5.724*** (2.630)	-3.942 (-1.138)			
d_Log(mktcap)					0.000 (0.173)	0.000 (0.033)	0.008 (0.195)	0.000 (0.155)	0.000 (0.016)	0.016 (0.222)
d_Tangibility					-0.001 (-1.194)	-0.002 (-0.869)	0.010 (0.534)	-0.001 (-1.340)	-0.001 (-0.847)	0.011 (0.577)
d_Cash						0.000 (0.354)	0.001 (0.349)	0.000 (0.349)	0.001 (0.331)	
d_Capital expenditure						0.002 (0.436)	0.004 (0.485)	0.002 (0.385)	0.005 (0.489)	
d_research&development			-0.377*** (-6.242)	-0.373*** (-5.962)				-0.363*** (-5.795)	-0.288*** (-3.396)	
d_Log(asset)								-6.126* (-1.844)	-2.474 (-0.488)	-24.21*** (-3.096)
Constant	0.134 (0.118)	-0.138 (-0.120)	6.496*** (4.395)	6.342*** (4.213)	0.933 (0.762)	0.830 (0.514)	-4.040*** (-29.522)	6.098*** (3.980)	4.432** (2.172)	-3.971*** (-29.084)
Observations	10,144	10,142	10,144	10,142	9,967	6,360	7,579	9,967	6,360	7,579
Number of firm	1,251	1,251	1,251	1,251	1,249	1,038	714	1,249	1,038	714

Panel C: Exit decision of Kospi firms

Exit Kospi	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
MB ratio	-0.026 (-0.608)	-0.019 (-0.496)	-0.017 (-0.458)	-0.017 (-0.484)	-0.047 (-0.892)	-0.099 (-1.128)		-0.008 (-0.258)	-0.067 (-1.014)	
Profitability	-1.738** (-2.152)	-1.060 (-1.333)	-1.338* (-1.737)	-0.370 (-0.486)	-2.204** (-2.551)	-2.886*** (-2.661)		-1.156 (-1.398)	-1.277 (-1.179)	
Earnings volatility	0.636*** (3.730)	0.597*** (3.407)	0.551*** (3.331)	0.494*** (2.843)	0.638*** (3.596)	0.384** (1.969)		0.577*** (3.356)	0.308 (1.524)	
Log(mktcap)	0.009 (0.199)	-0.030 (-0.665)			-0.014 (-0.293)	-0.091 (-1.429)				
Log(asset)			-0.297*** (-5.753)	-0.382*** (-6.742)				-0.307*** (-5.789)	-0.401*** (-5.407)	
Tangibility	-1.740*** (-4.173)	-1.763*** (-4.145)	-1.471*** (-3.516)	-1.576*** (-3.672)	-1.809*** (-4.240)	-0.476 (-0.818)		-1.594*** (-3.711)	-0.294 (-0.487)	
Dividend	13.104*** (3.193)	12.666*** (3.061)	10.759*** (2.644)	9.386** (2.252)	13.058*** (3.128)	26.113*** (3.921)		10.001** (2.421)	22.846*** (3.316)	
Dividend group	0.465*** (2.936)	0.456*** (2.848)	0.741*** (4.727)	0.739*** (4.609)	0.593*** (3.562)	0.354 (1.523)		0.867*** (5.284)	0.591** (2.496)	
Cash	1.512* (1.771)	1.621* (1.888)	0.955 (1.140)	1.035 (1.224)	0.876 (0.971)	1.614 (1.257)		0.285 (0.319)	0.935 (0.718)	
Init azl	0.974*** (4.696)	1.168*** (5.136)	0.959*** (4.816)	1.284*** (5.703)	0.978*** (4.663)	1.118*** (4.214)		0.889*** (4.411)	1.117*** (4.278)	
Capital expenditure		-0.274** (-2.139)		-0.256** (-1.986)		-0.623** (-2.425)			-0.443 (-1.246)	
Research&development		6.320* (1.882)		6.206* (1.882)		10.028*** (3.034)			8.235** (2.352)	
Log(age)		0.266*** (3.006)		0.439*** (4.644)		0.264** (2.107)			0.396*** (3.055)	
d_MB ratio					-0.005 (-0.314)	0.007 (0.441)	-0.009 (-0.519)	0.015 (0.299)	0.008 (0.493)	-0.007 (-0.426)
d_Profitability					0.005 (0.858)	0.001 (0.103)	0.001 (0.109)	0.005 (0.938)	0.001 (0.095)	0.002 (0.164)
d_Earnings volatility					0.020 (0.295)	0.191 (1.236)	0.173 (1.184)	0.021 (0.311)	0.198 (1.258)	0.159 (1.101)
d_Log(mktcap)					10.968*** (4.065)	6.964* (1.759)	3.493 (0.939)			
d_Tangibility					-0.015** (-2.149)	-0.058** (-2.153)	-0.075*** (-2.715)	-0.011* (-1.691)	-0.052* (-1.933)	-0.064** (-2.467)
d_Cash					0.000 (0.156)	0.001 (0.193)	0.001 (0.193)	0.001 (0.239)	0.002 (0.298)	0.001 (0.209)
d_Capital expenditure						0.001 (0.291)	0.001 (0.278)	0.001 (0.348)	0.001 (0.252)	
d_research&development						0.001 (0.241)	0.001 (0.330)		0.001 (0.272)	0.002 (0.340)
d_Log(asset)								-8.158 (-1.248)	-14.445 (-1.384)	-28.905*** (-3.814)
Constant	-4.166***	-3.962***	3.581***	4.546***	-3.606***	-2.648*	-4.102***	3.856***	4.951***	-3.999***

	(-3.856)	(-3.632)	(2.735)	(3.308)	(-3.185)	(-1.763)	(-27.711)	(2.872)	(2.710)	(-27.623)
Observations	14,176	14,175	14,176	14,175	13,273	7,579	7,579	13,273	7,579	7,579
Number of firm	871	871	871	871	868	714	714	868	714	714

Panel D: Exit decision of Kosdaq firms

Exit Kosdaq	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
MB ratio	-0.025	-0.034	-0.044*	-0.046*	-0.023	-0.036		-0.042*	-0.039	
	(-1.053)	(-1.335)	(-1.908)	(-1.943)	(-0.951)	(-1.091)		(-1.799)	(-1.369)	
Profitability	-0.482	-0.442	0.170	0.189	-0.621*	-0.539		0.087	0.134	
	(-1.436)	(-1.303)	(0.490)	(0.536)	(-1.870)	(-1.177)		(0.245)	(0.273)	
Earnings volatility	0.251**	0.273**	0.160	0.171	0.209*	0.251		0.123	0.109	
	(2.174)	(2.381)	(1.259)	(1.356)	(1.648)	(1.138)		(0.867)	(0.432)	
Log(mktcap)	-0.054	-0.024			-0.067	-0.017				
	(-1.127)	(-0.489)			(-1.364)	(-0.267)				
Log(asset)			-0.507***	-0.494***				-0.507***	-0.439***	
			(-8.648)	(-8.080)				(-8.403)	(-5.618)	
Tangibility	-2.565***	-2.477***	-2.333***	-2.317***	-2.581***	-2.841***		-2.352***	-2.685***	
	(-8.476)	(-8.080)	(-7.619)	(-7.494)	(-8.402)	(-6.904)		(-7.562)	(-6.396)	
Dividend	8.366**	7.432*	4.243	4.143	8.698**	8.442		4.310	5.307	
	(2.149)	(1.873)	(1.037)	(1.008)	(2.230)	(1.512)		(1.051)	(0.918)	
Dividend group	0.079	0.063	0.251**	0.244*	0.100	0.112		0.280**	0.265	
	(0.644)	(0.512)	(1.971)	(1.904)	(0.813)	(0.707)		(2.180)	(1.606)	
Cash	2.299***	2.218***	2.096***	2.090***	2.250***	1.763***		2.050***	1.730***	
	(5.659)	(5.413)	(5.153)	(5.121)	(5.431)	(3.297)		(4.937)	(3.250)	
Init azl	0.660***	0.607***	0.627***	0.606***	0.676***	0.669***		0.637***	0.656***	
	(7.140)	(6.453)	(6.771)	(6.446)	(7.224)	(5.667)		(6.820)	(5.573)	
Capital expenditure		-0.198		-0.024		-0.125			0.089	
		(-1.079)		(-0.124)		(-0.401)			(0.231)	
Research&development		0.294		0.399		0.322			0.343	
		(0.716)		(0.991)		(0.763)			(0.803)	
Log(age)		-0.199***		-0.057		-0.270***			-0.128	
		(-3.288)		(-0.904)		(-3.520)			(-1.594)	
d_MB ratio					-0.003	-0.003	-0.009	-0.004	-0.004	-0.007
					(-0.568)	(-0.617)	(-0.519)	(-0.797)	(-0.851)	(-0.426)
d_Profitability					0.000	0.001	0.001	0.000	0.000	0.002
					(0.118)	(0.219)	(0.109)	(0.089)	(0.113)	(0.164)
d_Earnings volatility					-0.014	-0.080	0.173	-0.026	-0.085*	0.159
					(-0.394)	(-1.567)	(1.184)	(-0.784)	(-1.696)	(1.101)
d_Log(mktcap)					0.606	1.185	3.493			
					(0.363)	(0.557)	(0.939)			
d_Tangibility					0.001	0.000	-0.075***	0.001	0.001	-0.064**
					(0.231)	(0.189)	(-2.715)	(0.229)	(0.204)	(-2.467)
d_Cash					0.001	0.003	0.001	0.001	0.004	0.001
					(0.359)	(0.515)	(0.193)	(0.391)	(0.544)	(0.209)
d_Capital expenditure						-0.001	0.001		-0.001	0.001
						(-1.418)	(0.278)		(-1.349)	(0.252)
d_research&development						0.001	0.001		0.001	0.002
						(0.327)	(0.330)		(0.338)	(0.340)
d_Log(asset)								-2.050	-1.899	-28.905***
								(-0.620)	(-0.380)	(-3.814)
Constant	-1.497	-1.858	9.653***	9.426***	-1.180	-1.884	-4.102***	9.667***	8.270***	-3.999***
	(-1.321)	(-1.613)	(6.734)	(6.415)	(-1.006)	(-1.249)	(-27.711)	(6.544)	(4.394)	(-27.623)
Observations	10,144	10,142	10,144	10,142	9,967	6,360	7,579	9,967	6,360	7,579
Number of firm	1,251	1,251	1,251	1,251	1,249	1,038	714	1,249	1,038	714

<표 6> 저부채경영과 기업지배구조에 대한 패널-로짓회귀분석 결과

아래 표는 한국거래소 코스피시장에 상장되었던 비금융권 기업들에 대한 연도 고정효과 패널-로짓회귀분석을 추정한 결과이다. 종속변수는 저부채기업(AZL: 총자산 대비 장기와 단기부채비율이 5% 이하인 기업)이면 1 을 부여한 더미변수이고, 독립변수로서 Shareholder rights 는 주주권리보호, Board 는 이사회, Disclosure 는 공시, Audit 는 감사기구, Management fault 는 경영과실배분, minus 는 감점, 그리고 Governance total 은 이 모든 값을 더한 지배구조평가의 총점을 의미한다. 모든 독립변수는 종속변수보다 한 시점 전의 값이다. 다른 모든 변수에 대한 설명은 부록에 제시되어 있다. t-값은 괄호 안에 제시되어 있으며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Shareholder rights	0.041*** (3.300)							0.040*** (3.202)
Board		-0.058*** (-3.016)						-0.044** (-2.116)
Disclosure			-0.034** (-2.326)					-0.026* (-1.736)
Audit				-0.022* (-1.648)				-0.011 (-0.745)
Management fault					0.016 (0.325)			0.010 (0.206)
minus						0.015 (0.955)		
Governance total							-0.004 (-0.643)	
MB ratio	0.063 (1.286)	0.056 (1.138)	0.055 (1.121)	0.053 (1.079)	0.061 (1.234)	0.065 (1.325)	0.056 (1.127)	0.055 (1.119)
Profitability	-0.871 (-0.692)	-1.217 (-0.965)	-1.087 (-0.864)	-1.015 (-0.809)	-0.864 (-0.687)	-0.925 (-0.737)	-0.935 (-0.743)	-1.342 (-1.062)
Earnings volatility	0.158 (0.349)	0.081 (0.180)	0.085 (0.187)	0.067 (0.147)	0.094 (0.206)	0.144 (0.321)	0.055 (0.118)	0.158 (0.352)
Log(mkcap)	-0.246** (-2.480)	-0.113 (-1.041)	-0.146 (-1.356)	-0.185* (-1.774)	-0.233** (-2.361)	-0.233** (-2.366)	-0.207* (-1.909)	-0.063 (-0.550)
Tangibility	-2.004*** (-2.714)	-1.772** (-2.397)	-1.933*** (-2.620)	-1.888** (-2.557)	-1.932*** (-2.614)	-1.924*** (-2.607)	-1.898** (-2.569)	-1.900** (-2.568)
Dividend	69.565*** (5.913)	70.087*** (5.988)	69.505*** (5.946)	68.802*** (5.872)	69.090*** (5.767)	69.824*** (5.957)	69.679*** (5.947)	68.563*** (5.748)
Dividend group	0.556* (1.812)	0.631** (2.066)	0.630** (2.057)	0.622** (2.030)	0.590* (1.892)	0.609** (1.995)	0.625** (2.038)	0.584* (1.870)
Cash	7.951*** (5.541)	7.944*** (5.560)	8.053*** (5.629)	7.975*** (5.584)	8.028*** (5.618)	8.050*** (5.633)	8.015*** (5.616)	7.879*** (5.488)
Init azl	4.250*** (6.774)	4.366*** (7.012)	4.456*** (7.071)	4.394*** (7.007)	4.417*** (7.028)	4.392*** (7.010)	4.422*** (7.040)	4.235*** (6.807)
Capital expenditure	-0.334 (-1.206)	-0.398 (-1.443)	-0.392 (-1.410)	-0.405 (-1.457)	-0.371 (-1.332)	-0.369 (-1.334)	-0.384 (-1.380)	-0.383 (-1.384)
Research&development	2.412 (0.356)	3.105 (0.457)	4.214 (0.616)	3.652 (0.536)	3.109 (0.456)	3.059 (0.450)	3.369 (0.493)	3.607 (0.533)
Log(age)	0.366* (1.684)	0.335 (1.541)	0.344 (1.580)	0.348 (1.603)	0.353 (1.630)	0.353 (1.628)	0.352 (1.620)	0.339 (1.559)
Constant	-1.511 (-0.588)	-1.663 (-0.633)	-1.523 (-0.575)	-0.620 (-0.240)	0.060 (0.024)	0.119 (0.047)	-0.149 (-0.058)	-4.439 (-1.602)
Observations	4,820	4,820	4,820	4,820	4,820	4,820	4,820	4,820
Number of firm	707	707	707	707	707	707	707	707
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

<그림 1> Book leverage와 market leverage의 연도별 히스토그램

아래 그림에서 <Panel A>는 book leverage(=(장기부채 +단기부채)/총자산)의 연도별 분포를 5% 구간별 히스토그램으로 나타낸 것이며, <Panel B>는 Market leverage(=(장기부채+단기부채+기말발행주식수×기말주가))에 대한 분포이다. 연도는 지면관계 상 2000, 2005, 2010, 2014 년의 4 개년도이며, kspksq=0 은 코스닥기업을, kspksq=1 은 코스피기업을 의미한다.

