

국내 무부채 기업의 두 종류 기업군에 관한 실증적 연구: 재정적 제약을 갖고 있는 그룹과 재무적 유연성을 추구하는 그룹

양인선
홍익대학교 경영대학

An Empirical Study of Two Different Groups of Zero Leverage Firms in Korea: Firms with Financial Constraints and Firms with Debt Avoidance for Future Investment

Insun Yang
School of Business Administration, Hongik University

요약 기존의 국내 무부채 기업에 관한 연구는 부채 그룹과 대비되는 의미에서의 무부채 단일 그룹의 동질적인 그룹 특성 연구에 중점을 두었다고 볼 수 있다. 본 연구는 국내 무부채 기업군을 단 변량 분석과 다 변량 로짓 회귀분석을 사용하여 배당금을 지급하는 그룹과 지급하지 않는 그룹으로 나누어 실증 분석한 결과 국내 기업들이 무부채 전략을 선택하는 동기에 있어서 크게 두 종류의 기업군으로 분류 될 수 있음을 발견했다. 첫 번째 기업군은 주로 기업 크기가 작은 신생 기업들로서 금융시장에서 부채를 조달하는데 어려움이 있고 이런 재정적인 어려움 때문에 무부채를 선택하는 기업들이다. 이런 종류의 기업들은 배당금을 지급할 수 있을만한 유동성이 없다. 두 번째 그룹은 비교적 크고 성숙한 기업들로서 현재 부채 조달에 어려움은 없지만 미래 성장에 필요한 투자 자금 확보를 대비해서 현재의 부채 사용을 억제하여 필요한 시점의 원활한 부채 자금 조달을 위한 재정적 유연성을 갖고자 무부채 전략을 선택하는 것으로 보인다. 재정적으로는 비교적 안정되어 있고 배당을 지급하지 않는 그룹보다 수익률과 영업 현금흐름에서 더 높지만 성장가능성은 상대적으로 더 낮다. 요약하자면 무부채 그룹은 단일 공통된 특성의 그룹이 아니다.

Abstract This paper finds that Korean zero-leverage firms are not homogeneous. By conducting both univariate and multivariate logit regression analysis, this paper finds that Korean zero-leverage firms have zero leverage as either a consequence of financial constraints or because of a strategic decision to mitigate under-investment incentives and preserve financial flexibility. There are two distinct groups of unlevered firms with different levels of constraints as measured by their dividend policy, namely dividend payers and non-payers. Importantly, this paper finds new evidence that these two groups have different motives for selecting a zero leverage policy. Firms in the first group (non-payers) have zero leverage, mainly due to financial constraints. They rely heavily on their internal funds and consequently invest in fewer growth opportunities than their levered counterparts. Firms in the second group (payers) deliberately avoid debts and preserve financial flexibility to mitigate investment distortions, as predicted by the under-investment and financial flexibility hypotheses.

Keywords : Zero Leverage Firms, Financial Constraints, Financial Flexibility, Dividends, Investment

본 논문은 다재전략사업화센터 연구과제로 수행되었음.

*Corresponding Author : Insun Yang(Hongik University)

email: insun77@gmail.com

Received September 11, 2020

Revised October 6, 2020

Accepted November 6, 2020

Published November 30, 2020

1. 서론

기존 자본구조 이론은 최적 자본 구조의 존재 여부를 밝히고 부채 사용에 따른 혜택과 비용을 이용하여 부채 조달 정책을 설명해 왔다. 기업 재무의 정태 자본구조이론 (Static trade-off theory)에 의하면 기업은 부채의 절세 효과를 통해 기업 가치를 증가시킬 수 있다 [1]. 그렇지만 최근 외국의 많은 선행 연구 (예: Graham[2], Binsbergen, Graham, and Yang[3])들이 기업은 적정 부채 비율보다 낮은 부채 비율을 유지한다는 증거를 제시하고 있다. 국내에서도 무부채를 자본 구조로 택하는 기업들이 많이 존재하고 있으며, 고봉찬, 김진우[4]와 고병찬, 임지은[5]에 따르면 무부채 기업 비율(금융 부채인 경우)은 평균 35%의 비율을 차지하여 무부채 기업의 비율이 의외로 높다고 하였다.

기업이 왜 무부채를 선택하는지에 대해 많은 선행 연구가 있다. (i.e., Iona, Leonida, and Ozkan[6]; Minton and Wruck[7]; Marchica and Mura[8]; Dang[9]). 대표적인 저부채 연구중의 하나인 Devos et al.[10]은 무부채 기업들은 재정적으로 어려운 작고 젊은 기업들로 현금을 많이 가지고 있다고 하였다. Devos et al.'s [10]의 결과는 재무제약 (Financial constraints) 이론 하고 일치하는 결론이다. 재무 제약 이론은 시장에서의 마찰 때문에 기업은 돈을 빌릴 수 없고 양의 NPV 프로젝트에 투자를 할 수 없다고 하였다. 기존의 국내의 무부채에 대한 선행 연구는 그다지 많다고 할 수 없다. (고봉찬, 임지은[5]; 변현수[11]; 성현모[12]; 김병기[13]; 정균화[14]) 고봉찬, 임지은[5]은 무부채 기업의 특성에 관하여 무부채 기업들은 기업 규모가 작고 현금 보유가 많으며 배당을 많이 하는 특성을 갖는 것으로 나타난다고 하였다. 김병기[13]는 2000년부터 2016년까지 국내 상장 제조업체를 대상으로 로짓 모형을 통한 특성 분석 결과 저부채 또는 무부채 비율을 유지하는 이유에 대해 현금 보유, 현금 흐름, 외국인 지분율, 최대 주주 지분율이 높을수록 저 부채 기업군에 속할 확률이 높다고 하였다. 반면에 기업 규모와 성장성이 높을수록 저 부채 기업군에 속할 확률은 낮아지고 있다고 하였다. 저부채 비율을 유지하는 주된 목적이 자본비용의 감소보다는 보수적 차입 정책을 통한 위험 회피, 재무적 유연성 확보, 경영권 강화에 있음을 의미한다고 하였다. 정균화[14]는 저부채 사용은 수익성이 높아 영업 활동에서 현금 흐름이 많은 기업들에서 주로 나타나고 수익성이나 성장성이 관련되어 있고, 기업이 저부채 정책을 일관성 있게 유지하는 것

이 아니라 기업이 처한 상황에 따라서 변경 시킨다고 하였다. 이 국내 선행 연구들의 연구 결과를 종합하면 주로 기업 규모가 작고 현금이 많은 기업이 낮은 부채 비율을 선택하고 기업 규모가 크거나 성장성이 높으면 저부채 군에 속할 확률이 낮다고 할 수 있다.

기존의 국외 선행 연구에 따르면 무부채 기업을 설명하는 데는 2개의 가설이 있다. 재무 제약 가설과 재무적 유연성 가설이다(Dang[9]). 재무 제약 가설(The financial constraint hypothesis)에 따르면 불완전한 자본시장에서 기업의 자본구조는 외부적으로 자금을 조달할 수 있는 능력 즉 자본 공급에 의해 영향을 받는다고 하였다. 시장이 예상대로 흘러가지 않을 경우, 일부 기업들은 필요한 자금을 외부에서 충분히 조달하지 못 할 수도 있는데 그 이유는 기업과 금융기관 사이에는 정보 비대칭이 존재하기 때문에 기업에 대한 평가가 제대로 이루어지지 않은 기업들은 자본 조달에 어려움을 겪을 수 있다고 하였다 (Stiglitz and Weiss[15]). 이러한 주장들은 재정적으로 제약을 받는 기업들이 제약을 받지 않는 기업들에 비해 낮은 부채 비율을 유지할 수밖에 없음을 의미한다. Hadlock and Pierce[16]는 재정적으로 제약이 있는 기업은 일반적으로 규모가 작고 설립된 지 얼마 되지 않은 기업이라고 하였다. 반면에 재정적 유연성 정책(Financial flexibility hypothesis)이론은 기업들은 미래의 투자 기회가 올 때 돈을 빌릴 여유를 갖기 위한 현금을 쌓아 두기 위하여 부채를 피하고 저부채 또는 무부채 전략을 선택한다고 하였다 (DeAngelo and DeAngelo[17]). Marchica and Mura[8]는 기업이 재정적 유연성을 확보하면 기업의 저투자 문제를 해결할 수 있다고도 하였다. 재무적 유연성 가설(The financial flexibility hypothesis)은 고성장 기업들인 경우가 많은데 역 선택 문제(Myers and Majluf[18])나 거래비용 (Leary and Roberts[19])과 같이 시장에서 마찰이 존재하는 경우에, 추가 차입 가능성을 남겨두고 미래에 좋은 투자 기회가 있을 때 부채로 인한 어려움을 겪지 않기 위하여 전략적으로 현금을 많이 보유하고 매우 낮은 부채 비율을 유지하는 결정을 내린다고 주장한다(DeAngelo & DeAngelo[17]; Gamba and Triantis[20]). 이 가설은 기업이 재무적인 유연성을 구축하고 이를 유지하기 위하여 최적 부채비율보다 낮은 부채를 유지하는 것으로 예측한다.

1982년부터 2018년까지 37개년간의 자료를 토대로 본 연구는 패널 분석을 시도하여 무부채 기업들에게 재무적 제약 이론과 재무적 유연성 이론이 어떻게 다르게

적용되는지를 살펴보고자 하였다. 즉 무부채를 자본 구조로 결정하는데 있어 어떤 기업들이 재정적 유연성이론이 적용되는지 어떤 기업들이 재무 제약 이론이 적용되는지를 연구 하고자 한다. 그러기 위해서 배당금 지급여부를 기준으로 기업군을 나누어 살펴보고자 한다. 배당 정책은 기업 경영 결정에서 가장 중요한 결정 중의 하나로 배당금 신호 이론에 따르면 배당금 지급은 시장에서 기업의 미래성과에 대한 긍정적인 신호로 간주 된다 (Miller and Rock[21]; Charitou, Lambertides and Theodoulou[22]; Skinner and Soltis[23]). 즉 배당은 일반적으로 기업의 재무적 안정성을 보여주는 신호로 여겨진다. 이런 긍정적인 신호를 시장에 주는데도 불구하고 배당금은 일반적으로 기업의 유동성과 재정적 제약을 악화시킨다. 기업이 이익을 산출함으로써 생성되는 잉여현금흐름이 없으면 배당 지급은 불가능하다. 이익이 남는 기업의 경우에도 배당은 경영자가 통제하는 여유 현금흐름을 줄인다. 이런 기업 유동성의 감소는 과소 투자를 유발할 수 있으며, 수익성 있는 미래 투자 기회의 손실로 이어질 수 있다. 따라서 기업의 배당금의 지급 여부는 기업의 재정적 제약과 재정적 유연성 또는 기업의 저투자 현상을 테스트 할 수 있는 좋은 방법 중의 하나라고 할 수 있다.

본 논문은 자본 구조 연구에 다음과 같은 두개의 의견을 제시한다. 첫째 기업들이 무부채 정책을 취하는 이유는 모두 같은 동기에서가 아니라 재정적인 어려움이 있기 때문 아니면 재정적인 유연성 확보라는 두개의 다른 이유에서 라는 점이다. 재정적 유연성 확보 정책은 기업의 투자활동과 연관이 되어있다. 기업은 전략적으로 미래 성장을 위하여 좋은 투자 기회를 놓치지 않으려고 한다. 현재 부채를 피하고 현금을 쌓아 두어서 혹시 있을지 모르는 미래 신용부족의 어려운 경제 여건 하에서도 투자 기회를 잘 살려야 된다고 여긴다. 따라서 다음의 두 가설을 설정하였다.

가설1: 배당금을 지불하지 않는 기업의 무차입 경영은 일반적으로 재정적인 곤경에서 비록 된다고 볼 수 있다.

가설2: 배당금을 지급하는 기업의 무차입 경영 정책은 일반적으로 재정적 유연성을 확보해서 저투자 문제를 해결하기 위해서이다.

기존의 국내 연구에 무차입 경영에 대한 연구는 많이 있었지만, 그 이유가 재정적 어려움 때문인지 재정적 유

연성을 위해서인지를 배당금 지급 여부로 구분하여 국내의 무부채 조달 정책을 살펴보는 것은 필자가 알고 있는 범위 안에서는 본 연구가 처음이라고 할 수 있다.

2. 연구 방법과 데이터

2.1 실증적 분석모형과 방법

본 연구에서는 단변량 분석과 다변량 로짓 회귀 분석을 통하여 가설에 부합하는지 무부채기업의 특성을 다양한 패널 분석 기법을 활용하여 살펴보고자 한다. 각 변수들 중에 무부채기업의 결정 요인을 알아보기 위하여 종속 변수로 무부채기업인 경우 1, 통제기업의 경우 0인 더미변수를 만들어 패널 로짓 회귀분석을 실시하고자 한다. 주 모델모형은 다음과 같다:

$$Pr(ZL=1|X) = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + X\beta)}} \quad (1)$$

여기서 ZL은 이항형 변수로서 주어진 년도에 종속변수로 무부채 기업인 경우 1, 아니면 0을 택한다. X는 기업특성 변수로 무부채 정책을 결정한다. β 는 계수들의 벡터이고 α 는 상수항이다. X에는 기업 특성 독립 변수들을 포함하는데 이 변수 선정에는 부채 비율에 영향을 미치는 변수로 기존의 상충이론(trade-off) 및 순위이론(pecking-order)에서 제시한 변수를 사용하였다. 기업 규모, 유형성, 수익성, 성장성 등이 이에 해당된다.

재무 제약 가설의 타당성을 시험하기 위한 독립변수로는 먼저 기업의 size(크기)와 저 부채 비율 기업의 특성으로 거론되는 기업 연령 즉 age(나이) 변수를 사용하여 재무 제약 가설을 테스트 한다. 무부채 기업 중 재무 제약을 받는 기업은 규모가 작고 설립 된 지 얼마 되지 않은 기업들로 무배당 기업일 확률이 높다고 보이기 때문이다.

재무적 유연성 정책과 저투자 이론의 타당성은 먼저 성장 가능성(growth opportunity)과 보수적으로 부채를 조달하는 기업의 성향 사이에 어떠한 관계가 있는지 파악하여 테스트 하고자 한다. 기업의 성장 가능성이 높을 경우 과도한 부채로 인한 대리인 비용이 더 크고, 저투자로 인한 인센티브가 더 커지기 때문에, 고성장 기업일수록 저 투자 문제를 완화하기 위하여 보수적으로 부채를 조달할 가능성이 더 높다. 즉 저투자 이론에 따르면 성장가능성과 무부채를 선택 하는 데는 양(+의) 상관관계가 있을 것이다. 또한 기업의 성장 가능성과 보유 현금

(cash holdings) 또는 현금 흐름 (cash flow)이 무부채 정책에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 기업의 성장가능성이 높을 경우, 저투자 이론에 의하면 향후 투자를 대비하여 현금을 더 많이 보유하고 부채를 더 낮게 유지할 가능성이 더 높다(e.g., DeAngelo and DeAngelo[17]). 즉 기업의 보유 현금과 무부채 정책 사이에는 양(+의 상관관계)이 있을 것이다.

결과적으로 X에 포함되는 기업 특성 변수로는 size(기업 크기), age(나이), growth opportunity (성장 기회), cash holdings(보유 현금), cash flow(현금흐름), tax ratio(법인세율), investments(투자), R&D (연구비) tangibility (유형자산율), age (기업 연수), 기업 상장 후 연수(Ipoage) Z-score (Z 스코어), profitability(수익성), dividend payout ratio (배당률), depreciation (감가상각비), liquidity (유동성), stock return(주가 수익률) 이 설정되었다.

기업규모(size)는 시장가 자기자본을 로그 값을 취해 측정하였다. 유형성(tangibility)은 유형자산/자산, 수익성(profitability)은 영업이익/총자산, 성장성(growth opportunity)은 시장가자기자본/장부가자기자본(market to book)으로 각각 측정하였다. 투자(investments)는 자본적 지출(capex)/총자산으로 측정하였고 주가수익률 (stock return)은 (비교시점수정주가/기준시점 수정주가 -1) x 100으로 또한 현금 관련 변수 중 현금보유 및 현금흐름을 사용하였다. 현금보유(cash holdings)는 (현금+단기금융상품)/총자산, 현금흐름 (cash flow)은 (세후 순이익+감가상각비)/총자산으로 각각 측정하였다. 이 밖에 기업 연령(age)은 설립 이후 경과 연수 그리고 기업 상장 후 나이(Ipoage)는 상장 후 경과 연수로 하였다.

2.2 연구의 내용 및 방법

본 연구의 표본은 1982년부터 2018년까지 코스피와 코스닥 시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 구성한다. 은행, 증권, 보험 등 금융업에 속한 기업을 모두 제외하고, 기업의 재무 데이터를 FnGuide에서 제공 하는 DataGuide에서 추출하였다. 주요 변수 누락 기업은 제외하였고 이 기간 중 5388 개의 기업과 41,947개의 기업-연도(firm-year) 관측치가 선택되었다. 독립 변수인 부채비율은 금융 부채 비율(Flever)로 측정하였다. 금융 부채 비율은 이자를 지급하는 금융부채를 총자산으로 나누어 측정했다. 총 부채 비율로 계산할 경우 무부채 기업 데이터가 너무 적어 국내 무부채와 저부채 비율을 연구 하는 대부분의 기존연구가 금융 부채를 사용하고 있다

(김병기[13]; 고봉찬.임지은[5]) 본 연구에서는 금융부채가 0인 기업을 무부채 기업(Zero leverage firm, ZL)으로 정의한다. 연구 기간 중 총 747개의 기업이 한번 이상의 무부채를 자본구조로 택하였다(3,335 관측치).이상과 같은 부채 변수의 연도별 빈도 및 비율이 <Table-1> 패널 A에 자세히 보고되어 있고 기초 통계량 Table은 부록에 첨부되어있다.

3. 실증 분석 결과

3.1. 무부채 기업의 분포

Table 1 은 무부채 기업의 시간과 산업에 따른 분포를 축약해서 보여준다. 패널 A는 숫자와 지정된 해에 무부채 기업 분포를 보여주고 패널 B 는 산업에 따른 분포를 보여준다. 금융 산업은 제외되었다.

Table 1. Panel A. Distribution of zero-leverage firms by time

Periods	All sample	ZL	%
1980-1989	438	12	2.74%
1990-1999	1065	75	7.04%
2000-2010	1776	469	26.41%
2011-2018	2109	464	22.00%
Number of firm-year observations	41917	3346	7.98%
Number of firms	5388	1020	18.93%

패널 A는 무부채 기업의 시간에 따른 분포 비율 변화를 보여준다. 이 비율은 1980-1989년도 에는 평균 2.74%였으나 1990년에서 1999년에는 7.04%로 증가했고 그 후 급격히 증가해서 2000-2010년에는 26.41% 그리고 2011년에서 2019년에는 22%이다. 이걸 보면 보수적인 부채 정책인 무부채 정책이 최근에 더 증가했다는 것을 보여준다. 이와 더불어 산업 별로 무부채 기업이 어느 정도의 비율을 차지하는지 알아보기 위해 표 1 패널 B 에서는 산업별 분포를 보여주고 있다.

Table 1. Panel B. Distribution of zero-leverage firms by industry

Industry	All Sample	ZL	%
Manufacturing	1319	384	29.11%
Utilities	18	5	27.78%
Wholesale, retail	31	8	25.81%
Restaurants, hotels, motels	56	19	33.93%
IT	152	67	44.08%
Real estate	234	162	69.70%
Servies	161	53	31.1%
Public Admin	134	48	35.82%
Number of firms	2129	746	35.04%

패널 B는 무부채 회사는 제조업이 384개 기업으로 전체 746개의 무부채 기업 중 48.9%로 가장 많은 기업 수를 보이나 산업별로는 정보 통신업과 부동산업, 공공 행정 등에서 높은 무부채 기업 집중률을 보여주고 있다. 보수적인 무부채 정책이 빠르게 성장하고 있는 정보 통신업에도 집중 되어있다는 것은 아마도 경영 위험이 높기 때문으로 많은 현금을 보유하기 때문일 수도 있다. 다음 장에서는 무부채 그룹과 부채 그룹의 특성을 비교한다.

3.2 무부채 기업의 특성

3.2.1 단변량 분석을 통한 무부채 기업의 특성

Table 2. Panel A. Zero-leverage firms versus levered firms

variables	ZL (1)	Levered Firms (2)	T-statistic for Difference in means (1) vs (2)
age	18.34	25.15	206.57
Ipoage	5.73	9.50	110.40
size	11.23	11.14	617.35
cash_flow	0.08	0.02	-16.04

cash_holdings	0.15	0.07	95.63
profitability	0.09	0.06	61.69
liquidity	7.84	1.63	80.81
Tangibility	0.64	0.49	306.80
Tax rate	0.02	0.01	57.92
Investment	0.02	0.03	22.23
Depreciation	0.005	0.008	48.40
dividend payout ratio	0.01	0.00	-50.38
growth_opportunity	0.0026	0.0016	27.91
stock_return	0.23	0.47	3.02
Z score	2.67	1.70	58.85
Number of observations	3335	34258	

*, ** 그리고 *** 는 각각 10%, 5% 와 1% 수준에서의 통계적 유의성의 차이를 보여준다.

Table 2 패널 A의 결과는 본 연구의 가설을 지지한다. 첫째 무부채 기업은 부채 기업보다 훨씬 나이가 젊다. 이러한 결과는 금융 제약설과 일치하는 것으로 젊은 기업들은 좀 더 신용 제약을 받는다 (Hadlock & Pierce[16]). 둘째로 무부채 기업은 부채 기업보다 투자 기회가 적다. 이러한 발견은 고성장 기업은 부채를 잘 안 쓴다는 저투자 이론과 합치 한다 (Myers[24]). 셋째로 무부채 기업은 부채 기업보다 현금을 많이 보유하고 있다. 이결과는 무부채 기업은 부채 기업보다 투자를 적게 한다는 가설과 일치한다. 무부채 기업이 유동성이 높고 현금이 많다는 것은 기존의 저 부채 연구와 일치한다 (Harford[25]; Minton and Wruck[7]; Opler, Pinlowitz, Stulz, and Williamson[26]).

다음의 Table 2 패널 B는 무부채 기업 중에 재정적인 제약이 다른 즉 배당금을 주는 기업과 배당금이 없는 기업의 특성을 비교하고 또한 부채 기업 중에서도 배당금을 주는 기업과 배당금이 없는 기업의 특성을 비교한다.

Table 2. Panel B. Zero-leverage payers and non-payers versus levered firms payers and non-payers

Variables	ZL-Payer (1)	ZL-Non payer (2)	Levered - Payers (3)	Levered- Nonpayer (4)	T-statistic for diff. in means (1) vs. (2)	T-statistic for diff. in means (1) vs. (3)
age	22.48	12.97	29.97	21.48	21.24	13.82
Ipo_age	7.95	2.86	13.39	6.55	21.92	46.85
size	11.41	10.93	11.67	10.61	76.37	-76.69
cash_flow	0.10	0.05	0.04	0.00	28.85	61.01
cash_holdings	0.13	0.17	0.07	0.07	12.98	5.93
profitability	0.11	0.07	0.07	0.05	35.40	67.97
Liquidity	5.65	10.77	1.61	1.64	16.37	105.00
Tangibility	0.62	0.66	0.48	0.50	28.91	-32.18
Tax rate	0.03	0.02	0.01	0.01	25.53	28.21
Investment	0.02	0.01	0.03	0.03	4.93	-9.19
Depreciation	0.00	0.00	0.02	0.03	3.40	22.56
Divided Payout ratio	0.02	0.00	0.01	0.00	0.031	0.01
growth_opportunity	0.0013	0.0019	0.00	0.00	15.61	48.92
stock_return	0.29	0.12	0.68	0.26	-3.82	-9.32
Z score	2.83	2.37	1.92	1.49	81.28	126.94
Number of observations	1885	1449	14790	19467		

표2 패널 B그룹(1)의 무부채 기업이면서 배당금을 주는 기업들을 그룹(3)의 부채기업이면서 배당금을 주는 그룹하고 비교 하면 (1)그룹이 기업의 연수가 약간 더 짧다. 수익성과 유동성, 고정 자산 율에서 (1) 그룹이 상대적으로 더 높고 현금보유나 현금흐름이 더 많다. 성장률도 상대적으로 더 높다. 그러나 투자율에는 그룹(3)이 더 높다. 즉 무부채 기업이면서 배당을 주는 기업들은 부채 기업이면서 배당을 주는 기업 보다 유동성과 수익성 현

금 보유 모든 면에서 더 높고 기업이 안정적이지만 투자 측면에선 뒤쳐진다고 볼 수 있다. 또한 그룹(2)의 무부채 기업이면서 배당금을 주지 않는 기업들을 그룹(4)의 부채 기업이면서 배당금을 주지 않는 그룹하고 비교하면 위의 (1) 과 (3) 그룹 비교와 거의 같다. (1)과 (3) 그룹 비교 보다는 그룹(2)의 기업의 연수가 (4) 보다 많이 짧다. 수익률과 유동성에서 (2) 그룹이 상대적으로 더 높고 현금 보유나 현금 흐름이 훨씬 더 좋다. 성장률은 상대적으로 더 높다. 그러나 투자율에는 그룹(4)가 더 높다. 요약하면 무부채 기업들은 부채 기업 보다 더 젊고 유동성과 수익성 현금 보유, 고정자산 면에서 더 높지만 다만 투자 면에서는 뒤쳐진다고 볼 수 있다. 이결과는 무부채 기업은 부채 기업보다 나이가 젊고 투자를 적게 한다는 가설과 일치한다. 무부채 기업이 유동성이 높고 현금이 많다는 것은 기존의 저부채 연구와 일치한다.

표2 패널 B의 결과는 또한 본 논문의 주제인 무부채 기업 간에 배당금을 주는 그룹과 무배당 그룹의 차이를 보여준다. 그룹(2)는 무부채 기업으로서 배당을 주지 않는 기업들 군으로 배당금을 주는 그룹(1)의 기업들보다 수익률에서는 더 낮은 수익률을 보이고 있고 현금은 더 많이 보유 하지만 영업 현금 흐름에서는 상대적으로 더 작은 현금 흐름을 보인다. 기업 연령은 그룹 (1) 보다 상대적으로 젊은 회사이고 회사 규모도 작다. 그렇지만 성장 가능성은 더 높다. (2)그룹 기업 수는 상대적으로 (1) 그룹 기업 수 보다 적다 (무부채 기업의 56.5%가 배당금을 주는 그룹(1)에 속한다.) 결과적으로 그룹(2)는 그룹 (1)에 비하여 재정적 제약을 받고 있는 회사의 특징을 나타내고 있다. 상대적으로 기업규모가 작고 젊은 기업들로서 수익률이 더 낮고 성장가능성은 더 높지만 재정적으로 제약을 받고 있어 배당금 지불의 여력은 없다고 보인다. 반면에 그룹(1)의 배당금을 주는 기업들은 그룹(2)에 비해 재정적으로 더 건강하고 기업의 연수가 보다 성숙하고 기업의 규모가 더 크다. 수익률에서도 상대적으로 더 높은 수익률을 보인다. 그러나 성장가능성은 상대적으로 낮고 주가 수익률은 더 높고 Z-score 도 더 높아 안정적이다. 요약하자면 무부채 그룹은 단일 공통된 특성의 그룹이 아니다. 두개의 다른 이유 즉 재무적 제약으로 부채 자금 조달이 어려운 기업과 미래의 효율적인 투자를 위해 미래 투자에 필요한 부채 자금조달 여력을 비축하고자 하는 다른말로 재무적 여유분을 비축하려는 두개의 다른 동기를 갖고 무부채 전략을 선택하는 무부채 그룹이다.

Table 3. Logistic regressions of firms' zero-leverage decisions. This table reports the marginal effects ($\partial P/\partial X$) and standard errors from the logistic regressions of firms' zero-leverage decisions. Panel A presents the results for all firms. Panel B contains the results for dividend payers and non-payers. Standard errors of coefficients are reported in parentheses.

	Panel A. Whole sample				Panel B. Dividend payers versus non-payers							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)		(3)		(4)		
	All	All	All	All	Payers	Non-payers	Payers	Non-payers	Payers	Non-payers	payers	Non-payers
Previous ZL decision	0.005* (.016)	0.008* (.015)	0.008 (.015)	- -	0.155 (.015)	-0.005 (.015)	0.151 (.014)	-0.004 (.014)	0.148 (.014)	-0.003 (.014)	- -	- -
Age	0.024* (.018)	0.021* (.018)	0.016 (.018)	0.032 (.017)	0.024 (.009)	-0.015 (.038)	0.022 (.009)	-0.003 (.037)	0.020 (.008)	0.005 (.036)	0.016 (.005)	0.035 (.028)
Cash flow	1.251* (1.526)	0.714* (1.548)	0.565 (1.513)	0.876 (1.527)	-0.361 (0.386)	1.196 (1.549)	-0.275 (0.387)	1.438 (1.553)	-0.347 (0.353)	0.721 (1.192)	-0.806 (0.271)	0.423 (1.050)
Cash holdings	1.647* (1.012)	- -	- -	- -	-0.656 (0.594)	1.723 (1.141)	- -	- -	- -	- -	- -	- -
Dividend payout ratio	0.309*** (0.129)	0.297*** (0.127)	0.261 (0.123)	0.282 (0.127)	0.677 (0.615)	0.000 (0.000)	-5.979 (6.025)	0.000 (0.000)	-5.749 (5.998)	0.000 (0.00)	4.401 (2.071)	0.000 (0.000)
Growth opportunity	0.002** (0.0023)	0.002*** (0.0022)	0.002 (0.0020)	0.002 (0.0022)	0.003* (-0.001)	-0.001 (-0.002)	0.004*** (-0.002)	0.0017 (0.024)	0.004** (-0.002)	0.003 (-0.002)	0.009*** (-0.003)	0.0017 (22.36)
Depreciation	0.196** (0.176)	0.132*** (0.167)	0.137*** (0.157)	0.154 (0.073)	0.104 (0.105)	0.219 (0.257)	0.136 (0.103)	0.204 (0.217)	0.112 (0.092)	0.221 (0.22)	0.681 (0.056)	0.196 (0.199)
Size	-0.690* (0.153)	-0.639*** (0.1439)	-0.626* (0.142)	-0.737 (0.155)	-0.237 (0.071)	-0.729 (0.198)	-0.211 (0.066)	-0.632 (0.174)	-0.198 (0.064)	-0.634 (0.17)	-0.063 (0.030)	-0.667 (0.173)
Tangibility	1.849* (1.239)	2.483*** (1.206)	0.932 (0.719)	1.597 (1.171)	-0.424 (0.470)	2.240 (1.704)	-0.520 (0.446)	2.256 (1.350)	-1.007 (0.427)	1.548 (0.97)	-1.645 (0.272)	1.687 (0.919)
Tax ratio	-3.110 (12.149)	-5.067 (11.694)	-4.133 (11.55)	-1.241 (11.58)	23.274 (5.149)	-17.132 (14.12)	24.798 (4.261)	-10.502 (12.74)	20.796 (4.173)	-13.15 (11.99)	14.511 (2.502)	-7.771 (11.10)
Z-score	-0.808 (0.546)	-0.946 (0.547)	- -	- -	-0.324 (0.062)	-0.881 (0.809)	-0.306 (0.068)	-0.407 (0.522)	- -	- -	- -	- -
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No of observation	29432	29432	29432	29,754	15,673	13759	15,674	13763	15,674	13763	16,78	14631
Pseudo R-squared	0.940	0.939	0.937	0.9393	0.526	0.933	0.523	0.930	0.516	0.929	0.105	0.929

계수의 표준편차는 괄호 안에 보고되어 있다. *, ** 그리고 *** 는 각각 10%, 5% 그리고 1% 의 을 말한다.

4. 다변량 분석

4.1 무부채 정책을 선택하는 기업의 로짓 회귀 분석

4.1.1 총 기업의 결과분석

Table 3은 무부채 정책을 선택하는 기업의 선택에 대한 로짓 회귀 분석의 결과이다. 전체 샘플에 대한 모든 변수의 회귀 분석은 컬럼(1)에 그리고 3개의 다른 회귀분석이 나머지 컬럼에 보고되고 있다. 컬럼(2)에서는 cash holdings를 제외했는데 그 이유는 이 변수가 growth opportunity(성장가능성)하고 상관관계가 높기 때문이다. 컬럼(3)에서는 z-score 가 제외 되었다. 왜냐하면 이 변수가 cash flow(현금 흐름) 하고 cash holdings(현금 보유) 하고 상관관계가 높기 때문이다. 컬럼(4)에서는 previous year's zero-leverage policy(전년도의 무부채 정책)의 터미 변수가 제외 되었다. 이 변수가 다른 변수들과 하기의 잠정적인 추정의 복잡성 때문이다.

Table 3의 패널 A 총 무부채 기업 결과는 전체적으로 모든 회귀분석이 통계적으로 유의하다. (유사 R스퀘어가 0.939 에서 0.94이다.) 중요한 것은 표3의 결과가 위에서 본 단변량 분석과 일치하고 본 논문의 가설을 지지한다는 점이다. size (크기)의 변수는 컬럼 (1) - (4)에 모두 유의하게 음(-)의 결과이다, 반면에 age (기업의 나이) 변수는 통계적으로 유의한 모두 양(+)의 결과를 보인다. 첫 번째 결과가 제시하는 것은 작은 기업들이 보다 더 무부채 정책을 택한다는 것이고 두 번째 결과 기업의 연령 변수 결과가 제시하는 것은 본 논문의 가설과는 일치 하지 않는다. 그러나 그 이유는 size와의 상관 관계에서 때문으로 보이고 보고 안된 테스트에서 size 변수를 다중 공선성을 피하기 위해 제외하면 기업 연령 변수가 모두 음(-)의 결과를 보인다.

다음으로는 금융 제약 가설을 지지하는 발견이 있다. Growth opportunities(성장 가능성)는 기업이 무부채를 택하는 것이 통계적으로 유의하고 양(+)의 결과를 보인다. 이 결과는 Myers (1977)의 저투자 가설을 지지한다. cash holdings(현금보유)의 변수도 통계적으로 유의하게 양(+)의 결과를 보여준다. Growth opportunities(성장 가능성)의 결과와 더불어 기업이 cash holdings(현금보유)가 많고 높은 성장 기회를 갖고 있으면 부채를 피하고 무부채 정책을 택하기 쉽다. 이결과는 기업은 미래의 자본 요구를 맞추기 위하여 보수적인 재정 정책을 택하는 재정적 유연성 가설 (DeAngelo & DeAngelo, 2007)을 지지한다.

순위(Pecking-order)이론에 따르면 cash flow(현금 흐름)의 계수는 통계적으로 유의하게 양(+)이다. 이것은 순위 이론 학설의 이론인 기업은 충분한 내부 자금이 있을 때는 부채를 쓰지 않는다는 가설을 지지한다. 이 회귀 분석 결과는 정태 이론은 별로 지지하지 않는다. 정태 이론에 관해서는 법인세율이 통계적으로 유의하지 않고 반면에 depreciation (감가 상각률)만이 유의하다. (그룹 (4)만 제외하고). 이 depreciation 변수에 대한 가능한 설명은 무부채 기업들은 생각 보다 많은 유형 자산을 갖고 있기 때문에 이 변수가 나타내는 감가상각이 많다는 것이다. 결론적으로 세금에 관계된 변수들은 정태 이론을 별로 지지하지 않는다.

마지막으로 표3의 결과는 기업의 무부채 보수주의는 시간이 가도 상당히 유지된다는 가설을 지지한다. 왜냐하면 전년도의 무부채 정책은 금년에 상당히 영향을 주고 있다. 따라서 단변량 분석에서 본 바와 같이 무부채 기업은 부채 정책에 대해 상당한 보수적인 정책을 유지하고 있다고 보인다.

4.1.2 무부채 기업 중 배당금을 주는 기업과 주지 않는 기업의 차이

Table 3의 패널 B의 결과는 패널A의 주요한 발견과 비록 몇 개의 변수의 효과는 다르지만 배당금 주는 그룹과 무배당 그룹 간에 결과는 거의 모두 일치한다고 보인다. Size (기업크기)의 변수는 컬럼 (1)-(4)에 모두 유의하게 음(-)이고 예상대로 두번째 무배당 그룹(2)에서 더 큰 음(-)의 결과를 보인다. 이 결과가 제시하는 것은 작은 규모의 무부채 기업들이 무배당 정책을 더 택한다는 것이다. Growth opportunities(성장 가능성)의 결과와 더불어 기업이 현금이 많고 높은 성장 기회를 갖고 있으면 부채를 피하고 무부채 정책을 택하기 쉽다. 기업 연령 또한 두번째 그룹에 훨씬 부정적(-)인 결과이다. 유형 자산의 효과는 두번째 무배당 그룹에 양(+)의 결과를 보인다. 이러한 결과는 재정적 제약(financial constraint hypothesis)가설과는 일치하지 않는다. 다음에 성장 가능성(growth opportunity)변수는 예상대로 배당금 주는 그룹에서 통계적으로 유의하고 안주는 그룹에서는 유의하지 않다. 이결과는 재무적 유연성 학설과 일치하고 재정적으로 제약 가설하고도 일치한다고 볼 수 있다.

5. 결론

본 논문은 무부채 기업에 대한 국내 연구에 새로운 시각으로의 접근을 제시한다. 무부채 기업은 한 종류가 아닌 재정적 제약을 갖고 있는 그룹과 재무적 유연성을 추구 하고자 하는 두개의 다른 그룹이라는 것을 보여준다. 이 두 그룹은 무부채를 선택하는데 서로 다른 동기를 갖고 있다. 무부채 그룹이지만 무배당인 그룹 대부분은 일반적으로 규모가 작고 기업 연령이 상대적으로 젊으며 기업의 활동이 아직 약하다. 그들이 무부채인 이유는 주로 금융시장에서 부채를 조달하기 어렵기 때문이다. 반면에 무부채 그룹이지만 배당금을 주는 그룹은 일반적으로 보다 성숙한 기업이고 수익이 나고 있으며 재정적인 제약이 훨씬 약하다고 할 수 있다. 이 그룹의 회사들은 저투자이론과 재정적인 유연성 이론에서 예측하는 바와 같이 전략적으로 부채 자금 조달을 피하고 있다고 보인다. 결론적으로 본 연구의 결과는 국내 기업들의 무부채 현상은 상당 부분 재정적인 제약결과 저투자설 그리고 재무적 유연성 이론으로 설명될 수 있음을 보인다. 본 연구를 통한 기대 효과는 국내 기업들이 무부채를 선택할 때 결정 요인을 파악함으로써 국내 기업의 재무 정책에 활용할 수 있다. 젊고 크기가 작은 신생 기업들의 무부채 전략은 대부분 자금 조달의 어려움을 나타내고 있을 가능성이 높다는 점을 파악하고 이러한 신생 기업들에게 도움이 되는 재무 정책이 필요할 수 있다. 그러나 성숙한 기업의 경우는 전략적으로 무부채 정책을 택하고 현금을 축적하는 결과 투자 능력이 향상될 수 있고 기업 성과도 향상 될 수 있다. 이러한 기업들이 금융위기가 찾아올 때 위기를 비교적 더 잘 극복할 수 있는 기업이 될 수 있을지를 살펴 볼 수 있다.

References

- [1] A. Strebulaev, B. Yang, "The Mystery of Zero-leverage Firms", *Journal of Financial Economics* Vol.109, pp.1-23, 2013.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- [2] J. R. Graham, "How Big Are the Tax Benefits of Debt?", *Journal of Finance* Vol.55, No.5, pp.1901-1941, 2000.
DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- [3] Binsbergen, J. Graham, J. Yang, "The Cost of Debt", *Journal of Finance* Vol.65, No.6, pp. 2089-2136, 2010.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01611>
- [4] B. C. Koh, J. W. Kim, "Low Volatility Anomaly and Its Profitability in Korean Stock Markets", *Korean Financial Studies*, Vol.43, No.3, pp.573-603, 2014.
- [5] B. C. Koh, J. E. Lim, "A Study on the Characteristics of Korea's Non-Debt Enterprises", *Korean Finance Association Conference*, Vol.25, No.11, pp.27-52, 2015.
- [6] A. Iona, L. Leonida, A. Ozkan, "Determinants of financial conservatism: Evidence from low-leverage and cash-rich UK firms", Working Paper, University of York, 2007.
- [7] B. A. Minton, K. H. Wruck, "Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms", *Working Paper*, Ohio State University, 2001.
- [8] M. Marchica, R. Mura, "Financial flexibility, investment ability and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity", *Financial Management*, Vol.39, No.4, pp.1339-1365, 2010.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01115.x>
- [9] V. A. Dang, "An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK", *International Review of Financial Analysis* Vol.30, pp.189-202, 2013.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.08.007>
- [10] E. Devos, U. Dhillon, M. Jagannathan, S. Krishnamurthy, "Why are firms unlevered?", *Journal of Corporate Finance* Vol. 18, pp.664-682, 2012.
DOI: <https://doi.org/10.3386/w6234>
- [11] H. S. Byeon, "Financial Distress and Debt Choice: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Korean Business Review*, Vol.35, No.4, pp.1035-1073, 2006.
- [12] S. H. Mo, "Debt Free Management Based on the Biblical Perspective and the Perspective of the Modern Finance Theory on Capital Structure", *Logos Management*, Vol.11, No. 4, pp.1-20, 2013.
- [13] B. K. Kim "A Study on the Characteristics of Low-Leverage Firms", *Korean Corporation Management Review*, Vol.25, No.3, pp.137-157, 2018.
- [14] G. H. Jung, "An Empirical Study on the Financial Characteristics of Low Leverage Firms", *Korean Journal of Business Administration*, Vol.22, No.4, pp.1803-1824, 2009.
- [15] J. E. Stiglitz, A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, Vol.71, No.3 (pp. 393-410), 1981.
DOI: <https://doi.org/10.2307/180278>
- [16] C. J. Hadlock, J. R. Pierce, "New evidence on measuring financial constraints Moving beyond the KZ index", *Review of Financial Studies*, Vol.23, No.5, pp.1909-1940, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>
- [17] H. DeAngelo, L. DeAngelo, "Capital structure, payout policy, and financial flexibility," *Working Paper*, University of Southern California, 2007.
DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.916093>
- [18] S. C. Myers, N. S. Majluf, "Corporate financing and investments decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial*

Economics, Vol.13, No.2, pp.187-221, 1984.
DOI: <https://doi.org/10.3386/w1396>

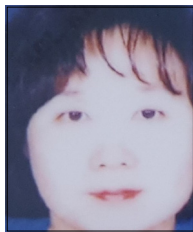
- [19] M. T. Leary, M. R. Roberts, "Do firms rebalance their capital structures. *Journal of Finance*", Vol.60, No.6, pp.2575-2619, 2005.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00811.x>
- [20] A. Gamba, A. J. Triantis, "The value of financial flexibility.," *Journal of Finance*, Vol.63, No.5, pp.2263-2296, 2008.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>
- [21] M. H. Miller, and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, Vol.40, pp.1031-1051, 1985.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- [22] A. Charitou, N. Lambertides, G. Theodoulou, "The Effect of Past Earnings and Dividend Patterns on the Information Content of Dividends When Earnings are Reduced", *Abacus*, Vol.46, No.2, pp.153-187, 2010.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2010.00314.x>
- [23] D. J. Skinner, E. F. Soltes, "What Do Dividends Tell Us About Earnings Quality?", *Review of Accounting Studies*, Vol.16, No.1, pp. 1-28, 2011.
DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9113-8>
- [24] S. C. Myers, "Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*," Vol.5, No. 2, pp.145-175, 1977. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- [25] J. Harford, "Corporate cash reserves and acquisition", *Journal of Finance*, Vol.54, No.6, 1969- 1997, 1999.
DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>
- [26] T. Opler, L. Pinlowitz, R. Stulz, R. Williamson, "The determinants and implications for corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol.52, No.1, pp.3-46, 1999.

부록-Summary Statistics

Variable	N	Mean	STD	Min	Max
Zerodebt	41947	0.992	0.0888	0	1
age	41947	27.461	15.904	0	121
size	33231	11.183	1.625	5.124	19.721
cash_flow	41929	0.025	0.211	-22.056	9.526
cash_holdings	41929	0.082	0.094	-0.001	1
profitability	41929	0.062	0.108	-3.83	0.948
Liquidity	40255	2.206	2.691	0.006	39.616
Tangibility	40255	0.514	0.182	0.003	1
TaxR	41929	0.013	0.02	-0.24	0.31
Investment	39661	0.028	0.177	-18.048	0.942
Depreciation	41929	0.008	0.017	0	1.341
DPR	41929	-0.005	0.013	-0.436	0.03
Growth_opportunity	33217	0.0008	0.0015	0	0.148
stock_return	31476	0.291	3.377	-1	197.437
Ipoage	41947	9.142	11.868	-20	62
Z	31766	1.873	1.211	-46.025	42.464

양인선(Insun Yang)

[정회원]



- 2013년 5월 : Syracuse 대학교 재무학 박사
- 2013년 8월 ~ 2015년 8월 : Winona State University (미네소타 주립대학교) 재무학과 교수
- 2015년 8월 ~ 현재 : 홍익대학교 경영학과 교수

<관심분야>

기업재무, 투자론