

부채특성이 경영권방어수단과 타인자본비용 간의 관계에 미치는 영향*

이아영
강원대학교 경영회계학부 교수

김성혜
부천대학교 세무회계학과 조교수

The Effect of Debt Characteristics on the Relationship between Anti-Takeover Provision and the Cost of Debt

A-Young Lee^a, Sung-Hye Kim^b

^a Department of Business Administration & Accounting, Kangwon National University, South Korea

^b Department of Tax and Accounting, Bucheon University, South Korea

Received 31 August 2023, Revised 16 September 2023, Accepted 21 September 2023

Abstract

Purpose - This study examines the effect of corporate debt characteristics on the relationship between anti-takeover provision and the cost of debt.

Design/methodology/approach - The study analyzes a sample of non-financial firms listed on the stock market with December fiscal year-end from 2011 to 2018. Debt default risk (debt size, liquidity ratio, interest coverage ratio, loss occurrence) and the issuance of bonds are utilized as measures of corporate debt characteristics.

Findings - First, it is observed that creditors of firms with anti-takeover provision demand higher returns as the debt default risk of these firms increases. Second, for firms issuing bonds, it is found that bondholders in companies with anti-takeover provision also seek higher returns.

Research implications or Originality - This study contributes by demonstrating that the effect of anti-takeover provision on creditors can vary depending on corporate debt characteristics. Particularly, the study highlights the importance of a firm's debt default risk and creditor distinction (bondholders vs. regular creditors) as significant factors that may influence perceptions of anti-takeover provision.

Keywords: Anti-Takeover Provision, Bondholders, Cost of Debt, Debt Characteristics, Financial Risk, Regular Creditors

JEL Classifications: M10, M40, M49

* 이 논문은 2023년도 부천대학교 교내연구비를 지원받아 수행된 연구임.

^a First Author, E-mail: aayoungg@kangwon.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: ohblessing@bc.ac.kr

© 2023 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

I. 서론

본 연구는 기업의 부채특성이 경영권방어수단과 타인자본비용 간의 관계에 미치는 영향을 살펴본다. 경영권방어수단은 경영권을 보호하기 위한 방어장치로 경영자 교체를 어렵게 하고, 주주와 경영자 간의 합의 균형이 경영자에게 유리하게 작용하는 결과를 가져와 주주의 권리를 훼손시킬 수 있다. 선행연구들에서도 경영권방어수단으로 인한 주주권 약화가 주주의 부를 감소시키고 자기자본비용을 증가시킨다는 실증 결과가 제시된 바 있다. 한편 주주권 약화가 채권자에게 미칠 수 있는 영향에 대한 논의와 연구는 아직까지 부족한 실정이다. 기업지배구조는 주주의 권한을 개선하고 보호하는 방향으로 주로 설계되었으며 이러한 정책들이 채권자에게 미치는 순효과는 복잡하고 불분명한데, 이것은 채권자가 경영자 뿐 만 아니라 주주와의 이해상충 문제에도 직면해 있기 때문이다(Sadra et al., 2021; 김성혜와 이아영, 2023).

김성혜와 이아영(2023)은 주주권의 약화(또는 강화)가 채권자에 미치는 영향을 국내 자료를 이용해 분석하기 위해, 주주권의 약화를 경영권방어수단의 존재로 측정하고 타인자본비용과의 관계를 통해 확인하였다. 실증분석 결과, 경영권방어수단을 보유한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 신용등급은 낮고 차입이자율이 높은 것으로 제시되어 경영권방어수단으로 인한 주주권의 약화가 채권자에게도 불리하다는 증거를 제시하였다. 본 연구는 김성혜와 이아영(2023)연구를 확장하여 부채의 특성에 따른 경영권방어수단과 타인자본비용 간의 관계를 살펴보고자 한다.

기업의 부채특성은 해당 기업이 가지고 있는 부채구조와 관련된 요소로 채권자는 부채특성에 대한 이해를 통해 기업의 채무상환능력과 재무위험을 평가하고 투자 및 신용의사결정을 내리게 된다. 즉 부채특성에 따라 채권자가 부담하는 위험이 달라질 수 있으며 이는 차입이자율에 반영된다. 따라서 경영권방어수단의 존재가 타인자본비용에 미치는 영향은 기업의 부채특성에 따라 달라질 수 있다. 김성혜와 이아영(2023)의 연구에서 인수합병의 활성화(경영권방어수단의 부재 또는 주주권의 강화)가 합병 후 기업의 채무불이행 위험을 감소시켜 차입이자율이 감소된다는 결과를 보고하였다. 합병전 채무불이행 위험이 크지 않은 기업의 경우 합병으로 인한 효익이 상대적으로 작을 수 있기 때문에 경영권방어수단의 부재가 차입이자율을 감소시킨다는 결과를 지지하지 않을 가능성이 있다. 결국 기업의 부채특성을 고려한 추가적인 분석의 필요성을 제기한다.

이에 본 연구는 부채특성을 고려하여 경영권방어수단과 타인자본비용 간의 관계를 분석하여, 주주권 강화(또는 약화)가 채권자에게 미칠 수 있는 영향이 기업의 부채특성에 따라 상이한지 살펴보고자 한다. 특히 부채특성으로 채무불이행 위험(부채규모, 유동성비율, 이자보상배율, 손실기업)과 사채발행 여부 변수를 활용한다.

본 연구의 결과 및 시사점은 다음과 같다. 첫째, 기업의 부채비율이 높거나, 유동성 비율이 낮거나, 이자보상배율이 낮거나, 손실을 보고하는 기업일수록 경영권방어수단을 가진 기업의 채권자들이 그렇지 않은 기업에 비해 차입이자율이 더 높은 것으로 제시되었다. 이것은 경영권방어수단을 가진 기업의 채무불이행 위험이 높을수록 해당 기업의 채권자들이 더 높은 수익률을 요구한다는 것이다. 재무위험이 큰 기업의 채권자들 입장에서는 활발한 인수합병을 통한 합병 후 기업의 채무불이행 위험이 감소되고 부채부담 여력과 차입능력이 개선되는 등 공동보험효과의 효익을 누릴 수 있는 기회가 경영권방어수단 때문에 감소될 수 있기 때문에 더 높은 보상을 요구하는 것으로 해석될 수 있다. 둘째, 사채를 발행하는 기업의 경우 경영권방어수단을 가진 기업의 채권자들이 더 높은 수익률을 요구하는 것으로 확인되었다. 이것은 사채권자와 일반채권자(은행)가 인수합병을 바라보는 시각차이가 존재한다는 것을 의미한다. 사채권자들이 일반채권자들에 비해 정보비대칭으로 인한 대리인 문제에 노출될 가능성이 더 크기 때문에 경영권 시장 활성화를 통한 적극적인 모니터링 역할의 필요성에 더 긍정적이라는 해석을 할 수 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 경영권방어수단이 채권자에게 미치는 영향이 기업의 부채특성에 따라 달라질 수 있음을 제시하였다. 특히 채권자가 처해 있는 기업의 채무불이행 위험과 채권자 구분(사채권자 vs 일반채권자)이 경영권방어수단에 대한 인식에 중요하게 영향을 미칠 수 있는 변수임을 확인하였다. 둘째, 기업의 경영권방어 전략이 채권시장에서 기업에 대한 평가에 어떻게 영향을 미치는지에 대한

이해를 제고하고, 사채권자들과 일반채권자들 간에 인수합병에 대한 관심과 평가방식에 차이가 있다는 점을 확인하여 채권자들의 다양한 입장과 의견을 이해하는데 도움을 줄 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 I 장의 서론에 이어 제 II 장에서 경영권방어수단을 간단히 설명한다. 제 III 장에서 선행연구를 검토하고 이를 토대로 가설을 설정한다. 제 IV 장에서 표본의 선정 및 연구방법론을 제시한다. 제 V 장에서 본 연구에 사용된 변수들의 기술통계 및 실증분석 결과를 확인하고 제 VI 장에서 연구결과를 제시한다.

II. 경영권방어수단에 대한 이해

경영권방어수단은 경영진이 경영권을 유지하기 위해 사용하는 전략과 도구들로 적대적 인수합병의 위협으로부터 경영진이 경영활동을 안정적으로 수행할 수 있도록 한다. 하지만 경영권방어수단을 통해 경영진이 의사결정에 큰 통제력을 가지게 되어 오히려 주주권이 약화되며 주주 가치에 부정적이라는 실증결과가 보고되었다(Gompers et al., 2003; Bebchuk et al., 2009; Bebchuk and Cohen, 2005; Collins and Huang, 2011; 이철수와 김현아, 2012; 이아영과 강윤식, 2021). 한편 경영권방어행위의 필요성도 존재하는데 적대적 인수합병이 회사에 이익이 되지 않는다고 판단될 경우와 장기적으로 기업경영이 가능하도록 하고 갑작적인 매수로부터 회사의 이익 및 주주의 이익보호를 위해 방어가 필요하다는 점 등을 들고 있다(윤종미, 2017). 주주권강화와 경영권보호라는 상반된 논리로 경영권방어수단과 관련된 찬반논란은 여전히 제기되고 있는 실정이다.

경영권방어는 크게 정관변경을 통한 방어, 자본구조 변경에 의한 방어 등으로 구분할 수 있다.

1) 정관변경

정관변경은 경영권의 이전이나 합병 등을 어렵게 하기 위해 법인의 정관을 개정하는 것으로 가장 오래전부터 이용된 방어수단이다. 이는 적대적 인수합병에 대비하기 위하여 현행법이 허용하는 한도내에서 인수 희망자의 인수 내지 매수자의 의결권 행사가 어렵도록 정관에 규정을 두는 방법을 뜻한다(권재열, 2008). 대표적으로 차등의결권제도, 이사의 시차임기제, 초특별결의조항, 황금낙산 등이 있다.

차등의결권제도는 정관 규정을 통해 경영진이나 대주주에게 보유한 지분율보다 더 많은 의결권을 부여하여 일부 주주의 지배권을 강화하는 제도로 미국과 유럽 등지에서는 차등의결권 주식의 발행 및 활용이 허용되고 있으나 우리나라에서는 허용되지 않고 있다(윤종미, 2017).

이사의 시차임기제는 이사들의 임기를 다른 기간에 분산시켜 전체 이사들을 동시에 교체할 수 없게 하여 현 경영진의 경영권 장악을 지연시키는 것이다. 시차임기제는 매수자의 이사회 지배를 지연시킬 수는 있으나 매수자가 일정지분을 확보한 이후에는 현재의 이사들이 계속해서 저항하기는 어렵다는 점에서 그 효과가 미미한 것으로 알려져 있다(고동수, 2008). 한국의 경우 시차임기제를 정관으로 규정한 경우가 많지 않은 것은 그러한 규정이 없더라도 이사 선임시 선임되는 이사의 임기를 차별화한다면 시차임기제와 동일한 효과를 얻을 수 있기 때문이다(권재열, 2008).

초특별결의조항은 정관변경을 통해 상법에서 정하고 있는 결의 요건을 가중하여 임원의 선임·해임 그리고 인수합병을 어렵게 하는 것이다. 우리나라 상법상 이사 해임 및 인수합병은 기본적으로 주주총회 특별결의(출석주주 의결권 2/3 이상, 발행주식 총수 1/3 이상 총족)를 통해 가능하다. 그런데 개별 기업의 정관에 임원해임 요건 및 합병특별결의 요건을 가중하는 규정을 두는 방법으로 이사진 교체 및 합병에 필요한 주주 찬성률을 대폭 상향시킬 수도 있다. 이는 주주총회에서 해당 안건의 통과를 어렵게 하여 적대적 M&A 방어수단으로 활용될 수 있다.

황금낙산(golden parachute)은 회사와 임원진 간의 고용계약의 일종으로 적대적 M&A 발생 시 기존 임원들에게 거액의 퇴직금을 지급하도록 하는 특별한 계약으로 이것은 회사내 경영권의 변경이 발생할 때만 작동하게 되는 계약이라는 점에서 전통적인 고용계약과는 다르다(Henry, 1985). 기업 인수 비용

을 높임으로써 사실상 적대적 M&A를 어렵게 만들어 경영권을 지키는 수단이다. 우리나라 상법에서 이 제도를 도입하기 위해서는 정관규정이나 주주총회의 결의에 의해서 가능한데, 상법 제388조에서 이사의 보수는 정관에 그 액수를 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 정한다는 규정을 두고 있기 때문이다(윤종미, 2017).

정관변경을 통한 기타 경영권방어수단으로 발행즉시 의결권이 있는 주식으로 전환이 가능한 의결권이 없거나 제한된 종류주식의 사모 발행 규정이다. 이것은 적대적 M&A 시도가 있을 때 의결권이 있는 주식으로 전환이 가능한 의결권이 없거나 제한된 종류주식을 사모로 대량 발행하는 것은 강력한 경영권 방어수단이 될 수 있다.

2) 자본구조 변경에 의한 방어

기업은 재무적인 구조개편을 통해 적대적 인수합병의 대상이 되는 것을 방지할 수 있다. 대표적으로 차입매수, 그린메일, 포이즌 필 전략 등이 있다.

차입매수(Leveraged Buyout: LBO)가 적대적 인수합병의 방어수단으로 사용되는 경우가 있는데, 이 경우 대상회사의 경영진은 경영진에 의한 차입매수(Management Buyout: MBO)를 적극적으로 제한하며 필요한 자금의 확보를 위해 투자은행을 물색하게 된다(윤종미, 2017). 이때 대상회사의 자산이나 미래현금흐름을 담보로 외부에서 자금을 차입하여 회사를 매수하기 때문에 부채비율이 비정상적으로 증가하고 경영진의 소유지분도 크게 증가한다. 증가된 부채비율은 인수대상 기업으로서의 매력을 저하시킨다.

그린메일(Greenmail)은 매수자가 인수대상 기업의 주식을 대거 사들인 후 경영권을 담보로 경영자(또는 대주주)에게 편지를 보내 이미 매수한 자기주식을 시가보다 비싼 가격으로 인수대상 기업이 매입하는 것을 말한다.

포이즌 필(Poison Pill)은 적대적 인수합병의 시도가 있을 때 기존 주주들에게 회사 신주를 시가보다 싼 가격에 매입할 수 있는 옵션을 부여해 적대적 인수합병 시도자의 지분확보를 어렵게 해 경영권을 방어하는 것이다. 한국도 2015년 포이즌 필이라 불리는 신주인수선택권 도입을 주 내용으로 하는 상법 개정안을 마련하였지만 입법화 되지는 못했다. 한국에서 이사회에 대한 지배주주의 영향력이 강하기 때문에 지배주주가 사적이익을 위해 포이즌 필을 사용하는 등 지배력 강화수단으로 사용될 수 있다는 우려가 있었기 때문이다.

본 연구에서 사용하는 경영권방어수단은 정관변경에 의한 경영권방어에 한정한다. 정관규정을 이용하는 방어방법은 적대적 인수합병이 발생하기 전에 마련하여야 하는 이른바 “예방적(사전적) 방어전략” 중의 하나이다(권재열, 2008). 이것은 적대적 인수합병 시도가 있는 경우 사용할 수 있는 적극적 방어수단과 구분된다. 정관변경에 의한 경영권방어수단은 기업 경영진의 경영권방어와 관련된 의도를 사전적으로 더 잘 포착할 수 있으며 정관검토를 통해 연구목적으로 데이터 베이스화 하기 용이하기 때문에 본 연구는 정관변경에 의한 경영권방어수단에 초점을 두고 연구를 수행한다.

III. 선행연구 및 가설설정

주주권의 강화(또는 약화)가 채권자에 미칠 수 있는 영향에 대한 연구는 국외를 중심으로 수행되어 왔으며 일관된 결과는 제시되지 않고 있다. 주주권 강화정도를 경영권방어수단으로 측정한 Klock et al. (2003)은 강력한 경영권방어수단을 가진 기업의 차입이자율이 약화된 경영권방어수단을 가진 기업에 비해 낮은 것으로 확인하였으며, 경영권방어수단이 주주에게는 유리하지 않지만 채권자의 이익을 더 잘 보호할 수 있는 수단이라고 하였다. Chava et al. (2009)은 대표적인 채권자인 은행에 초점을 두고 경영권방어수단과 은행 차입이자율 간의 관계를 살펴본 결과 경영권방어수단이 적을수록 차입이자율이 높은 것으로 확인하였다. Chen (2012)은 경영권방어수단의 하나인 시차임기제(classified boards)가 타인자본 비용을 감소시킨다는 결과를 확인한 결과, 경영권방어수단이 채권자에게 유리하다는 결론을 제시하였다.

한편 인수합병이 채권자에게 유리하다는 결과를 보고한 Billet et al. (2004)은 사채등급에 따라 인수합병 결과가 채권자에게 미치는 영향이 다르다는 발견을 하였다. 투기등급을 가진 인수 대상 기업의 채권자들은 인수합병으로 이익을 향유하지만 투자등급을 가진 인수대상 기업의 채권자들은 오히려 음(-)의 수익률을 얻는 것으로 확인하였다. 이것은 투기등급 기업의 채권자들은 이미 사채등급이 낮기 때문에 인수합병으로 사채등급이 상향조정될 가능성이 크고 사채등급의 하향조정으로 인한 손실의 가능성이 낮기 때문인 것으로 해석하였다. Qiu and Yu (2009)는 기업인수합병을 어렵게 만든 인수합병법(Business Combination laws)이 시행된 미국 30개 주의 기업을 대상으로 인수합병 시장의 존재가 채권자에게 미치는 영향을 살펴보았다. 실증결과, 반인수합병법 시행으로 인한 경영권시장의 약화가 부채비용을 상승시키고 채권자의 부를 감소시킨다는 결과를 제시하였다. 특히 반인수합병법 통과로 해당 기업이 속한 산업의 경쟁이 낮은 경우나 투기등급에 해당하는 기업의 신용스프레드 상승을 발견할 수 있었지만 경쟁산업에 속한 기업 또는 투자등급 기업의 경우에는 영향이 없는 것으로 제시되었다.

김성혜와 이아영(2023)의 한국 자료를 이용한 연구에서도 Billet et al. (2004)과 Qui and Yu (2009) 연구와 유사한 결과를 보고하였다. 다만 Billet et al. (2004)은 인수합병 이후 채권자의 부에 미치는 영향을 분석하였고, Qui and Yu (2009)는 인수합병을 어렵게 하는 법(반인수합병법)의 시행이 채권자의 부에 미치는 영향을 살펴보았다는 점에서, 경영권방어수단 측정치를 사용해 채권자 부에 미치는 영향을 분석한 김성혜와 이아영(2023)의 연구와는 차이가 있다. 그리고 Billet et al. (2004)과 Qui and Yu (2009)는 부채의 특성(투자등급/투기등급)에 따라 인수합병이 채권자에 부에 미치는 영향이 달라진다는 점을 제시하였다.

Billet et al. (2004)은 인수대상 회사 채권자들은 합병 공시기간 동안 양(+)의 초과수익률을 얻었으며 특히 인수대상 회사 회사채의 위험에 따라 크게 달라진다는 것을 발견하였다. 인수대상 회사채가 투자등급일 때 평균 초과수익률은 -0.8%였으나 투기등급인 경우 평균 4.3%의 초과수익률 얻었으며 차이는 유의한 것으로 제시되었다.

Qui and Yu (2009)는 반인수합병법의 시행은 신용스프레드를 상승시키는 것을 발견하였다. 특히 투기등급 기업의 신용스프레드는 반인수합병법 통과로 134 베이스포인트 상승했지만 투자등급 기업의 경우 신용스프레드에 유의한 변화가 없었다. 이것은 Billet et al. (2004)의 실제 인수합병을 대상으로 분석한 연구결과와 일관된 것이다.

Billet et al. (2004)과 Qui and Yu (2009)의 연구와 같이 회사(target firm)의 부채의 특성 특히 재무위험에 따라 경영권시장의 활성화(경영권방어수단의 부채)가 채권자 부에 미치는 영향이 상이할 수 있다는 것을 알 수 있다. 즉 채권자들은 기업의 환경에 따라 경영권시장의 변화에 다르게 반응한다는 것이다. 특히 재무위험이 큰 기업의 채권자들 입장에서는 활발한 인수합병을 통해 합병 후 기업의 채무불이행 위험이 감소되고 부채부담 여력과 차입능력이 개선되는 등 공동보험효과의 효익을 재무위험이 낮은 기업의 채권자들에 비해 더 크게 누릴 수 있다. 따라서 활발한 인수합병을 어렵게 하는 경영권방어수단의 존재는 재무위험이 큰 기업 채권자들이 공동보험 효과의 효익을 향유할 수 있는 기회를 감소시키기 때문에 재무위험이 상대적으로 작은 기업 채권자들에 비해 차입이자율이 더 높을 수 있다. 본 연구에서 재무위험은 부채비용, 이자보상비용 그리고 순손실 여부로 측정하고 다음의 가설을 설정한다.

H1: 경영권방어수단과 타인자본비용 간의 양(+)의 관계는 재무위험이 높을수록 강화된다.

본 연구는 사채발행여부를 부채특성변수로 포함하여 분석한다. 사채권자와 일반채권자(은행)가 인수합병을 바라보는 시각차이가 존재할 수 있다. 동일한 부채이지만 사채계약과 차입계약은 정보에 대한 접근성, 채무자에 대한 통제권, 계약조건 변경의 신속성, 재계약 협상비용 측면에서 상이한 특성을 지닌다(Bharath et al., 2008). 차입계약에서는 계약과정에서 기업의 신용상태, 투자계획, 가용현금 등 기업의 내부정보를 용이하게 취득할 수 있으며 채권자가 차입기업의 경영활동에 대한 모니터링을 통해 미래현금 흐름에 대한 전망과 위험에 대한 정보를 사전에 획득 할 수 있다(김성혜, 2020). 반면 사채계약은 채권시장을 통한 기업과 불특정 다수의 투자자와의 간접계약이기 때문에 발행기업의 미래 수익성이나 투자계획, 신용상태

등 내부정보에 대한 접근이 어려워 발생기업의 의사결정을 효율적으로 감시하는데 한계가 있다(윤석헌과 박래수, 1999; 김성혜, 2020). 또한 차입계약의 채권자는 경영자의 잘못된 의사결정으로 회사가 부도위험에 처하는 등의 예상치 못한 불확실성에 직면했을 때 신속한 정보교환과 재협상을 통해 유연한 대처가 가능하다(Bharath et al., 2008; 김성혜, 2020). 하지만 사채계약의 경우 채무계약 조정에 대한 재협상 비용이 높으며 차입계약의 채권자 보다 정보비대칭으로 인한 대리인 문제에 더 크게 노출될 수 있다(김성혜, 2020).

따라서 사채권자는 일반채권자에 비해 정보접근성에 제약이 있기 때문에 인수합병으로 인한 재무상태 및 수익성의 변화 등의 불확실성에 유연하게 대처하는데 더 큰 어려움이 있을 수 있다. 또한 사채의 만기는 일반채권자들의 채무 만기에 비해 길고, 사채의 규모도 일반 채무에 비해 상대적으로 크기 때문에 사채권자들이 급격한 변화로 인한 불확실성에 더 크게 노출될 수 있어 적대적 인수합병과 같은 급격한 기업환경 변화를 꺼릴 수 있다. 이러한 경우 경영권방어수단은 기업환경변화를 억제할 수 있는 수단이 될 수 있다. Bertrand and Mullainathan(2003)은 경영자가 인수합병의 위협으로 부터 보호된다면 어렵고 노력이 요구되는 의사결정을 피하고 평온한 삶을 즐기는 것을 선호한다고 한다. Zhao and Chen(2008)은 경영권방어수단이 경영자가 평온한 삶을 향유할 수 있도록 하여 경영권방어수단의 존재가 이익조정을 감소시킨다는 실증결과를 제시하였다. 따라서 경영권방어수단의 존재는 급격한 변화 및 불확실성을 꺼리는 사채권자의 성향과 요구에 부합하기 때문에 사채발행 기업의 차입이자율을 감소시킬 수 있다.

한편 사채권자들이 일반채권자들에 비해 정보비대칭으로 인한 대리인 문제에 노출될 가능성이 더 높다(김성혜, 2020). 대리인을 감시하는 외부모니터링 시스템 중의 하나인 기업 경영권시장의 활성화는 경영자의 낭비적 소비, 무능한 의사결정 등을 규율하는 중요한 장치이다. 따라서 사채권자들은 대리인 문제를 완화하기 위해 경영권 시장 활성화를 통한 경영자 모니터링에 긍정적인 시각을 가질 수도 있다. 이 경우 경영권방어수단의 존재는 경영권시장의 활성화를 저해하기 때문에 사채권자의 성향과 요구에 부합하지 않아 사채발행 기업의 차입이자율을 증가시킬 수도 있다. 따라서 본 연구는 이러한 두 가지의 방향성을 고려하여 사채발행여부에 관한 다음과 같은 가설을 설정한다.

H2: 사채발행여부는 경영권방어수단과 타인자본비용 간의 관계에 영향을 미치지 않는다.

IV. 표본의 선정 및 연구방법

1. 표본의 선정

본 연구는 2011년부터 2018년 까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 12월 결산법인이고 금융업이 아닌 기업을 대상으로 한다. 데이터의 시계열적 왜곡을 완화하기 위해 국제회계기준이 도입된 2011년 이후의 자료를 사용하였으며 코로나 팬데믹으로 인한 기업 실적치의 변동성으로 인한 영향을 최소화하기 위해 2018년까지의 자료를 대상으로 한다. 경영권방어수단과 관련된 자료는 금융감독원의 전자공시시스템(사업보고서의 첨부문서)을 통해 당해 회사의 정관규정을 조사하여 수집하였다.

본 연구에서 경영권방어수단(ATP)의 측정은 Bebchuk et al. (2009)의 연구에 기초하여¹⁾ 국내기업들의 정관에 규정되어 있는 적대적 인수합병 방어조항(ATP: Anti-takeover provision)들이 도입되었는지 여부를 조사하여 측정한다. 한국기업들의 정관규정을 분석한 결과 국내 상장기업에서 이용하고 있는 경영권 방어수단은 임원해임요건 가중, 합병특별 결의요건 가중, 황금낙하산, 발행주식 의결권이 있는 주식으로 전환이 가능한 종류주식의 사모발행이다.²⁾ 위의 4가지 경영권방어수단을 가지고 있는지 여부를 통해

1) Bebchuk et al. (2009)은 6개 지표를 이용하여 E index를 구축하였고, 6개 핵심지표는 시차임기제, 내규 개정에 대한 주주권한 제한, 인수합병에 대한 초다수결의요건, 정관 개정에 대한 초다수결의요건, 포이즌 필, 황금낙하산 조항이 있다.

경영권방어수단을 측정하였다. 즉 1개 이상 경영권방어수단을 가지고 있는 기업이면 1, 그렇지 않은 기업이면 0의 값을 부여하였다.

2. 연구방법

본 연구는 부채의 특성과 재무위험이 경영권방어수단의 존재와 타인자본비용의 관계에 미치는 영향을 살펴보기 위해 식(1)과 같은 연구모형을 사용한다. 본 연구는 종속변수는 t+1기, 독립변수는 t기의 값으로 하는 시차모형을 선택하며 분석방법은 OLS (Ordinary Least Squares) 회귀분석을 수행한다. 본 연구는 타인자본비용(COD)의 대응치로 차입이자율(INT)을 사용하며, 이는 총금융비용/이자발생부채의 평균*(1-실효세율)으로 계산된다. 독립변수는 경영권방어수단(ATP)으로 경영권방어수단존재여부(ATPD)는 3.1에서 제시한 국내상장기업의 경영권 방어수단 4가지 중 1개 이상 경영권 방어수단을 가지고 있는 기업이면 1, 하나도 가지고 있지 않은 기업이면 0의 값을 부여하는 더미변수이며, 경영권방어수단의 수(ATPN)는 해당기업이 보유한 경영권방어수단의 개수를 합한 연속변수이다. 경영권방어수단(ATP)과 함께 상호작용항으로 포함되는 독립변수는 부채비율더미(LEVD), 유동비율더미(LIQD), 이자보상배율더미(ICRD), 손실여부(LOSS), 사채발행여부(BOND)이다. 이 중, 부채비율더미(LEVD), 유동비율더미(LIQD), 이자보상배율더미(ICRD), 손실여부(LOSS)는 가설 1을 검증하기 위한 변수이며, 결과해석의 용이성을 위하여 재무위험이 높으면 1을 주었다. 즉, 부채비율더미(LEVD)는 부채비율이 표본의 중위수보다 높으면 1, 유동비율더미(LIQD)는 표본의 중위수보다 낮으면 1, 이자보상배율더미(ICRD)는 표본의 중위수보다 낮으면 1을 가지는 더미변수이다. 사채발행여부(BOND)는 가설 2를 검증하기 위한 변수이며, 사채를 발행하는 기업이면 1, 발행하지 않으면 0을 부여하였다.

통제변수로는 선행연구에서 타인자본비용에 영향을 주는 것으로 보고된 기업의 규모(SIZE), 총자산수익률(ROA), 시가장부가비율(MTB), 수익률변동성(VOL), 체계적위험(BETA), 대주주지분율(LGE), 외국인지분율(FOR), 감사품질(AUD), 재량적발생액(DAC)을 포함한다(Botosan and Plumlee 2002; Francis et al. 2005; Jiang 2008; 박종일과 윤소라 2014; 이아영 등 2008; 박종일과 김수인 2019 ; 이아영과 김길훈 2014). 마지막으로 해당기업이 속해있는 산업과 연도에 따른 효과를 통제하기 위해 산업더미(IDUM)와 연도더미(YDUM)를 모형에 포함한다.

$$\begin{aligned}
 INT_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 ATP_t + \alpha_2 LEV_t \text{ (or } LIQ_t \text{ or } ICR_t \text{ or } LOSS_t \text{ or } BOND_t) \\
 & + \alpha_3 ATP_t \times LEV_t \text{ (or } ATP_t \times LIQ_t \text{ or } ATP_t \times ICR_t \text{ or } ATP_t \times LOSS_t \\
 & \text{ or } ATP_t \times BOND) + \omega Controls_t + \sum IDUM + \sum YDUM + \varepsilon_t
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

변수의 정의

INTt+1	= t+1년도의 차입이자율로 {(총금융비용/이자발생부채의 평균)*(1-실효세율)}로 측정;
ATPDt	= 경영권방어수단존재여부(경영권방어수단의 4가지 종류중 하나라도 존재하면1, 아니면 0);
ATPNt	= 경영권방어수단의 수;
LEVDt	= 부채비율더미(=총부채/총자산이 표본의 중위수보다 높으면 1, 아니면 0);
LIQDt	= 유동비율더미(=유동부채/유동자산이 표본의 중위수보다 낮으면 1, 아니면 0);
ICRDt	= 이자보상배율더미(=영업이익/총금융비용이 표본의 중위수보다 낮으면 1, 아니면 0);
LOSSt	= 손실여부(해당연도에 손실을 기록했으면 1, 아니면 0) ;
BONDt	= 사채발행여부(해당연도에 사채를 발행했으면 1, 아니면 0) ;
SIZEt	= 기말자산총계의 자연로그 값;

2) 이사의 시차임기제는 경영권방어수단에서 제외하였다. 시차임기제는 매수자의 이사회 지배를 지연시킬 수는 있으나 매수자가 일정지분을 확보한 이후에는 현재의 이사가들이 계속해서 저항하기는 어렵다는 점에서 그 효과가 미미한 것으로 알려져 있다(고동수, 2008). 특히 한국의 경우 시차임기제를 정관으로 규정한 경우가 많지 않은 것은 그러한 규정이 없더라도 이사 선임시 선임되는 이사의 임기를 차별화한다면 시차임기제와 동일한 효과를 얻을 수 있기 때문에(권재열, 2008) 상장된 대부분의 기업들이 시차임기제를 채택하고 있다고 볼 수 있어 경영권방어수단 여부를 구분할 수 있는 유효한 변수가 아니라는 점에서 제외하였다.

ROAt	= 총자산수익률(=당기순이익/평균총자산);
MTBt	= 시가장부가비율(=순자산시장가치/순자산장부가치);
VOLt	= 수익률변동성(연간 일별주가수익률의 표준편차);
BETAt	= 체계적 위험;
LGEt	= 대주주지분율;
FORt	= 외국인지분율;
AUDt	= 감사품질(감사인이 BIG4에 해당하면 1, 아니면 0);
DACt	= 재무적발생액(수정 Jones 모형으로 측정);
IDUM	= 산업더미;
YDUM	= 연도더미;
et	= 오차항.

V. 실증분석 결과

Table 2는 본 연구의 분석에 사용된 표본 3,320개의 기술통계를 보여주고 있다. 차입이자율(INT)의 평균은 0.036으로 이자비용이 이자를 발생하는 부채의 3.6%를 차지한다. 경영권방어수단(APND)의 평균값을 볼 때 전체 표본의 10.3%가 경영권방어수단을 가지고 있으며 평균적으로 0.142개의 방어수단을 가진다(ATPN). 부채비율(LEV)의 평균값으로 볼 때 표본기업은 총자본의 1.091배에 달하는 부채 규모를 가지고 있다. 이자보상배율(ICR)은 평균이 33.619로 영업이익이 이자비용의 약 33.6배를 기록하고 있으나 최소값이 -90으로 심각한 재무적 곤경에 처한 기업부터 최대 3,576배에 이르는 값을 기록하는 기업도 있는 것으로 나타났다. 손실여부(LOSS)의 평균값을 보면 표본의 22.9%에 달하는 기업이 손실을 기록하였다. 사채발행여부(BOND)의 경우 35.2%의 기업이 사채를 발행하는 것으로 나타났다.

Table 2 . 기술통계 (n=3,320)

Var.	Mean	Std. Dev	Min	Median	Max
INT	0.036	0.028	0.002	0.029	0.245
ATPD	0.103	0.304	0.000	0.000	1.000
ATPN	0.142	0.459	0.000	0.000	4.000
LEV	1.091	1.317	0.025	0.756	17.157
LIQ	1.825	2.656	0.062	1.313	56.017
ICR	33.619	183.353	-90.001	4.177	3,576
LOSS	0.229	0.420	0.000	0.000	1.000
BOND	0.352	0.478	0.000	0.000	1.000
SIZE	26.908	1.435	23.928	26.674	31.312
ROA	0.022	0.068	-0.314	0.026	0.299
MTB	1.293	1.274	0.161	0.925	12.807
VOL	0.434	0.188	0.116	0.396	1.551
BETA	0.798	0.406	0.028	0.762	2.100
LGE	0.444	0.161	0.102	0.447	0.831
FOR	0.097	0.124	0.000	0.043	0.664
AUD	0.675	0.468	0.000	1.000	1.000
DAC	-0.004	0.068	-0.309	-0.002	0.343

Note: 여기서 변수의 정의는 다음과 같다.

INT	= 차입이자율(=(총금융비용/이자발생부채의 평균)*(1-실효세율));
ATPD	= 경영권방어수단존재여부;
ATPN	= 경영권방어수단의 수;
LEV	= 부채비율(=총부채/총자산);
LIQ	= 유동비율(=유동부채/유동자산);
ICR	= 이자보상배율(=영업이익/총금융비용);
LOSS	= 손실여부(해당연도에 손실을 기록했으면 1, 아니면 0) ;
BOND	= 사채발행여부(해당연도에 사채를 발행했으면 1, 아니면 0);
SIZE	= 기말자산총계의 자연로그 값;
ROA	= 총자산수익률(=당기순이익/평균총자산);
MTB	= 시가장부가비율(=순자산시장가치/순자산장부가치);
VOL	= 수익률변동성(연간 일별주가수익률의 표준편차);
BETA	= 체계적 위험;
LGE	= 대주주지분율;
FOR	= 외국인지분율;
AUD	= 감사품질(감사인이 BIG4에 해당하면 1,아니면 0);
DAC	= 재무적발생액(수정 Jones 모형으로 측정);

Table 3은 상관분석의 결과를 보여주고 있는데, 차입이자율(INT)의 경우 경영권방어수단(ATPD, ATPN)과 유의한 양(+)의 상관관계를 가지고 있음을 확인할 수 있다. 이는 경영권방어수단을 가진 기업일 수록 높은타인자본비용을 지불할 가능성이 있음을 나타낸다. 또한 차입이자율(INT)는 높은 부채비율, 낮은 이자보상배율, 손실여부와 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 유동성비율(LIQ)과 사채발행여부(BOND)는 유의한 값을 보이지 않았다.

Table 4는 경영권방어수단을 가진 기업표본(총 343개)을 대상으로 한 차이분석의 결과이다. 두 집단간 평균 차이는 모수검증방법인 t-검증으로 수행되었다. Panel A는 부채비율이 높은 기업(LEVD=178개)과 부채비율이 낮은 기업(LEV=165개)간의 신용등급의 평균 및 중위수의 차이를 보여주고 있다. 분석결과 경영권방어수단을 보유한 기업 중 부채비율이 높은기업의 타인자본비용은 4.933이고 낮은기업의 타인자본비용은 3.984였으며 이러한 차이는 1%수준에서 유의하였다. 마찬가지로 경영권방어수단을 보유한 기업 들은 유동비율이 낮은기업(LIQD=1)이 높은기업(LIQD=0)보다, 이자보상비율이 낮은기업(ICRD=1)이 높은기업(ICRD=0)보다, 손실을 기록한기업(LOSS=1)이 이익을 기록한기업(LOSS=0)보다 타인자본비용 이 높았으며 이 차이는 모두 1%내에서 유의하였다. 사채를 발행한 기업(BOND=1)과 발행하지 않은기업 (BOND=0)간의 차이는 유의하지 않았다. 중위수 차이는 비모수검증방법인 Wilcoxon 순위합검증 (Wilcoxon rank sum test)으로 수행되었는데, 모든 분석에서 집단간의 중위수 차이가 유의한 것으로 나타났다.

Table 5는 재무위험이 경영권방어수단의 존재와 타인자본비용의 관계에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 상호작용변수를 사용한 OLS(Ordinary Least Squares) 회귀분석 결과이다. 가설 1을 검증하기 위한 Panel A에서 Panel D까지의 관심변수인 ATPD*LEV, ATPD*LIQ, , ATPD*ICR, ATPD*LOSS의 회귀계수 값은 양(+)의 값을 나타냈으며 모두 1%수준에서 유의하여 가설 1을 기각하는 것으로 나타났다. 이는 부채비율이 높은 기업일수록, 유동성이 낮은 기업일수록, 이자보상배율이 낮은 기업일수록, 손실을 기록하는 기업일수록 경영권방어수단을 보유한 기업에 대해 채권자들이 높은 수익률을 요구한다는 것을 의미한다. 이는 재무위험이 큰 기업의 채권자들 입장에서는 활발한 인수합병을 통한 합병 후 기업의 채무불이행 위험이 감소되고 부채부담 여력과 차입능력이 개선되는 등 공동보험효과의 효익을 누릴 수 있는 기회가 경영권방어수단 때문에 감소될 수 있기 때문에 더 높은 보상을 요구하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 가설 2를 검증하기 위한 Panel E의 관심변수 ATPD*BOND의 회귀계수 값은 5%수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내므로 가설 2를 기각하는 결과이다. 이는 사채계약의 경우 차입계약의 채권자 보다 정보비대칭으로 인한 대리인 문제에 더 크게 노출될 수 있으므로 경영권 시장 활성화를 통한 경영자

Table 3. 상관분석(n=3,320)

Var.	INT	ATPD	ATPN	LEV	LIQ	ICR	LOSS	BOND	SIZE	ROA	MTB	VOL	BETA	LGE	FOR	AUD	DAC
INT	1																
ATPD	0.098 ***	1															
ATPN	0.131 ***	0.910 ***	1														
LEV	0.211 ***	0.033 ***	0.010 ***	1													
LIQ	-0.003 ***	0.065 ***	0.074 ***	-0.214 ***	1												
ICR	-0.045 ***	-0.025 ***	-0.021 ***	-0.104 ***	0.165 ***	1											
LOSS	0.285 ***	0.107 ***	0.114 ***	0.315 ***	-0.075 ***	-0.106 ***	1										
BOND	0.016 ***	0.052 ***	0.021 ***	0.140 ***	-0.116 ***	-0.101 ***	0.037 **	1									
SIZE	-0.151 ***	-0.061 ***	-0.094 ***	0.034 **	-0.095 ***	-0.032 **	-0.126 ***	0.551 ***	1								
ROA	-0.350 ***	-0.085 ***	-0.104 ***	-0.367 ***	0.080 **	0.140 ***	-0.687 ***	-0.056 ***	0.175 ***	1							
MTB	0.119 ***	0.108 ***	0.116 ***	0.133 ***	-0.031 **	-0.007 **	0.007 **	0.005 **	-0.056 ***	0.024 **	1						
VOL	0.226 ***	0.128 ***	0.142 ***	0.205 ***	-0.051 ***	-0.078 ***	0.198 ***	-0.070 ***	-0.287 ***	-0.202 ***	0.280 ***	1					
BETA	0.041 ***	0.078 ***	0.068 ***	0.060 ***	-0.074 ***	-0.073 ***	0.090 ***	0.160 ***	0.187 ***	-0.054 ***	0.137 ***	0.413 ***	1				
LGE	-0.183 ***	-0.200 ***	-0.211 ***	-0.095 ***	0.028 **	0.028 **	-0.179 ***	-0.106 ***	-0.026 **	0.167 ***	-0.119 ***	-0.164 ***	-0.215 ***	1			
FOR	-0.053 ***	0.006 ***	0.001 ***	-0.149 ***	0.061 ***	0.128 ***	-0.153 ***	0.240 ***	0.502 ***	0.215 ***	0.084 ***	-0.204 ***	0.050 ***	-0.156 ***	1		
AUD	-0.072 ***	-0.077 ***	-0.094 ***	0.024 **	-0.035 **	-0.013 **	-0.091 ***	0.229 ***	0.430 ***	0.085 ***	-0.002 **	-0.125 ***	0.031 **	0.093 ***	0.246 ***	1	
DAC	-0.128 ***	-0.009 **	-0.021 **	-0.162 ***	0.030 **	0.027 **	-0.292 ***	-0.030 **	0.028 **	0.440 ***	-0.038 **	-0.050 ***	-0.022 **	0.046 ***	0.003 **	-0.013 **	1

1) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
 2) 변수설명은 표 2 참조.

모니터링에 긍정적인 시각을 가지며, 이에 따라 경영권방어수단의 존재는 사채발행 기업의 차입이자율을 증가시킨다는 해석을 가능하게 한다.

Table 6은 재무위험이 경영권방어수단의 수와 타인자본비용의 관계에 미치는 영향을 살펴보기 위한 회귀분석 결과이다. 실증분석결과 가설 1을 검증하기 위한 Panel A에서 Panel D까지의 분석에서는 ATPN*LEV을 제외한 모든 상호작용 변수에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 또한 Panel E의 관심변수 ATPN*BOND의 회귀계수 값은 5%수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 재무위험이 높거나, 사채를 발행하는 기업인 경우 경영권방어수단의 수가 많을수록 더 높은 수익률을 요구하는 것을 의미하며 가설 1과 가설 2를 기각하는 결과이다.

Table 4. 경영권방어수단을 보유한 기업의 집단별 타인자본비용 차이분석(n=343)

Panel A. 부채비율의 구분			
	LEVD=0 (n=178)	LEVD=1 (n=165)	Difference in Mean or median (t-stat or z-stat)
Mean	3.984	4.933	-0.949(-2.61)***
Median	3.067	4.105	1.038(5.25)***
Panel B. 유동비율의 구분			
	LIQD=0 (n=198)	LIQD=1 (n=145)	Difference in Mean or median (t-stat or z-stat)
Mean	4.011	5.027	-1.015(-2.75)***
Median	3.115	4.140	0.766(4.67)***
Panel C. 이자보상배율의 구분			
	ICRD=0 (n=144)	ICRD=1 (n=199)	Difference in Mean or median (t-stat or z-stat)
Mean	3.098	5.412	-2.315(-7.22)***
Median	2.751	4.264	1.512(-7.74)***
Panel D. 손실여부의 구분			
	LOSS=0 (n=219)	LOSS=1 (n=124)	Difference in Mean or median (t-stat or z-stat)
Mean	3.457	6.178	-2.722(-6.55)***
Median	3.034	4.636	1.602(7.85)***
Panel E. 사채발행의 구분			
	BOND=0 (n=197)	BOND=1 (n=146)	Difference in Mean or median (t-stat or z-stat)
Mean	4.227	4.728	-0.501(-1.38)
Median	3.255	4.021	0.766(3.51)***

1) T통계량은 평균차이분석을 위한 t-검증에서 도출된 것임.

2) Z-통계량은 중위수차이분석을 위한 Wilcoxon 순위합검증에서 도출된 것임

3) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

4) 전체표본을 대상으로 기업이 속한 산업연도별 중위수를 기준으로 집단을 나누고, 이 중에 경영권방어수단을 보유한 기업만을 대상으로 했기 때문에 0과 1집단의 표본수가 차이가 존재함.

4) LEVDt = 부채비율더미(=총부채/총자산이 표본의 중위수보다 높으면 1, 아니면 0);

LIQDt = 유동비율더미(=유동부채/유동자산이 표본의 중위수보다 낮으면 1, 아니면 0);

ICRDt = 이자보상배율더미(=영업이익/총금융비용이 표본의 중위수보다 낮으면 1, 아니면 0);

LOSSt = 손실여부(해당연도에 손실을 기록했으면 1, 아니면 0);

BONDt = 사채발행여부(해당연도에 사채를 발행했으면 1, 아니면 0);

Table 5. 상호작용분석(경영권방어수단존재여부(ATPD), n=3,320)

Var.	Panel A		Panel B		Panel C		Panel D		Panel E	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
Intercept	9.010	7.76 ***	8.935	7.71 ***	8.884	7.8 ***	8.634	7.56 ***	9.805	7.72 ***
ATPD	-0.230	-1.11	-0.205	-1.05	-0.471	-2.12 ***	-0.188	-1.04	-0.306	-1.58
LEVD	0.083	0.84								
ATPD*LEVD	0.615	2.14 ***								
LIQD			0.035	0.36						
ATPD*LIQD			0.645	2.22 ***						
ICRD					0.441	4.22 ***				
ATPD*ICRD					0.912	3.16 ***				
LOSS							0.250	1.69		
ATPD*LOSS							0.694	2.29 ***		
BOND									0.134	1.16
ATPD*BOND									0.816	2.81 ***
SIZE	-0.194	-4.48 ***	-0.190	-4.41 ***	-0.200	-4.73 ***	-0.181	-4.29 ***	-0.224	-4.68 ***
ROA	-12.52	-15.97 ***	-12.56	-16.0 ***	-10.80	-12.75 ***	-11.37	-11.8 ***	-12.56	-16.29 ***
MTB	0.234	6.15 ***	0.239	6.28 ***	0.260	6.87 ***	0.237	6.27 ***	0.237	6.26 ***
VOL	1.197	3.88 ***	1.223	3.97 ***	1.069	3.47 ***	1.180	3.83 ***	1.222	3.96 ***
BETA	-0.173	-1.24	-0.177	-1.26	-0.187	-1.34	-0.163	-1.17	-0.175	-1.25
LGE	-1.739	-5.71 ***	-1.745	-5.78 ***	-1.644	-5.46 ***	-1.694	-5.61 ***	-1.738	-5.74 ***
FOR	1.347	3.05 ***	1.291	2.93 ***	1.657	3.79 ***	1.244	2.88 ***	1.246	2.88 ***
AUD	-0.056	-0.53	-0.046	-0.44	-0.026	-0.25	-0.040	-0.39	-0.054	-0.51
DAC	1.023	1.43	1.048	1.47	0.658	0.92	1.154	1.62	1.044	1.46
IDUM										
YDUM										
Adj. R ²	0.211		0.211		0.218		0.221		0.221	
F	26.42		26.38		27.47		26.54		26.59	

Notes: 1. 종속변수: 차입이자율(INTt+1)
 2. 독립변수: 경영권방어수단존재여부(ATPDt)×부채비율더미(LEVDt), or 유동비율더미(LIQDt), or 이자보상배율더미(ICRDt), or 손실여부(LOSSt) or 사채발행여부(BONDt). 나머지 변수설명은 식 (1)의 변수의 정의 참조.
 3. ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

Table 6. 상호작용분석(경영권방어수단의 수(ATPN), n=3,320)

Var.	Panel A		Panel B		Panel C		Panel D		Panel E	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
Intercept	8.813	7.6 ***	8.793	7.6 ***	8.758	7.69 ***	8.471	7.42 ***	9.519	7.49 ***
ATPD	0.143	1.13	0.100	0.84	-0.254	-1.62	-0.034	-0.27	0.076	0.63
LEVD	0.125	1.29								
ATPD*LEVD	0.276	1.41								
LIQD			0.061	0.64						
ATPD*LIQD			0.465	2.30 **						
ICRD					0.436	4.21 ***				
ATPD*ICRD					0.780	3.96 ***				
LOSS							0.228	1.56		
ATPD*LOSS							0.675	3.45 ***		
BOND									0.142	1.23
ATPD*BOND									0.464	2.30 **
SIZE	-0.190	-4.39 ***	-0.188	-4.36 ***	-0.198	-4.68 ***	-0.178	-4.21 ***	-0.215	-4.52 ***
ROA	-12.43	-15.85 ***	-12.43	-15.82 ***	-10.60 1	-12.49 ***	-11.17 4	-11.58 ***	-12.51 6	-16.22 ***
MTB	0.229	6.03 ***	0.233	6.14 ***	0.257	6.79 ***	0.232	6.14 ***	0.233	6.16 ***
VOL	1.155	3.74 ***	1.189	3.86 ***	1.037	3.37 ***	1.162	3.77 ***	1.177	3.81 ***
BETA	-0.178	-1.27	-0.182	-1.3	-0.188	-1.35	-0.163	-1.17	-0.177	-1.27
LGE	-1.630	-5.35 ***	-1.655	-5.48 ***	-1.575	-5.23 ***	-1.599	-5.3 ***	-1.645	-5.43 ***
FOR	1.329	3.01 ***	1.280	2.91 ***	1.671	3.82 ***	1.238	2.87 ***	1.210	2.8 ***
AUD	-0.043	-0.41	-0.031	-0.3	-0.009	-0.08	-0.023	-0.22	-0.042	-0.4
DAC	1.019	1.43	1.018	1.43	0.590	0.83	1.152	1.62	1.039	1.46
IDUM					INCLUDED					
YDUM					INCLUDED					
Adj.R ²	0.221		0.221		0.221		0.223		0.222	
F	26.55		26.62		27.88		26.98		26.69	

Notes: 1. 종속변수: 차입이자율(INTt+1)

2. 독립변수: 경영권방어수단의수(ATPNt)×부채비율더미(LEVDt), or 유동비율더미(LIQDt), or 이자보상배율더미(ICRDt), or 손실여부(LOSSt) or 사채발행여부(BONDt). 나머지 변수설명은 식 (1)의 변수의 정의 참조.

3. ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

VI. 결론

본 연구는 경영권방어수단에 대한 채권자의 입장을 채권자가 처해 있는 기업의 부채특성에 따라 차이가 있는지 살펴보았다. 2011년부터 2018년까지의 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과, 경영권방어수단을 가진 기업의 채무불이행 위험이 높을수록 해당 기업의 채권자들이 더 높은 수익률을 요구하는 것으로 제시되었다. 이것은 채무위험이 큰 기업의 채권자들 입장에서는 활발한 인수합병을 통한 합병 후 기업의 채무불이행 위험이 감소되고 부채부담 여력과 차입능력이 개선되는 등 공동보험효과의 효익을 누릴 수 있는 기회가 경영권방어수단 때문에 감소될 수 있기 때문에 더 높은 보상을 요구하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 그리고 사채를 발행하는 기업의 경우 경영권방어수단을 가진 기업의 채권자들이 더 높은 수익률을 요구하는 것으로 나타났다. 이는 사채권자들이 일반채권자들에 비해 정보비대칭으로 인한 대리인 문제에 노출될 가능성이 더 크기 때문에 이를 해결하기 위해 경영권 시장 활성화를 통한 적극적인 모니터링에 동의한다는 해석을 할 수 있다.

본 연구는 기업의 부채특성이 경영권방어수단과 타인자본비용 간의 관계에 영향을 줄 수 있는 변수로 확인하였다는 점에서 학문적 공헌점이 있다. 또한 기업이 경영권방어수단 도입을 고려할 때 도입의 효과뿐만 아니라 기업 부채특성을 면밀히 이해하여 발생할 수 있는 비용에 대한 분석을 충분히 할 필요가 있을 것이다. 특히 경영권방어수단 도입이 다양한 이해관계자들에게 영향을 줄 수 있고 기업이 처해있는 특수성에 영향을 받을 수 있다는 점을 고려하여 정책 당국에서는 경영권방어수단 도입과 관련된 제도 개선에 반영할 필요가 있을 것이다.

References

- Bebchuk L. and A. Cohen. (2005), "The Costs of Entrenched Boards", *Journal of Financial Economics* 78 : 409–433. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.006>
- Bebchuk L., A. Cohen and A. Ferrell (2009), "What Matters in Corporate Governance", *Review of Financial Studies*, 22, 783-827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- Bertrand, M. and S. Mullainathan (2003), "Enjoying the Quiet Life? Managerial Behavior Following Anti-takeover Legislation", *Journal of Political Economy*, 111(5), 1042–75.
- Bharath, S. T., J. Sunder, and S. V. Sunder. (2008), "Accounting quality and debt contracting", *The Accounting Review*, 83, 1-28. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.1.1>
- Billett, M. T., T.H. D. King and D.C. Mauer (2004), "Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions : New Evidence from the 1980s and 1990s", *The Journal of Finance*, 59,107–135. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00628.x>
- Botosan, C. A. and M. A. Plumlee (2002), "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital", *Journal of accounting research*, 40, 21-40. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00037>
- Chava, S., D. Livdan and A. Purnanandam (2009), "Do Shareholder Rights Affect the Cost of Bank Loans?", *The Review of Financial Studies*, 22, 2973–3004. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn11>
- Collins D. and H. Huang (2011), "Management entrenchment and the cost of equity capital", *Journal of Business Research*, 64, 356-362.
- Francis, J. R., I. K. Khurana and R. Pereira (2005) "Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world", *The accounting review*, 80, 1125-1162. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1125>
- Gompers, P., J.Ishii and A. Metrick (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.

- Henry F. Johnson (1985), "Those Golden Parachute' Agreements: The Tanman cuts the Ripcord", *The Delaware Journal of Corporate Law*, 10
- Jiang, J (2008) "Beating earnings benchmarks and the cost of debt", *The Accounting Review*, 83, 377-416. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.2.377>
- Klock, M.S., S.A. Mansi and W.F. Maxwell (2003), "Does Corporate Governance Matter to Bondholders?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 693 – 719. <https://doi.org/10.1017/S0022109000001940>
- Qiu, J. and F. Yu (2009), "The Market for Corporate Control and the Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, 93, 505 – 524. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.002>
- Sadra, A.M., S. Javadi and M. Rastad (2021), "The Impact of Stronger Shareholder Control on Bondholders?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56, 259-1295. <https://doi.org/10.1017/S002210902000040X>
- Zhao, Y., and K. Chen (2008), "The Influence of Takeover Protection on Earnings Management", *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(3), 347-375. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02081.x>
- 고동수(2008), "적대적 M&A와 경영권방어제도", *산업연구원*.
- 권재열(2008), "정관규정을 이용한 적대적 M&A에 대한 방어: 2008년도 상장회사의 실태에 대한 분석 및 평가를 중심으로", *경영법률*, 19(1), 147-171.
- 김성혜(2020), "부채의 특성이 기업의 회계투명성에 미치는 영향", *회계정보연구*, 38(1), 1-26.
- 김성혜, 이아영(2023), "경영권방어수단과 타인자본비용", *회계정보연구*, 41(2), 86-115. <https://dx.doi.org/10.29189/KAIAAIR.41.2.4>
- 박종일, 윤소라(2014), "채량적 발생액과 부채조달비용 간의 관계에 대한 실증적 증거", *회계학연구*, 39(3), 359-410. <http://www.kaa-edu.or.kr>
- 박종일, 김수인(2019), "세무위험 및 조세회피가 기업신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향", *세무와회계저널*, 20(2), 163-204. <https://doi.org/10.35850/KJTA.20.2.06>
- 윤석현, 박래수(1999), "기업의 부채선택과 자본시장의 균형: 은행의 모니터링활동을 중심으로", *재무연구*, 12(2), 125-163. <http://www.korfin.org>
- 윤종미(2017), "경영진의 경영권 방어행위와 법적책임", *법학연구*, 17(4), 1-26.
- 이아영, 강윤식(2021), "경영권방어수단의 존재가 자기자본비용에 미치는 영향", *관리회계연구* 21(3), 121-145. <https://dx.doi.org/10.31507/KJMAR.2021.12.21.3.121>
- 이아영, 김길훈(2014), "경영진단의건서(MD&A)의 공시품질과 타인자본비용", *경영교육연구*, 29(1), 407-430. <http://www.kabe.or.kr>
- 이아영, 전성빈, 박상수(2008), "불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향", *회계학연구*, 33(1), 127-158. <http://www.kaa-edu.or.kr>
- 이철수, 김현아(2012), "경영권방어수단 도입이 기업가치에 미치는 영향", *경영교육연구*, 27(1), 53-81.