

기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구

2006. 11

연구위원 빈 기 범
연구위원 서 은 숙
연구위원 송 민 규

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

최근 국내 기업들의 현금성 자산 보유 규모가 계속 증가하고 있다. 한국은행에 따르면 제조업 기업들이 보유한 현금성 자산이 2005년 약 80조원으로 기업 전체 자산에서 약 10%의 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다. 기업의 현금성 자산 보유 규모가 증가한 것은 기업의 순이익이 늘어난 반면, 경기회복에 대한 불확실성으로 인해 대규모 설비투자 등 기업투자의 부진에 기인한 것으로 여겨지는 바, 이에 대해 일각에서는 현금성 자산 규모 증가 현상에 대한 우려의 목소리가 높아지고 있다.

기업의 현금성 자산 보유에 대한 평가를 위해서는 현금성 자산 보유로 인해 발생하는 장단점을 모두 고려해야 할 것이다. 기업의 현금성 자산 보유의 증가가 기업의 투자부진에 기인한 것이라면 이러한 기업의 투자부진은 기업 및 경제 전체의 성장잠재력을 저하시킬 수 있으므로 이는 우려가 되는 부분이기도 하다. 이외에도 기업이 현금성 자산을 효율적으로 사용하지 않고 단순히 보유하고 있는 경우, 이는 비효율적으로 자금을 낭비하는 것일 뿐만 아니라 해당 기업이 적대적 M&A의 목표로 부각될 수도 있다. 이와 반대로, 기업의 현금성 자산 보유는 기업의 유동성을 유지하게 하여 기업 재무구조의 건전성이 제고되고, 지급불능의 위험을 감소시키는 장점이 있다. 또한 증가된 현금성 자산은 기업의 배당 및 자사주 매입 여력을 확대하여 주가에는 긍정적 영향을 미칠 수 있다.

기업은 현금성 자산을 보유하려는 미시적 동기가 있다. 즉, 기업 경영상 또는 예비적인 차원에서 현금성 자산을 보유하려 한다. 그렇다면 어떤 요인들이 기업의 현금성 자산 보유에 영향을 주는가? 또한 기업의 영업활동에 필요하다고 인정되는 현금성 자산을 제외한 과도한 현금성 자산의 보유가 기업 가치에는 어떤 영향을 미칠 것인가? 기업의 현금성

자산 보유에 대해 올바르게 평가하기 위해서는 이러한 질문에 대한 해답을 찾는 것이 중요하다고 생각된다. 하지만 현재 국내 기업에 대해서 이에 대한 체계적인 실증 연구가 부족한 실정이다. 본 연구에서는 실증 분석을 통해 기업의 현금성 자산 보유에 영향을 미치는 요인을 찾아보고, 기업의 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다.

무엇보다도 본 연구는 최근 외국인 투자자의 요구에 따른 과도한 배당으로 인해 기업내 현금 유보 수준이 낮아져, 기업의 성장을 위한 투자가 위축된다는 주장 및 그 반대 주장 간 논쟁에 대해 부분적인 해답을 줄 수 있을 것으로 생각된다. 또한 기업 투자의 활성화를 위해 기업의 유희 현금성 자산을 경제내 투자 자금으로 유도하여 경제의 성장잠재력이 확충되기를 기대하는 시장 참여자와 정책 당국에게 도움이 되길 기대한다. 본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 빈기범 박사, 서은숙 박사 및 송민규 박사에게 감사를 표하고자 한다. 또한 본 보고서에 대해 다양하고도 유익한 논평과 조언을 제시해 준 본 연구원의 조성훈 박사에게도 감사를 표한다. 아울러 원고 편집을 담당한 양미희 연구조원, 이수련 연구조원에게도 감사의 뜻을 전한다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인들의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2006년 11월
한국증권연구원
원장 최도성

목 차

Executive Summary	vi
Abstract	x
I. 서론	3
II. 기업 현금보유에 관한 이론적 분석	13
1. 기업 현금보유 관련 이론	13
2. 기업 현금보유의 요인	16
3. 기업 현금보유와 기업 성과간 관계	31
III. 기업 현금보유에 관한 실증분석	35
1. 자료 및 방법론	35
2. 실증분석 결과	39
IV. 결론 및 시사점	59
참고문헌	65

표 목 차

<표 I-1> 미국, 영국 및 일본 비금융기업의 현금보유	5
<표 II-1> 기업 특성상 요인의 기업 현금보유에 미치는 효과	22
<표 II-2> 유가증권시장 상장기업(금융업 제외)의 현금성 자산보유 성향	24
<표 II-3> 현금성 자산보유 성향 I 상·하위 5개 산업	29
<표 II-4> 현금성 자산보유 성향 II 상·하위 5개 산업	30
<표 III-1> 패널 현금방정식에서 고려되는 설명변수	41
<표 III-2> 패널 현금방정식 추정 결과	42
<표 III-3> 기업 현금보유에 영향을 미치는 기업 특성상 요인: 실증분석 결과	46
<표 III-4> 현금-현금흐름 민감도 분석	51
<표 III-5> 과도 현금성 자산 보유 성향과 기업 가치	54

그 립 목 차

<그림 I-1> 금융업 제외한 유가증권시장 상장기업의 현금성 자산 보유 총액 추이	4
<그림 II-1> 실질 이자율과 평균 현금성 자산 보유 성향의 추이	25
<그림 II-2> 어음교환규모와 평균 현금성 자산 보유 성향의 추이	27

약 어 표

BLUE	Best Linear Unbiased Estimator
CD	Certificate of Deposit
EMU	European Monetary Union
KSIC	Korea Standard Industry Code
LBO	Leveraged Buyout
M&A	Merger and Acquisition
OLS	Ordinary Least Square
PEF	Private Equity Fund
PPI	Producer Price Index
R&D	Research and Development

《 Executive Summary 》

최근 몇 년간 국내 기업들의 현금성 자산 보유 규모가 지속적으로 증가하고 있다. 본 연구를 위해 유가증권시장 12월 결산 상장법인(금융업 제외)를 대상으로 현금성 자산 보유 규모를 측정된 결과, 2005년 말 현재 현금 및 현금등가물이 약 29조원, 단기금융상품이 약 22조원에 이르고 있다. 이는 2000년 말 각각 11조원과 12조원에 비해 큰 폭으로 증가한 수치이다.

최근 1-2년간 기업의 배당정책에 대한 논쟁이 이어져 오고 있다. 기업의 배당정책은 또한 기업의 현금 관리 정책과 관련된다. 주된 내용은 주주가치 제고를 위한 제도적 변화가 있어왔고, 무엇보다도 외국인 주주들이 과도하게 배당을 요구하여 기업은 투자를 위한 재원이 부족해진다는 것이다. 그 반대의 주장은 기업들이 배당은 하지 않고 별다른 이유없이 현금을 축적해가고 있다는 것이다. 이를 뒷받침 또는 반박하기 위한 실증연구가 다수 발표되어 왔으나, 기업의 현금 관리 정책에 분석의 초점을 둔 연구는 거의 없었다.

이에 본 연구의 목적은 “국내 기업이 보유하고 있는 과도한 현금성 자산이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는가?”라는 질문에 답하는 것이다. 이 질문에 답하기 위해 본 연구는 크게 두 가지로 나누어서 분석되었다. 첫째, 기업의 현금성 자산 보유 요인에 대한 분석을 위해 기업의 현금성 자산 보유 성향에 영향을 미치는 요인들을 이론적으로 파악한 후 이를 바탕으로 실증분석한다. 또한 이 단계에서 기업의 “과도한” 현금성 자산 보유를 측정하였다. 이를 위해 정상적인 영업을 위해 필요하다고 인정되는 기업의 “과도하지 않은” 적정 현금성 자산 보유를 측정하고, 이를 초과하는 현금성 자산 보

유 부분을 과도한 현금성 자산 보유로 해석하였다. 둘째, 앞서 계산된 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 미치는 영향을 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업으로 구별하여 분석하였다.

실증분석을 위해 유가증권시장 상장기업을 분석 대상으로 선정하였다. 표본기간은 외환위기 이후 7개년이며, 표본기업은 유가증권시장 상장사 중 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인이다. 이렇게 확보된 패널자료를 바탕으로 이원확률효과오차성분모형(two-way random effect error component model)을 이용하여 크게 두 가지 방정식을 추정하였다.

첫 번째, 현금방정식(cash equation)의 추정을 통해 기업의 정상적이며 과도하지 않다고 판단되는 현금성 자산 보유 성향을 분석하였다. 그 결과는 다음과 같다. 현금성 자산 보유 성향은 투자기회가 높을수록, 현금흐름 또는 현금흐름상 불확실성이 높을수록, 기업 고유위험이 높을수록, 그리고 기업이 보유하고 있는 재고자산이 클수록 높아지는 것으로 나타났다. 반면, 기업은 대체유동자산 규모가 낮을수록, 자본지출을 하지 않을수록, 부채비율이 낮을수록, 그리고 소유구조 분산정도가 낮을수록 현금성 자산 보유 성향이 높아지는 것으로 나타났다. 아울러 대규모기업집단 소속 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 현금성 자산 보유 성향이 낮았다. 거시경제 환경도 정상 상태의 현금성 자산 보유 행태에 영향을 미쳐, 결제관행에 대한 대리변수인 어음교환규모가 낮을수록 현금성 자산 보유 성향이 높아지는 것으로 나타났다.

두 번째, 기업 가치 방정식(firm value equation)의 추정을 통해 이루어진 기업의 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 여기서는 자금조달제약 여부에 따라 과도한 현

금성 자산 보유가 기업 가치에 미치는 영향이 상이하게 나타났다. 자금조달제약 기업의 경우, 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 부정적인 영향을 준다고 할 수 있는 증거가 발견되지 않은 반면, 자금조달비제약 기업에게는 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 부정적 영향을 미친다고 판단할 수 있는 실증적 증거를 찾을 수 있었다.

이러한 결과는 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도를 추정한 것과 유사한 시사점을 전달한다. 실증 분석에서 나타난 우리나라 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도는 자금조달제약 기업보다 더 크며 매우 유의하다. 즉, 자금조달비제약 기업이 불필요하게 현금흐름을 현금성 자산으로 축적하고 있는 것이다. 즉, 국내 기업의 과도한 현금성 자산의 보유는 자금조달제약이 없는 기업들의 기업 가치에 부정적 영향을 미친다고 결론 내릴 수 있다.

또한 본 연구의 분석 결과는 과도한 배당이 투자를 위한 재원의 부족을 야기하고, 이는 결국 기업의 투자 위축을 가져오게 되어 기업 성과에 부정적 영향을 줄 것이라는 일각의 우려에 대한 일부 반증이라고 할 수 있다.

제한적이기는 하지만 적정한 현금성 자산 보유를 의미하는 현금방정식으로부터 찾을 수 있는 시사점은, 우선 기업의 설비투자에 대한 지출이 클수록 적정한 현금성 자산 보유 성향이 낮아지므로 기업의 투자를 촉진하기 위한 정책들을 지속적으로 추진해야 할 필요가 있다는 것이다. 또한, 현금흐름 불확실성이 현금성 자산 보유 성향에 양(+)의 영향을 미치므로, 이러한 불확실성을 증폭되지 않도록 정부는 일관된 기업관련 정책을 견지할 필요가 있다.

본 연구의 분석 결과를 종합해보면, 국내 자금조달비제약 기업의 경우 잉여현금흐름의 대리인 비용(agency cost of free cash flow)이 존재할 가능성이 큰데, 이러한 대리인 비용에 대한 원론적인 처방은 기업 경영에 대한 기업 내·외부적 견제·감시시스템이 원활히 작동하게 하는 환경을 조성하는 것이다. 예컨대, 기업 내부적으로는 이사회와 독립성을 강화하고, 제도적으로는 소수주주의 권리 보호의 강화 및 M&A 시장의 활성화 등을 고려할 수 있다. 또한 과도하게 보유한 현금성 자산은 Easterbrook(1984) 및 Jensen(1986)의 주장에 따라 배당이나 자사주 매입을 통해 주주에게 환원하는 것도 이 문제를 해결하는 근본적인 방안이 될 수 있다.

마지막으로, 기업이 보유한 과도한 현금성 자산을 자본시장으로 유도하여 경제내 생산적 자금으로 전환할 수 있는 방안도 고려해 볼 수 있다. 전국경제인연합회(2004)에 의하면, 매출액 상위 500대 기업을 대상으로 조사한 결과, 조사에 응답한 업체의 71%가 여유자금이 있다고 하였으며, 이 중 17%의 업체가 여유자금을 사모투자전문회사(private equity fund: PEF)에 투자할 의향이 있다고 응답하였다. 그러나 현재 공정거래법상 출자총액제한제도와 간접투자자산운용업법상 계열사확장제한 조항으로 인해 대기업의 PEF 투자는 사실상 원천적으로 봉쇄되어 있다고 해도 과언이 아니다. 대기업이 PEF 투자를 원한다면 이를 원활히 수행할 수 있는 통로는 열어줄 필요가 있다고 판단된다.

《 Abstract 》

Corporate Cash Holding and Corporate Value

In recent years, it is our observation that Korean firms have actually been increasing their cash and cash equivalents, as well as marketable securities. Non-financial companies, which are listed on the KRX and settle their accounts in December, reported a total of 29 trillion won in cash and cash equivalents, and 22 trillion won in short-term financial instruments as of the end of fiscal year 2005. These are significant jumps from the 11 trillion won and 12 trillion won, respectively, reported at the end of fiscal year 2000.

Actually, there have been debates on corporate finance policies, corporate payout policies, and corporate investment policies of Korean firms. Some argue that these firms tend to increase dividend payouts and decrease cash reserves, reducing their investments for future growth. Others claim that the firms are accumulating excessive cash without clear reasons. With this dispute in mind, this research investigates corporate cash holding.

We research the determinants of the cash holding propensity for non-financial companies and the effects this excessive cash holding has on their performance; the effects are studied in two groups, divided into those occurring when the firms are constrained financially and when they are not, considering the results of

Almeida et al. (2004).

For these analyses, we use the data of the non-financial firms, which are listed on the KRX and settle their accounts in December, available over the last seven years. In particular, we postulate two main equations using two-way random effect error component models. The first equation, what we call the cash equation, explains the determinants of corporate cash holding, which is not excessive. The second equation, the performance equation, accounts for the effects of excessive cash holding on corporate value.

The results are as follows: Such variables as Tobin's Q, net working capital, uncertainty of cash flow, and leverage agree with previous empirical works in their signs and statistical significance in the cash equation; firm size turns out to be not statistically significant. The dummy variables of large company groups turned out to be significantly negative. The number of shareholders, which implies diversification of ownership, is meaningless in explaining the inclination of cash holding. The total amount of settlement of commercial notes shows a significant negative sign, suggesting that the payment practice itself is a possible factor affecting the propensity of cash holding.

In summary, the firms show a tendency to hold more cash and marketable securities as they have more investment opportunities, larger cash flow, higher uncertainty of the cash flow, higher risk, and smaller inventories; firms that have less net working capital,

less capital expenditure, less borrowing ability, and less settlement of commercial notes also show these tendencies.

Before estimating the performance equation, we study the cash flow sensitivity of cash holding of firms. Both the firms that could pay out dividend and were in the top class in terms of market value (financially unconstrained firms) and the firms that could not pay out dividends and were in the bottom class in terms of market value (financially constrained firms) accumulate cash from cash inflow, contrasting with U.S. firms in the previous literature, Almeida et al. (2004). It is understandable that the constrained firms possibly accumulate cash because they have difficulty borrowing from outside; however the hoarding of cash from cash flow of unconstrained firms may cause the agency cost of free cash flow.

According to the performance equation, the excessive cash holdings of financially constrained firms do not significantly affect the values of those firms. On the contrary, the excessive cash holdings of unconstrained firms clearly have negative influences on their value. Reflecting the result of the cash flow sensitivity analysis, we conclude that cash accumulation by financially unconstrained firms, which is not supported by sufficient reasons, is undesirable to firm values.

It is suggested that the policies for firms to expedite investment need to continually be pushed ahead and government should keep the consistent policies for entrepreneurs in order to lessen their

uncertainties.

It is also suggested that firms put forth efforts to lessen the agency costs of excessive cash holdings. Easterbrook (1984) and Jensen (1986) advise that firms pass on the excess cash to shareholders. In addition, considerable attention should be paid to the improvement of corporate governance.

The private equity fund (PEF) is an option to induce the excessive cash holdings of firms into the capital market. Korean domestic PEFs, which were introduced recently, are still neither as competitive as foreign funds, nor as active in the corporate restructuring market, mainly because of their small size. It is not easy and may be undesirable to force their idle funds into PEF investments since business firms have their own incentives for investing in PEFs, as well as other investment opportunities. However, current legal and institutional obstacles to investment into PEFs by large business groups should be removed.

1. 서론

I. 서론

최근 몇 년간 국내 기업들의 현금성 자산 보유 규모가 지속적으로 증가하고 있다. <그림 I-1>에서는 1999년부터 2005년까지 국내 유가증권시장 12월 결산 상장법인(금융업 제외)의 현금성 자산 보유 현황을 “현금 및 현금등가물”과 “단기금융상품”으로 구별하여 제시하였다. 2005년 말 현재 이들 기업이 보유한 현금 및 현금등가물이 약 29조원, 단기금융상품이 약 22조원에 이른다. 이는 2000년 말 각각 11조원과 12조원에 비해 큰 폭으로 증가한 수치이다.¹⁾ 또한 현금 및 현금등가물과 단기금융상품의 합을 현금성 자산으로 하여 계산한 순자산 대비 현금성 자산의 비중을 살펴보면, 2000년 평균 11.41%에서 2005년 평균 13.60%로 증가하였다.²⁾

이와 같은 기업 현금성 자산 보유의 증가 현상은 비단 우리나라뿐만 아니라 미국, 영국 및 일본 등 주요 선진국에서도 나타나고 있다. <표 I-1>에는 이들 국가의 기업 현금성 자산 보유 추이를 나타내었다. 표를 보면 기업의 현금성 자산 보유 규모가 지속적으로 증가하고 있다는 것을 볼 수 있다. 2003년 미국 비금융기업 전체의 현금성 자산은 7천억 달러에 이를 정도이다. 이와 같이 주요 선진국에서도 기업의 대규모 현금

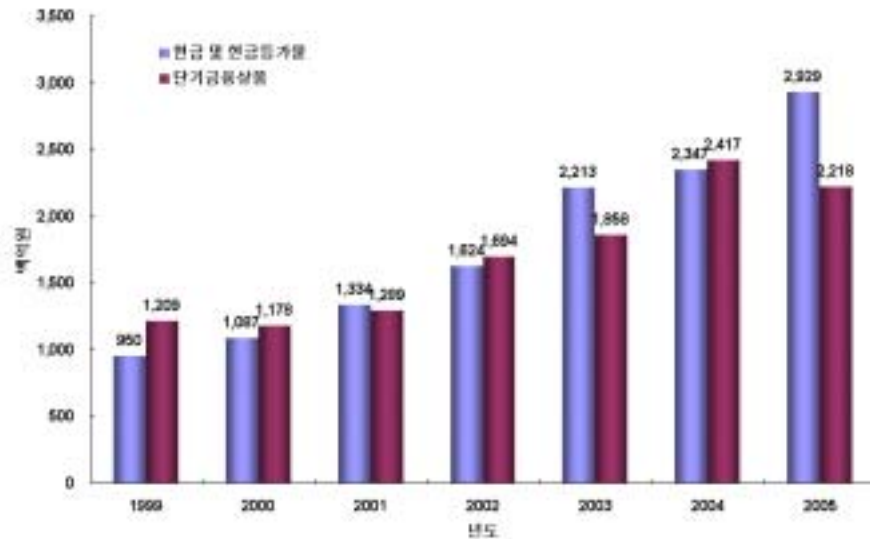
1) 대한상공회의소 보도자료(2006.2.23)에 의하면 매출액 상위 1,000대 기업(금융업 제외)의 현금성 자산(현금 및 예금, 단기금융상품, 시장성 유가증권) 규모가 1996년 24조원에서 2004년 65조원으로 늘어났다고 한다. 또한 한국은행(2006)은 2004년 중 매출액 25억원 이상인 제조업 2,880개 기업의 현금성 자산(현금 및 현금등가물과 단기투자증권) 보유액이 총 81조원이라고 발표하였다.

2) 순자산은 총자산에서 현금성 자산을 제한 것으로, 자세한 사항은 제II장의 <표 II-2>를 참조하라. 순자산으로 현금성 자산을 기준화(normalization)했기 때문에 단순한 기업의 크기, 물가상승 요인 등의 효과를 제거하더라도 기업의 현금성 자산 보유 성향이 증가하고 있음을 알 수 있다.

4 기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구

성 자산 보유 현상이 관찰되면서 기업재무 분야에서 기업 현금보유 (corporate cash holding)에 관한 다양한 해외 연구들이 발표되었다.³⁾

<그림 1-1> 금융업 제외한 유가증권시장 상장기업의 현금성 자산 보유 총액 추이



주: 1) 각 연도별로 금융업을 제외한 유가증권시장 12월 결산 상장기업이 보유한 각 현금성 자산의 총액이다.

2) 각 연도별로 계산에 포함된 기업의 수가 다르다. 1999년 454개 기업, 2000년 457개 기업, 2001년 473개 기업, 2002년 502개 기업, 2003년 520개 기업, 2004년 525개 기업, 2005년 537개 기업이다.

자료: 상장사협의회 TS2000

3) Opler et al.(1999)은 1996년의 Chrysler, 1994년의 Ford, GM, IBM 및 S&P500 기업들이 막대한 현금성 자산을 보유하고 있음을 보이고 있다. Kim et al.(1998) 역시 Chrysler, Ford 및 미국 제조업 기업의 대규모 현금성 자산 보유에 대해 논의하고 있다. 또한 Pinkowitz and Williamson(2001)은 Rajan and Zingales(1995)의 연구에서 밝혀진 일본 기업의 대규모 현금보유에 대해 언급하고 있다.

<표 1-1> 미국, 영국 및 일본 비금융기업의 현금보유

	1998	1999	2000	2001	2002
미국 (백만달러)	503,051 (5.75)	599,309 (6.47)	698,936 (7.12)	645,563 (6.39)	692,056 (6.60)
영국 (백만파운드)	2948 (0.34)	3304 (0.37)	3628 (0.38)	3762 (0.38)	3783 (0.36)
일본 (백만엔)	17,868,600 (3.46)	19,008,900 (3.71)	21,247,000 (4.14)	24,392,900 (4.85)	24,855,300 (4.97)

- 주: 1) 표는 국가별로 비금융기업 전체의 Currency 항목을 나타내고 있다.
 2) 미국은 연결대차대조표(consolidated balance sheet)를 기반으로 집계되었다.
 3) 괄호 안의 수치는 GDP 대비 비중(%)을 나타낸다.
 자료: Beyond 20/20 Professional Browser (Statistics Canada)

이와 같이 지속적으로 증가하고 있는 기업의 현금성 자산에 대하여 우려의 의견이 제시되고 있다. 이는 기업의 현금성 자산 보유 규모 및 비중이 증가한 원인을 기업의 설비투자 감소에서 비롯된 현상으로 보기 때문이다.⁴⁾ 기업의 투자부진은 기업 및 경제 전체의 성장잠재력을 저하시킬 가능성을 높일 수 있으므로 투자부진에 따른 기업의 현금성 자산의 증가는 우려할 만하다고 할 수 있다. 이외에도 기업이 현금성 자산을 효율적으로 사용하지 않고 단순히 보유하고 있는 경우, 이는 비효율적으로 자금을 낭비하는 것일 뿐만 아니라 해당 기업이 적대적 M&A (merger and acquisition) 목표로 부각될 가능성을 높일 수 있다.⁵⁾ 하지만, 기업의 현금성 자산 보유를 반드시 부정적으로만 평가할 수는 없다. 기업의 현금성 자산의 증가는 불확실성이 커지고 있는 경영환경 하에서 기업으로 하여금 충분한 유동성을 유지하게 하여 기업의 전략적 자유도를 높여준다. 또한 현금성 자산의 증가는 기업 수익성 개선을 의미하며, 이에 따라 재무구조가 건전해지면서 파산위험 혹은 지급불능의 위험을 감소시킬 수 있다는 장점이 있다. 또한 증가된 현금성 자산은 배당 및

4) 박상수(2003), 이계화·박현수(2005), 김용준(2004) 등.

5) 현금성 자산이 많은 경우 특히 LBO(leveraged buyout)의 목표가 되기 쉽다.

자사주 매입 여력을 확대하여 주가에도 호재로 작용할 수 있다.

기업의 배당정책은 기업의 현금성 자산 관리 정책과 큰 관련이 있다. 국내에서는 최근 1-2년간 기업의 배당정책에 관한 몇 가지 논쟁이 이어져 오고 있다. 한 가지 주장은 주주가치 제고를 위한 다양한 제도적 변화 및 투자자들의 요구가 있어 왔고, 특히 막대한 영향력을 바탕으로 외국인 주주들이 과도한 배당을 요구하여 기업은 투자를 위한 재원이 부족해진다는 것이다. 다른 한 가지는 기업들이 별다른 이유 없이 현금을 쌓아가고 있다는 주장이다. 그동안 외국인의 배당요구 및 기업의 배당정책, 투자정책과 관련한 다수의 국내 실증연구들이 발표되었다. (설원식·김수정(2006), 박현수(2004), 박경서(2005), 빈기범·조성훈(2005) 등) 하지만, 기업의 현금성 자산 또는 유동성 관리 정책에 초점을 둔 국내 연구는 드물다.⁶⁾ 본 연구는 기업이 적정 수준 이상으로 보유하는 과도한 현금성 자산이 기업 가치에 미치는 영향을 분석함으로써 이상의 논쟁에 대한 일부 근거를 제시할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 목적은 기본적으로 “국내 기업이 보유하고 있는 현금성 자산이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는가?”의 질문에 답하고자 하는데 있다. 기업은 유동성 관리 차원에서 적정 수준의 현금성 자산을 보유하는 것은 필수불가결할 것이므로, 기업의 정상적 영업활동에 필요하다고 인정되는 현금성 자산을 제외한 “과도한” 현금성 자산의 보유가 기업 가치에 미치는 영향을 살펴야 할 것이다. 이를 정리하면 본 연구에서 답하려는 질문은 “국내 기업이 보유하고 있는 과도한 현금성 자산이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는가?”로 요약될 수 있다.

이 질문에 답하기 위해서 본 연구는 크게 두 가지로 구분하여 진행된다. 첫째, 국내 기업의 과도한 현금성 자산 보유를 측정한다. 기업 현

6) 이와 관련한 기존 국내 연구는 공재식(2006)의 연구가 거의 유일하다. 그는 기업의 현금보유수요 요인에 대해서 분석하고 있다.

금성 자산 보유의 과도한 정도를 파악하기 위해서, 기존의 이론적 및 실증적 연구 결과 등을 감안하여 정상적인 영업을 위해 필요하다고 인정되는 기업의 “과도하지 않은” 현금성 자산 보유를 측정한다. 측정된 과도하지 않은 현금성 자산 보유를 초과하는 현금성 자산 보유 부분을 과도한 현금성 자산 보유로 해석한다.

구체적으로 기업의 과도하지 않은 현금보유를 측정하기 위해 미시적 관점에서 기업의 현금보유 동기 및 요인을 분석하였다. 이를 위해 우선 Keynes(1936)의 “유동성 선호 가설(liquidity preference hypothesis)”에서 도출되는 “비용·편익모형(trade-off model)”, Myers(1977) 및 Myers and Majluf(1984)의 “자금조달우선순위론(pecking order theory 또는 financing hierarchy theory)”, 그리고 Jensen and Meckling(1976) 및 Jensen(1986)의 “잉여현금흐름이론(free cash flow theory)”을 살펴본다. 이들 이론들이 직접 또는 간접적으로 시사하는 기업 현금성 자산 보유 결정 요인을 파악하고, 패널자료분석(panel data analysis)를 통해 기업의 과도하지 않은 현금성 자산 보유를 측정한다. 이 단계에서는 적정 현금성 자산 보유를 결정하는 방정식을 얻을 뿐만 아니라, 상기 세 가지 이론이 우리나라 기업의 현금성 자산 보유 현상을 얼마나 잘 설명하는지도 살펴볼 수 있다. 기업의 현금보유 동기에 대해서는 Baumol(1952), Miller and Orr(1966), Meltzer (1993), 및 Mulligan (1997)의 연구에도 나타나 있으나, 상기 세 가지 이론들에 그 의미가 포함되므로 본 연구에서는 이 세 가지 이론에 초점을 두어 분석한다.

둘째, 앞에서 언급한 기업의 현금성 자산 보유 결정에 관한 방정식을 토대로 기업의 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 미치는 영향에 대해서 분석한다. 과도한 현금성 자산 보유는 과도하지 않은 현금성 자산 보유를 초과하는 현금성 자산 보유로서 상기 패널분석에서의 잔차(residual)로 설정된다. 비록 기업이 과도한 현금을 보유하였다고 할지라도, 기업이 외부자본조달에 있어 강하게 압박을 받는 경우와 그렇지 않은

경우에 따라 보유 현금성 자산이 기업성과에 미치는 영향의 정도는 다를 가능성이 있다. 따라서 자금조달제약(financial constraint) 여부에 따라 현금성 자산 보유가 기업 가치에 어떻게 각기 다른 영향을 미치는지를 분석한다. 이렇게 구분하여 분석하는 것은 자금조달제약 여부가 기업 재무 정책 중 현금관리 정책에 중요한 영향을 미친다고 주장한 Almeida et al.(2004)의 연구로부터 착안한 것이다. 기업의 자금조달제약에 따른 현금성 자산 보유와 기업 가치의 관계를 분석하는 것은 이러한 제약에 따라 기업의 투자-현금흐름 민감도(cash flow sensitivity of investment)에 관한 연구들과 근본적으로 일맥상통한다.⁷⁾

기존의 기업 현금보유 관련 연구들의 대부분은 적정한 또는 과도하지 않은 기업 현금성 자산 보유의 결정 요인을 분석하는 데에 초점을 맞추어 왔다. 이들 연구에서는 본 연구의 첫 번째 단계와 유사하게 기존의 이론적 논의들을 바탕으로 기업 현금성 자산 보유에 영향을 미치는 기업 특성들을 파악하고, 그 실증분석 결과를 제시하고 있다. Kim et al.(1998), Opler et al.(1999), Pinkowitz and Williamson(2001), Mikkelsen and Partch(2003), Dittmar et al.(2003), Ozkan and Ozkan(2004), 및 Ferreira and Vilela (2004) 등의 연구가 이에 해당한다. 이 중 Mikkelsen and Partch(2003)는 기존의 기업 현금보유 결정요인을 분석하는데 그치지 않고, 높은 현금보유성향을 보인 기업과 그렇지 않은 기업 간의 영업성과 차이의 비교를 통한 분석을 시도하였다. 이는 본 연구의 두 번째 단계인 기업 가치 분석과 관련을 갖는다.

본 연구에 대해서 하나의 약점으로 지적될 수 있는 점은 과도한 현금성 자산 보유의 원인은 여전히 불분명하다는 점이다. 왜냐하면, 많은 변수를 감안하여 과도하지 않은 정상적인 현금성 자산 보유를 측정하고, 이를 토대로 설명되지 않는 부분을 과도한 현금성 자산 보유로 측정하

7) 기업의 자금조달제약, 투자-현금흐름 민감도에 관한 내용은 Hubbard(1998), Stein(2003) 등에 잘 정리되어 있다.

므로, 과도한 현금성 자산 보유는 동기 및 원인이 설명되지 않는 부분을 의미하기 때문이다.⁸⁾

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 기업 현금성 자산 보유에 관한 세 가지 이론 및 이를 바탕으로 현금성 자산 보유의 결정에 영향을 미치는 다양한 요인에 대해서 논의한다. 또한 기업 현금성 자산 보유와 기업 성과간의 관계에 대한 해외 연구를 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 본 연구에서 사용한 자료 및 방법론에 대해서 설명하며, 앞서 설명한 첫 번째 분석으로, 적절한 기업 현금성 자산 보유 수준을 나타내는 현금방정식의 추정 결과를 제시한다. 두 번째 분석으로, 표본을 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업으로 구분한 후, Almeida et al.(2004)의 현금-현금흐름 민감도(cash flow sensitivity of cash)를 분석하고, 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 미치는 영향을 자금조달제약 여부에 따라 분석한다. 제Ⅳ장은 결론으로 본 보고서의 내용을 전체적으로 정리하고, 분석 결과로부터 도출할 수 있는 정책적 시사점을 제시한다.

8) 따라서 본 연구는 과도한 현금성 자산 보유의 원인이나, 이를 축소시킬 수 있는 방안에 대한 질문에 대해서는 제한적인 시사점을 얻게 된다. 예컨대, 기업의 과도한 현금성 자산이 기업 가치에 나쁜 영향을 미친다고 할 경우, 제시할 수 있는 정책적 대안은 과도한 현금성 자산 보유를 줄이도록 하는 것이고, 이는 과도하지 않은 현금성 자산 보유 및 사용을 늘리도록 하는 것이다.

II. 기업 현금보유에 관한 이론적 분석

1. 기업 현금보유 관련 이론
2. 기업 현금보유의 요인
3. 기업 현금보유와 기업 성과간 관계

II. 기업 현금보유에 관한 이론적 분석

1. 기업 현금보유 관련 이론

기업 현금보유에 관련한 이론으로는 크게 세 가지를 들 수 있다. 첫째 이론은 비용·편익모형이다.⁹⁾ 이 모형의 기본적인 생각은 Keynes(1936)의 유동성 선호 가설로 거슬러 올라간다. 유동성 선호 가설이 제시하는 현금보유의 동기는 대체로 세 가지로 요약된다. 첫째, 기업은 거래적 동기(transaction motive)로 현금을 보유하고자 한다. 이는 지급결제(payment and settlement) 및 투자와 같은 통상적 기업 활동을 위해 필요한 현금을 보유하고자 하는 것이다. 즉, 유동성 부족 시 외부자금조달이나 보유자산 유동화를 회피하여 거래비용을 절감하기 위한 것이다. 둘째, 기업은 예비적 동기(precautionary motive)로 현금을 보유하고자 한다. 이는 예상치 못한 자금부족 상황에 대처하기 위해 현금을 보유하고자 하는 것이다. 그런 상황에서 자금조달재원이 없거나 조달비용이 클 경우 현금은 유용하게 이용될 수 있다. 셋째, 기업은 장래 큰 이익을 얻을 수 있는 투자기회에 투자할 목적으로 현금을 보유할 수 있으며, 이를 투기적 동기(speculative motive)라고 하는데 기업의 현금보유 동기로 적합하지 않아 문헌에서 거의 논의되고 있지 않다. 이러한 동기들은 기업이 적정량의 현금을 보유하지 못할 경우의 비용과 보유할 경우의 편익을 동시에 감안하고 있다. 정밀한 경제학적 모형을 감안해서 이러한 현금보유의 동기를 해석하면 기업은 한계비용과 한계편익이 일치하는 조건에서 현금보유 수준을 결정한다고

9) 비용·편익모형은 아래에 상술되는 자금조달우선순위론이나 잉여현금흐름 이론과 같이 특정한 이론은 아니다. 한계비용과 한계편익을 감안해서 적정 현금보유량을 결정한다는 점을 강조해서 편의상 비용·편익모형이라고 칭한다. 이 용어는 Opler et al.(1999), Ferreira and Vilela(2004) 등이 사용하였다.

할 수 있다. 이러한 점에 착안하여 유동성 선호 가설의 현금보유 동기에서 기인한 모형을 비용·편익모형이라 한다.

비용·편익모형은 기업 가치를 극대화하는 현금보유량을 도출한다. 여기서, 현금보유의 비용이란 현금을 보유하기 위해 다른 자산의 취득을 포기하여 발생하는 기회비용이다. 일반적으로 현금은 편리하게 유동화될 수 있으므로 수익률이 낮고 여타 자산은 유동성이 낮은 대신 수익률이 높다. 현금을 보유함으로써 포기하는 여타 자산의 높은 수익률이 현금보유의 기회비용이다. 반면, 현금보유의 편익은 기업이 현금보유로 인해 유동성 부족 상황에서 발생할 수 있는 비용의 절감을 의미한다. 기업이 예상치 못한 손실 등으로 현금이 부족하여 정상적인 영업을 어려워진다면 기업은 추가적인 외부자금조달이나 보유자산을 매각해야 하며 이에 따른 비용이 발생한다.¹⁰⁾ 기업이 충분한 현금을 보유하고 있다면 추가적으로 자금조달이나 보유자산을 매각할 필요가 없으며 이에 수반하는 비용을 줄일 수 있다.

두 번째 이론은 Myers(1977) 및 Myers and Majluf(1984)의 자금조달 우선순위에이론이다. 이 이론에 의하면 정보비대칭(information asymmetry)의 존재로 외부자금조달 시 비용이 발생한다. 이러한 비용의 절감을 위해 기업은 투자자금이 필요할 경우 우선 정보비용이 없는 내부유보자금을 사용하고, 내부유보자금이 충분하지 못해 외부자금을 조달하는 경우에는 비용이 적게 드는 부채를 먼저 발행하고, 최후 수단으로 주식을 발행해서 자금을 조달한다. 만일 보유한 현금이 투자에 필요한 자금 이상으로 충분하고도 남는다면 부채를 갚고 현금으로 축적하는 것이다.¹¹⁾ 자금조

10) 단순 거래비용뿐만 아니라, 현금 부족으로 발생할 수 있는 다양한 기회비용을 포함한다. 예를 들면 자산을 매각할 때 발생할 수 있는 매각가치의 할인, 어떤 투자를 포기할 경우 포기하는 투자수익 등도 이 비용에 포함된다.

11) 자본조달우선순위에이론이 투자 등 자금이 필요할 경우에 자금을 사용하는 우선순위를 제시하기 때문에, 자금여력이 있을 경우에 자금의 축적 또는 처분 순위는 잠재적인 사용 순위를 감안하여야 한다. 즉, 자금을 사용할

달우선순위이론에 의하면 현금보유 수준은 기업 투자활동과 사내유보금의 변화에 따라 수동적으로 변동하게 된다.

세 번째 이론은 Jensen and Meckling(1976) 및 Jensen(1986)의 잉여현금흐름이론이다. 이에 따르면 기업 경영자는 기업의 파산 위험을 줄이고, 기업 의사결정에서 자신의 재량적 권한(discretionary right)을 강화하기 위해, 자신의 통제 하에 있는 자산의 규모를 증대시키기 위한 일환으로 현금을 축적하려는 유인이 있다. 이는 주주 입장에서는 불필요할 만큼 과도한 현금보유라고 할 수 있다. 기업 내에 축적된 현금은 외부자금 조달을 불필요하게 하여 기업 경영에 대한 자본시장 감시 기능을 약화시키게 된다. 또한 경영자 자신의 사적 이익(private benefit)에 부합하는 프로젝트를 추진하게 할 수 있어 주주의 이익을 침해할 수 있다.

이 후 제III장의 실증분석에서는 우리나라 상장기업의 자료를 이용하여 앞에 제시한 세 가지 이론을 바탕으로 우리나라 기업의 현금보유에 영향을 미치는 기업특성변수들을 선정하고, 패널자료분석을 이용한 실증분석을 통해 이 변수들이 우리나라 기업의 현금성 자산 보유에 미치는 영향을 분석한다. 여기서 제시된 패널모형은 현금보유의 요인뿐만 아니라, 이 장에서 살펴보는 변수들 하에서 평균적인 기업의 현금성 자산 보유를 결정하는 방정식이 될 것이며, 이를 적정 현금성 자산 보유를 나타내는 방정식으로 삼게 된다. 이러한 분석 및 결과를 적정 현금보유로 해석하는 것은 해외 실증연구에서도 나타난다. (Opler et al.(1999), Mikkelson and Partch(2003))

때 사내유보자금을 우선 사용하므로, 기업에 자금의 유입이 있을 경우에도 미래의 투자비용을 감안하여 우선 사내유보자금을 증대시킨다. 즉, 기업에 현금의 유입이 있으면 우선 투자에 필요한 자금을 사내에 유보하고, 투자 소요자금 이상의 현금으로 부채를 상환하고 그 이후에도 자금이 남으면 현금으로 축적한다.

2. 기업 현금보유의 요인

앞서 논의한 기업 현금보유에 관한 이론을 바탕으로 기업 현금보유에 영향을 미칠 수 있는 구체적 요인들에 대해서 논의하고자 한다. 본 연구는 이들 요인을 개별 기업의 기업 특성상 요인과 거시경제 여건, 지급결제 환경 등 기업 외부 요인으로 분류한다. 기존 기업 현금보유에 관한 실증분석에서는 주로 기업 특성상 요인을 다루고 있다. 물론 본 연구에서도 기존 연구에서 논의된 주요 기업 특성상 요인들을 분석에 포함하였다. 이외에 기존 연구와는 달리 추가적으로 대규모기업집단 소속 여부, 소유구조 분산정도 및 산업효과 등을 고려한다. 또한 기존 연구에서는 중요하게 논의되지 않았던 거시경제적 요인도 포함하여 고려한다.

가. 기업 현금보유에 영향을 미치는 기업 특성

본 절에서는 앞서 언급한 기업 현금보유에 관한 이론들을 감안하여 여러 가지 기업 특성변수들과 이 변수들이 기업 현금보유에 미치는 효과에 대한 이론적 논의를 한다.

1) 비용·편익모형에 따른 기업 특성상 요인

- 배당지급(dividend payment): 배당을 지급하는 기업은 배당을 줄임으로써 낮은 기회비용으로 현금 조달이 가능하다. 따라서 배당을 지급하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 현금을 적게 보유할 것이다.

- 투자기회(investment opportunity): 기업이 현금이 부족하여 투자 기회를 포기한다면, 포기한 투자수익은 현금 부족에 따른 기회비용이다. 기업이 직면하는 투자기회가 많을수록 현금 부족의 기회비용이 높아지고 현금보유의 유인이 커진다. 따라서 투자기회는 기업의 현금보유에 양(+)¹⁾의 영향을 미치게 된다.
- 유동자산(liquid asset): 유동자산은 현금 부족 시 이를 매각하여 쉽게 현금화할 수 있는 현금의 대체적 자산으로써 유동자산이 충분하면 현금보유의 유인이 줄어든다. 따라서 기업의 유동자산은 기업의 현금보유에 음(-)²⁾의 영향을 미친다.
- 부채비율(leverage): 부채비율은 기업의 현금보유에 서로 다른 두 가지 방향으로 영향을 줄 수 있다. 우선, 한 기업의 부채비율이 높으면 그 기업은 이미 외부자금조달을 많이 한 상태로 볼 수 있다. 이 기업에 자금경색이 발생한다면 추가적인 자금조달이 어려울 것이고 기업은 추가적인 자금조달의 부담을 줄이기 위해 현금을 많이 보유하려고 한다. 이 경우 부채비율은 기업의 현금보유에 양(+)³⁾의 영향을 미친다. 반면, 부채비율은 부채를 통한 외부자금조달 능력에 대한 대리변수(proxy variable)가 될 수 있다. 한 기업이 외부자금조달 능력이 클수록 현재 현금을 많이 보유할 유인은 줄어든다. 이 경우에는 부채비율이 기업의 현금보유에 음(-)⁴⁾의 영향을 미친다고 할 수 있다.
- 기업규모(size): 현금 운용 및 관리에 고정비용이 소요되어 현금규모가 클수록 상대적 비용이 절감되는 규모의 경제(economies of scale)가 존재한다. 따라서 규모가 작은 기업은 상대적으로 현금보유에 따른 비용이 크다고 할 수 있다(Opler et al.(1999)). 또한 규모가 큰 기업은 소규모 기업에 비해 상대적으로 사업부문이 다각화되어 있는 경우가 많기 때문에 특정 사업부문에 유동성이 부족

한 상황이 발생하면, 다른 사업부문의 유동성으로 이를 보완할 수 있으므로 큰 규모의 기업은 자금경색에 따른 현금 운용의 불확실성이 상대적으로 작다. 이러한 점들을 감안할 때 규모가 큰 기업일수록 현금을 상대적으로 적게 보유할 것이다.

- 현금흐름(cash flow): 현금흐름은 즉각적인 유동성 재원을 제공하므로 현금흐름이 큰 기업은 현금을 보유할 유인이 줄어든다(Kim et al.(1998)). 따라서 현금흐름은 현금보유에 음(-)의 영향을 미치게 될 것으로 예상된다.
- 현금흐름 불확실성(cash flow uncertainty): 현금흐름이 평균적으로 같은 기업들일지라도 현금흐름의 변동성이 큰 기업이 현금 부족사태가 발생할 가능성은 더 크다. 따라서 현금흐름 불확실성이 커질수록 기업은 더 많은 현금을 보유하려고 한다.
- 재고(inventory): 기업이 상품이 판매되어 현금화되는 주기를 감안하여 적정 수준의 재고량을 유지한다고 가정하면, 기업이 보유한 재고가 적다는 것은 그 기업이 생산한 상품이 현금으로 전환되는 주기(cash conversion cycle)가 짧다는 것을 의미한다. 즉, 재고보유가 적은 기업은 재고자산의 유동성이 상대적으로 높다는 의미이다. 앞에서 설명한 바와 같이 기업이 보유한 자산의 유동성이 클수록 현금보유의 유인이 작아진다. 따라서 재고 보유가 적은 기업은 상대적으로 현금을 적게 보유한다.
- 연구개발비용(R&D expense): 일반적으로 기업의 연구개발(R&D) 분야의 정보는 외부의 자금 공급자가 충분히 파악할 수 없는 정보 비대칭적 특성이 있다. 이로 인해 연구개발비용은 외부자금으로 충당하기가 상대적으로 어렵게 된다. 따라서 연구개발비용의 비중이 큰 기업일수록 현금을 많이 보유하려는 성향이 있다. 즉, 연구개발비용은 기업의 현금보유에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

- 대규모기업집단(large business group): 대규모기업집단은 집단내에 다수의 계열사들이 존재하고, 이들 계열사간에 외부자금에 비해 상대적으로 낮은 비용의 자금거래를 할 수 있다. 기업집단내 기업간에 이루어지는 자금거래를 내부자본시장(internal capital market)이라고 하는데, 대규모기업집단의 경우 이러한 내부자본시장이 상대적으로 발달되어 있다. 따라서 기업집단내 한 기업의 현금이 부족할 경우 동일한 집단내 타 계열사로부터 지원받을 수 있다. 따라서, 대규모기업집단에 소속된 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 현금보유의 유인이 작다. 우리나라는 재벌이라 부르는 특수한 대규모기업집단이 있으므로, 대상 기업의 대규모기업집단 소속 여부가 본 연구에서 고려되어야 한다.

2) 자본조달우선순위이론에 따른 기업 특성상 요인

- 투자기회: 한 기업에게 투자기회가 있을 경우 그 비용을 충당하기 위해서 외부자금조달보다 내부유보자금을 우선적으로 사용하고자 한다. 따라서 많은 투자기회를 갖는 기업일수록 현금을 내부에 유보하려는 유인이 크다. 자본조달우선순위이론에 따르면 기업의 투자기회는 기업의 현금보유에 양(+)¹⁾의 영향을 미칠 것이다.
- 부채비율: 다른 조건이 동일할 때, 자본조달우선순위이론에 따르면 부채비율의 감소는 내부유보자금의 증가를, 부채비율의 증가는 이의 감소를 시사한다. 따라서 기업의 부채비율은 현금보유에 음(-)²⁾의 영향을 미친다.
- 기업규모: 자본조달우선순위이론이 자금이 필요할 경우에 자금을 사용하는 우선 순위를 제시하기 때문에, 자금여력이 있을 경우에 처분 순위는 잠재적인 사용 순위를 감안하여야 한다. 즉, 자금을

사용할 때 내부유보자금을 우선 사용하므로, 기업에 자금의 유입이 있을 경우에도 미래의 투자비용을 감안하여 우선 내부유보자금을 증대시킨다. 기업규모가 클 경우, 그 기업은 현재까지 성과가 좋았을 가능성이 높으므로 내부유보자금을 원활히 축적해 왔을 것이다(Opler et al.(1999)). 이러한 추론 하에서 기업규모는 현금보유에 양(+)¹⁾의 영향을 미친다고 할 수 있다.

- 현금흐름: 앞에서 설명한 바와 같이 자본조달우선순위이론에 의하면 기업에 현금이 유입될 경우 미래의 투자소요자금을 감안하여 우선 현금을 내부에 유보하게 될 것으로 예상된다. 따라서 현금흐름은 현금보유에 양(+)²⁾의 영향을 미치게 된다.
- 자본지출(capital expenditure) 및 연구개발비: 자본지출이나 연구개발비는 기업의 투자로 인해 발생하는 비용으로 이들 투자에 현금과 같은 내부유보자금을 우선적으로 사용하게 된다. 따라서 자본지출이나 연구개발비는 현금보유에 음(-)³⁾의 영향을 미친다.

3) 잉여현금흐름이론에 따른 기업 특성상 요인

- 투자기회: 잉여현금흐름이론에 의하면 기업의 투자기회가 빈약할수록 경영자는 자신의 사적 이해에 부합하는 프로젝트에 투자하기 위한 재원을 확보하기 위해 현금을 더욱 많이 보유할 것으로 예상된다. 따라서 투자기회는 현금보유에 음(-)⁴⁾의 영향을 미친다.
- 부채비율: 한 기업의 부채비율이 낮으면 외부자금공급자로부터의 감시가 적어지고, 경영자는 자신의 재량을 강화하기 위해 현금을 보유하려는 유인이 있다. 따라서 부채비율이 현금보유에 대해 음(-)⁵⁾의 영향을 미친다.

- 기업규모: 규모가 큰 기업일수록 M&A 비용이 커지기 때문에 M&A 위협에서 상대적으로 자유롭고, 이에 따라 경영자의 재량적 권한이 증가하게 된다. 따라서 기업규모는 현금보유에 양(+의 영향을 미친다.
- 소유구조 분산정도(ownership dispersion): 소유구조가 분산되어 있을수록 경영자에 대한 감시 및 통제가 어렵고, 경영자 재량은 강화되어 현금 축적이 증가할 가능성이 높아진다. 따라서 소유구조 분산정도가 클수록 현금보유가 커질 것이다.

이상의 기업 현금보유에 영향을 미치는 기업 특성상 요인의 효과를 각 이론별로 정리하면 <표 II-1>과 같다.

<표 II-1> 기업 특성상 요인의 기업 현금보유에 미치는 효과

	비용·편익모형	자본조달 우선순위에 따른	잉여현금흐름이론
배당지급	(-) ¹⁾		
투자기회	(+)	(+)	(-)
대체유동자산	(-)		
부채비율	(+)/(-)	(-)	(-)
기업규모	(-)	(+)	(+)
현금흐름	(-)	(+)	
현금흐름 불확실성	(+)		
채고	(+)		
연구개발비용	(+)	(-)	
대규모기업집단	(-) ²⁾		
자본지출		(-)	
소유구조 분산정도			(+)

주: 1) 배당지급기업이 그렇지 않은 기업에 비해 현금보유가 적음을 의미한다.

2) 대규모기업집단 소속 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 현금보유가 적음을 의미한다.

나. 기업 현금보유에 영향을 미치는 거시경제 변수

본 연구에서는 기업 현금보유에 영향을 미칠 수 있는 주요한 거시경제적 요인으로 이자율과 결제관행을 살펴본다. 이는 현금보유의 요인을 기업 특성상 요인에 중점을 두고 주로 분석한 대부분의 연구와는 구별되는 점으로, 우선 자료상에서는 기업의 현금보유와 이러한 거시경제 변수들이 밀접한 상관관계가 나타나고 있다. 이는 언급된 거시경제 변수들이 실증분석 모형에 감안되어야 함을 시사한다.

기존 연구와 유사하게 본 연구에서도 현금보유 수준 자체를 고려하지 않고, 현금성 자산 보유 성향을 고려한다. 이는 순자산 대비 현금성 자산의 비중이다.¹²⁾ 본 연구에서는 단기금융상품을 현금성 자산에 포함시키는지의 여부에 따라 두 가지 현금성 자산 보유 성향을 계산하였다. 현금성 자산 보유 성향 I은 $[(\text{현금 및 현금등가물})/(\text{총자산}-\text{현금 및 현금등가물})] \times 100$ (%)으로 계산하였고, 현금성 자산 보유 성향 II는 $[(\text{현금 및 현금등가물} + \text{단기금융상품})/(\text{총자산}-\text{현금 및 현금등가물}-\text{단기금융상품})] \times 100$ (%)으로 계산하였다.

<표 II-2>에는 이 두 가지 현금성 자산 보유 성향의 연도별 요약통계량을 나타내고 있다. 표를 보면 현금성 자산 보유 성향 I 및 현금성 자산 보유 성향 II 모두 평균적으로 상승하고 있음을 알 수 있다.¹³⁾ 또한 연도마다 각 현금성 자산보유 성향의 중앙값이 평균보다 큰 것으로 볼 때, 연도별 현금성 자산보유 성향의 분포는 오른쪽으로 꼬리가 긴 (right skewed) 형태인 것을 알 수 있다.¹⁴⁾

-
- 12) 이렇게 수준(level)대신 성향(propensity)을 고려하는 것은 변수를 자산 규모로 기준화하는 것인데, 이렇게 함으로써 기업 규모의 단순한 비율적 효과(proportional effect)를 통제할 수 있어 규모가 다른 기업들 간의 비교가 가능해진다. 여기서 순자산은 현금성 자산이 차감된 총자산을 의미한다.
 - 13) 제 I 장의 <그림 I-1>로부터 <표 II-2>의 내용을 직접적으로 유추할 수는 없다. 왜냐하면 <그림 I-1>은 명목가치(nominal value)로 측정된 것이고 <표 II-2>는 순자산으로 기준화되어 물가상승에 의한 효과가 제거되었기 때문이다. 즉, <표 II-2>는 물가상승 요인을 제거하더라도 기업의 현금보유 성향이 증가하고 있음을 시사한다.
 - 14) 오른쪽으로 꼬리가 긴 분포로부터 기업 현금성 자산보유 성향에 대한 직접적인 시사점을 발견하기는 어렵다. 우선, 현금성 자산이 부족한 기업은 이미 파산하여 자료에서 누락되었기 때문에 이러한 현상이 발생할 수도 있고, 상대적으로 현금성 자산이 풍부한 소수의 기업들과 그렇지 못한 다수의 기업들이 존재하기 때문에 발생한 현상일 수도 있다.

<표 II-2> 유가증권시장 상장기업(금융업 제외)의 현금성 자산 보유 성향

Panel A. 현금성 자산 보유 성향 I = (현금 및 현금등가물) / (총자산 - 현금 및 현금등가물)

년도	평균	중앙값	최소값	최대값	표준편차	기업수
1999	3.93	1.76	0.00	45.03	5.93	454
2000	4.52	2.18	0.00	59.59	6.48	457
2001	5.42	2.60	0.00	117.94	9.67	473
2002	5.46	2.89	0.00	68.49	7.26	502
2003	5.77	3.34	0.00	52.12	7.48	520
2004	5.92	3.30	0.00	97.52	9.11	525
2005	6.88	3.90	0.02	112.22	10.23	537

Panel B. 현금성 자산 보유 성향 II = (현금 및 현금등가물 + 단기금융상품) / (총자산 - 현금 및 현금등가물 - 단기금융상품)

년도	평균	중앙값	최소값	최대값	표준편차	기업수
1999	11.41	6.83	0.06	97.43	13.31	454
2000	11.87	6.88	0.06	175.16	14.40	457
2001	12.17	6.51	0.05	117.94	15.50	473
2002	12.62	7.86	0.03	93.79	13.66	502
2003	13.41	6.98	0.03	264.77	20.50	520
2004	13.06	6.89	0.00	240.27	20.93	525
2005	13.60	8.34	0.02	132.71	17.20	537

주: 1) 현금성 자산 보유 성향은 순자산 대비 현금성 자산의 비율이다. 여기서 순자산은 총자산에서 현금성 자산을 차감한 것이다.

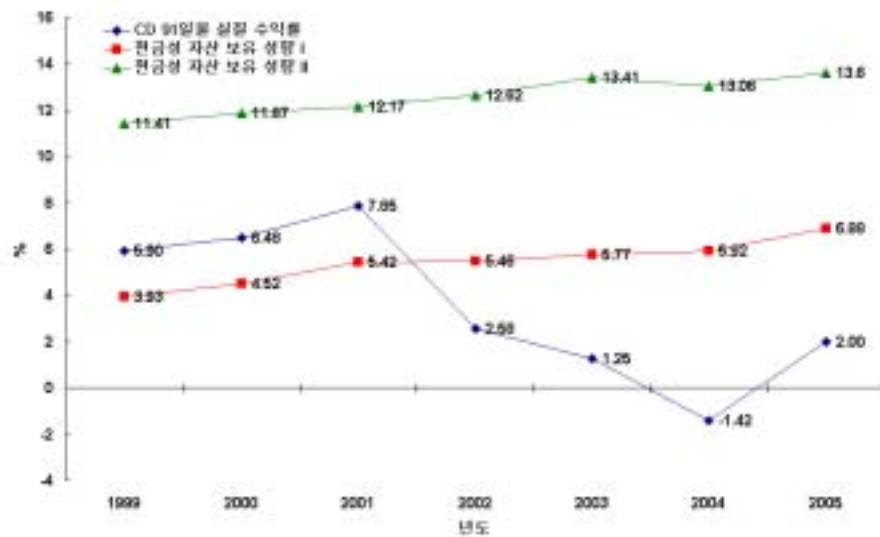
2) 현금성 자산을 무엇으로 보느냐에 따라 다음과 같은 두 종류의 현금성 자산 보유 성향을 정의할 수 있다. 본 연구에서는 (현금 및 현금등가물) / (총자산 - 현금 및 현금등가물)로 계산되는 현금성 자산 보유 성향 I 및 (현금 및 현금등가물 + 단기금융상품) / (총자산 - 현금 및 현금등가물 - 단기금융상품)으로 계산되는 현금성 자산 보유 성향 II를 분석한다.

자료: 상장사협의회 TS2000

Opler et al.(1999)은 이자율 상승 시 현금보유로 인한 기회비용이 증대되어, 현금보유가 줄어들기 때문에 이자율은 기업 현금보유에 음(-)의 영향을 미친다고 하였다. <그림 II-1>에는 CD(certificate of deposit) 91일 물 실질 금리의 추이와 평균 현금성 자산 보유 성향의 추이를 나타내었다. 표본기간 7개년 간 CD 실질 금리와 평균 현금성 자산 보유 성향 I 간의 상관계수는 -61%이고, CD 실질 금리와 평균 현금성 자산 보유 성

향 II간의 상관계수는 -77%이다. 이러한 음의 상관관계는 Opler et al.(1999)의 주장과 일관된다. 이러한 기업의 현금성 자산 보유 성향과 시장 금리와의 강한 상관관계는 시장 금리를 기업 현금보유의 요인으로 써 고려해야 함을 시사한다.

<그림 II-1> 실질 이자율과 평균 현금성 자산 보유 성향의 추이



- 주: 1) 두 가지 현금성 자산 보유 성향은 연도별로 평균한 수치이다.
 2) 기업별, 연도별 현금성 자산 보유 성향 I은 [(현금 및 현금등가물)/(총자산-현금 및 현금등가물)]×100 (%)로 계산되었다.
 3) 기업별, 연도별 현금성 자산 보유 성향 II는 [(현금 및 현금등가물+단기금융상품)/(총자산-현금 및 현금등가물-단기금융상품)]×100 (%)로 계산되었다.
 4) 현금성 자산 보유 성향은 유가증권시장 12월 결산 상장법인(금융업 제외)를 대상으로 계산되었다.
 5) CD 91일물 실질 수익률은 월별 CD 91일물 명목 수익률에서 월간 PPI (producer price index) 상승율을 차감하여 월별 실질 금리를 구한 후 해당 년도에 대해서 평균하였다.

현금은 기본적으로 결제수단(payment facilities)이다. 그런데 우리나라 기업들은 기업간 결제수단으로서 어음을 널리 사용하고 있어, 어음 사용과 기업의 현금보유성향은 상관관계가 높을 것으로 예상된다. 즉 경제 전체적으로 어음 사용이 줄어들면, 기업은 결제수단으로서 현금보유를 늘릴 유인이 있다. 어음은 배서 등에 의해서 여러 사용자들이 동시에 결제수단으로 인정해야 유통될 수 있어, 어음의 사용은 기업간 협조적 균형(coordination equilibrium) 현상이라 할 수 있다. 본 연구에서는 기존 연구에서는 고려되지 않았던 경제내 결제관행을 고려하였고, 어음교환규모가 이를 대리하는 변수로 보았다. <그림 II-2>에는 어음교환규모의 추이와 두 가지 평균 현금성 자산 보유 성향의 추이를 그렸다. 어음교환규모와 평균 현금성 자산보유 성향은 서로 반대방향으로 움직이는 것으로 나타난다. 표본기간 7개년간 어음교환규모와 평균 현금성 자산보유 성향 I 간의 상관계수는 -94%, 어음교환규모와 평균 현금성 자산보유 성향 II 간의 상관계수는 -89%로 매우 강하다. 어음은 현금 및 현금등가물에 포함되는 항목이다. 따라서 기본적으로는 양(+)의 상관관계를 예측할 수 있다. 하지만 이와 같이 매우 강한 음(-)의 상관관계가 나타난다는 것은 어음이 결제수단으로서 현금과 강한 대체관계(substitution relationship)가 존재할 수 있음을 암시하고, 기업 현금보유의 요인으로 어음사용량이 고려되어야 함을 시사한다.

<그림 II-2> 어음교환규모와 평균 현금성 자산 보유 성향의 추이



- 주: 1) 두 가지 현금성 자산 보유 성향은 연도별로 평균한 수치이다.
 2) 기업별, 연도별 현금성 자산 보유 성향 I은 $[(\text{현금 및 현금등가물}) / (\text{총자산} - \text{현금 및 현금등가물})] \times 100$ (%)로 계산되었다.
 3) 기업별, 연도별 현금성 자산 보유 성향 II는 $[(\text{현금 및 현금등가물} + \text{단기금융상품}) / (\text{총자산} - \text{현금 및 현금등가물} - \text{단기금융상품})] \times 100$ (%)로 계산되었다.
 4) 현금성 자산 보유 성향은 유가증권시장 12월 결산 상장법인(금융업 제외)을 대상으로 계산되었다.
 5) 실질 어음교환규모는 어음교환금액을 PPI(2000년=1)로 디플레이트하여 구하였다.

다. 기타 요인

Mikkelson and Partch(2003)는 시장모형(market model)을 추정하고, 이로부터 도출된 잔차의 표준편차로 측정한 기업고유위험(firm specific risk)을 기업 현금보유 요인으로 보았다. 기업고유위험이 높다는 것은 해당 기업의 불확실성이 높다는 것을 의미하므로, 기업고유위험이 높을수록 투자자들의 요구수익률(required return)이 높아지고, 이에 따른 자본

조달상 비용이 높아진다. 따라서 비용·편익 모형의 관점에서 기업고유위험은 현금보유에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이는 기업 특성상 요인이지만 기업 재무제표 자료를 이용하여 직접 측정할 수 있는 것이 아니기 때문에 기타 요인으로 분류하였다. 본 연구에서는 각 기업별로 실질 월간수익률과 실질 월간시장수익률을 이용하여 시장모형을 추정하고, 그 잔차의 표준편차로써 기업고유위험을 측정하였다.¹⁵⁾

Chudson(1945)은 현금/총자산 비율이 산업별로 체계적인 차이가 있음을 보였다. 본 연구에서도 산업별 기업 현금보유의 체계적 차이가 발견될 경우 이를 통제할 필요가 있다. <표 II-3> 및 <표 II-4>에는 연도별로 현금성 자산 보유 성향 I 및 현금성 자산 보유 성향 II의 상·하위 5개 산업을 제시하였다. 이들 표에서는 한국표준산업분류(Korea standard industry code: KSIC)의 2자리 중분류 기준에 따라 본 연구의 분석대상 기업들을 구분한 후, 각 연도별로 각 산업에 속하는 기업의 현금성 자산 보유 성향 I 및 현금성 자산 보유 성향 II를 평균하였다. 표는 이와 같이 계산된 산업 현금성 자산 보유 성향의 상·하위 5개 산업을 보여주고 있다.¹⁶⁾ 각 산업별로 현금성 자산 보유 성향에서 차이가 있는 것을 볼 수 있다.¹⁷⁾

15) 기업의 실질 월간수익률과 실질 월간시장수익률은 각각 명목 수익률에서 월간 PPI 상승률을 차감하여 계산하였다.

16) 본 연구의 분석대상 연도-기업 표본은 제IV장에서 자세히 설명한다.

17) 이후 실증분석에서는 KSIC 기준 5자리, 즉 세세분류를 기준으로 더미변수를 설정하고 이를 이용하여 산업별 효과를 최대한 통제한다.

<표 II-3> 현금성 자산 보유 성향 I 상·하위 5개 산업

현금성 자산 보유 성향 I 상위 5개 산업			현금성 자산 보유 성향 I 하위 5개 산업		
SIC 코드	산업명	보유 성향 (%)	SIC 코드	산업명	보유 성향 (%)
1999	55 숙박및음식점업	15.60	11 금속광업		1.01
	63 여행알선,창고및운송관련서비스업	13.73	87 영화,방송및공연산업		0.86
	75 사업지원서비스업	8.24	35 기타운송장비제조업		0.83
	74 전문,과학및기술서비스업	8.03	10 석탄,원유및우라늄광업		0.77
	25 고무및플라스틱제품제조업	6.30	62 항공운송업		0.52
2000	87 영화,방송및공연산업	19.33	63 여행알선,창고및운송관련서비스업		1.21
	75 사업지원서비스업	16.03	50 자동차판매및차량연료소매업		1.03
	36 가구및기타제품제조업	14.91	35 기타운송장비제조업		1.02
	55 숙박및음식점업	13.08	62 항공운송업		0.66
72 정보처리및기타컴퓨터운영관련업	7.86	11 금속광업		0.43	
2001	36 가구및기타제품제조업	16.23	60 육상운송및파이프라인운송업		1.42
	28 조립금속제품제조업;기계및가구제의	16.00	52 소매업;자동차제의		1.09
	87 영화,방송및공연산업	10.35	16 담배제조업		0.98
	17 섬유제품제조업;봉제의복제의	9.60	35 기타운송장비제조업		0.84
	29 기타기계및장비제조업	9.20	62 항공운송업		0.81
2002	36 가구및기타제품제조업	16.34	61 수상운송업		2.45
	50 자동차판매및차량연료소매업	12.32	64 통신업		2.21
	5 어업	10.98	16 담배제조업		1.42
	22 출판,인쇄및기록매체복제업	9.65	62 항공운송업		1.04
	72 정보처리및기타컴퓨터운영관련업	8.74	11 금속광업		0.43
2003	75 사업지원서비스업	10.84	11 금속광업		1.43
	30 컴퓨터및사무용기기제조업	10.71	64 통신업		1.29
	36 가구및기타제품제조업	10.64	60 육상운송및파이프라인운송업		1.01
	74 전문,과학및기술서비스업	9.42	10 석탄,원유및우라늄광업		0.74
	88 기타오락,문화및운동관련산업	9.11	80 교육서비스업		0.42
2004	36 가구및기타제품제조업	26.41	87 영화,방송및공연산업		2.13
	75 사업지원서비스업	13.18	50 자동차판매및차량연료소매업		1.85
	72 정보처리및기타컴퓨터운영관련업	13.14	70 부동산업		1.59
	31 기타전기기계및전기변환장치제조업	10.49	10 석탄,원유및우라늄광업		1.22
	16 담배제조업	9.55	20 목재및나무제품제조업;가구제의		0.11
2005	36 가구및기타제품제조업	28.94	60 육상운송및파이프라인운송업		1.59
	10 석탄,원유및우라늄광업	25.55	70 부동산업		1.36
	19 가죽,가방및신발제조업	18.36	46 전문직별공사업		1.17
	30 컴퓨터및사무용기기제조업	17.23	20 목재및나무제품제조업;가구제의		0.88
	75 사업지원서비스업	15.25	22 출판,인쇄및기록매체복제업		0.84

주: 한국표준산업분류의 2자리 중분류 기준에 따라 산업을 구분한 후, 각 연도별로 각 산업에 속하는 기업의 현금성 자산 보유 성향 I 을 평균하였다.

<표 II-4> 현금성 자산 보유 성향 II 상·하위 5개 산업

	현금성 자산 보유 성향 II 상위 5개 산업			현금성 자산 보유 성향 II 하위 5개 산업		
	SIC 코드	산업명	보유 성향 (%)	SIC 코드	산업명	보유 성향 (%)
1999	87	영화, 방송및공연산업	30.39	35	기타운송장비제조업	4.71
	30	컴퓨터및사무용기기제조업	27.39	64	통신업	4.53
	22	출판, 인쇄및기록매체복제업	24.27	52	소매업; 자동차제의	2.91
	74	전문, 과학및기술서비스업	23.20	62	항공운송업	2.30
	63	여행알선, 광고및운송관련서비스업	22.25	50	자동차판매및차량연료소매업	1.59
2000	87	영화, 방송및공연산업	32.86	35	기타운송장비제조업	5.46
	22	출판, 인쇄및기록매체복제업	31.16	61	수상운송업	5.39
	30	컴퓨터및사무용기기제조업	25.54	64	통신업	4.30
	74	전문, 과학및기술서비스업	23.27	52	소매업; 자동차제의	2.92
	36	가구및기타제품제조업	19.60	62	항공운송업	2.77
2001	75	사업지원서비스업	30.53	50	자동차판매및차량연료소매업	4.61
	87	영화, 방송및공연산업	30.20	16	담배제조업	4.33
	28	조립금속제품제조업; 기계및가구제의	27.53	35	기타운송장비제조업	4.14
	30	컴퓨터및사무용기기제조업	19.50	64	통신업	4.01
	10	석탄, 원유및우라늄광업	19.33	52	소매업; 자동차제의	2.96
2002	87	영화, 방송및공연산업	38.40	27	제1차금속산업	6.75
	5	어업	20.99	62	항공운송업	6.41
	22	출판, 인쇄및기록매체복제업	19.76	35	기타운송장비제조업	4.38
	36	가구및기타제품제조업	18.76	64	통신업	3.21
	30	컴퓨터및사무용기기제조업	18.36	16	담배제조업	1.60
2003	72	정보처리및기타컴퓨터운영관련업	58.38	16	담배제조업	3.18
	88	기타오락, 문화및운동관련산업	57.80	11	금속광업	2.34
	36	가구및기타제품제조업	23.99	64	통신업	1.55
	26	비금속광물제품제조업	21.47	10	석탄, 원유및우라늄광업	1.39
	75	사업지원서비스업	20.56	80	교육서비스업	1.27
2004	88	기타오락, 문화및운동관련산업	76.88	64	통신업	5.69
	72	정보처리및기타컴퓨터운영관련업	58.03	62	항공운송업	5.56
	36	가구및기타제품제조업	35.17	50	자동차판매및차량연료소매업	4.28
	74	전문, 과학및기술서비스업	29.37	22	출판, 인쇄및기록매체복제업	2.70
	30	컴퓨터및사무용기기제조업	28.52	20	목재및나무제품제조업; 가구제의	0.43
2005	88	기타오락, 문화및운동관련산업	73.92	27	제1차금속산업	5.49
	72	정보처리및기타컴퓨터운영관련업	49.15	62	항공운송업	4.60
	30	컴퓨터및사무용기기제조업	36.71	20	목재및나무제품제조업; 가구제의	2.64
	10	석탄, 원유및우라늄광업	30.37	50	자동차판매및차량연료소매업	2.59
	75	사업지원서비스업	29.89	22	출판, 인쇄및기록매체복제업	0.91

주: 한국표준산업분류의 2자리 중분류 기준에 따라 산업을 구분한 후, 각 연도별로 각 산업에 속하는 기업의 현금성 자산 보유 성향 II를 평균하였다.

3. 기업 현금보유와 기업 성과간 관계

기업 현금보유가 기업 성과에 미치는 영향에 대한 기존 연구는 Mikkelsen and Partch(2003) 및 Sibilkov(2005)가 있다. 이에 대한 연구는 현금보유의 요인에 대한 연구에 비해 드문 편이다. Mikkelsen and Partch(2003)는 미국의 경우 지속적으로 높은 수준의 현금보유성향을 보인 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 영업이익(operating income) 상의 성과가 더욱 높다고 보고하고 있다.

Sibilkov(2005)는 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업을 구분했을 때, 기업의 현금보유는 토빈 Q(Tobin's Q)로 측정된 기업 가치에 전반적으로 긍정적 영향을 미치며, 자금조달비제약 기업보다 자금조달 제약 기업에 더욱 긍정적 영향을 미친다고 분석하고 있다. Sibilkov(2005)의 연구는 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업간 현금-현금흐름 민감도를 비교 분석한 Almeida et al.(2004)의 연구와 연관지어 설명될 수 있다.

Almeida et al.(2004)은 자금조달제약 여부가 기업의 행태, 특히 기업 재무관리 정책에 영향을 미친다고 하였다. 그 중에서도 기업의 유동성 관리 정책에 큰 영향을 미친다. 자금조달제약 기업은 현금 관리가 기업 정책에서 중요한 문제이지만, 자금조달비제약 기업은 외부자금조달이 용이하기 때문에 현금 관리가 굳이 필요하지 않기 때문이다. 이에 Almeida et al.(2004)은 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업간에 현금보유가 현금흐름에 반응하는 정도인 현금-현금흐름 민감도가 체계적으로 차이가 난다는 것을 이론적·실증적으로 규명하였다.¹⁸⁾

18) Almeida et al.(2004)은 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업 각각에 대해서 아래의 회귀분석을 행하여, 자금조달제약 기업의 경우 계수 β 가 유의한 양(+)의 값으로 나온 반면, 자금조달비제약 기업의 경우 유의하지 않게 나왔다고 보고하고 있다. 아래에서 종속변수인 Δ cash holding은 총 자산 대비 현금성 자산의 연간 증분을 나타내고, 설명변수인 cash flow는

기업의 자금조달제약에 따라 현금보유가 기업 성과에 미치는 영향이 상이할 수 있다는 생각은 자금조달제약 여부에 따라 기업의 투자-현금흐름 민감도가 다르다는 연구들과 근본적으로 상통한다. (Fazzari et al.(1988), Hubbard(1998), Stein(2003))

본 연구에서는 앞서 논의한 기업 현금보유에 영향을 주는 요인들의 대리변수를 설명변수로 하여 과도하지 않은 기업 현금보유 수준을 결정하는 패널모형을 추정한다. 과도한 현금보유는 과도하지 않은 현금을 초과하는 현금보유로서 이는 상기 패널모형 추정식의 잔차로 설정된다. 이렇게 계산되는 과도한 현금보유가 토빈 Q로 측정된 기업 가치에 미치는 영향을 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업을 구분하여 분석한다.

총자산 대비 현금흐름, Tobin's Q는 토빈 Q, size는 총자산을 나타낸다.
$$\Delta(\text{cash holding})_{it} = \alpha + \beta(\text{cash flow})_{it} + \gamma(\text{Tobin's Q})_{it} + \delta(\text{size})_{it} + \epsilon_{it}$$

III. 기업 현금보유에 관한 실증분석

1. 자료 및 방법론

2. 실증분석 결과

III. 기업 현금보유에 관한 실증분석

1. 자료 및 방법론

본 연구에서는 금융업을 제외한 유가증권시장 상장기업이 분석 대상이 된다. 구체적으로 표본기간은 외환위기 이후 기간인 1999~2005년의 7개년이며, 주로 각 기업의 회계정보를 이용하기 때문에 연도별 자료를 이용한다. 기업회계정보는 상장사협의회 TS2000에서 추출하였으며, 주가자료와 거시경제 변수의 자료는 각각 한국증권연구원 데이터베이스 및 한국은행 경제통계시스템으로부터 추출하였다.¹⁹⁾ 분석대상이 되는 표본기업은 유가증권시장 상장사 중 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인이다. 이 때 표본기간 중 유가증권시장에 신규 상장되거나, 상장 폐지된 기업도 모두 포함하였다. 이 중에서 분석에 사용되는 변수들을 계산하는데 필요한 자료가 없거나, 자본잠식이 발생한 기업, 자료의 신빙성이 명백히 의심되는 경우 그 기업의 당해 연도 관측치를 제외하였다. 이리하여 표본크기 3,468의 불균형 패널자료(unbalanced panel data)를 구성하였다. 표본은 1999년 454개 기업, 2000년 457개 기업, 2001년 473개 기업, 2002년 502개 기업, 2003년 520개 기업, 2004년 525개 기업, 2005년 537개 기업으로 구성되어 있다.

이와 같이 구성한 패널자료를 이용하여 본 연구에서는 크게 두 가지 방정식을 추정하고 그 결과를 제시한다. 첫 번째는 현금방정식(cash equation)으로, 그 추정 결과를 통해 기업의 현금성 자산 보유에 영향을 미치는 다양한 요인들을 파악한다. 이 때 종속변수는 기존의 많은 문헌에서 사용된 순자산 대비 현금성 자산의 비율인 현금성 자산 보유 성향

19) 상장사협의회 TS2000 홈페이지: <http://klcaline.klca.or.kr>,
한국은행 경제통계시스템 홈페이지: <http://ecos.bok.or.kr>

이다.²⁰⁾ 여기서 순자산이란 앞서 언급했듯이 총자산에서 현금성 자산을 차감한 것이다. 순자산 대비 현금성 자산 비율은 현금성 자산을 어떻게 볼 것이냐에 따라 여러 방법으로 계산될 수 있다. 본 연구에서는 제Ⅱ장 설명한 바와 같이 단기금융상품의 현금성 자산에의 포함 여부에 따라 현금성 자산 보유 성향 I과 현금성 자산 보유 성향 Ⅱ로 나누고, 이를 각각 분석한다. 현금성 자산 보유 성향에 영향을 미치는 요인을 분석하기 위해 앞서 언급한 기업 특성상 요인과 거시경제 요인에 대한 대리변수들이 설명변수로 고려된다. 추정된 현금방정식에서의 적합치(fitted value)를 각 설명변수 수준에서 필요로 하는 현금성 자산 보유 성향으로 파악하면, 그 잔차는 과도한 또는 예측되지 않은(unpredicted) 현금성 자산 보유 성향을 의미한다. 이는 현금방정식에서 함의하는 현금성 자산 보유 성향을 이탈한 부분이라 할 수 있다.

두 번째는 기업 가치 방정식(firm value equation)으로 이를 추정하여, 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는가를 검증한다. 앞서 추정된 현금방정식의 잔차로 계산되는 과도 현금성 자산 보유 성향은 자금조달제약이 없는 기업과 자금조달제약이 있는 기업의 가치에 각각 다른 효과를 보일 것으로 예상된다. 따라서 자금조달제약/비제약을 구분하는 기준을 적용하여 표본을 자금조달제약 표본과 자금조달비제약 표본으로 나누어 각 부분 표본(subsample)에 대해서 기업 가치 방정식을 추정하여, 과도 현금성 자산 보유 성향이 기업 가치에 미치는 효과를 분석한다.

본 연구에서는 현금방정식 및 기업 가치 방정식 모두 패널자료모형의 형태로 설정한다. 통상적으로 흔히 이용되는 패널자료모형으로 일원

20) Kim et al.(1998), Opler et al.(1999), Mikkelson and Partch(2003), Dittmar et al.(2003), Ferreira and Vilela(2004), Ozkan and Ozkan(2004), Teruel and Solano(2004), Sibilkov(2005) 등 기업 현금보유에 관한 거의 대부분의 문헌에서 주요 분석 대상 변수는 순자산 대비 현금성 자산 비율이다.

오차성분패널모형(one-way error component panel model)과 이원오차 성분패널모형(two-way error component panel model)이 있다. 두 모형 모두 패널자료를 통합(pooling)하여 분석하는데 필요한 기법인데, 특히 이원오차성분패널모형은 개별기업 고유 효과(individual specific effect) 뿐만 아니라 시간 고유 효과(time specific effect)까지 명시적으로 고려할 수 있다는 장점이 있다. 따라서 본 연구에서는 이원오차성분패널모형을 사용하고, 이는 다음의 식 (1)과 같이 표현된다.

$$y_{it} = x_{it}'\beta + u_{it}, u_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

식 (1)에서 y_{it} 와 x_{it} 는 각각 종속변수 및 설명변수를 나타내며, β 는 계수를 나타낸다.²¹⁾ u_{it} 는 오차항이다. 식 (1)에서 보듯 오차항 u_{it} 는 개별 기업 특수 효과 α_i , 연도 특수 효과 λ_t 및 나머지 오차항 ϵ_{it} 로 분해된다. 이 모형이 오차항을 개별단위 특수 효과인 기업 특수 효과 및 시간 특수 효과인 연도 특수 효과까지 명시적으로 감안하고 있으므로 식 (1)을 이원오차성분패널모형이라고 부른다.²²⁾ 본 연구에서 기업들의 현금성 자산 보유 성향을 분석할 때, 연도별로 관측되지 않은 거시경제적 환경 차이를 통제할 필요성이 있다고 판단되어 이러한 이원오차 성분패널모형을 채택한 것이다.

패널자료모형의 추정에 있어 자주 논쟁을 불러일으키는 문제가 있다.

21) x_{it} 에는 년도에 따라 변하지 않고 개별 단위마다 변하는 설명변수 z_i 및 개별 단위에 따라 변하지 않고 년도마다 변하는 설명변수 w_t 가 모두 포함될 수 있다.

22) 일원오차성분모형에서는 오차항 u_{it} 가 개별 단위 특수 효과 α_i 및 나머지 오차항 ϵ_{it} 로 분해된다. 즉, $u_{it} = \alpha_i + \epsilon_{it}$.

그것은 주어진 패널자료를 고정효과모형(fixed-effects model)으로 설정할 것이냐, 확률효과모형(random-effects model)으로 설정할 것이냐 하는 것이다. 모형의 선택에 따라 해당 모형의 추정 방법이 달라지고, 그 추정 결과도 달라진다. 사실 이는 쉽게 결정될 수 있는 사안은 아니지만 통상 주어진 표본이 하나의 큰 모집단으로부터 추출되었다고 가정하고 모집단에 대한 추론을 행할 때는 확률효과모형을 사용한다. 반면 주어진 표본 내에서 그 자체에 대한 조건부적 추론을 행할 때는 고정효과모형을 사용한다.

고정효과모형은 내생변수 문제에 강건한(robust) 계수 추정치를 제공하는 장점이 있는 반면, 모든 설명변수가 외생적인 경우 확률효과모형에 비해 비효율적이다.²³⁾ 또한 개별단위에 따라서는 변하고 시간에 따라서는 변화하지 않는 설명변수 z_i 의 계수 및 개별단위마다 변하지는 않지만 시간에 따라 변화하는 설명변수 w_i 의 계수를 식별할 수 없다는 큰 단점이 있다. 이와 달리 확률효과모형은 내생적 설명변수가 존재할 경우 편의가 발생하는 취약한 문제가 있지만, 모든 설명변수가 외생적인 경우 자유도 상실을 막아 고정효과모형에 비해 효율적인 계수 추정치를 제공한다. 또한 확률효과모형에서는 설명변수 z_i 및 w_i 의 계수를 모두 추정할 수 있다는 장점이 있다. Hausman(1978)은 일원오차성분모형에 대해 고정효과모형/확률효과모형 선택을 위한 검정방법을 제시한 바 있다. 이 원오차성분모형에서도 Hausman(1978)이 제시한 검정방법을 확장하여 적용할 수 있다. 하지만 이러한 Hausman 검정이 고정효과모형/확률효과모형 선택에 대한 전적인 판단 기준이 될 수는 없다.

본 연구에서는 이원오차성분모형의 확률효과모형 형태인 이원확률효

23) 통계적 효율성은 통계량의 표준오차 크기에 의해 결정되는 바, 모든 설명변수가 외생적일 경우 고정효과모형 추정량 표준오차가 확률효과모형 추정량 표준오차보다 더 크다. 이 경우 확률효과모형 추정량이 BLUE(best linear unbiased estimator)이다.

과오차성분모형(two-way random effects error component model)을 사용한다. 일원오차성분모형이 아닌 이원오차성분모형을 이용하는 이유는 앞서 설명했듯이 연도별 경제 환경 차이를 명시적으로 통제하기 위함이다. 또한 확률효과모형을 이용하는 이유는 본 연구에서 고려하는 주요 관심대상 설명변수 중에 시간에 따라 변화하지 않는 z_i 및 개별 단위에 따라 변화하지 않는 w_t 가 있기 때문이다. 앞서 언급했듯이 고정효과모형 사용 시 이러한 변수들의 계수를 추정할 수 없기 때문에 비록 내생성 문제에 취약하다는 단점이 있지만 확률효과모형을 사용하기로 한다. 이원확률효과과오차성분모형은 아래 식 (2)와 같이 표현되며 정규분포 가정 하에 최우법(maximum likelihood estimation)을 통해 추정할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 y_{it} &= x_{it}'\beta + u_{it}, u_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \epsilon_{it}, \\
 \alpha_i &\sim \text{i.i.d. } (0, \sigma_\alpha^2), \lambda_t \sim \text{i.i.d. } (0, \sigma_\lambda^2), \epsilon_{it} \sim (0, \sigma_\epsilon^2), \\
 E(x_{it}\alpha_i) &= E(x_{it}\lambda_t) = E(x_{it}\epsilon_{it}) = 0
 \end{aligned} \tag{2}$$

2. 실증분석 결과

가. 현금방정식 추정 결과

본 연구의 현금방정식에서 종속변수는 현금성 자산 보유 성향으로 현금성 자산 보유 성향 I 및 현금성 자산 보유 성향 II에 대해서 각각 분석한다. 이 때 설명변수는 제II장에서 논의되었던 기업 현금보유 요인들에 대한 대리변수들이며, 기업 현금보유 요인에 관련된 이론 및 기존의 실증분석 문헌들을 바탕으로 선정되었다. 각 설명변수에 관한 구체적

인 내용은 다음의 <표 III-1>에 요약되어 있다. 이 표에서 토빈 Q에서부터 주주수까지의 변수들은 기업특성을 나타내는 것으로서 이 중 영업상 불확실성을 측정하는 영업활동 현금흐름 불확실성은 기업별로는 변하나 연도별로는 변하지 않는 변수이다. 이는 영업활동 현금흐름 불확실성을 연도별 영업활동 현금흐름의 표준편차로 측정했기 때문이다. 사용된 산업더미는 표준산업분류 5자리 세세분류를 기준으로 각 산업을 구분하기 위해 사용되었으며, 이들 각각에 대한 더미변수를 패널 현금방정식에 포함하여 산업효과를 통제하였다. 이상에서 포착되지 못하는 기업별 효과는 식 (2)의 α_i 에 의해 통제된다. 이자율과 어음교환규모는 거시경제 환경적 요인으로 고려된 변수들로서, 기업별로는 일정하고 연도별로는 변한다. 이들 외에 관측되지 못한 연도별 효과는 식 (2)의 λ_t 에 의해 통제된다. 이상의 각 설명변수들의 계수에 대해 이론적으로 예측되는 부호는 앞서 제시한 <표 II-1>에 설명되어 있다.

이원확률효과오차성분모형 추정 결과는 다음의 <표 III-2>에 수록하였다.²⁴⁾ 산업효과를 통제하기 위한 산업더미 변수가 설명변수에 들어가 있지만 그 계수 추정치는 <표 III-2>에 표시하지 않았다. 토빈 Q, 순운전자본, 영업활동 현금흐름, 영업활동 현금흐름 불확실성, 레버리지 변수들의 부호 및 유의성은 기존의 Opler et al.(1999), Ferreira and Vilela (2004)의 US 및 EMU(European Monetary Union) 기업의 현금보유성향에 대한 이론적 분석 및 기존 실증연구들의 결과와 일치한다. (Ozkan and Ozkan(2004), Kim et al.(1998), Dittmar et al.(2003)). 다만, 외국의 연구 결과들과는 달리 본 연구에서는 기업규모 변수가 유의하지 않은 것으로 나타났다.

24) 만일 이원고정효과오차성분모형 설정 하에 분석했다면, 영업활동 현금흐름 불확실성, 이자율, 어음교환규모의 계수는 식별되지 않는다.

<표 III-1> 패널 현금방정식에서 고려되는 설명변수

모형	변수명	계산 방법
모형 I (종속변수: 현금성 자산보유 성향 I)	토빈 Q	(연도 말 보통주 및 우선주 시가총액+부채 장부가)/(총자산 장부가)
	순운전자본 I	(유동자산-유동부채-현금 및 현금등가물)/(순자산 I)
	자본지출 I	(연간 고정자산 증가분)/(순자산 I)
	영업활동 현금흐름 I	(영업활동으로 인한 현금흐름)/(순자산 I)
	영업활동 현금흐름 I 불확실성	(영업활동으로 인한 현금흐름)/(순자산 I)의 표본기간내 표준편차
	R&D	(연구비+경상개발비)/매출액
	레버리지	총부채/총자산
	재고자산 I	재고자산/(순자산 I)
	배당 더미	해당 연도에 배당을 했으면 1, 그렇지 않으면 0
	기업고유위험	월간 실질 수익률을 월간 실질 시장수익률에 회귀분석한 후 잔차의 표준편차
	기업규모	ln(총자산/PPI)
	대규모기업집단 더미	공정거래위원회 지정 상호출자제한기업집단 소속기업이면 1, 그렇지 않으면 0
	주주수	주주수
	이자율	해당 연도 월별 실질 이자율의 평균
어음교환규모	해당 연도 (어음교환금액)/PPI	
산업 더미	각 95개 산업별 더미	
모형 II (종속변수: 현금성 자산보유 성향 II)	토빈 Q	(연도 말 보통주 및 우선주 시가총액+부채 장부가)/(총자산 장부가)
	순운전자본 II	(유동자산-유동부채-현금 및 현금등가물)/(순자산 II)
	자본지출 II	(연간 고정자산 증가분)/(순자산 II)
	영업활동 현금흐름 II	(영업활동으로 인한 현금흐름)/(순자산 II)
	영업활동 현금흐름 II 불확실성	(영업활동으로 인한 현금흐름)/(순자산 II)의 표본기간내표준편차
	R&D	(연구비+경상개발비)/매출액
	레버리지	총부채/총자산
	재고자산 II	재고자산/(순자산 II)
	배당 더미	해당 연도에 배당을 했으면 1, 그렇지 않으면 0
	기업고유위험	월간 실질 수익률을 월간 실질 시장수익률에 회귀분석한 후 잔차의 표준편차
	기업규모	ln(총자산/PPI)
	대규모기업집단 더미	공정거래위원회 지정 상호출자제한기업집단 소속기업이면 1, 그렇지 않으면 0
	주주수	주주수
	이자율	해당 연도 월별 실질 이자율의 평균
어음교환규모	해당 연도 (어음교환금액)/PPI	
산업 더미	각 95개 산업별 더미	

주: 순자산 I 은 (총자산-현금 및 현금등가물), 순자산 II는 (총자산-현금 및 현금 등가물-단기금융상품)을 의미한다.

<표 III-2> 패널 현금방정식 추정 결과

설명변수	모형 I	모형 II
토빈 Q	*** 1.9583 (6.55)	*** 3.2058 (5.85)
순운전자본	*** -7.4583 (-7.74)	*** -20.7576 (-11.21)
자본지출	*** -5.7170 (-9.33)	*** -10.1791 (-9.70)
영업현금흐름	*** 8.1794 (7.95)	*** 15.4305 (8.99)
영업현금흐름 불확실성	** 2.8771 (2.49)	*** 5.4415 (2.75)
R&D	-16.8986 (-1.48)	0.2026 (0.01)
레버리지	*** -11.7375 (-10.43)	*** -28.3792 (-13.45)
배당더미	-0.2000 (-0.54)	-0.4972 (-0.72)
기업고유위험	*** 5.1511 (3.08)	*** 8.8733 (2.93)
재고자산	** 4.2849 (1.99)	*** 10.8398 (2.67)
기업규모	-0.0324 (-0.15)	0.6091 (1.41)
대규모기업집단더미	*** -1.6020 (-3.23)	*** -4.3875 (-4.61)
주주수	0.0000 (-0.68)	** -0.0001 (-2.53)
이자율	0.0455 (0.90)	-0.0167 (-0.19)
어음교환규모	*** -1.4795 (-3.30)	0.8307 (1.03)
산업더미	포함됨	포함됨
Wald 검정통계량 [p-값]	481.76 [0.0000]	638.24 [0.0000]
$\hat{\sigma}_\alpha$	4.3488	10.2687
$\hat{\alpha}_\lambda$	0.0001	0.0000
표본크기	3468	3468
로그우도값	-11637.46	-13779.32

- 주: 1) 이원확률효과오차성분모형 설정 하의 추정 결과이다.
 2) 모형 I에서 종속변수는 현금성 자산 보유 성향 I, 모형 II에서 종속변수는 현금성 자산 보유 성향 II이다.
 3) 산업효과를 통제하기 위해 표준산업분류 5자리(5 digit) 세세분류를 기준으로 표본 내 95개 산업에 대한 산업 더미가 설명변수로 포함되었으나, 그 결과는 표에서 생략하였다.
 4) 괄호 안의 수치는 해당 계수 추정치의 t-값이며, *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.
 5) Wald 검정의 귀무가설은 "모든 설명변수의 계수가 0"이란 것이다.

토빈 Q는 양(+)¹의 값으로 양측 1%에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, 투자기회가 높을수록 기업은 현금성 자산을 보유하려는 성향이 높아진다. 이는 비용·편익모형과 자본조달우선순위이론으로 설명할 수 있다. 즉, 가치 있는 투자기회를 포기함으로써 발생할 수 있는 손실로 인해 기업이 현금이 부족할 경우 지불해야 하는 비용이 상대적으로 크고, 투자를 위해 자금을 조달할 때 비용이 드는 외부자금조달을 우선적으로 기피하므로, 높은 투자기회는 더 많은 현금성 자산 보유를 유발하게 된다.

순운전자본은 음(-)의 값으로 양측 1%에서 유의하다. 이는 비용·편익모형에서 예측하는 사실에 부합한다. 즉, 현금 부족 시 유동자산인 순운전자금이 현금을 대체할 수 있기 때문이다. 따라서 순운전자본의 규모가 클수록 기업은 현금성 자산 보유 성향을 줄이고자 할 것이다.

자본지출은 음(-)의 값으로 양측 1%에서 유의하다. 자본지출은 일반적으로 기업의 설비투자 등에 들어가는 비용을 나타내는 변수로 제Ⅱ장에서 설명한 자본조달우선순위이론에 따르면 기업은 설비투자에 현금을 우선적으로 사용하게 되므로 기업이 설비투자를 확대하고자 한다면 이에 따르는 비용인 자본지출이 증가하게 될 것이다.

영업활동 현금흐름은 양(+)¹의 값으로 양측 1%에서 유의하다. 이는 자본조달우선순위이론의 예측과 일관된다. 현금이 기업에 유입되는 경우 기업은 미래의 투자기회를 위한 자금으로 현금을 기업 내부에 유보하고자 하는 경향이 있다.

비용·편익모형에 따르면 현금흐름상 불확실성이 높아지는 경우 기업은 미래의 투자를 위해 사용할 현금이 부족할 가능성을 더 높게 고려하게 되므로 기업은 현금성 자산 보유 성향을 더욱 높이게 될 것으로 예측된다. 이는 실증분석 결과에서도 나타나고 있는데, 영업활동 현금흐름 불확실성은 모형 I에서는 양측 5%, 모형 II에서는 양측 1%에서 양(+)¹의 값으로 유의하다.

레버리지에 대한 실증분석 결과는 레버리지가 높아질수록 기업은 현금성 자산 보유 성향을 낮추는 음(-)의 관계를 보이는 것으로 나타났다. 계수는 양측 1%에서 유의하다. 여기서 레버리지는 부채를 통한 자금조달능력을 설명하기 위한 대리변수로 해석할 수 있다. 즉, 한 기업의 외부자금조달능력이 높을수록 기업이 현금을 보유할 유인은 감소하게 된다. 또한, 레버리지가 기업의 현금성 자산 보유 성향과 음(-)의 관계를 보이는 이러한 결과는 다른 조건이 동일할 때, 부채비율의 감소는 현금의 증가 즉, 내부유보자금의 증가로 이어지고, 반대로 부채비율의 증가는 기업의 현금보유를 감소시키려고 한다는 자본조달우선순위이론을 지지하는 것으로 나타났다.

기업고유위험은 현금성 자산 보유 성향에 양측 1%에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 기업고유위험이 클수록 외부자금조달 시 더 큰 비용을 지불해야 하므로, 현금보유를 선호하게 된다는 비용·편익모형으로 설명할 수 있다.

재고자산도 기업의 현금성 자산 보유 성향에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 모형 I에서는 양측 5%, 모형 II에서는 양측 1%에서 유의하다. 이는 기업의 재고량이 많아질수록 현금전환주기가 길어지므로 결국 기업은 현금을 적게 보유한다는 비용·편익모형으로 설명된다.

대규모기업집단 더미변수도 비용·편익모형에서 예상하는 바대로 음(-)의 값으로 양측 1%에서 유의하게 나타났다. 이는 대규모기업집단의 경우, 기업집단내 내부자금조달시장이 형성되어 있어 대규모기업집단에 속한 기업의 경우 현금 부족 시 다른 계열사로부터 자금 지원이 용이하기 때문에 대규모기업집단에 속한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 현금성 자산을 보유하려는 유인이 더 적다고 할 수 있다.

주주수의 경우, 단기금융상품을 현금성 자산에 포함시킨 현금성 자산 보유 성향 II에 대해서만 음(-)의 값으로서 양측 5% 수준에서 유의한

것으로 나타났다. 이 분석에서 주주수는 소유구조의 분산정도를 나타내는 대리변수로 사용되었다. 즉, 주주수가 많아질수록 기업은 오히려 현금성 자산보유를 줄이려는 경향이 있다는 실증 결과가 나왔다. 일반적으로 주주수가 많다는 것은 소유구조의 분산정도가 크다는 것을 의미하고 제 II장의 잉여현금흐름이론에서 설명한 것처럼 소유구조가 분산되어 있을수록 경영자에 대한 감시 및 통제가 어렵게 되고 경영자 재량은 강화되어 기업의 현금 축적은 증가하는 경향이 존재한다. 따라서 주주수의 경우에는 실증결과가 일반적인 잉여현금흐름이론의 예상과 배치되는 것으로 나타났다.

현금성 자산 보유 성향 I의 경우 어음교환규모가 음(-)의 값으로 양측 1%에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, 기업간 결제수단으로 널리 사용하던 어음교환규모가 감소하게 되면 기업은 결제수단으로 어음 대신 현금을 사용해야 하므로 기업의 현금성 자산 보유는 늘어나게 된다. 또한 이 결과는 <그림 II-2>에서 보듯 외환위기 이후 최근 7년간 어음교환규모가 감소하고 있어 기업이 결제수단으로 어음 대신 현금을 사용하는 즉, 기업 결제관행의 변화가 기업의 현금성 자산 보유 성향에 영향을 주고 있다는 것을 뒷받침해주는 실증분석 결과라고도 할 수 있다.

위에서 논의된 유의한 변수들 외에 R&D, 배당 더미, 기업규모 및 거시경제 변수인 이자율은 유의하지 않은 것으로 나타났다.

이상의 기업 현금성 자산 보유 성향에 영향을 미치는 기업 특성상 요인의 효과에 대한 실증분석 결과를 이론에 따라 정리하면 <표 III-3>과 같다. 이는 제 II장에서 설명되었던 <표 II-1>의 각 이론별 기업 특성상 요인이 기업 현금보유에 미치는 효과를 기준으로 작성한 것이다. 기업특성 변수들이 기업 현금보유에 미치는 영향의 부호와 유의성은 대체적으로 비용·편익모형 또는 자본조달우선순위이론으로 설명된다. 실증분석 결과 유의하지 않은 것으로 나타난 배당, 기업규모 및 연구개발비

용은 표에서 제외하였다.

**<표 III-3> 기업 현금보유에 영향을 미치는 기업 특성상 요인:
실증분석 결과**

기업 현금보유 요인	부호	관련 기업 현금보유 이론
투자기회	+	비용·편익모형, 자본조달우선순위론
대체유동자산	-	비용·편익모형
부채비율	-	비용·편익모형, 잉여현금흐름이론
현금흐름	+	자본조달우선순위론
현금흐름 불확실성	+	비용·편익모형
재고자산	+	비용·편익모형
대규모기업집단 여부	-	비용·편익모형
자본지출	-	자본조달우선순위론
소유구조 분산정도	-	잉여현금흐름이론
기업고유위험	+	비용·편익모형

나. 기업 가치 방정식 추정 결과

기업 가치 방정식을 추정하는 목적은 기업의 과도한 현금성 자산 보유 성향이 기업 가치에 미치는 효과를 살펴보고자 하는 것이다. 특히 Almeida et al.(2004)과 Sibilkov(2005)의 연구에 착안하여 기업의 자금조달계약 여부에 따라 표본을 구분하여 이러한 영향을 분석한다. 따라서 과도한 현금성 자산 보유 성향이 기업의 자금조달계약 여부에 따라 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하기에 앞서, 이러한 자금조달계약 여부가 과연 기업의 현금 관리 정책에 어떤 영향을 미치고 있는지를 확인하고자 한다.

자금조달제약 여부가 기업의 현금 관리 행태에 미치는 영향을 살펴 보기 위해서 현금-현금흐름에 대한 민감도를 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업 각각에 대해서 측정한다. Almeida et al.(2004)은 자금조달제약이 없는 기업은 현금-현금흐름 민감도가 0, 자금조달제약이 있는 기업은 현금-현금흐름 민감도가 양(+)임을 이론적으로 규명하고, 미국 기업의 경우 이러한 이론이 실증적으로 뒷받침됨을 보여주고 있다. Almeida et al.(2004)의 이론적 논의는 다음과 같다: 자금조달제약 기업은 외부자금조달이 상대적으로 용이하지 않고 이에 큰 비용이 소요된다. 따라서 현금 관리 정책이 상대적으로 더욱 중요하게 되고 현금흐름을 현금으로 축적하려는 유인이 매우 크다. 반면 외부자금조달이 용이한 자금조달비제약 기업은 현금흐름을 현금으로 축적해야 할 필요가 적다.

이러한 내용을 확인하기 위해서 본 연구에서도 Almeida et al.(2004)의 방법론에 따라 식 (3)을 통합 OLS(pooling ordinary least squares)로 추정하여 현금-현금흐름 민감도를 실증적으로 계산하였다.²⁵⁾

$$\Delta(\text{cash holding})_{it} = \alpha + \beta_1(\text{cash flow})_{it} + \beta_2(\text{Tobin's Q})_{it} + \beta_3(\text{size})_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

식 (3)에서 β_1 이 현금-현금흐름 민감도를 나타낸다. $\beta_1 > 0$ 이라면 기업이 현금흐름을 현금성 자산 보유로 축적함을 의미한다.²⁶⁾

25) 본 연구에서는 종속변수 $\Delta(\text{cash holding})_{it}$ 는 [(현금성 자산 보유 성향) $_{it}$ - (현금성 자산 보유 성향) $_{i,t-1}]$ 로 계산되었다. $(\text{cash flow})_{it}$ 는 [(영업활동현금흐름 + 투자활동현금흐름 + 재무활동현금흐름) / 총자산]으로, $(\text{Tobin's Q})_{it}$ 는 [(보통주 및 우선주 시가총액 + 부채 장부가) / 총자산]으로, $(\text{size})_{it}$ 는 실질 총자산의 로그값으로 계산되었다.

26) 나머지 설명변수 Tobin's Q 및 size는 통제변수로 들어간 것이다.

만약 자금조달제약이 없는 기업의 현금-현금흐름 민감도가 0이 아니라 양(+)이라면, 자금조달제약이 없는 기업의 현금 관리 정책에 문제가 있을 가능성이 있음을 시사한다. 그러나 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도가 0인지 또는 아닌지에 크게 의미를 부여하는 것 보다는, 자금조달제약 기업의 현금-현금흐름 민감도와 비교해서 상대적 크기에 주목하는 것이 바람직하다. 왜냐하면 현실적으로 거시경제 불안 요인이나 경제발전단계 등을 감안한다면 자금조달비제약 기업일지라도 이 민감도가 0이 되지 않을 가능성이 충분히 있기 때문이다.²⁷⁾ 만약 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도가 자금조달제약 기업의 그것보다 크다고 나타날 경우 자금조달비제약 기업이 자금조달제약 기업보다 현금 축적에 더 집착한다는 의미이므로, 자금조달비제약 기업의 현금 관리 정책은 문제가 있다고 할 수 있을 것이다.

본 연구의 분석대상인 우리나라 상장사들을 다음과 같이 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업으로 구분하고 식 (3)을 추정하였다: 즉, 배당을 지급하지 못했고 시가총액이 작은 기업을 자금조달제약 기업으로, 배당을 지급했고 시가총액이 큰 기업을 자금조달비제약 기업으로 파악하였다. 구체적으로 두 가지 기준을 적용하였다. 첫 번째는 “자금조달 제약/비제약 구분 A”로서 당해 연도 배당금을 지급하지 않았으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 하위 20%에 속하면 자금조달제약 기업으로, 당해 연도 배당금을 지급했으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 상위 20%에 속하면 자금조달비제약 기업으로 구분하는 것이다. 두 번째는 “자금조달 제약/비제약 구분 B”로서 당해 연도 배당금을

27) 본 연구에서처럼 하나의 국가 내에서 기업을 상대적으로 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업으로 구별할 경우 이러한 경우가 나타날 수 있다. 예컨대, 개발도상국의 기업 중 가장 자금조달제약이 작은 기업이 선진국의 자금조달제약 기업 수준의 신용도를 갖는다면, 개발도상국의 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도는 선진국의 자금조달제약 기업처럼 양(+)으로 나타나게 될 것이다.

지급하지 않았으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 하위 30%에 속하면 자금조달제약 기업으로, 당해 연도 배당금을 지급했으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 상위 30%에 속하면 자금조달비제약 기업으로 구분하는 것이다.

사실 자금조달제약이란 정확하고 구체적인 정의가 없는 추상적 개념이기 때문에 이를 구분하는 것이 쉬운 일은 아니다. 이 개념을 촉발시킨 연구는 Fazzari et al.(1988)이다. 이들은 자금조달우선순위이론에 입각하여 현금흐름에 투자가 반응하는 정도인 투자-현금흐름 민감도가 자금조달제약 여부를 측정할 수 있다고 주장하였다. 또한 배당수준이 낮은 기업이 투자-현금흐름 민감도가 높다는 실증적 결과를 제시하였다. 하지만, Kaplan and Zingales(1997) 및 Cleary(1999) 등의 후속 연구는 Fazzari et al.(1988)를 반박하는 결과를 보여주고 있다. 이처럼 자금조달제약 여부에 관한 연구는 투자-현금흐름 민감도와 관련하여 학계에서 연구가 활발히 진행되고 있으며, 아직도 다양한 논쟁을 만들어 내고 있는 상황이다. 본 연구에서는 연구에 활용 가능한 자료 중 시가총액과 배당이 자금조달제약 여부를 가늠할 수 있는 변수로 보았다. 시가총액이 큰 기업은 기업규모가 크고 기업 가치가 시장에서 높이 평가 받기 때문에 자금조달이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 쉬울 것이다.²⁸⁾ 배당을 하지 않는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 자금조달제약에 처해 있을 가능성이 크다. Fazzari et al.(1988)의 연구에서는 배당 수준이, Almeida et al.(2004) 및 Sibilkov(2005)의 연구에서는 배당 수준과 기업규모가 자금조달제약 여부를 판단하는 기준으로 사용되었다. 본 연구에서는 이 두 가지 변수가 모두 자금조달제약을 시사하면 자금조달제약 기업으로, 그 반대이면 자금조달비제약 기업으로 구분한 것이다. 이와 같이 두 가지 기준을 동시에 만족하는지 여부에 따라 구분한 이유는 자금조달제약 기

28) Gertler and Gilchrist(1994)는 소기업이 대기업에 비해 외부자본시장 접근성이 떨어진다고 하였다.

업과 자금조달비제약 기업을 좀 더 확연하게 구분하기 위한 것이다.

<표 III-4>에는 자금조달 제약/비제약 구분 A, B 각각에 따라 자금조달 제약 기업과 자금조달비제약 기업을 구분하고, 각각에 대해서 식 (3)의 추정 결과를 제시하였다. 또한, 종속변수로 현금성 자산 보유 성향 I의 증분을 사용할 경우와 현금성 자산 보유 성향 II의 증분을 사용할 경우 각각에 대해서 그 추정 결과를 제시하였다.

이와 같이 우리나라 기업에 대해 Almeida et al.(2004)의 현금-현금흐름 민감도를 추정한 결과, 자금조달 제약 여부에 상관없이 현금흐름 민감도가 모두 유의한 양(+)의 값으로 나타났으며, 자금조달 제약/비제약 구분 B 하에서 자금조달 제약 기업의 현금성 자산 보유 성향 II으로 측정된 현금-현금흐름 민감도를 제외한 다른 모든 민감도가 양측 1%에서 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 자금조달 제약 기업의 현금-현금흐름 민감도는 양(+)의 유의한 값으로 나타나고, 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도는 0으로 시현된 Almeida et al.(2004)의 미국 기업 분석과는 상이하여, 우리나라 자금조달비제약 기업의 현금 관리 정책에 문제점이 있을 가능성을 시사한다.

<표 III-4> 현금-현금흐름 민감도 분석

Panel A: 현금성 자산보유 성향 I로 측정한 현금-현금흐름 민감도

	자금조달 제약/비제약 구분 A		자금조달 제약/비제약 구분 B	
	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업
cash flow	***111.3421 (43.00)	***98.7859 (42.02)	***110.2736 (44.42)	***102.1369 (14.05)
Tobin's Q	***-0.5537 (-3.22)	-0.5989 (-0.64)	***-0.5810 (-3.57)	1.8975 (0.87)
size	**0.0972 (2.34)	***-0.3230 (-2.63)	**0.1244 (2.56)	-0.0900 (-0.51)
R ²	0.9587	0.9604	0.9481	0.8949

Panel B: 현금성 자산 보유 성향 II로 측정한 현금-현금흐름 민감도

	자금조달 제약/비제약 구분 A		자금조달 제약/비제약 구분 B	
	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업
cash flow	29.9867 (1.26)	***101.1863 (15.83)	***47.3546 (2.87)	***104.1765 (13.76)
Tobin's Q	0.5965 (0.72)	0.2166 (0.11)	1.7911 (1.51)	1.8503 (0.63)
size	-0.1404 (-0.48)	0.4696 (0.80)	-0.0275 (-0.09)	0.5888 (1.17)
R ²	0.0469	0.7154	0.1001	0.6316

- 주: 1) Almeida et al.(2004) 방식에 따라 현금-현금흐름 민감도를 분석한 것으로 식 (3)의 통합 OLS 추정결과이다.
 2) cash flow의 계수가 현금-현금흐름 민감도가 된다.
 3) 표에서 종속변수는 현금성 자산 보유 성향 I의 연도 간 증분이며, Panel B에서 종속변수는 현금성 자산 보유 성향 II의 연도 간 증분이다.
 4) 표에서 Tobin's Q는 [(보통주 및 우선주 시가총액+부채 장부가)/총자산]으로 계산되었다.
 5) 표에서 cash flow는 [(영업활동현금흐름+투자활동현금흐름+재무활동현금흐름)/총자산]으로 계산되었다.
 6) 표에서 size는 실질 총자산에의 자연로그값으로 계산되었다.
 7) 자금조달 제약/비제약 구분 A는 당해 연도 배당금을 지급하지 않았으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 하위 20%에 속하면 자금조달제약 기업으로, 당해 연도 배당금을 지급했으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 상위 20%에 속하면 자금조달비제약 기업으로 구분하는 것이다.

- 8) 자금조달 제약/비제약 구분 B는 당해 연도 배당금을 지급하지 않았으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 하위 30%에 속하면 자금조달제약 기업으로, 당해 연도 배당금을 지급했으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 상위 30%에 속하면 자금조달비제약 기업으로 구분하는 것이다.
- 9) 괄호 안의 수치는 t-값으로 White 공식(White formula)을 바탕으로 계산되었으며, *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

우리나라 자금조달비제약 기업의 현금 축적 행태의 문제점은 자금조달제약 기업의 현금-현금흐름 민감도와 비교함으로써 분명하게 나타난다. 즉 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도는 양(+)일 뿐만 아니라 계수의 크기 면에서도 자금조달제약 기업보다 크게 나타난다. 상대적으로 자금조달제약 기업에 비해 외부자금조달이 용이한 자금조달비제약 기업이 오히려 자금조달제약 기업보다 현금흐름을 현금으로 더 축적한다는 의미이다. 이렇게 자금조달비제약 기업이 비정상적으로 축적하는 현금의 기업 가치에도 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다음으로 기업 가치 방정식 추정을 통해 이러한 자금조달비제약 기업의 과도한 현금성 자산 축적 결과가 어떤 것인지를 살펴본다.

기업 가치 방정식은 과도한 현금성 자산 보유가 토빈 Q로 측정된 기업 가치에 어떤 영향을 미치는지 분석한다. 앞서 언급했듯이 과도한 현금성 자산 보유 성향은 식 (2)를 이용하여 추정된 현금방정식의 잔차이다. 즉, 과도한 현금성 자산 보유 성향은 현금방정식의 각 설명변수 수준에서 필요로 하는 현금성 자산 보유 성향으로부터 이탈한 예측되지 않은 현금성 자산 보유 성향이다. 이는 기호로 \hat{u}_{it} 로 표시할 수 있다.²⁹⁾

기업 가치 방정식 역시 이원확률효과오차성분모형으로 추정하였다. 추정 결과는 다음 <표 III-4>에 제시되어 있으며, 자금조달 제약/비제약 구분 A, B 각각으로 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업으로 구분한 후, 과도 현금성 자산 보유 성향 I 과 과도 현금성 자산 보유 성향

29) $\hat{u}_{it} = y_{it} - x_{it}'\beta$ 이다.

II 각각이 토빈 Q에 어떤 영향을 미치는가를 분석하였다.³⁰⁾ 이 때 부채 비율, 기업규모, 기업업력 및 산업효과를 통제하였다. 결과를 보면, 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업 간에 과도 현금성 자산 보유 성향이 토빈 Q에 미치는 영향에서 상당히 큰 차이가 있음을 알 수 있다. 즉, 자금조달제약 기업의 경우 과도 현금성 자산 보유 성향의 계수가 유의하지 않지만, 자금조달비제약 기업의 경우 과도 현금성 자산 보유 성향의 계수가 모두 음(-)이며, 자금조달 제약/비제약 구분 B 하에서 과도 현금성 자산 보유 성향 II의 한 경우만을 제외하고 모두 양측 1%에서 유의하다. 이는 자금조달제약 기업은 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 별다른 영향을 미치지 않지만, 자금조달비제약 기업은 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 부정적 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 결국 앞서 현금-현금흐름 민감도 분석과 연관지어 설명하면, 우리나라의 자금조달비제약 기업이 비정상적으로 현금흐름을 현금으로 축적하고 있고, 이는 기업 가치에 부정적 영향을 미치게 되는 것이다.

이로부터 잉여현금흐름의 대리인 비용(agency cost of free cash flow)이 자금조달제약 기업보다 자금조달비제약 기업에 있어 더욱 심각할 수 있음을 알 수 있다. 자금조달비제약 기업은 점차적으로 투자기회가 고갈되어 가는 성숙산업일 가능성이 크고, 자금조달제약 기업은 투자기회가 상대적으로 큰 성장산업일 가능성이 크다. 이러한 자금조달제약 기업은 본 연구의 정의상 배당을 전혀 하지 않았는데, 이는 향후 투자기회를 대비하여 현금을 축적하기 위한 방편이라 판단된다.

30) 앞서 현금방정식에서 토빈 Q는 설명변수로 사용되었다. 반면, 기업 가치 방정식에서는 토빈 Q가 종속변수로 사용된다. 하지만 이 두 방정식은 서로 하나의 연립체계를 구성하는 연립방정식이 아니다. 현금방정식은 본 연구를 위해 확보한 전체 표본을 이용하여 추정된 것이고, 기업 가치 방정식은 전체 표본 중 자금조달제약 표본 및 자금조달비제약 표본 각각의 부분표본을 이용하여 추정되었다. 따라서 추론하고자하는 모집단이 다르므로 이 두 가지 방정식을 별개로 보는 것이 타당하다.

<표 III-5> 과도 현금성 자산 보유 성향과 기업 가치

Panel A: 과도 현금성 자산 보유 성향 I 이 토빈 Q에 미치는 영향

	자금조달 제약/비제약 구분 A		자금조달 제약/비제약 구분 B	
	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업
과도 현금성 자산 보유 성향 I	-0.0007 (-1.14)	***-0.0183 (-4.96)	0.0019 (1.83)	***-0.0106 (-4.12)
레버리지	***0.8888 (22.76)	-0.0181 (-0.10)	***1.0042 (17.19)	-0.0032 (-0.02)
기업규모	***-0.1350 (-13.10)	** -0.0578 (-2.19)	***-0.1910 (-13.29)	-0.0108 (-0.50)
기업업력	-0.0010 (-1.27)	***-0.0048 (-2.66)	-0.0009 (-0.82)	***-0.0057 (-3.55)
산업더미	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨
Wald 검정통계량 [p-값]	999.11 [0.0000]	578.89 [0.0000]	654.92 [0.0000]	503.34 [0.0000]
$\hat{\sigma}_\alpha$	0.0504	0.1664	0.0535	0.2116
$\hat{\sigma}_\lambda$	0.0702	0.1759	0.0958	0.1566
표본크기	430	564	574	840
로그우도값	292.843	-260.45	58.63	-348.59

Panel B: 과도 현금성 자산 보유 성향 II가 토빈 Q에 미치는 영향

	자금조달 제약/비제약 구분 A		자금조달 제약/비제약 구분 B	
	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업	자금조달 제약 기업	자금조달 비제약 기업
과도 현금성 자산 보유 성향 II	-0.0006 (-1.35)	***-0.0073 (-3.70)	0.0003 (0.43)	-0.0011 (-0.86)
레버리지	***0.8924 (22.64)	-0.1415 (-0.79)	***1.0103 (17.13)	-0.0003 (-0.00)
기업규모	***-0.1349 (-13.03)	** -0.0650 (-2.46)	***-0.1917 (-13.19)	-0.0160 (-0.78)
기업업력	-0.0010 (-1.28)	***-0.0049 (-2.71)	-0.0010 (-0.91)	-0.0053 (-3.49)
산업더미	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨
Wald 검정통계량 [p-값]	993.96 [0.0000]	565.52 [0.0000]	641.34 [0.0000]	569.49 [0.0000]
$\hat{\sigma}_\alpha$	0.0516	0.1642	0.0582	0.1872
$\hat{\sigma}_\lambda$	0.0701	0.1791	0.0978	0.1543
표본크기	430	564	574	840
로그우도값	293.07	-265.71	57.11	-344.37

- 주: 1) 분석의 종속변수는 토빈 Q이며, 이는 $[(\text{보통주 및 우선주 시가총액} + \text{총부채의 장부가}) / (\text{총자산의 장부가})]$ 로 계산하였고, 기업 가치를 대리한다.
- 2) 과도 현금성 자산보유 성향 I은 앞서 추정된 현금성 자산 보유 성향 I 방정식에서의 잔차이며, 과도 현금성 자산 보유 성향 II는 현금성 자산 보유 성향 II 방정식에서의 잔차로서 이들은 현금방정식에서 예측되지 않은 현금성 자산 보유 성향이다.
- 3) 자금조달 제약/비제약 구분 A는 당해 연도 배당금을 지급하지 않았으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 하위 20%에 속하면 자금조달제약 기업으로, 당해 연도 배당금을 지급했으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 상위 20%에 속하면 자금조달비제약 기업으로 구분하는 것이다.
- 4) 자금조달 제약/비제약 구분 B는 당해 연도 배당금을 지급하지 않았으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 하위 30%에 속하면 자금조달제약 기업으로, 당해 연도 배당금을 지급했으며 당해 연도 표본기업 시가총액 기준으로 상위 30%에 속하면 자금조달비제약 기업으로 구분하는 것이다.
- 5) 레버리지는 (총부채/총자산)으로 계산하였다.
- 6) 기업규모는 실질 총자산에 로그를 취해 계산하였다.
- 7) 기업업력은 설립일로부터 계산된 기업의 나이이다.
- 8) 산업별 특성을 통제하기 위해 표준산업분류 5자리 세세분류를 기준으로 표본 내 모든 산업에 대한 산업 더미가 설명변수로 포함되었으나, 그 결과는 표에서 생략하였다.
- 9) 괄호 안의 수치는 해당 계수 추정치의 t-값이며, *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

기업 가치 방정식 추정 결과에서 두드러지게 나타나는 또 하나의 사항은 <표 III-5>에서 보듯이 부채비율의 계수는 자금조달비제약 기업에서는 유의하지 않지만, 자금조달제약 기업에서는 양(+)의 값으로 매우 유의하다는 것이다. 즉, 부채는 자금조달제약 기업에게 기업 가치에 긍정적 영향을 미치는 중요한 요인이 되고 있으며, 자금조달제약 기업에게는 기업 가치에 유의하게 기여하지 않는다고 볼 수 있다. 자금조달제약 기업에서 부채는 경영자 재량으로 쓰이는 현금흐름을 감소시킴으로써 잉여현금흐름의 대리인 비용을 감소시켜, 결국 기업 가치에 긍정적 영향을 미친다고 해석할 수 있다(Jensen(1986)). 또한 이에 대해 부채가 비효율적인 투자를 억제하는 측면이 있음을 주장한 Stulz(1990)의 견해도 적용될 수 있다.

IV. 결론 및 시사점

IV. 결론 및 시사점

최근 몇 년간 국내 기업들의 현금성 자산 보유 규모가 지속적으로 증가하고 있다. 이와 같이 지속적으로 증가하고 있는 기업의 현금성 자산에 대하여 기업의 설비투자의 위축 등을 이유로 우려하는 의견이 제시되고 있다. 이에 대해 본 연구는 “국내 기업이 보유하고 있는 과도한 현금성 자산이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는가?”에 답하고자 하였다.

이 질문에 답하기 위해서 본 연구는 크게 두 가지로 나누어서 분석되었다. 첫째, 국내 기업의 과도한 현금성 자산 보유 성향을 측정하였다. 이를 위해 정상적인 영업을 위해 필요하다고 인정되는 기업의 ‘과도하지 않은’ 현금성 자산 보유 성향을 측정하고, 이를 초과하는 현금성 자산 보유 성향 부분을 과도한 현금성 자산 보유 성향으로 해석하였다. 둘째, 앞서 계산되는 과도한 현금성 보유가 기업 가치에 미치는 영향을 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업으로 구별하여 분석하였다.

기업의 정상적이며 과도하지 않다고 판단되는 현금성 자산 보유 성향은 투자기회가 높을수록, 영업현금흐름이 클수록, 영업현금흐름상의 불확실성이 높을수록, 기업고유위험이 높을수록, 그리고 기업이 보유하고 있는 재고자산이 클수록 높아지는 것으로 나타났다. 반면, 기업은 대체유동자산 규모가 낮을수록, 자본지출을 하지 않을수록, 부채비율이 낮을수록, 그리고 소유구조 분산정도가 낮을수록 현금성 자산 보유 성향이 높아지는 것으로 나타났다. 아울러 대규모기업집단 소속 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 현금성 자산 보유 성향이 낮았다. 거시경제 환경도 정상상태의 현금성 자산 보유 행태에 영향을 미쳐, 결제관행에 대한 대리변수인 어음교환규모가 낮을수록 현금성 자산 보유 성향이 높아지는 것으로 나타났다.

기업의 과도한 현금성 자산 보유와 기업 가치간의 분석에서는 자금

조달제약의 여부에 따라 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 미치는 영향이 상이하게 나타났다. 자금조달제약 기업의 경우, 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 부정적인 영향을 준다고 할 수 있는 증거가 발견되지 않았다. 반면, 자금조달비제약 기업에게는 과도한 현금성 자산 보유가 기업 가치에 부정적 영향을 미친다고 판단할 수 있는 실증적 증거를 찾을 수 있었다.

이러한 결과는 자금조달제약 기업과 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도를 추정된 것과 유사한 시사점을 전달한다. Almeida et al.(2004)의 연구에 따르면 자금조달제약 기업은 현금 관리 정책 차원에서 현금흐름을 현금으로 축적할 필요가 있지만, 자금조달비제약 기업은 외부자금조달이 용이하므로 상대적으로 자금조달제약 기업에 비해 그럴 필요가 없다. 하지만 실증분석에서 나타난 우리나라 자금조달비제약 기업의 현금-현금흐름 민감도는 자금조달제약 기업보다 더 크며 매우 유의하다. 즉, 자금조달비제약 기업이 불필요하게 현금흐름을 현금성 자산으로 축적하고 있는 것이다. 결국 이러한 자금조달비제약 기업의 불필요한 현금 축적은 해당 기업 가치에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이상의 분석으로부터 처음에 제기한 문제인 국내 기업이 보유하고 있는 과도한 현금성 자산이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는가에 대해 다음과 같이 답변할 수 있다. “국내 기업의 과도한 현금성 자산의 보유는 자금조달제약이 없는 기업들의 경우 기업 가치에 부정적 영향을 미친다.” 이러한 결과를 Jensen(1986)의 관점에서 보면, 잉여현금흐름의 대리인 비용이 자금조달제약 기업보다는 자금조달비제약 기업에 있어 더욱 심각할 수 있음을 시사한다. 아울러 본 연구의 분석 결과는 주주들의 과도한 배당 요구으로 인해 투자를 위한 재원의 부족해져 결국 기업 성과에 부정적 영향을 미칠 것이라는 주장과 그 반대 주장간 논쟁에 대한 부분적 근거를 제공할 수 있을 것으로 보인다.³¹⁾

그렇다면, 자금조달비제약 기업의 과도한 현금성 자산 보유를 어떻게 바람직한 방향으로 유도할 수 있을까? 이에 대한 직접적인 해답을 본 연구로부터 찾기는 어렵다. 왜냐하면, 이 문제에 대해 답하기 위해서는 과도한 현금성 자산 보유의 원인을 찾아야 하는데, 본 연구의 구조상 과도하지 않은 정상적인 현금성 자산 보유 성향의 요인만을 파악하고 분석했기 때문에 본 연구에서 과도한 현금성 자산 보유의 원인은 여전히 불분명한 상태이다. 즉, 이 연구에서는 많은 변수를 감안하여 과도하지 않은 정상적인 현금성 자산 보유를 측정하고, 이를 토대로 설명되지 않는 부분을 과도한 현금성 자산 보유로 측정하므로, 과도한 현금성 자산 보유에 대한 동기 및 원인은 설명되지 않는 부분에 해당한다.

제한적이거나 적절한 현금성 자산 보유 성향을 의미하는 현금방정식으로부터 몇 가지 일반적인 시사점은 찾을 수 있다.³²⁾ 우선 기업의 설비 투자에 대한 지출이 클수록 적절한 현금성 보유 성향이 낮아지므로 기업의 투자를 촉진하기 위한 정책들을 지속적으로 추진할 필요가 있다.³³⁾ 또한 현금흐름 불확실성 등 기업의 불확실성은 현금성 자산 보유 성향에 양(+)의 영향을 미치므로, 정부의 기업관련 정책이 이러한 불확실성을 증대시키지 않도록 일관성을 유지해야 할 것이다.

본 연구의 분석 결과를 종합해보면, 국내 자금조달비제약 기업의 경

31) 이러한 논쟁에 관해 제 I 장에서 언급한 바 있다.

32) 현금방정식으로부터 기업의 현금성 자산 보유를 낮추도록 하는 시사점을 도출하는 것은 이 연구의 전체적인 논리구조상 문제가 있을 수 있다. 왜냐하면, 이 연구는 과도한 현금성 자산 보유의 문제점을 보이고 있는데, 현금방정식은 과도한 현금이 아닌 적정 현금성 자산 보유의 요인을 나타내고 있기 때문이다. 하지만 과도한 현금성 자산 보유의 요인과 정상적인 현금성 자산 보유의 요인과 공통적인 부분이 있을 거라고 가정하고, 이러한 가정된 공통적 요인을 토대로 시사점을 도출한다.

33) 예컨대, 기업 관련 세율체계의 개선, 조세지원제도의 실효성 제고, R&D 지원체계의 개선, 출자총액제한제도의 완화 등을 고려해 볼 수 있다.

우 잉여현금흐름의 대리인 비용이 심각하게 존재할 가능성이 있다. 대리인 비용에 대한 원론적인 처방은 기업 경영에 대한 기업 내·외부적 견제·감시시스템이 원활히 작동하게 하는 환경을 조성하는 것이다. 예컨대, 기업 내부적으로는 이사회 독립성을 강화하고, 제도적으로는 소수 주주의 권리 보호 강화 및 M&A 시장의 활성화 등을 고려할 수 있다. 또한 기업이 보유하는 과도한 수준의 현금성 자산은 Easterbrook(1984) 및 Jensen(1986)의 주장에 따라 배당이나 자사주 매입등을 통해 주주에게 환원하는 것도 이 문제를 해결하는 본질적인 방안이 될 수 있다.

덧붙여, 기업이 보유한 과도한 현금성 자산을 자본시장으로 유도하여 경제내에서 효율적이고 생산적으로 사용되는 방안도 고려할 수 있다. 전국경제인연합회(2004)에 의하면, 매출액 상위 500대 기업을 대상으로 조사한 결과, 조사에 응답한 업체의 71%가 여유자금이 있다고 하였으며, 82%의 업체가 여유자금 운용상의 최대 애로점으로 금융기관을 통한 운용 수익률 저조를 꼽았다. 또한 17%의 업체가 여유자금을 사모투자전문회사(private equity fund: PEF)에 투자할 의향이 있다고 응답하였다. 그러나 현재 공정거래법상 출자총액제한제도와 간접투자자산운용업법상 계열사확장제한 조항으로 인해 대기업의 PEF 투자는 사실상 원천적으로 봉쇄되어 있다고 해도 과언이 아니다. 대기업이 PEF 투자를 원한다면 이를 원활히 수행할 수 있는 통로는 열어줄 필요가 있다고 판단된다.³⁴⁾

34) 대기업의 PEF 투자에 대해서는 현재 몇 가지 중요한 규제가 존재하고 있다. 대표적으로 은행법상 금산분리 원칙과 공정거래법상 출자총액제한제도 및 간접투자자산운용업법상 계열사 확장 제한 등을 들 수 있다. 이 중 금산분리 원칙은 다른 여러 정책 목표들과의 관련되어 있어 단순히 PEF 차원에서 논의되기는 어렵지만 출자총액제한제도와 계열사 확장 제한은 규제의 정책적 목표가 대규모기업집단내 순환출자를 억제하고, 무분별한 사업확장을 방지하는데 있으므로 이러한 취지를 훼손하지 않는 범위 내에서 대기업 PEF 투자 및 참여에 대한 규제를 완화할 수 있다고 판단된다.

참고문헌

참고문헌

<국내문헌>

- 공재식, 2006, 우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석, 『재무연구』 제19권 제1호, 1-41.
- 김용준, 기업 현금보유 44조 사상 최고, 한국경제, 2004 (9. 22).
- 대한상공회의소, 국내 주요기업의 현금성 자산 변화 추이와 시사점, 보도자료, 2006 (2. 23).
- 박경서, 2005, 외국인 투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향, 2005 CGS 연구지원 세미나 발표 논문.
- 박상수, 2003, 『기업현금관리의 7가지 특징: 기업특성과 현금보유와의 관계 분석』, CEO report, LG경제연구소.
- 박현수, 2004, 『외국인 주식투자가 국내 기업의 성장에 미치는 영향』, Issue Paper, 삼성경제연구소
- 빈기범·조성훈, 2005, 『외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석』, 이슈페이퍼 05-02, 한국증권연구원.
- 설원식·김수정, 2006, 외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향, 『증권학회지』 35집 1호, 1-40.
- 이계화·박현수, 2005, 『기업 현금보유수준의 진단 및 시사점』, Issue Paper, 삼성경제연구소.
- 전국경제인연합회, 기업의 여유자금 및 사모투자펀드 관련 조사, 2004.

한국은행, 2006, 『2005년 기업경영분석』.

<외국문헌>

- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., 2004, The cash flow sensitivity of cash, *Journal of Finance* 59, 1777-1804.
- Baumol, W.J., 1952, The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach, *Quarterly Journal of Economics* 65, 545-556.
- Chudson, W., 1945, The pattern of corporate financial structure, National Bureau of Economic Research, New York.
- Cleary, S., 1999, The relationship between firm investment and financial status, *Journal of Finance* 64, 673-669.
- Dittmar, A., Smith, J.M., Servaes, H., 2003, International corporate governance and corporate cash holdings, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-133.
- Easterbrook, Frank H., 1984, Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review* 74, 650-659.
- Fazzari, S., Hubbard, R., Petersen, B., 1988, Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 141-195.
- Ferreira, M.A., Vilela, A.S., 2004, Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries, *European Financial Management* 10, 295-319.

- Gertler, M., Gilchrist, S., 1994, Monetary policy, business cycles, and behavior of small manufacturing firms, *Quarterly Journal of Economics* 109, 309-34.
- Hausman, J.A., 1978, Specification tests in econometrics, *Econometrica* 46, 1251-1271.
- Hubbard, R., 1998, Capital-market imperfections and investment, *Journal of Economic Literature* 36, 193-225.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976, The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Kaplan, S., Zingales, L., 2000, Investment-cash flow sensitivities are not useful measure of financial constraints, *Quarterly Journal of Economics* 115, 707-712.
- Keynes, J.M., 1936, *Interest and Money*, Harcourt Brace, London.
- Kim, C.S., Mauer D.C., Sherman, A.E., 1998, The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 335-359.
- Meltzer, A.H., 1993, The demand for money: A cross-section study for business firms, *Quarterly Journal of Economics* 77, 405-422.
- Miller, M.H., Orr, D., 1966, A model of the demand for money by firms, *Quarterly Journal of Economics* 80, 413-435.

- Mikkelson, W.H., Partch, M., Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 275-294.
- Mulligan, C.B., 1997, Scale economics, the value of time, and the demand for money: Longitudinal evidence for firms, *Journal of Political Economy* 105, 1061-1079.
- Myers, S.C., 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999, The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics* 52, 3-46.
- Ozkan, A., Ozkan, N., 2004, Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies, *Journal of Banking and Finance* 28, 2103-2134.
- Pinkowitz, L., Williamson, R., 2001, Bank power and cash holdings: Evidence from Japan, *Review of Financial Studies* 14, 1059-1082.
- Rajan, R., Zingales, L., 1995, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Sibilkov, V., 2005, Is cash more valuable for constrained firms, working paper, Purdue University.

Stein, J., 2003, Agency, information and corporate investment, in Corporate Finance: *Handbook of the Economics of Finance*, 111-165, Amsterdam, North-Holland.

Stulz, R.M., 1990, Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.

Teruel, P.J.C., Solano, P.M., 2004, On the determinants of SMEs cash holding: Evidence from Spain, SSRN working paper.

<웹사이트>

상장사협의회 <http://klcaline.klca.or.kr>

한국은행 <http://ecos.bok.or.kr>

대한상공회의소 <http://www.korcham.net>

통계청 <http://www.nso.go.kr>