

세무와회계저널
제15권 제3호 2014년 6월 pp.73~104
한국세무학회

가족기업의 현금보유수준과 기업성과에 관한 연구*

서대석** · 당티응원***

<요 약>

본 연구는 가족기업의 현금보유수준에 대한 연구로 가족기업 여부에 따라 현금보유수준이 차이를 보이고 있는지 그리고 가족기업이 비가족기업에 비해 보유현금을 얼마나 투자하는가와 이에 따른 기업성과를 검증하였다. 구체적으로 2004년부터 2010년까지 KIS-Value의 상장 비금융업 기업을 대상으로 가족기업 여부가 현금보유수준에 어떤 영향을 미치는지를 회귀분석을 통하여 검증하고, 보유 현금을 통해 가족기업이 장기적으로 자신들의 후세와 명예를 지키기 위해 자본적 지출에 대한 투자가 비가족기업에 비해 상대적으로 높은가를 살펴보았으며, 투자지출에 따른 미래 기업성과가 상대적으로 높은지를 실증 분석하였다.

실증분석결과 가족기업이 비가족기업에 비해 낮은 보유현금수준을 보이고 있으며, 동시에 가족기업은 보다 장기적인 기업가치를 높이기 위해 보유현금을 자본적 지출에 투자를 많이 하고 있음을 보여주고 있다. 이와 함께 예측한바와 같이 가족기업이 자본적 지출에 대한 투자 결과 비가족기업에 비해 미래 기업성과가 높아짐을 알 수 있다.

이러한 결과는 기업의 현금보유수준에 영향을 미치는 다양한 요인을 검증한 선행연구를 바탕으로 본 연구는 가족기업과 비가족기업간의 차별적인 현금보유수준을 검증하고 더 나아가 증감된 보유현금수준의 사용용도와 이에 따른 기업성과를 동시에 살펴보고 있는데 연구의 의의가 있을 것으로 생각된다.

<주제어> 가족기업, 현금보유수준, 자본적 지출, 기업성과

* 본 연구는 2013학년도 영남대학교 학술연구조성비에 의하여 이루어진 것임.

** 영남대학교 경영학부 교수, dsseo@ynu.ac.kr, 053-810-2747, 제1저자

*** 영남대학교 상경대학 경영학부 박사과정, bluediamond@ynu.ac.kr, 053-810-2747, 교신저자

논문접수일 2013년 12월 26일

1차수정일 2014년 5월 27일

게재확정일 2014년 6월 9일

I. 서 론

최근 국내 기업들의 현금 보유 규모가 급증하고 있는 추세로 이는 국내 기업들이 외환위기 이후 학습효과의 결과로 해석될 수 있다. 기업들의 현금 보유 증가는 현금흐름 창출능력이 높아지고 외부 환경변화에 대응할 수 있는 경쟁력이 강해졌다는 긍정적인 의미와 함께 국내 기업의 현금보유 증가를 투자 부진의 결과로 해석하면서 미래 성장 잠재력 약화에 대해 우려하는 시각도 존재하는 것이 사실이다(이한득 2006 ; 서대석 외 2012).

기업의 현금보유는 3가지 이론적 관점에서 설명할 수 있다. 첫째 거래비용의 관점에서 기업은 외부자금조달에 따르는 비용이 내부 유보에 따르는 기회비용보다 클수록 현금보유를 선호하게 된다는 것이다. Keynes(1936)의 유동성선호가설에 근거한 비용효익이론에 따르면 기업이 영업활동에서 부족한 자금을 줄이기 위해 외부에서 조달하거나, 보유자산을 유동화하는 과정에서 발생하는 거래비용 등을 줄이기 위해 현금성자산을 보유하고자 한다. 이와 더불어 미래의 불확실성에 대비하기 위해 적절한 현금성자산을 관리하려는 유인을 가진다고 주장한다.

둘째 경영자는 자신의 재량권을 확대하기 위하여 현금을 내부에 유보하려는 동기를 가진다고 보는 관점이다. 즉, 경영자는 모니터링 기능이 잘되어 있지 않은 경우 잉여현금흐름을 내부유보를 통해 축적하게 되며, 이때 유보된 현금을 수익성이 낮은 투자에 활용하는 등 대리인 문제가 발생하게 된다. 대리인이론에서는 소유와 경영이 분리될 경우 경영자는 주주의 이익보다는 자신의 사적이익을 우선시하는 경향이 강하며 경영자는 기업 내 자산에 대한 재량적 권한을 높임으로써 이를 달성하고자 한다고 주장한다. Myers와 Rajan(1998)에 의하면 현금성자산은 경영자가 재량적 권한을 행사하기에 가장 용이한 자산이기 때문에 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 기업의 경영자일수록 우선적으로 현금성자산을 더욱 축적하여 재량적 권한을 확대하려는 유인이 크다고 한다. 따라서 대리인이론에서는 대리인문제가 발생할 가능성이 높을 것으로 예상되는 기업일수록 기업 내 보유현금수준이 상대적으로 높다고 주장하고 있다.

마지막으로 기업들이 투자 시 자금조달 원천으로 내부에 유보된 자금을 우선적으로 사용하게 되기 때문에 현금을 보유하려는 성향이 나타나는 것으로 보는 시각이다. 이러한 자본조달우선순위이론에 따르면 기업의 현금성자산은 경영활동으로 인한 현금유입에서 투자활동 및 부채상환 등을 우선적으로 고려한 후의 결과로, 여타 이론과 달리 기업의 적정 현금보유량은 없으며, 단순한 기업의 현금흐름의 변동, 배당정책, 투자기회에 따라 나타난 결과라는 것이다(Opler et al. 1999 ; 공재식 2006 ; 박순홍 외 2009).

우리나라 가족기업은 대부분의 지분을 소유한 가족기업소유자(Ownership)가 경영권을 행사하고 있어 소유와 경영으로 인한 대리인문제(Agency problem)는 심각하지 않다. 그러나 경영권을 행사하는 대주주(Controlling shareholders)와 소액주주(Uncontrolling shareholders)사이에 심각한 대리인문제가 생기게 된다. 즉, 일반적으로 가족기업은 가족 비즈니스에 대한 상당한 정도의 지

식을 갖고 있으며 다수의 소유지분을 확보하고 있어 그들의 비즈니스에 대하여 상당한 정도의 지식을 갖고 있다. 그러므로 단기적인 이익이 아니라 장기적인 관점에서 투자를 결정하며 고용한 전문경영자에 대하여도 상당한 통제를 수행할 수 있다. 그러므로 소유와 경영이 분리된 비가족기업(Non-family firms)에서 발생할 수 있는 정보불균형으로 인한 대리인문제가 발생할 여지가 없다. 반면에 가족기업은 대주주 지분을 유지하면서 경영을 하고 있기 때문에 대주주의 사적 이익을 추구하기 위하여 다른 소액주주의 이익을 침해할 여지가 있다.

기업의 현금보유에 관련 대리인이론에 기초하여 위의 논리를 종합하여볼 때 가족기업은 직면하게 되는 소유와 경영자간의 대리인문제(Type I)와 대주주와 소액주주간의 대리인문제(Type II)에 따라 가족기업의 현금보유수준이 비가족기업에 비해서 차별적으로 나타날 것으로 판단된다. 또한 가족기업이 가지고 있는 경영환경 속에서 살펴본다면 경영진이 가족구성원들이므로 인하여 사적 단기성과를 높이기 위해 현금 및 현금성자산을 축적하기보다는 장기적 기업 가치를 확장하기 위해 이를 통해 다양한 투자 안에 사용할 가능성이 더 높을 것이다. 이에 따라 가족기업에서 경영자가 오히려 보유한 현금성자산을 이용하여 장기적인 기업 가치를 증대 시키기 위한 자본적 지출에 투자할 동기가 상대적으로 높을 것이다. 즉 가족기업이 비가족기업에 비하여 대리인문제가 존재할 여지가 별로 없음으로 인한 뿐만 아니라 가족기업의 명성과 장기성과를 위하여 현금을 보유할 유인도 낮으며 이로 인하여 줄이게 된 현금보유량을 투자활동에 쓰게 될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 이러한 논리를 토대로 하여 가족기업과 현금보유수준간의 관련성 그리고 이에 따라 증감하게 된 현금보유량은 어디에 사용되는 지를 검증하는 선행연구가 아직 없으므로 이를 조사연구한 점이 본 연구의 공헌점으로 볼 수 있으며 또한 선행연구와 차이점이 있다는 것을 볼 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ절에서는 이론적 배경을 살펴보고 연구가설을 제시한다. 제Ⅲ절에서는 실증분석에 필요한 분석모형을 구체적으로 설명하며 표본을 선정한다. 제Ⅳ절에서는 가설의 실증분석 결과를 제시하고, 마지막으로 제Ⅴ절에서는 본 연구결과와 요약과 결론을 제시한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 연구가설의 설정

1. 기업의 현금보유수준에 영향을 미치는 요인

외환위기 이후 우리나라 기업들은 미래의 불확실성에 대비하기 위해 현금의 보유수준을 늘려오면서 기업의 현금성자산의 보유수준에 관한 많은 연구가 이루어지고 있다(고윤성 외 2007; 김성표 2007; 빈기범 외 2006; 최수미 외 2008)¹⁾. 기업의 현금보유수준은 여러 가지요인으로 정

1) 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인들의 현금성 자산 규모가 67조원에 달하며 이중 현대자동차주식

해지는데 주요 요인으로는 기업지배구조, 대리인문제, 그리고 기업으로부터 공시된 회계정보 혹은 회계이익의 질 등을 들 수 있다.

현금보유와 관련된 외국 연구를 살펴보면 Dittmar 외(2003)는 대리인문제가 기업의 현금보유 수준을 결정하는 가장 중요한 요인이라고 주장한다. 이들은 전 세계 45개국 11,000개 이상의 기업자료를 분석하였으며 주주권리에 대한 보호가 낮아 대리인 문제가 심각할 것으로 예상되는 국가의 경우 기업들의 현금보유수준이 매우 높게 나타났다는 증거를 제시하였다. Pinkowitz와 Williamson(2006)은 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮은 국가일수록 기업의 총자산에서 현금성 자산이 차지하는 비율은 오히려 더욱 낮다는 실증적 결과를 보여주었다. Myers와 Rajan(1998)은 기업 내 자산들 중에서 경영자가 자신의 재량적 권한을 가장 쉽게 행사할 수 있는 것은 현금성 자산이기 때문에 소유와 경영이 분리되어 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업일수록 해당 기업의 경영자는 현금성 자산의 축적을 통해 재량권을 더욱 확보하려는 유인이 강할 것이다.

역으로 해당 기업이 경영자의 의사결정을 잘 감시할 수 있는 투명한 지배구조를 가질 경우 대리인 문제 발생가능성이 상대적으로 낮아지게 되므로 지배구조가 좋지 않은 기업에 비해 경영자가 현금성 자산을 기업 내에 보유함으로써 자신의 재량권을 넓히려는 정도가 낮아질 것이라고 주장하였다. 이와 달리 Ozkan과 Ozkan(2004)은 영국기업들은 대상으로 현금보유의 결정요인들을 분석하였다. 현금보유수준은 경영자소유구조와 비선형관계가 있음을 밝혀냈다. 즉, 경영자 소유지분이 24%까지는 경영자 소유지분 증가에 따라 현금보유수준이 하락하지만, 그 이후 64%까지는 대리인 문제로 인하여 경영자 소유지분 증가에 따라 현금보유수준도 증가하는 것으로 나타났다

현금보유와 관련된 국내연구로 고윤성 외(2007)는 기업의 투명성을 소유구조 투명성, 사업현황 투명성, 이사회 투명성, 회계투명성과 4가지 투명성의 총 평균 투명성 지수를 사용하여 현금보유 수준간의 관계를 검증한 결과, 사업현황, 이사회, 그리고 총 평균 투명성 지수가 기업의 현금보유와 음(-)의 관련성을 가지는 것을 발견하였다. 이는 기업의 사업 및 산업의 현황이 기업의 현금보유수준에 중대한 영향을 미치며, 경영자를 감시·감독하는 이사회의 기능이 경영자의 현금보유 의사결정에 영향을 미치는 것을 나타낸다. 즉, 기업의 투명성이 개선될수록 대리인 문제가 감소되며, 경영자의 사적이익을 추구하기 위해 과도한 현금보유가 억제되기 때문이며, 투명성이 개선됨에 따라 정보 불균형이 완화되어 자금조달비용을 감소하여 기업이 상대적으로 저

회사의 비중이 약 13%로 가장 높은 것으로 나타났다. 7일 한국거래소와 한국상장회사협의회가 발표한 2010년 현금성 자산 현황을 보면 유가증권시장의 653개 12월 결산법인 중 561개 기업의 현금성 자산 총액이 작년 말 기준 67조 6천556억원으로 전년 말보다 9천907억원(1.49%) 증가했다. 현금성 자산은 대차대조표상의 현금, 당좌예금이나 보통예금처럼 현금으로 전환이 쉬운 금융상품, 만기 1년 이내인 단기 금융상품을 뜻한다. 현금성 자산을 가장 많이 보유한 상장사는 현대차로 그 규모가 8조 6천907억원에 달했다. 이어 POSCO(3조 491억원), SK이노베이션(2조 2천827억원), 기아차(2조 2천555억원), 하이닉스 반도체(1조8천44억원)등 순으로 규모가 컸다. -후략- <중앙일보, 2011년 4월 7일>

렴한 비용을 지불하고 자금을 조달받을 수 있기 때문에 예비적 동기를 위한 과도한 현금보유가 불필요하기 때문이다.

박순홍과 연감흠(2009)은 대리인이론에 근거하여 현금흐름의 증가가 기업가치를 유의적으로 증가시키는 것을 발견하였다. 선행연구들이 주로, 경영자나 외국인 지분율 등 소유구조 자료를 사용한 것과 달리 기업지배구조점수를 활용하여 보유현금의 가치가 대리인 비용 발생가능성에 따라 차이가 있는지 살펴보았다. 기업지배구조점수가 우수하여 향후 대리인문제가 발생할 가능성이 낮은 기업군이 그렇지 않은 기업군보다 보유현금이 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타나 대리인이론의 주장을 지지하는 결과를 확인하였다. 이는 기업이 미래 불확실성 등으로 보유현금을 증가시켜도, 기업지배구조가 좋은 경우 이를 경영자가 사적이익을 추구하기 보다는 주주가치를 증가시키는 의사결정을 하도록 효율적인 감시를 할 수 있기 때문에 시장에서 긍정적으로 받아들이는 것을 나타낸다.

이러한 연구들을 종합해 볼 때, 기업의 현금보유수준이 다양한 유인에 의해 영향을 받고 있다는 사실을 알 수 있다.

2. 가족기업과 현금보유수준 간의 관련성

가족기업은 비가족기업과 달리 가족구성원이 직·간접적으로 경영의 참여를 통해 경영자를 감시할 수 있다. 따라서 비가족기업에서 나타나는 대리인문제가 발생될 여지는 별로 없다. 반면에 가족기업은 대주주의 지분을 유지하면서 경영을 하고 있기 때문에 대주주의 사적이익을 추구하기 위하여 다른 소액주주의 이익을 침해할 여지가 많다. 결국 이는 경영자와 가족구성원 간의 대리인문제, 경영자(가족기업의 경우)와 소액주주와의 대리인문제의 크기 차이에 따라 결정될 것이다.

Ali et al.(2007)에서는 가족기업이 비가족기업에 비해 경영자의 기회주의적인 행동이 줄어드는 원인은 가족기업이 가족에 의한 직접적인 모니터링(*monitoring*)과 기업에 관한 더 많은 지식을 가지고 있는 것이라고 하였다. 이러한 모니터링 효과로 경영자의 기회주의적인 동기 줄어들어 가족구성원과 경영자사이의 대리인 문제가 완화될 것이라 하였다.

Wang(2006)은 S&P 500대 기업을 대상으로 가족기업의 창업자 및 가족 구성원의 지분율이 높을수록 기업가치 및 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 결과를 제시하였다. 가족 구성원의 소유지분이 높아질수록 소유주(*owner*)와 경영자(*manager*)간의 대리인문제가 악화되어 기업에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보았고, 또한 회계이익의 질이 높아질 것이라는 결과를 제시하였다.

이러한 선행연구를 종합해볼 때 가족기업에서는 경영과 소유의 분리에 따른 소유주와 경영자 간의 대리인문제가 상대적으로 낮은 것으로 볼 수 있다. 이를 대리인이론에 비춰볼 때 경영자는

주주의 이익보다는 자신의 사적이익을 달성하고자 현금성자산을 축적하여 재량적 권한을 확대하려는 유인이 낮을 것으로 보인다. 또한 가족기업이 가지고 있는 경영의 환경 속에서 살펴본다면 경영진이 가족구성원들이므로 인하여 사적 단기성과를 높이기 위해 현금 및 현금성자산을 축적하기보다는 장기적 기업 가치를 확장하기 위해 이를 통해 다양한 투자 안에 사용할 가능성이 더 높을 것이다.

한편 가족기업은 의사결정을 보다 신속하게 할 수 있으며, 장기근속 직원들이 회사에 보다 충성할 수 있도록 할 수 있다(Weber et al. 2003). 가족기업의 구성원들이 가지는 장기적이고 지속가능성에 대한 관점과 가족의 명예를 지키려는 생각 때문에 가족기업은 비가족 기업의 전문경영인 보다 책임의식이 투철하고, 단기적 목적을 가진 전문경영인은 주주의 부를 희생하더라도 자신의 부를 극대화하도록 이익보고를 할 수 있으나 가족기업은 자신들의 후세대와 가족의 명예를 지키기 위해 단기적 혜택을 취하지 않는다. 이에 따라 가족기업에서 경영자는 오히려 보유되는 현금성자산을 이용하여 장기적인 기업 가치를 증대 시키기 위하여 자본적 지출에 투자할 동기가 상대적으로 높을 것이다. 즉 가족기업이 비가족기업에 비하여 대리인문제가 존재할 여지가 낮을 뿐만 아니라 가족기업의 명성과 장기성과를 위하여 현금을 보유할 유인도 낮으며 이로 인하여 줄이게 된 현금보유량을 투자활동에 쓰게 될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 이러한 투자활동에 의해서 차후에 가족의 기업성과가 긍정적으로 나타날 것이 기대된다.

이에 따라 본 연구에서는 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 1 : 가족기업은 비가족기업에 비하여 현금보유수준이 낮을 것이다.

가설 2 : 가족기업은 비가족기업에 비하여 현금보유수준에 따른 자본적 지출에 투자가 더 많을 것이다.

가설 3 : 가족기업은 비가족기업에 비하여 자본적 지출에 따른 기업성과가 높아질 것이다.

III. 연구설계

1. 가족기업의 측정

가족기업은 다양한 관점에서 정의되고 파악되고 있는데 가족이 소유하면서 직접 경영에 참여하는 기업뿐만 아니라, 소유권을 가진 가족이 타인에게 경영을 위탁하는 경우 및 가족기업의 주요 의사결정이나 전략적인 방향을 지배하는 기업을 아우름으로써 근래에 들어 그 범위가 확대되고 경제적 의미 또한 증대되고 있는 실정이다. 미국의 경우 가족기업은 전체 기업의 92%를 차지하며, 노동력의 59%를, 신규 직업장출의 78%를, 그리고 GDP의 49%를 제공하고 있다

(Shanker와 Astrachan 1996). 호주의 가족기업은 노동력의 75%, GDP의 66%를 차지하고 있으며 (Lank 1994), 영국, 스페인의 경우 전체 기업의 70%이상(Bellet et al. 1998), 독일의 경우 80%가 가족에 의해 통제되는 기업으로 보고 있다(Reidel 1994). 우리나라의 가족기업은 기업의 규모에 관계없이 전체 제조업의 약 85.44%를 차지하고 있다는 것을 보고되고 있다(박기동 1981).

한편 가족기업의 분류기준은 다양하게 이루어지고 있다. 첫째 가족이 보유하고 있는 지분율 정도, 둘째 가족의 경영참여 여부, 셋째 2세의 경영참여 여부로 나누어 볼 수 있다.

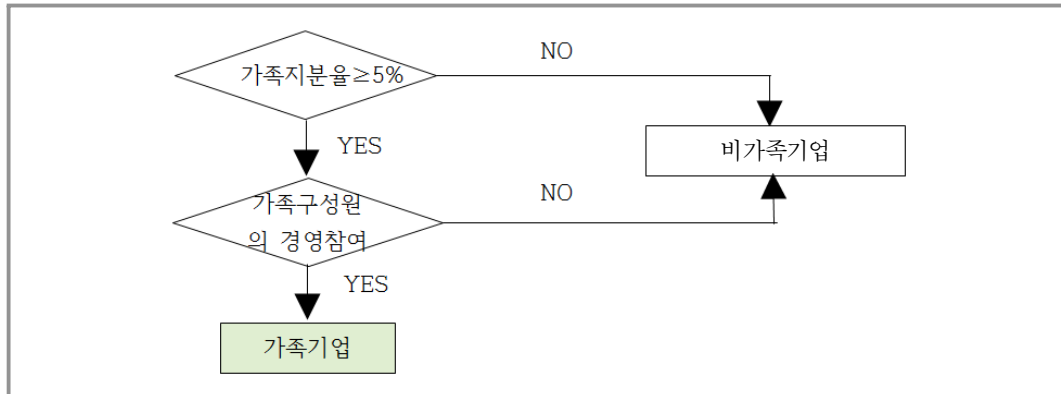
특히 가족지분율과 가족의 경영참여 여부는 대부분의 선행연구에서는 가족기업의 분류기준으로서 포함되어 있으나 2세의 경영참여 여부는 남영호 외(2007)의 연구를 제외하고는 거의 찾아볼 수 없는 실정이다. 더욱이 국내의 선행연구로서 남영호 외(2007)의 연구는 각각의 세 가지 기준 중 어느 하나라도 만족할 경우 가족기업으로 분류함으로써 세 가지 기준을 모두 충족할 경우에 가족기업으로 분류하였을 때보다 가족기업의 표본이 더욱 증가하였을 수 있으나 실질적 의미에서는 가족기업이 아닌 기업이 포함될 우려가 높아 연구결과의 내적 타당성을 저해할 가능성이 존재한다.

박종국 외(2009)에서는 가족지분율의 합이 20%를 초과하면서, 동시에 가족구성원이 경영에 참여하고 있는 기업을 가족기업으로 정의하였다. 가족기업은 가족구성원이 직접 경영에 참여하고 있고, 이러한 가족 기업의 의사결정에 실질적으로 영향을 미치고 있을 때 진정한 가족기업으로서 여타의 기업과 비교될 수 있을 것이다. 여기서 중요한 점은 가족기업의 범위와 가족지분율의 수준을 정의하는 것이다. 즉, 가족기업에 포함되는 지분율의 범위를 기존의 선행연구에서는 5%—50%로 다양하게 사용하고 있으며 따라서 그 결과 또한 다양하게 나타나고 있는 실정이다.

그러나 가족기업을 정의하기 위하여서는 경영참여와 보유 지분율을 복합적으로 고려해야 한다는 선행연구(Handler 1989 ; Westhead 와 Cowling 1998)에 따라서 5% 미만의 지분율을 보유하였을 경우에는 실질적인 지배력을 행사하기가 어렵다고 판단하여 가족기업이 아닌 것으로 간주하였다.²⁾ 즉, 지배가족의 경영참여와 5%이상의 지분율을 동시에 만족하는 경우는 기업의 경영활동에 대한 지배력에 충분히 영향을 미칠 수 있기 때문에 가족기업으로 정의하였다. 그리고 최근에 국내선행연구중에서 유정민과 윤대회(2013)의 연구에서는 기존 Ali. et al.(2007), Chen et al.(2012)과 김성환외 (2010)의 연구를 바탕으로 하여 가족기업의 지분율과 관련하여 기업을 지배하는 대주주 및 그 가족의 지분율이 5% 이상인 경우를 분류하고, 지배구조와 관련해서는 지배가족 중 1인 이상이 기업의 최고경영자 또는 이사회의 등기임원으로 참여하고 있는 경우를 구분하여, 이러한 두 가지의 요건을 모두 충족하는 기업을 가족기업으로 정의하였다. 이와 같이 본 연구에서도 가족기업을 다음과 같이 분류한다.

2) 한편, 가족기업의 경영성과를 분석한 Andres(2011)는 5% 이상의 소유지분만을 공시하는 동일의 공시환 경을 반영하고 표본의 일관성을 위해 가족 일원이나 계열사가 5%이상의 주식을 보유한 경우를 가족기업으로 정의하였다.

〈그림 1〉 가족기업의 분류도



2. 연구모형

가. 가설 1의 연구모형

비가족기업에 비해 가족기업이 현금보유량을 더 적을 것이라는 가설 1을 검증하기 위해 다음과 같이 연구모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 Cash(a)_{it} = & \beta_0 + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 NWC_{it} \\
 & + \beta_6 Bank_Ratio_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 STD_CF_{it} + \beta_9 Div_{it} + \beta_{10} RND_{it} \\
 & + \beta_{11} LEV_{it} + \beta_{12} Group_{it} + \beta_{13} MSH_{it} + \beta_{14} FSH_{it} + \sum_{k=1}^n \beta_{15k} Year_{ik} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad \text{식(1)}$$

여기서, $Cash(a)_{it}$: 기업 i 의 t 기 현금보유수준($a=1$: (현금및현금등가물+단기금융상품+단기투자증권)/(총자산-현금및현금등가물-단기금융상품-단기투자증권),
 $a=2$: 현금및현금등가물/(총자산-현금및현금등가물))

FAM_{it} : 가족기업이면 1, 그렇지 않으면 0,

$SIZE_{it}$: 기업 i 의 t 기 총자산의 자연로그값,

BM_{it} : 기업 i 의 t 기 시장가치 대 장부가치비율(=기말주가/주당장부가치),

SG_{it} : 기업 i 의 t 기 매출액 성장률(=(당기매출액-전기매출액)/전기매출액),

NWC_{it} : 기업 i 의 t 기 순운전자본비율(=(유동자산-유동부채-현금및현금등가물)/총자본),

$Bank_Ratio_{it}$: 기업 i 의 t 기 금융기관 차입금 비율(=(당좌차월+외화단기차입금+어음차입금+기타단기차입금+유동성장기차입금+유동성외화장기차입금+장기차입금+외화장기차입금)/총부채)

CF_{it} : 기업 i 의 t 기 현금흐름비율(=영업활동으로 인한 현금흐름/총자산),

STD_CF_{it}	: 기업 i의 t기 현금흐름변동성(=과거 5년간 CF_{it} (현금흐름비율)의 표준편차),
Div_{it}	: 기업 i의 t기 현금배당금(=현금배당금/총자산),
RND_{it}	: 기업 i의 t기 연구개발투자비율(=(t기 개발비-(t-1)기 개발비+t기 개발비 상각+t기 연구비+t기 경상연구개발비+t기 경상개발비)/t기 매출액),
LEV_{it}	: 기업 i의 t기 부채비율(부채총계/자산총계),
$Group_{it}$	: 기업 i가 t기에 대규모기업집단에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수,
MSH_{it}	: 기업 i의 t기 경영자지분율(=등기임원들의 지분 합계/총지분),
FSH_{it}	: 기업 i의 t기 외국인지분율(=외국인지분/총지분),
$Year_{ik}$	: 기업 i가 연도(k=1,...,6)에 속할 경우 1, 아니면 0,
ε_{it}	: 기업 i의 t기 오차항.

본 연구의 주요변수로서 가족기업의 유무를 나타내기 위하여 더미변수를 독립변수로 모형에 포함하였다. 종속변수인 현금보유수준은 현금 및 현금등가물에 단기금융상품과 단기투자증권을 포함하여 광의의 개념으로 측정하였을 뿐만 아니라 현금 및 현금등가물만을 사용한 협의의 개념으로도 측정하였다. 이에 따라 가설1을 지지하기 위하여 β_1 의 회귀계수가 음(-)의 값이 나올 것으로 기대된다. 통제변수로는 현금보유동기와 관련한 선행연구들에서 현금보유에 영향을 미치는 요인들로 확인된 변수들을 사용하였다.

기업의 현금보유수준은 현금보유에 따른 한계비용과 한계효익이 같은 수준에서 결정되는데 Keynes는 이러한 맥락에서 현금보유동기를 거래적 동기와 예비적 동기로 분류하였다. Keynes의 현금보유의 거래적 동기에 따르면 추가적인 현금 확보에 따라 발생하는 거래비용과 현금부족으로 인해 야기될 수 있는 기회비용이 큰 기업일수록 보다 많은 현금을 보유한다. 이러한 거래비용 및 기회비용이 크다고 판단된 기업들은 규모가 작은 기업, 투자(성장)기회가 높은 기업, 유동성대체자산이 낮은 기업, 금융기관 차입 비중이 낮은 기업, 현금흐름 및 현금흐름 변동성이 높은 기업, 배당지출이 적은 기업 등이다.

규모가 작은 기업일수록 고정비가 큰 외부 증권발행에 있어 대기업에 비해 높은 비용을 부담하기 때문에(Barclay 와 Smith 1995) 보다 많은 현금을 보유하려고 할 것이다. 또한 좋은 투자기회(성장기회)를 많이 가진 기업일수록 현금부족에 따른 기회비용이 높기 때문에(Smith와 Watts 1992 ; Jung et al. 1996) 현금보유를 증가시킴으로서 투자기회상실을 막으려고 할 것이다. 이러한 현금보유의 거래적 동기를 통제하기 위해 본 연구에서는 기업규모($SIZE_{it}$) 및 투자기회의 대용치로서 시장가치 대 장부가치비율(B/M_{it})과 매출액 성장률(SG_{it})변수를 연구모형에 포함하였다.

Opler et al.(1999)에 따르면 현금으로의 전환이 용이한 유동성대체자산을 많이 보유한 기업일수록 현금부족으로 인한 재무적 곤경에 처하게 되더라도 유동성대체자산을 처분함으로써 현금유동성을 쉽게 확보할 수 있기 때문에 현금보유수준을 낮게 유지한다. 본 연구에서도 유동성대체자산의 대용치로 순운전자본비율(NWC_{it})을 통제변수로 사용하였다.

다음으로 금융기관 차입금 비율($Bank_Ratio_{it}$)은 금융기관 차입이 회사채 등 다른 외부자금조달

수단과 비교하여 재협상이 보다 용이하기 때문에 금융기관 차입비중이 높은 기업일수록 현금을 보유할 거래적 동기가 낮을 것으로 예상하여 이를 통제하기 위해 포함하였다. 현금흐름(CF_{it})이 많은 기업 또한 외부자금보다 내부자금이 거래비용적인 측면에서 유리할 뿐 만 아니라 현금흐름이 많은 기업이 투자 및 성장기회가 많을 것이라는 측면에서 현금을 축적할 유인이 더 클 것이다.

그리고 현금흐름의 불확실성(STD_CF_{it})이 큰 기업일수록 현금유동성이 부족할 가능성이 높기 때문에(Minton과 Schrand 1999) 이들 기업 역시 보다 많은 현금을 보유할 것으로 예상된다. 또한 기업의 현금보유에 대한 배당정책의 잠재적인 영향을 통제하기 위하여 회귀식에 Div_{it} 를 포함시켰다. 배당정책은 현금보유수준에 영향을 줄 수 있지만, 그 방향에 대해서는 의견이 다양하다. Opler et al.(1999)에 의하면 배당을 지급하는 기업은 주주들에게 배당금 지급을 줄여 작은 비용으로 자금을 확보할 수 있기 때문에 낮은 현금수준을 보일 것이라고 실증한 반면 Ozkan과 Ozkan(2004)는 대개 배당금을 지급하는 기업은 또한 그들의 지급정책을 지원하기 위한 충분한 현금을 위하여 더 많은 현금을 보유할 수 있다고 지적하였다. 이에 현금보유수준과의 예상되는 관계는 연구자에 따라 상이하게 나타나고 있다.

다음으로, 현금보유의 예비적 동기는 정보불균형이 외부자금(부채)의 조달능력에 미치는 영향에 근거하고 있다. 즉 현금유동성 부족시 정보비대칭 정도가 클수록 외부자금조달비용이 상승할 것이므로 현금보유수준을 높게 유지한다는 것이다. 정보비대칭이 가장 큰 투자의 한 형태로서 R&D 투자 비중(RND_{it})이 큰 기업일수록 외부자금조달에 더 큰 어려움에 직면할 수 있기 때문에 보다 많은 현금을 보유할 것으로 예상된다.

금융기관과의 친밀도가 높을수록 정보비대칭 정도가 낮기 때문에(Diamond 1984 ; Fama 1985) 외부자금을 용이하게 조달할 수 있다. 우리나라의 경우 대부분의 외부자금을 금융기관차입을 통해 조달하므로 부채비율이 높은 기업일수록 금융기관과의 친밀도가 높다고 할 수 있다(고운성 외 2007). 따라서 금융기관과의 친밀도가 높은 부채비율(LEV_{it})이 큰 기업일수록 현금보유수준이 낮을 것으로 예상된다. 반면, 기업의 부채비율이 높을수록 외부자금조달이 어렵고 자본조달비용이 높기 때문에 현금보유수준을 더 높게 유지하려고 하는 동기 또한 존재한다. 이에 본 연구에서는 부채비율과 현금보유수준간의 관련성을 통제하기 위해 부채비율(LEV_{it})을 통제변수로 모형에 추가하였다.

한편, 그룹 소속 계열사($Group_{it}$)의 경우 재무적 곤경이 발생할 가능성이 낮고 재무적 곤경에 직면하게 되더라도 독립기업과 비교하여 내부자본시장에 용이하게 접근할 수 있기 때문에 낮은 비용으로 자금조달이 가능하다. 결국 그룹 소속 기업들은 현금을 보유할 동기가 그룹에 소속되지 않은 기업에 비해 적을 것으로 예상된다.

최근에는 거래적 동기 및 예비적 동기뿐만 아니라 기업의 소유구조가 현금보유에 미치는 영향에 관한 연구도 진행되어 오고 있다. 현금에 그 어떤 자산보다도 경영자의 자유재량권을 높여주는 유용한 수단(Opler et al. 1999)으로서 대리인 이론에 따르면 경영자지분율(MSH_{it})에 따라

주주의 이해에 반해 자신의 이익을 위해 현금을 보유할 동기가 존재한다. 그러나 외국인투자자의 지분율(FSH_{it})이 높을 경우 모니터링을 통해 경영자가 자신의 이익을 위해 현금을 보유하려는 활동을 억제할 가능성이 높다. 이와는 반대로 외국인지분율이 높을수록 기업에서는 적대적 M&A 위협 등에 대비하기 위하여 현금보유량을 증가시킬 수도 있다.

나. 가설 2와 가설 3의 검증모형

가족기업이 비가족기업에 비해 후세대와 가족의 명예를 지키며 보유되는 현금성자산을 이용하여 자본적 지출에 투자함으로써 장기적인 기업 가치가 확대됨을 검증하기 위해 다음과 같이 연구모형을 설정하였다.

$$CAPEX_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{i,t} + \alpha_2 Cash(a)_{i,t} + \alpha_3 FAM * Cash(a)_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Div_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 CF_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} + \alpha_9 \sum_{k=1}^n Year_{i,k} + \sum_{j=1}^n \alpha_7 IND_{j,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{식(2)}$$

여기서, $CAPEX_{i,t}$: 기업 i의 t기의 자본적 지출액(설비투자 및 연구개발비 지출액)/기초 자산총계).

$$ROA_{i,t+1,t+2} = \delta_0 + \delta_1 FAM_{i,t} + \delta_2 CAPEX_{i,t} + \delta_3 FAM_{i,t} * CAPEX_{i,t} + \delta_4 Size_{i,t} + \delta_5 SG_{i,t} + \delta_6 LEV_{i,t} + \delta_7 CF_{i,t} + \delta_8 RND_{i,t} + \delta_9 AGE_{i,t} + \delta_{10} \sum_{k=1}^n Year_{i,k} + \delta_{11} \sum_{j=1}^n IND_{j,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{식(3)}$$

여기서, $ROA_{i,t}$: 기업 i의 t+1과 t+2기의 총자산이익률(당기순이익/총자산).

$AGE_{i,t}$: 기업연령의 자연로그값

모형(2)과 모형(3)에서 각각 가설2과 가설3을 지지하기 위하여 α_3 과 δ_3 의 회귀계수가 양(+)의 값이 나타날 것으로 예측할 수 있다³⁾. 그 외에 모형(2)에 추가된 통제변수들은 기업규모(Size), 현금배당지급(Div), 장부가치 대 시가가치(BM), 영업활동으로 인한 현금흐름(CF), 부채비율(LEV)을 기존선행연구(최원욱 외 2007 ; 박애영 외 2006 ; 심충진 2011 ; 이창수와 김완희 2003 ; Cheng 2004 ; Gaver와 Gaver 1993 ; Kaplan과 Zingles 1995 등)에 따라 인용하고자 한다. 그리고 모형(3)에서도 통제변수로서 추가된 기업규모(Size), 매출액성장율(SG), 부채비율(LEV)도 각각 기업의 성과에 미치는 효과를 통제하기 위한 것이다. 이외에 Stulz(1988)의 연구에서는 기업이 잉여현금을 가지면 투자기회가 많기 때문에 이는 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 주장하였다. 그리고 Morck 외(1988)의 연구에 의하면 기업의 성장기회가 기업의 성과에 영향

3) 모형(2)과 모형(3)에 포함된 설명변수들간의 다중공선성에 대한 검증을 실시하였으나 이들에 관한 공차 한계(허용치)가 0.1이거나 VIF값이 10보다 모두 큰 설명변수가 없는 것으로 보이기 때문에 각 연구모형에 사용된 설명변수들간의 다중공선성에 대한 문제가 없음을 간주할 수 있다.

을 미칠 수 있으며 본 연구에서도 이를 통제하기 위하여 성장기회의 대응치로 매출액대비연구개발비를 회귀식에 포함하였다. 또한 가족기업의 성과에 영향을 미칠 수 있는 것을 통제하기 위하여 기업연령변수를 사용한 다수의 선행연구 등(남영호와 문성주 2007 ; 박세열 외 2010 ; 유재욱과 민대완 2011)에 따라 본 연구에서 분석모형에 추가하였다.

3. 표본의 선정

표본 선정은 2004년부터 2010년까지 각 연도 말 현재 주권상장기업으로서, 회계연도가 12월 31일에 종료하는 금융기업을 제외한 기업으로 한정하였다. 또한 표본기간 중 재무제표 자료 입수가 불가능한 기업은 제외하였다. 재무제표자료는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE database에서 수집하였다. 이상을 정리하면 다음과 같다.

- ① 비금융업에 속하는 기업
- ② 결산일이 12월 31일인 기업
- ③ 분석기간 중 재무자료가 이용 가능한 표본

조건 ①은 금융업의 경우 영업특성과 재무제표 계정과목의 특성이 다른 업종들과 다르기 때문에 이로 인한 분석대상기업들의 동일성을 위해 제외 한다. 조건 ②는 12월 결산법인 아닌 기업을 제외한 이유는 결산시점의 차이로 인한 비교가능성이 저하되며 연구결과가 왜곡될 것을 우려하였기 때문이다. 조건 ③은 본 연구에서 연구모형에 포함되는 변수들 중 결측값을 갖지 않은 기업을 표본으로 사용하기 위함이다.

이상의 요건을 모두 충족하는 최종표본은 7년간 사용가능한 표본은 3,155개 관찰치(기업-년)이며 <표 1>은 2004년~2010년까지 본 연구에 사용된 최종표본의 연도별 현황을 나타내고 있다⁴⁾. <표 2>는 2004년~2010년까지 산업별 분포를 제시하고 있다.

〈표 1〉 표본기업의 연도별 분포

구 분	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	합계
1. 거래소에 상장된 12월 결산제조업	659	659	659	659	659	659	659	4,613
2. 재무제표를 수집할 수 없는 표본	(250)	(241)	(229)	(206)	(184)	(174)	(174)	(1,458)
최종 표본	409	418	430	453	475	485	485	3,155

4) 본 연구에서는 극단치로 인한 영향력을 배제시키기 위하여 독립변수의 상하위 1%를 winsorising 법을 이용하여 제거하였다.

〈표 2〉 2004년~2010년 최종표본의 산업별 분포

산업 코드	중분류산업명	최종 표본	가족기업		비가족기업	
			표본수	비율(%)	표본수	비율(%)
03	어업	21	21	100.00	3	0.00
10	식료품 제조업	150	138	92.00	12	8.00
11	음료 제조업	20	20	100.00	0	0.00
13	식유제품 제조업 ; 의복제외	57	57	100.00	0	0.00
14	의복, 의복액세서리 및 모피제품	62	53	85.48	9	14.52
15	가죽, 가방 및 신발 제조업	20	16	80.00	4	20.00
17	펄프, 종이 및 종이제품 제조업	119	100	84.03	19	15.97
19	코르크, 연탄 및 석유정제품 제조업	18	14	77.78	4	22.22
20	화학물질 및 화학제품 제조업 ; 의약품 제외	338	264	78.11	74	21.89
21	의료용 물질 및 의약품 제조업	169	148	87.57	21	12.43
22	고무제품 및 플라스틱제품 제조업	86	86	100.00	0	0.00
23	비금속 광물제품 제조업	123	110	89.43	13	10.57
24	1차 금속 제조업	246	210	85.37	36	14.63
25	금속가공제품 제조업 ; 기계 및 가구제외	34	31	91.18	3	8.82
26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	220	152	69.09	68	30.91
27	의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	15	8	53.33	7	46.67
28	전기장비 제조업	81	73	90.12	8	9.88
29	기타 기계 및 장비 제조업	157	135	85.99	22	14.01
30	자동차 및 트레일러 제조업	192	169	88.02	23	11.98
31	기타 운송장비 제조업	40	15	37.50	25	62.50
32	가구 제조업	30	24	80.00	6	20.00
35	전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	45	36	80.00	9	20.00
41	종합건설업	156	104	66.67	52	33.33
46	도매 및 상품중개업	151	103	68.21	48	31.79
47	소매업 ; 자동차 제외	42	32	76.19	10	23.81
49	육상운송 및 파이프라인 운송업	60	42	70.00	18	30.00
50	수상 운송업	29	17	58.62	12	41.38
58	출판업	41	37	90.24	4	9.76
59	영상·오디오 기록물 제작 및 배급업	13	13	100.00	0	0.00
61	통신업	17	2	11.76	15	88.24
62	컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	19	14	73.68	5	26.32
71	전문서비스업	270	237	87.78	33	12.22
72	건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술 서비스업	14	9	64.29	5	35.71
75	사업지원 서비스업	19	4	21.05	15	78.95
기타	표본기업이 10개 미만인 산업의 합	81	58	71.60	23	28.40
합 계		3155	2552	80.89	603	19.11

IV. 실증분석결과

1. 기술통계 및 상관관계분석

본 연구에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계는 <표 3>와 같다. <표 3>에서 국내 상장 제조 기업이 현금 및 현금등가물등을 제외한 순자산의 13%~14%의 현금을 보유하고 있음을 알 수 있다. 구체적으로 광의의 현금비율($Cash(1)_{it}$)은 전체 표본기간동안 평균이 14%의 값을 나타내고 있으며 중위수는 약 7%의 비율을 나타내고 있다.

<표 3> 주요변수의 기술통계량

변수명	N	평균	표준편차	Q3(75%)	중위수	Q1(25%)	최소	최대
$Cash(1)_{it}$	3,155	0.14113	0.17782	0.17644	0.07981	0.03073	0.00081	1.00584
$Cash(2)_{it}$	3,155	0.13513	0.19706	0.16212	0.06885	0.02335	0.00024	1.24184
FAM_{it}	3,155	0.80887	0.39325	1.00000	1.00000	1.00000	0.00000	1.00000
$CAPEX_{it}$	3,155	0.01047	0.01825	0.01236	0.00320	0.00042	0.00027	0.10903
ROA_{it+1}	3,155	0.03855	0.07532	0.07741	0.04017	0.00981	-0.26265	0.22482
ROA_{it+2}	3,155	0.03368	0.07607	0.07296	0.03547	0.00694	-0.26510	0.22844
$Size_{it}$	3,155	26.54685	1.50078	27.39740	26.23201	25.44230	24.0067	30.7426
BM_{it}	3,155	1.244313	1.42658	1.34944	0.79612	0.50503	0.15791	9.44742
SG_{it}	3,155	0.11481	0.31496	0.19123	0.07724	-0.02299	-0.69318	1.88403
NWC_{it}	3,155	0.05720	0.39182	0.31293	0.09554	-0.11219	-1.62827	0.81258
$Bank_Ratio_{it}$	3,155	0.30710	0.24155	0.49985	0.28503	0.08215	0.00000	0.83999
CF_{it}	3,155	0.04813	0.08071	0.09420	0.04730	0.00329	-0.19903	0.27723
STD_CF_{it}	3,155	6.25868	1.72477	3.39961	1.06090	5.04398	4.05688	7.88202
Div_{it}	3,155	0.00902	0.00961	0.01305	0.00683	0.00129	0.00000	0.05201
RND_{it}	3,155	0.00758	0.01717	0.00699	0.00072	0.00000	0.00000	0.11058
LEV_{it}	3,155	0.43595	0.19287	0.57700	0.44704	0.28500	0.05885	0.87415
$Group_{it}$	3,155	0.25135	0.43386	1.00000	0.00000	0.00000	0.00000	1.00000
MSH_{it}	3,155	0.14674	0.14923	0.24062	0.10982	0.14457	0.00000	0.58887
FSH_{it}	3,155	0.10720	0.15311	0.01491	0.00350	0.00031	0.00000	0.18500
AGE_{it}	3,155	3.37654	0.72173	3.81000	3.55535	3.30000	0.69315	4.30407

변수의 정의 : $Cash(a)_{it}$ 는 기업 i 의 t 기 현금보유수준($a=1$: (현금및현금등가물+단기금융상품+단기투자증권)/(총자산-현금및현금등가물-단기금융상품-단기투자증권), $a=2$: 현금및현금등가물/(총자산-현금및현금등가물)), FAM_{it} 는 가족기업이면 1, 아니면 0인 더미변수, $CAPEX_{it}$ 는 기업자본적 지출, $ROA_{it+1,t+2}$ 는 기업의 $t+1$ 기와 $t+2$ 기의 총자산수익률, $SIZE_{it}$ 는 기업 i 의 t 기 총자산의 자연로그값, BM_{it} 는 기업 i 의 t 기 시장가치 대 장부가치비율(=기말주가/주당장부가치), SG_{it} 는 기업 i 의 t 기 매출액 성장률(=(당기매출액-전기매출액)/전기매출액), NWC_{it} 는 기업 i 의 t 기 순운전자본비율(=(유동자산-유동부채-현금및현금등가물)/총자본), $Bank_Ratio_{it}$ 는 기업 i 의 t 기 금융기관 차입금 비율(=(당좌차월+외화단기차입금+어음차입금+기타단기차입금+유동성장기차입금+유동성외화장기차입금+장기차입금+외화장기차입금)/총부채), CF_{it} 는 기업 i 의 t 기 현금흐름비율(=영업활동으로인한현금흐름/총자산), STD_CF_{it} 는 기업 i 의 t 기 현금흐름변동성(=과거 5년간 CF_{it} (현금흐름비율)의 표준편차), Div_{it} 는 기업 i 의 t 기 현금배당금(=현금배당금/총자산), RND_{it} 는 기업 i 의 t 기 연구개발투자비율(=(t 기 개발비-($t-1$)기 개발비+ t 기 개발비상각+ t 기 연구비+ t 기 경상연구개발비+ t 기 경상개발비)/ t 기 매출액), LEV_{it} 는 기업 i 의 t 기 부채비율(부채총계/자산총계), $Group_{it}$ 는 기업 i 가 t 기에 대규모기업집단에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수, MSH_{it} 는 기업 i 의 t 기 경영자지분율(=등기임원들의 지분 합계/총지분), FSH_{it} 는 기업 i 의 t 기 외국인지분율(=외국인지분/총지분), AGE_{it} 는 기업연령의 자연로그값.

협회의 현금비율($Cash(2)_{it}$)은 13%의 평균값을 보이고 있다. 이러한 현금비율은 1999년부터 2003년까지의 연구기간을 대상으로 한 김미형(2007)의 연구결과(광의의 현금비율 : 10.0%, 협의의 현금비율 : 6.4%)에 비해 다소 높은 수치를 보고하고 있다. 이러한 수치는 최근 우리나라 기업들이 현금보유를 늘리고 있다는 견해와 일관된 결과로 볼 수 있다.

가족기업여부(FAM)의 평균값이 0.80887로서 우리나라의 전체 상장 제조기업의 약 80%가 가족기업인 것을 알 수 있다. 대규모기업집단($Group_{it}$), 경영자지분율(MSH_{it}), 외국인지분율(FSH_{it})의 평균값이 각각 약 0.25, 0.14, 0.10으로서 전체기업중 대규모기업집단에 속하는 기업이 25%에 해당되며, 경영자와 외국인이 각각 전체 지분 중 14%와 10%를 차지하고 있음을 알 수 있다.

이외의 통제변수로 포함된 기업규모($Size_{it}$), 시장가치 대 장부가치 비율(BM_{it}), 매출액성장률(SG_{it}), 순운전자본비율(NWC_{it}), 금융기관차입금비율($Bank_Ratio_{it}$), 현금흐름비율(CF_{it}), 현금흐름변동성(STD_CF_{it}), 배당금(Div_{it}), 연구개발투자비율(RND_{it}), 부채비율(LEV_{it})의 기술통계값이 기존의 선행연구들의 기술통계치와 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

<표 4>는 가족기업과 비가족기업 주요변수의 차이검증 결과를 제시하고 있다. <표 4>에서 나타난바와 같이 각 가설의 검증모형에 사용되는 주요 변수들은 가족기업의 집단과 비가족기업의 집단에서 대부분 통계적으로 유의한 차이가 나타나고 있다.

〈표 4〉 가족기업과 비가족기업 주요변수 차이검증 결과

변수명	가족기업(n=2,552)		비가족기업(n=603)		차이검증	
	평균	중위수	평균	중위수	t값	z값
$Cash(1)_{it}$	0.13660	0.07566	0.16035	0.09685	-2.955***	-3.354***
$Cash(2)_{it}$	0.12378	0.06317	0.18313	0.09447	-6.698***	-6.167***
$CAPEX_{it}$	0.01045	0.00327	0.01057	0.04740	-0.149	-0.601
ROA_{it+1}	0.03733	0.03896	0.04373	0.04740	-1.878*	-2.680***
ROA_{it+2}	0.03255	0.03501	0.03846	0.03833	-1.716*	-1.820*
$Size_{it}$	26.36058	26.08635	27.33517	27.02910	-14.831***	-12.640***
BM_{it}	1.14172	0.74439	1.67851	1.16143	-8.401***	-11.149***
SG_{it}	0.10461	0.07465	0.15799	0.09493	-3.751***	-3.135***
NWC'_{it}	0.06391	0.10122	0.02882	0.07294	1.979**	2.141**
Bmk_Ratio_{it}	0.32084	0.30435	0.24895	0.21264	6.613***	6.492***
CF_{it}	0.04435	0.04424	0.06414	0.06061	-5.438***	-5.515***
STD_CF_{it}	0.04244	0.09503	0.01479	0.02624	-13.902***	-13.338***
Div_{it}	0.00856	0.00683	0.01000	0.01000	-5.515***	-0.103
RND_{it}	0.00735	0.00071	0.00559	0.00075	-1.599	-1.005
LEV_{it}	0.42335	0.43278	0.48926	0.51598	-7.615***	-7.559***
$Group_{it}$	0.20000	0.00000	0.48000	0.00000	-15.065***	-14.552***
MSH_{it}	0.16917	0.14506	0.05183	0.00108	18.257***	23.466***
FSH_{it}	0.20800	0.26000	0.69140	0.34260	-12.953***	-19.971***
AGE_{it}	3.58712	3.61092	3.42100	3.46574	7.743***	7.781***

변수의 정의는 <표 3>와 같음.

*** 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의하다.

** 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의하다.

* 상관계수는 0.1 수준(양쪽)에서 유의하다.

<표 5>는 주요 변수들 간의 상관관계를 보여주고 있다. 가설 1의 표본을 대상으로 한 패널A의 상관관계결과를 살펴보면, 관심변수인 가족기업(FAM_{it})과 현금보유수준($Cash(1)_{it}$, $Cash(2)_{it}$)간에는 유의한 음(-)의 관련성을 보임으로써 가족기업의 현금보유량이 비가족기업의 현금보유량에 비하여 적을 것이라는 논거를 확인할 수 있다.

다음으로 가설 2의 표본을 대상으로 한 패널 B의 상관관계결과를 살펴보면, 관심변수인 가족기업과 현금보유량간의 상호작용변수($FAM * Cash(a)$)와 자본적 지출($CAPEX$)간에는 모두 통계적으로 유의한 양(+) 관련성을 나타내고 있다. 마지막으로 가설 3의 표본을 대상으로 한 패널 C의 상관관계 결과를 살펴보면, 가족기업과 자본적지출간의 상호작용변수($FAM * CAPEX$)와 기업의 미래성과($ROA_{t+1,t+2}$)간에는 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 보이고 있다.

〈표 5〉 주요변수의 상관관계

패널 A : 가설 1	<i>Cash</i> (1)	<i>Cash</i> (2)	<i>FAM</i>	<i>Size</i>	<i>BM</i>	<i>SG</i>	<i>NWC</i>	<i>Bank Ratio</i>	<i>CF</i>	<i>STD_CF</i>	<i>Div</i>	<i>RND</i>	<i>LEV</i>	<i>Group</i>	<i>MSH</i>
<i>Cash</i> (2)	0.3538 (<.0001)	1.0000													
<i>FAM</i>	-0.0526 (0.0031)	-0.1184 (<.0001)	1.0000												
<i>Size</i>	-0.1192 (<.0001)	0.0238 (0.1809)	-0.2554 (<.0001)	1.0000											
<i>BM</i>	0.0584 (0.0010)	0.1449 (<.0001)	-0.1479 (<.0001)	0.0797 (<.0001)	1.0000										
<i>SG</i>	-0.0268 (0.1322)	0.0225 (0.2069)	-0.0667 (0.0002)	0.0553 (0.0019)	0.0684 (0.0001)	1.0000									
<i>NWC</i>	0.3191 (<.0001)	-0.0610 (0.0006)	0.0352 (0.0479)	-0.2034 (<.0001)	-0.1397 (<.0001)	-0.0247 (0.1661)	1.0000								
<i>Bank_Ratio</i>	-0.3032 (<.0001)	-0.1313 (<.0001)	0.11697 (<.0001)	-0.2478 (<.0001)	-0.0829 (<.0001)	0.0287 (0.1075)	-0.1957 (<.0001)	1.0000							
<i>CF</i>	0.2215 (<.0001)	0.0573 (0.0013)	-0.0964 (<.0001)	0.1539 (<.0001)	0.1061 (<.0001)	0.0042 (0.8136)	0.0293 (0.1004)	-0.2649 (<.0001)	1.0000						
<i>STD_CF</i>	-0.0371 (0.0372)	0.0665 (0.0002)	-0.2403 (<.0001)	0.6479 (<.0001)	0.0981 (<.0001)	0.0257 (0.1485)	-0.1292 (<.0001)	-0.1866 (<.0001)	0.1448 (<.0001)	1.0000					
<i>Div</i>	0.2754 (<.0001)	-0.0146 (0.4141)	-0.0978 (<.0001)	0.0748 (<.0001)	0.0994 (<.0001)	0.0300 (0.0917)	0.2552 (<.0001)	-0.3127 (<.0001)	0.3919 (<.0001)	0.0398 (0.0255)	1.0000				
<i>RND</i>	0.12551 (<.0001)	0.0238 (0.1817)	-0.0285 (0.1099)	0.0266 (0.1358)	0.1837 (<.0001)	-0.0228 (0.1997)	0.09343 (<.0001)	-0.0803 (<.0001)	0.0523 (0.0033)	0.1116 (<.0001)	0.0115 (0.5188)	1.0000			
<i>LEV</i>	-0.3355 (<.0001)	0.1950 (<.0001)	-0.1344 (<.0001)	0.1831 (<.0001)	0.1763 (<.0001)	0.0902 (<.0001)	-0.4992 (<.0001)	0.3068 (<.0001)	-0.1797 (<.0001)	0.1418 (<.0001)	-0.3733 (<.0001)	-0.0565 (0.0015)	1.0000		
<i>Group</i>	-0.1090 (<.0001)	0.0305 (0.0868)	-0.2591 (<.0001)	0.6949 (<.0001)	0.1297 (<.0001)	0.0242 (0.1751)	-0.1916 (<.0001)	-0.2082 (<.0001)	0.1173 (<.0001)	0.4785 (<.0001)	0.0912 (<.0001)	0.0168 (0.3448)	0.1947 (<.0001)	1.0000	
<i>MSH</i>	0.0900 (<.0001)	-0.0752 (<.0001)	0.3092 (<.0001)	-0.2948 (<.0001)	-0.1804 (<.0001)	-0.0638 (0.0003)	0.0782 (<.0001)	0.0469 (0.0088)	-0.0678 (0.0001)	-0.2236 (<.0001)	0.0103 (0.5635)	-0.0069 (0.6978)	-0.2480 (<.0001)	-0.3304 (<.0001)	1.0000
<i>FSH</i>	0.004 (0.8214)	0.0124 (0.4863)	-0.2248 (<.0001)	0.2806 (<.0001)	0.0375 (0.0353)	0.0123 (0.4913)	-0.0471 (0.0082)	-0.1071 (<.0001)	0.1083 (<.0001)	0.2998 (<.0001)	0.1013 (0.564)	0.0103 (0.564)	0.0579 (0.0011)	0.2469 (<.0001)	-0.1992 (<.0001)

〈표 5〉 주요변수의 상관관계 (계속)

패널 B : 가설 2	CAPEX	FAM	Cash(1)	Cash(2)	FAM * Cash(1)	FAM * Cash(2)	Size	Div	BM	CF	LEV
CAPEX	1.0000										
FAM	-0.0027 (0.8816)	1.0000									
Cash(1)	0.0754 (<0.001)	-0.0526 (0.0031)	1.0000								
Cash(2)	0.0239 (0.1794)	-0.1184 (<0.001)	0.3538 (<0.001)	1.0000							
FAM * Cash(1)	0.0903 (<0.001)	0.3240 (<0.001)	0.8174 (<0.001)	0.2592 (<0.001)	1.0000						
FAM * Cash(2)	0.0519 (0.0036)	0.2881 (<0.001)	0.3084 (<0.001)	0.7521 (<0.001)	0.4404 (<0.001)	1.0000					
Size	-0.0303 (0.0888)	-0.2554 (<0.001)	-0.1192 (<0.001)	0.0238 (0.1809)	-0.1946 (<0.001)	-0.0701 (<0.001)	1.0000				
Div	0.0593 (0.0009)	-0.0976 (<0.001)	0.2754 (<0.001)	-0.0146 (0.4141)	0.1525 (<0.001)	-0.0297 (0.0969)	0.0748 (<0.001)	1.0000			
BM	0.1845 (<0.001)	-0.1479 (<0.001)	0.0584 (0.0010)	0.1449 (<0.001)	-0.0207 (0.2453)	0.0635 (0.0004)	0.0797 (<0.001)	0.0994 (<0.001)	1.0000		
CF	0.0870 (<0.001)	-0.0964 (<0.001)	0.2215 (<0.001)	0.0573 (0.0013)	0.1407 (<0.001)	0.0205 (0.2498)	0.1539 (<0.001)	0.3919 (<0.001)	0.1061 (<0.001)	1.0000	
LEV	-0.0248 (0.1636)	-0.1344 (<0.001)	-0.3355 (<0.001)	0.1949 (<0.001)	-0.3357 (<0.001)	0.0889 (<0.001)	0.1831 (<0.001)	-0.3733 (<0.001)	0.1763 (<0.001)	-0.1797 (<0.001)	1.0000

〈표 5〉 주요변수의 상관관계 (계속)

패널 C : 가설 3	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	FAM	CAPEX	FAM*CAPEX	Size	SG	LEV	CF	RND	AGE
ROA_{t+1}	1.0000										
ROA_{t+2}	0.5461 (<0.0001)	1.0000									
FAM	-0.0334 (0.0605)	-0.0306 (0.0862)	1.0000								
CAPEX	0.0444 (0.0127)	0.0270 (0.1294)	-0.0027 (0.8816)	1.0000							
FAM*CAPEX	0.0418 (0.0188)	0.0305 (0.0872)	0.2426 (<0.0001)	0.8729 (<0.0001)	1.0000						
Size	0.1542 (<0.0001)	0.1321 (<0.0001)	-0.2554 (<0.0001)	-0.0303 (0.0888)	-0.1283 (<0.0001)	1.0000					
SG	0.0674 (0.0002)	0.0267 (0.1343)	-0.0667 (0.0002)	0.0743 (<0.0001)	0.0480 (0.0070)	0.0553 (0.0019)	1.0000				
LEV	-0.2710 (<0.0001)	-0.2515 (<0.0001)	-0.1344 (<0.0001)	-0.0248 (0.1636)	-0.0417 (0.0192)	0.1831 (<0.0001)	0.0902 (<0.0001)	1.0000			
CF	0.4399 (<0.0001)	0.3785 (<0.0001)	-0.0094 (0.5730)	0.0901 (<0.0001)	0.0654 (<0.0001)	0.1594 (<0.0001)	0.0252 (0.1307)	-0.1878 (<0.0001)	1.0000		
RND	-0.0087 (0.6024)	-0.0277 (0.0966)	-0.0194 (0.2442)	0.7128 (<0.0001)	0.4536 (<0.0001)	0.0128 (0.4429)	-0.0009 (0.9585)	-0.0538 (0.0012)	0.0372 (0.0256)	1.0000	
AGE	-0.0744 (<0.0001)	-0.0627 (0.0002)	0.0385 (0.0208)	-0.0714 (<0.0001)	-0.0343 (0.0391)	0.0497 (0.0028)	-0.1436 (<0.0001)	0.0214 (0.1982)	-0.0733 (<0.0001)	-0.0305 (0.0674)	1.0000

변수의 정의는 <표 3>와 같음.

이외에 패널 A 모두 표본구성에서 기업규모($Size_{it}$), 시장가치대장부가치비율(BM_{it}), 순운전자본비용(NWC_{it}), 금융기관차입금비율($Bank_Ratio_{it}$), 부채비율(LEV_{it}), 대규모기업집단더미변수($Group_{it}$), 현금흐름비율(CF_{it}), 현금흐름변동성(STD_CF_{it}), 현금배당금(Div_{it}), 경영자지분율(MSH_{it})과 현금보유수준($Cash(1)_{it}$, $Cash(2)_{it}$)간에는 유의한의 관련성을 나타내고 있다. 패널 B와 패널 C에서 가설2과 3의 검증모형에 포함되는 통제변수들도 종속변수와 통계적으로 유의한 관계를 보이고 있다.

2. 가족기업이 현금보유량에 미치는 영향

<표 6>은 본 논문의 첫 번째 가설인 가족기업여부와 현금보유량간의 관계를 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 모형의 적합도를 나타내는 수정 R^2 가 종속변수로 광의의 현금비율($Cash(1)_{it}$)을 사용한 모형 1과 협의의 현금비율($Cash(2)_{it}$)을 사용한 모형 2에서 각각 21.77%, 10.20%를 나타내고 있으며 F값도 1%수준에서 모두 유의하게 나타났다.

분석결과, 모형 1과 모형 2에서 모두 가족기업더미변수(FAM_{it})와 기업의 현금보유량($Cash(1)_{it}$, $Cash(2)_{it}$)간에 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계를 보여 FAM_{it} 의 회귀계수값 β_1 이 0이라는 귀무가설을 기각하고 가족기업이 비가족기업에 비해 자신들의 후세대와 가족의 명예를 지키기 위해 단기적 혜택을 취하지 않고 보유현금 수준을 낮출 것이라는 연구가설 1과 일관된 결과를 보이고 있다.

또한 기업규모($Size_{it}$)가 작을수록, 금융기관차입비율($Bank_Ratio_{it}$)이 낮을수록, 현금흐름비율(CF_{it})과 현금흐름변동성(STD_CF_{it})이 높을수록 추가적인 현금 확보에 따라 발생하는 거래비용과 현금부족으로 인해 야기될 수 있는 기회비용이 크기 때문에 보다 많은 현금을 보유한다는 기존의 선행연구와 일관된 결과를 나타내고 있다.

현금보유의 예비적 동기에 따라 본 연구의 추가적인 통제변수로 포함한 부채비율(LEV_{it})의 경우 현금보유수준과 1%수준에서 유의한 음(-)의 값을 보임으로서 부채비율이 높은 기업일수록 금융기관과의 친밀도가 높아 현금보유수준이 낮을 것이라는 예상과 일관된다. 이외에 기업의 소유구조가 현금보유에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함된 외국인지분율(FSH_{it})의 경우 현금보유수준과 1%수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보임으로써 외국인지분율이 높을수록 기업에서는 적대적 M&A의 위협 등에 대비하기 위해 현금보유량을 증가시킬 수 있다는 논의와 일관된 결과를 보이고 있다.

그리고 시장가치 대비 장부가치비율(BM_{it}), 현금배당(Div_{it}), 연구개발투자비율(RND_{it}), 대규모기업집단더미변수($Group_{it}$), 그리고 경영자지분율(MSH_{it})은 예측대로 현금보유수준($Cash(1)_{it}$ 또는 $Cash(2)_{it}$)에 영향을 미치는 것을 보여주고 있다. 나머지 변수들의 매출액 성장률(SG_{it}), 순운전자본비용(NWC_{it})은 상반된 관계 혹은 유의하지 않은 관련성을 나타내고 있다.

〈표 6〉 가족기업과 보유현금수준간의 관련성

가설 1. 가족기업이 비가족기업에 비하여 보유현금수준이 낮을 것이다.

$$Cash(a)_{it} = \beta_0 + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 NWC_{it} + \beta_6 Bmk_Ratio_{it} + \beta_7 CF_{it} \\ + \beta_8 STD_CF_{it} + \beta_9 Div_{it} + \beta_{10} RND_{it} + \beta_{11} LEV_{it} + \beta_{12} Group_{it} + \beta_{13} MSH_{it} + \beta_{14} FSH_{it} \\ + \sum_{k=1}^n \beta_{15k} Year_{ik} + \varepsilon_{it}$$

변수명	예상 부호	모형 1 : $Cash(1)_{it}$		모형 2 : $Cash(2)_{it}$	
		계수값(β_1)	t-값	계수값(β_1)	t-값
Intercept		0.66786	8.14***	0.49302	4.99***
FAM_{it}	—	−0.03216	−4.15***	−0.03504	−3.76***
$Size_{it}$	—	−0.01735	−5.66***	−0.01560	−4.22***
BM_{it}	+	0.00825	3.86***	0.01107	4.30***
SG_{it}	+	−0.00408	−0.45	−0.00024	−0.02
NWC_{it}	—	0.07678	9.06***	0.01447	1.42
Bmk_Ratio_{it}	—	−0.15064	−11.31***	−0.18010	−11.23***
CF_{it}	+	0.26889	6.97***	0.13537	2.91***
STD_CF_{it}	+	0.00037	1.72*	0.00065	2.49**
Div_{it}	?	1.54141	4.43***	0.00100	0.00
RND_{it}	+	0.67570	4.04***	−0.04718	−0.23
LEV_{it}	—	−0.10140	−5.33***	0.29181	12.73***
$Group_{it}$	—	−0.02032	−2.22**	−0.01789	−1.62
MSH_{it}	?	0.05707	2.72***	−0.00003	−0.00
FSH_{it}	?	0.00058	0.44	0.00002	1.41***
$Year_{ik}$	?	[6] ^a		[2] ^a	
N		3,155		3,155	
F-value		50.63***		18.91***	
수정 R^2		0.2177		0.1020	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 3>과 같음.

a. []안의 숫자는 10%수준에서 유의한 계수의 수(양측검증).

<표 7>은 본 논문의 두 번째 가설인 가족기업 여부와 자본적 지출 투자와의 관계를 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 모형의 적합도를 나타내는 수정 R^2 가 종속변수로 광의의 현금비율($Cash(1)_{it}$)을 사용한 모형 1과 협의의 현금비율($Cash(2)_{it}$)을 사용한 모형 2에서 각각 17.96%,

17.49%를 나타내고 있으며 F값도 1%수준에서 모두 유의하게 나타났다.

분석결과 모형 1과 모형 2에서 모두 가족기업(FAM_{it}) 및 현금보유수준($Cash(a)_{it}$)의 교차변수와 투자($CAPEX_{it}$)간에 1%수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보여 가족기업이 비가족기업에 비해 보유되는 현금성자산을 이용하여 장기적인 기업가치를 증가시키기 위해 자본적 지출에 더 많이 투자할 것이라는 연구가설 2와 일관된 결과를 보이고 있다.

또한 모형(1)과 모형(2)에 포함된 통제변수들 중에서 기업규모($Size_{it}$), 기업의 현금배당(Div_{it}), 그리고 부채비율(LEV_{it})을 제외하고 시장가치 대비 장부가치비율(BM_{it}) 및 현금흐름비율(CF_{it})은 예측대로 기업의 자본적 지출에 투자에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다.

〈표 7〉 가족기업과 자본적 지출의 투자간의 관련성

가설 2. 가족기업이 비가족기업에 비하여 현금보유수준에 따른 자본적 지출에 투자가 더 많을 것이다.

$$CAPEX_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{i,t} + \alpha_2 Cash(a)_{i,t} + \alpha_3 FAM * Cash(a)_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Div_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 CF_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} + \alpha_9 \sum_{k=1}^n Year_{i,k} + \sum_{j=1}^n \alpha_7 IND_{j,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수명	예상 부호	모형 1 : $CAPEX_{it}$		모형 2 : $CAPEX_{it}$	
		계수값(α_1)	t-값	계수값(α_1)	t-값
Intercept		-0.00094	-0.15	0.00043	0.07
FAM_{it}	?	-0.00184	-1.82*	-0.00068	-0.69
$Cash(a)_{it}$	?	-0.00995	-2.67***	-0.00497	-1.78*
$FAM * Cash(a)_{i,t}$	+	0.01837	4.49***	0.00898	2.71***
$Size_{it}$	+	0.00022	0.99	0.00018	0.78
Div_{it}	-	0.04859	1.27	0.03765	1.00
BM_{it}	+	0.00171	7.45***	0.00173	7.52***
CF_{it}	+	0.00976	2.33**	0.01090	2.60***
LEV_{it}	-	0.00103	0.54	-0.00077	-0.41
$Year_{ik}$	?	[6] ^a		[0] ^a	
IND_{jt}	?	[10] ^a		[10] ^a	
N		3,155		3,155	
F-value		19.16***		18.59***	
수정 R^2		0.1796		0.1749	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 3>과 같음.

a. []안의 숫자는 10%수준에서 유의한 계수의 수(양측검증).

마지막으로 <표 8>은 본 논문의 세 번째 가설인 가족기업유무와 자본적 지출 투자에 따른 기업 성과간의 관계를 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 모형의 적합도를 나타내는 수정 R^2 가 종속변수로 광의의 현금비율($Cash(1)_{it}$)을 사용한 모형 1과 협의의 현금비율($Cash(2)_{it}$)을 사용한 모형 2에서 각각 14.91%, 13.19%를 나타내고 있으며 F값도 1%수준에서 모두 유의하게 나타났다.

<표 8> 가족기업에 따른 자본적 지출의 투자와 기업성과간의 관련성

가설 3. 가족기업이 비가족기업에 비하여 자본적 지출에 따른 기업성고가 더 높아질 것이다.

$$ROA_{i,t+1,t+2} = \delta_0 + \delta_1 FAM_{i,t} + \delta_2 CAPEX_{i,t} + \delta_3 FAM * CAPEX_{i,t} + \delta_4 Size_{i,t} + \delta_5 SG_{i,t} + \delta_6 LEV_{i,t} + \delta_7 CF_{i,t} + \delta_8 RND_{i,t} + \delta_9 AGE_{i,t} + \delta_{10} \sum_{k=1}^n Year_{i,k} + \delta_{11} \sum_{j=1}^n IND_{i,j} + \epsilon_{i,t}$$

변수명	예상 부호	모형 1 : $ROA_{i,t+1}$		모형 2 : $ROA_{i,t+2}$	
		계수값(δ_1)	t-값	계수값(δ_1)	t-값
Intercept		-0.14644	-6.35***	-0.15008	-6.28***
$FAM_{i,t}$	?	-0.00007	-0.02	-0.00041	-0.11
$CAPEX_{i,t}$	?	-0.21718	-1.26	-0.20357	-1.14
$FAM * CAPEX_{i,t}$	+	0.46719	2.84***	0.51090	3.00***
$Size_{i,t}$	+	0.00801	9.55***	0.00078	8.97***
$SG_{i,t}$	+	0.01754	4.56***	0.00439	1.10**
$LEV_{i,t}$	-	-0.09570	-15.00***	-0.09051	-13.69***
$CF_{i,t}$	+	0.31664	20.75***	0.27376	17.31***
$RND_{i,t}$	+	-0.21155	-2.03*	-0.34066	-3.16***
$AGE_{i,t}$	+/-	-0.00522	-3.24***	-0.00448	-2.68***
$Year_{i,k}$	?	[5] ^a		[5] ^a	
$IND_{j,t}$	?	[8] ^a		[9] ^a	
N		3,155		3,155	
F-value		72.71***		56.97***	
수정 R^2		0.2559		0.2116	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 3>과 같음.

a. []안의 숫자는 10%수준에서 유의한 계수의 수(양측검증).

가족기업($FAM_{i,t}$), 그리고 자본적 지출($CAPEX_{i,t}$)과 기업성과($ROA_{i,t+1}$, $ROA_{i,t+2}$)간의 유의한 계수를 나타내지 않았으나 본 연구에서 가설3을 검증한 핵심 변수인 가족기업과 자본적 지출의

교차변수($FAM * CAPEX_{i,t}$)는 양(+)의 값을 보여주고 있다. 이는 가족기업이 비가족기업에 비하여 자본적 지출한 것에 차후 긍정적인 경영성과를 가져온 것을 알 수 있다. 이외에 두 개의 모형에서 포함한 통제변수 들은 기업규모($Size_{it}$), 매출액 성장률(SG_{it}), 그리고 부채비율(LEV_{it}), 영업현금흐름(CFO_{it}), 그리고 기업연령(AGE_{it})은 모두 선행연구와 같이 예측대로 기업성과에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 즉, 기업규모가 클수록, 매출액 성장률이 높을수록, 현금흐름이 많을수록 미래에 기업성과가 호의적일 것으로 기대되며 부채비율이 높을수록, 연구개발비에 대한 투자가 많을수록, 그리고 기업연령이 높을수록 기업성과에 부정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 즉 연구개발에 대한 투자는 장기적으로 기업성과에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 볼 수 있으나 본 연구에서는 차기 2년 기업성과를 살펴보고 있기 때문에 이에 대한 비용을 지출한 것으로 인해 기업성과에 음(-)의 영향을 미치는 것을 보인다. 그리고 기업연령은 높을수록 신규기업의 산업진출로 경쟁이 심화되어 기업의 성과가 하락하는 것으로 볼 수 있다.

V. 추가분석

본 연구에서 많은 선행연구(Laporta 외 1999 ; Thomas 외 2007 ; 서대석 외 2009) 등에 따라 가족기업 포함 지분율기준으로 지분법적용기준인 20%를 사용하고 가족기업은 가족구성원이 직접 경영하는 것을 가족기업으로 정의하여 추가 분석하였다.

1. 가설 1의 검증결과

<표 9>는 본 논문의 첫 번째 가설인 가족기업유무와 현금보유량간의 관계를 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 모형의 적합도를 나타내는 수정 R^2 가 종속변수로 광의의 현금비율($Cash(1)_{it}$)을 사용한 모형 1과 협의의 현금비율($Cash(2)_{it}$)을 사용한 모형 2에서 각각 23.52%, 10.12%를 나타내고 있으며 F값도 1%수준에서 모두 유의하게 나타났다.

그리고 분석결과, 모형 1과 모형 2에서 모두 가족기업더미변수(FAM_{it})와 기업의 현금보유량($Cash(1)_{it}$, $Cash(2)_{it}$)간에 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계를 보여 FAM_{it} 의 회귀계수값 β_1 이 0이라는 귀무가설을 기각하고 가족기업이 비가족기업에 비해 자신들의 후세대와 가족의 명예를 지키기 위해 단기적 혜택을 취하지 않고 보유하고 있는 현금보유량을 낮출 것이라는 연구가설 1과 일관된 결과를 보이고 있다. 즉 가족기업의 지분율은 20%기준으로 정하였을 때도 본 논문의 <표 6>에서 제시한 결과와 동일한 것으로 보이고 음(-)을 의미한다.

〈표 9〉 가족기업과 현금보유수준간의 관련성

가설 1. 가족기업이 비가족기업에 비하여 현금보유수준이 적을 것이다.

$$Cash(a)_{it} = \beta_0 + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 NWC_{it} + \beta_6 Bmk_Ratio_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 STD_CF_{it} + \beta_9 Div_{it} + \beta_{10} RND_{it} + \beta_{11} LEV_{it} + \beta_{12} Group_{it} + \beta_{13} MSH_{it} + \beta_{14} FSH_{it} + \sum_{k=1}^n \beta_{15k} Year_{ik} + \varepsilon_{it}$$

변수명	예상 부호	모형 1 : $Cash(1)_{it}$		모형 2 : $Cash(2)_{it}$	
		계수값(β_1)	t-값	계수값(β_1)	t-값
Intercept		0.84039	10.60***	0.65279	6.41***
FAM_{it}	—	−0.02789	−4.63***	−0.02475	−3.20***
$Size_{it}$	—	−0.02488	−8.20***	−0.02290	−5.88***
BM_{it}	+	0.00956	4.57***	0.01283	4.78***
SG_{it}	+	−0.00792	−0.97	0.00298	0.28
NWC_{it}	—	0.08003	10.01***	0.00881	0.86
Bmk_Ratio_{it}	—	−0.12730	−9.83***	−0.16759	−10.08***
CF_{it}	+	0.26857	7.34***	0.14183	3.02***
STD_CF_{it}	+	0.00054	1.18	0.00051	1.64
Div_{it}	?	1.31568	4.33***	−0.13779	−0.35
RND_{it}	+	0.69833	4.38***	−0.01435	−0.07
LEV_{it}	—	−0.09662	−5.23***	0.31605	13.31***
$Group_{it}$	—	−0.00901	−1.07	−0.01749	−1.62
MSH_{it}	?	0.05243	2.53**	−0.01223	−0.46
FSH_{it}	?	0.12694	5.65***	0.15289	5.30***
$Year_{ik}$	?	[6] ^a		[2] ^a	
N		3,155		3,155	
F-value		56.48***		21.31***	
수정 R^2		0.2352		0.1012	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 2>와 같음.

a. []안의 숫자는 10%수준에서 유의한 계수의 수(양측검증).

2. 가설 2의 검증결과

<표 10>는 본 논문의 두 번째 가설인 가족기업유무와 자본적 지출에 투자의 관계를 회귀분석

한 결과를 보여주고 있다. 모형의 적합도를 나타내는 수정 R^2 가 종속변수로 광의의 현금비율($Cash(1)_{it}$)을 사용한 모형 1과 협의의 현금비율($Cash(2)_{it}$)을 사용한 모형 2에서 각각 21.46%, 20.78%를 나타내고 있으며 F값도 1%수준에서 모두 유의하게 나타났다.

분석결과, 모형 1에서만 가족기업더미변수(FAM_{it})와 기업의 자본적 지출에 투자($CAPEX_{it}$) 간에 1%수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보여 가족기업이 비가족기업에 비해보유되는 현금성 자산을 이용하여 장기적인 기업가치를 확대하기 위해 자본적 지출에 더 많이 투자할 것이라는 연구가설 2와 일관된 결과를 보이고 있다. 즉 가족기업의 지분율은 20%기준으로 정하였을 때도 본 논문의 <표 5>와 유사한 결과를 보이고 있다.

<표 10> 가족기업과 자본적 지출의 투자간의 관련성

가설 2. 가족기업이 비가족기업에 비하여 자본적 지출에 투자가 더 많을 것이다.

$$CAPEX_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{i,t} + \alpha_2 Cash(a)_{i,t} + \alpha_3 FAM * Cash(a)_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Div_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 CF_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} + \alpha_9 \sum_{k=1}^n Year_{i,k} + \sum_{j=1}^n \alpha_{10} IND_{j,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수명	예상 부호	모형 1 : $Cash(1)_{it}$		모형 2 : $Cash(2)_{it}$	
		계수값(α_1)	t-값	계수값(α_1)	t-값
Intercept		-0.00702	-1.16	-0.00449	-0.75
FAM_{it}	?	0.00023	0.30	0.00161	2.15**
$Cash(a)_{it}$	?	-0.00233	-0.89	-0.00045	-0.24
$FAM * Cash(a)_{i,t}$	+	0.01246	3.78***	0.00207	0.74
$Size_{it}$	+	0.00035	1.59	0.00027	1.26
Div_{it}	?	0.04824	1.42	0.03341	1.31
BM_{it}	+	0.00198	8.60***	0.00202	8.74***
CF_{it}	+	0.01176	2.88**	0.01335	3.28***
LEV_{it}	-	0.00221	1.16	0.00034	0.18
$Year_{ik}$	?	[6] ^a		[0] ^a	
IND_{jt}	?	[10] ^a		[7] ^a	
N		3,155		3,155	
F-value		21.46***		20.78***	
수정 R^2		0.1773		0.1724	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 2>와 같음.

a. []안의 숫자는 10%수준에서 유의한 계수의 수(양측검증).

3. 가설 3의 검증결과

<표 11>은 본 논문의 세 번째 가설인 가족기업유무와 자본적 지출에 투자에 따른 기업성과간의 관계를 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 모형의 적합도를 나타내는 수정 R^2 가 종속변수로 광의의 현금비율($Cash(1)_{it}$)을 사용한 모형 1과 협의의 현금비율($Cash(2)_{it}$)을 사용한 모형 2에서 각각 87.20%, 67.56%를 나타내고 있으며 F값도 1%수준에서 모두 유의하게 나타났다. 그리고 주요 관심변수의 회귀계수는 <표 5>의 결과와 유사한 것으로 나와 있다. 이는 가족기업의 지분율은 20%기준으로 분류하였을 때도 가족기업에 따른 자본적 투자는 기업성과에 긍정적인 영향을 미침을 알 수 있다.

<표 11> 가족기업에 따른 자본적 지출의 투자와 기업성과간의 관련성

가설 3. 가족기업이 비가족기업에 비하여 자본적 지출에 따른 기업성과가 더 높아질 것이다.

$$ROA_{i,t+1,t+2} = \delta_0 + \delta_1 FAM_{i,t} + \delta_2 CAPEX_{i,t} + \delta_3 FAM_{i,t} * CAPEX_{i,t} + \delta_4 Size_{i,t} + \delta_5 SG_{i,t} + \delta_6 LEV_{i,t} + \delta_7 CFO_{i,t} + \delta_8 RND_{i,t} + \delta_9 AGE_{i,t} + \delta_{10} \sum_{k=1}^n Year_{i,k} + \epsilon_{i,t}$$

변수명	예상 부호	모형 1 : $ROA_{i,t+1}$		모형 2 : $ROA_{i,t+2}$	
		계수값(δ_1)	t-값	계수값(δ_1)	t-값
Intercept		-0.16784	-7.60***	-0.16325	-7.12***
FAM_{it}	?	0.00381	1.40	0.00368	1.30
$CAPEX_{it}$	?	1.14127	1.30	0.16476	1.45
$FAM * CAPEX_{i,t}$	+	0.26054	2.19**	0.20758	1.68*
$Size_{it}$	+	0.00836	10.35***	0.00789	9.41***
SG_{it}	+	0.01585	4.45***	0.00485	1.31
LEV_{it}	-	-0.08584	-13.48***	-0.07950	-12.02***
CF_{it}	+	0.35608	24.27***	0.31434	20.63***
RND_{it}	+	-0.38347	-4.00***	-0.44701	-4.49***
AGE_{it}	+/-	-0.00443	-2.73***	-0.00426	-2.53**
$Year_{ik}$	?	[5] ^a		[5] ^a	
N		3,155		3,155	
F-value		87.20***		67.56***	
수정 R^2		0.2638		0.2167	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 2>와 같음.

a. []안의 숫자는 10%수준에서 유의한 계수의 수(양측검증).

VI. 결 론

본 연구는 기업의 현금보유수준에 영향을 미치는 다양한 요인을 선행연구를 통해 살펴본 후 이를 바탕으로 가족기업과 비가족기업이 보유현금 수준에 차이를 보이고 있는지를 검증하였다. 그리고 보유현금 수준에 따라 가족기업의 경우 향후 장기적 기업가치를 높이기 위해 비가족기업에 비해 자본적 지출 투자를 상대적으로 많이 하고 있는가를 분석하였으며, 이로 인하여 향후 기업성과가 높아지는지를 실증분석 하였다.

본 연구를 위해 한국신용평가의 KIS-Value에서 추출한 2004년부터 2010년 기간 중 비금융업 유가증권상장기업을 대상으로 최종 3,155개의 기업-연도 표본을 실증분석한 결과 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 가족기업은 비가족기업에 비해 자신들의 후세대와 가족의 명예를 지키기 위해 단기적 이익이나 혜택을 취하지 않아 현금보유 수준이 비가족기업보다 낮은 것으로 나타났다.

다음으로, 가족기업은 오히려 향후 기업가치를 높이기 위해 보유현금을 이용하여 자본적 지출에 더 많은 투자를 한다는 것을 알 수 있다.

마지막으로 가족기업이 보유현금을 이용하여 자본적 지출을 통해 기업성과에 미치는 영향은 검증한 결과 또한, 예측한 바와 같이 가족기업이 비가족기업에 비해 자본적 지출로 인하여 미래 기업성과가 양호한 것으로 나타났다.

그리고 추가분석에서 가족기업의 지분율을 20%기준으로 분류하여 이는 동시에 가족구성원은 경영참여를 고려하여 실증 분석하였으나 가족기업의 지분율을 5%기준으로 분류하여 분석한 결과와 유사하게 나타났다.

본 연구의 결과를 종합하면, 선행연구에서 기업의 현금보유수준에 미치는 요인으로 기업 지배 구조나 회계의 질과 같은 요인들을 살펴보았으나 본 연구에서는 이들을 바탕으로 가족기업을 대상으로 현금보유 수준과 함께 현금보유를 통하여 장기기업가치를 높이기 위하여 자본적 지출에 상대적으로 더 많은 투자하는지 여부 그리고 이로 인해 차후 기업성과가 향상되는지를 일관 적이고 순차적으로 분석하였다는 점에서 공헌점이 있다.

본 연구에서는 가족기업과 현금보유동기 또는 이에 따른 투자성향과 기업성과간의 관련성을 검증하는데 연구모형에서 사용하고 있는 통제변수들 외에 이에 영향을 미치는 다른 다양한 잠재적인 변수들이 생략될 수 있는 한계점이 있다. 또한, 최근 가족기업에서는 정보비대칭을 감소시키기 위해 보유현금을 이용하여 배당정책에 사용하는 경향도 있는 것으로 보고되고 있어 이에 대한 연구가 향후에 이루어질 필요성이 있다고 판단된다.

참고문헌

- 고윤성 · 라채원 · 신현한. 2007. “기업투명성과 현금보유 수준”. 경영학연구 제36권 제5호 : 1141-1165.
- 공재식. 2006. “우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인분석”. 재무연구 제19권 제1호 : 1-40.
- 김미형. 2007. “현금보유량이 기업의 가치에 미치는 영향”. 국제회계연구 제17집 : 183-203.
- 김성표. 2007. “기업의 소유구조가 현금보유 의사결정에 미치는 영향”. 경영학연구 제36권 제2호 : 739-763.
- 김성환 · 채수준 · 이호영. 2010. “지배구조 및 소유구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향 : 가족경영기업을 중심으로”. 경영학연구 제29권 제3호 : 797-833.
- 남영호 · 문성주. 2007. “가족기업과 비가족기업의 성과비교 : 거래소 상장기업을 중심으로”. 대한경영학회지 제20권 제1호(통권 60호) : 237-264.
- 박기동. 1981. 한국 가족기업에 관한 연구. 동아대학교 대학원 박사학위 논문.
- 박세열 · 신현한 · 박경진. 2010. “가족기업의 기업지배구조적 특성이 기업 가치 및 경영 성과에 미치는 영향”. Journal of Business Research 25(2) : 163-195.
- 박순홍 · 연감흠. 2009. “기업지배구조가 보유현금수준에 미치는 영향”. 재무연구 제22권 제2호 : 1-36.
- 박애영 · 이경태 · 이상철. 2006. “경영자 스톡옵션 보상과 주식소유가 연구개발투자에 미치는 영향”. 회계연구 제31권 제2호 : 89-126.
- 박종국 · 홍영은 · 서대석. 2009. “가족기업의 조세전략”. 회계정보연구 제28권 제4호 : 435-461.
- 빈기범 · 서은숙 · 송민규. 2006. “기업 현금성자산 보유와 기업가치에 대한 연구”. 한국증권연원.
- 서대석 · 문상혁 · 한정희. 2012. “현금보유 사례분석 : 현대자동차와 토요타자동차를 중심으로”. Korea Business Review 제16권 제3호 : 133-153.
- 서대석 · 박종국 · 홍영은. 2009. 가족지분율에 따른 기업성과의 차별적 특성. 대한경영학회 제22권 제6호 : 3379-3407.
- 심충진. 2011. 조세회피와 재투자 및 배당금 지급에 관한 연구. 세무학연구. 제28권 제1호 : 185-208.
- 유재욱 · 민대완. 2011. 한국가족기업의 지배구조와 성과간의 관계 : 환경역동성의 조절효과를 중심으로. 경영교육연구 제26권 제6호 : 43-64.
- 유정민 · 윤대희. 2013. “가족기업과 비가족기업의 원가 비대칭성 차이에 관한 연구”. 국제회계연구 제49집 : 81-102.
- 이창수 · 김완희. 2003. “기업의 소유구조와 연구개발투자”. 회계정보연구 제19권 : 67-81.
- 이한득. 2006. “국내기업의 현금보유 과도한가”. LG주간경제 : 34-38.
- 최수미. 2008. “현금보유의 결정요인과 가치평가”. 회계연구 제13권 제2호 : 1-21.
- 최원욱 · 전병욱 · 장금주. 2007. “상장 · 등록법인의 연구개발비 지출액과 배당금지급액의 관계

- 에 관한 실증분석”. 세무학연구 제24권 제4호 : 181—215.
- Ali, A., T. Y. Chen, Radhakrishnan, S. 2007. Corporate Disclosures by Family Firms. *Journal of Accounting and Economics* 44 : 238—286.
- Andres Christian. 2011. Family Ownership, Financing constraints and Investment Decisions. *Applied Financial Economics* 21 : 1641—1659.
- Barclay, Michael J., and Smith, Clifford, W., Jr., 1995. The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance* 50(2) : 609—631.
- Bellet, William, Barbara Dumn, Ramona K. Z. Heck, Peter Parady, John Powell and Nancy Bowman Upton. 1998. Familibusiness as a Field of Study : Task Force of International Family Business Program Association. The Task Force of the International Family Business Program Association, The Conell University Family Research Institute—Bronfenbrennder Life, World Wide Web.
- Chen, C. X., Lu, H., and T. Sougiannis. 2012. The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs. *Contemporary Accounting Research*. 49(3) : 199—536.
- Cheng, S. 2004. R&D Expenditures and CEO Compensation. *The Accounting Review* 79 : 305—328.
- Clifford, W., Jr., and Ross. L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 32 : 263—292.
- Diamond, Douglas W., 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies* 51(3) : 393—414.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes. 2003. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 : 111—133.
- Garver, J. J. and K. M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics* 16 : 125—160.
- Handler, Wendy C. 1989. Methodological Issue and Considerations in Studying Family Business. *Family Business Review* 2(3) : 257—275.
- Jung, Kooyul, Yong Cheol Kim, and René M. Stulz. 1996. Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision. *Journal of Financial Economics* 42 : 159—185.
- Kaplan, S. and L. Zingles. 1995. Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flows?. National Bureau of Economic Research.

- Keynes, J.M. 1936. The General theory of Employment, In : Interest and Money. Harcourt and Brace. London.
- Lank, A. G. 1994. The State of Family Business in Various Countries around the World. *Family Business Network Newsletter* No.9,3.
- Laporta, R., Lopes-silances, F., and Shleifer, A. 1999. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance* 54 : 471—517.
- Mayers, S.C, and R.G Rajan. 1998. the Paradox of Liquidity. *Quarterly Journal of Economics* 108 : 733—771.
- Minton, Bernadette A., and Schrand, Catherine. 1999. The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Costs of Debt and Equity Financing. *Journal of Financial Economics* 54 : 423—460.
- Morck, R. Shleifer, A. and Vishny, R. 1988. Management Ownership and Corporate Peformance. *Journal of Financial Economics* 20 : 293—315.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. 1999. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* 52 : 3—46.
- Ozkan, A., and N. Ozkan. 2004. Corporate Cash Holdings : An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking and Finance* 28 : 2103—2134.
- Pinkowitz, L., R. Stulz, and R. Williamson. 2006. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firms Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis. *Journal of Finance* 61 : 2725—2751.
- Reidel H. 1994 . Family Business in Germany. *Family Business Network Newsletter*. No.9, 6.
- Shanker, M. Carey and Joseph H. Astrchan. 1996. Myths and Realities : Family Business' Cpntribution to the US Economy-A Framework for Assessing Family Business Statistic. *Family Business Review*. 9(2) : 107—123.
- Stulz, R. 1988. Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economicsi* 20 : 25—54.
- Thomas, Z., Roger, M., and Urs, F.2007 . The Outperformance of Family Firms : The Role of Variance in Earnings Per Share and Analyst Forecast Dispersion on the Swiss Market. *Financial Markets and Porfolio Management* 21(2) : 203—220.
- Wang, D.2006. Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting and Research* 44 : 619—656.
- Westhead, P., and M. Cowling. 1998. Family Firm Research : The Need for a Methodological Rethink. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Fall, 31—56.

An Empirical Research on The Family Firm's Cash Holdings and Performance

Seo, Dae Seog* · Dang, Thi Ngoan**

— <Abstract> —

This study investigates the level of cash holdings in family firms, how family firms use holdings cash on investment and how firm's performance is improved through this compare to non-family firms. In details, we sample the companies listed in the Kis-Value from 2004 to 2010, excluding the financial companies.

Base on a comprehensive sample, we use regression analysis to test the level of cash holdings in family firms relative to non-family firms. And from this we investigates whether or not family firms use the higher level of cash holdings on capital expenditures' investment to protect future generations and firm's honor compare to non-family firms. An then, we test whether or not firm's performance in the futures is increased following to this capital expenditures' investment.

As expectation, we find that the level of cash holdings in family firms is lower and simultaneously family firms use more holdings cash on capital expenditures' investment than non-family firms. And the last empirical result also shows that relative to non-family firms, family firms gain more improved performance in the future due to capital expenditures.

According to these empirical results, we show the evidence about differential level of cash holdings between family firms and non-family firms. And by extension, we find the use of variation of cash holdings' level and simultaneously consider firm's future performance following this. Thus, this is contribution in our paper.

<Key words> Family Firm, Level of cash holdings, Capital expenditures, firm's performance

* Professor, School of Business, Yeungnam University, First Author

** Graduate School of Business Administration, Yeungnam University, Corresponding Author