

경영자의 위험회피성향에 따른 현금보유의 가치관련성

김선화* · 김형완**

<요 약>

본 연구는 경영자의 위험회피성향이 현금보유비율과 기업가치와의 관련성에 어떤 영향을 미치는지에 주목하고 있고 동시에 이러한 영향이 기업지배구조가 우수한 집단과 취약한 집단에서 차별적으로 발생하는지를 분석함을 목적으로 한다. 분석기간은 2011년부터 2017년까지이며, 유가증권 상장기업 중 비 금융업에 속하는 12월 결산법인을 대상으로 분석을 실시하였다.

본 연구는 네 가지 차원에서 분석을 실시하였으며, 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 전체기업을 대상으로 분석한 결과에서, 수익성이 좋은 전문경영자 기업이 다른 기업에 비하여 위험회피성향이 높은 것으로 밝혀졌다. 둘째, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 대리인비용이 증가하는 것으로 나타났으며, 셋째, 이러한 기업에서 위험회피성향에 따른 현금보유의 가치는 반감되는 것으로 나타났다. 넷째, 기업지배구조가 우수한 집단에서는 현금보유가치가 반감되지 않았으나 기업지배구조가 취약한 집단에서는 현금보유가치가 반감되는 것으로 나타났다. 연구결과를 종합해 볼 때, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우, 경영자의 특권적 소비와 비효율적인 자산운용으로 인해 대리인비용이 높게 발생하고 있고 투자자들은 이러한 기업에 대하여 보유현금의 가치를 부정적으로 평가하는 것으로 해석된다.

본 연구는 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 대리인비용이 높게 발생하고 있음을 검증하였다는 점에서 의의가 있으며, 대리인비용의 발생가능성이 높은 기업을 탐지하는 측면에서 투자자들의 의사결정에 도움을 줄 수 있을 것이다. 또한 투자자들이 이를 탐지하여 현금보유의 가치평가에 반영하고 있음을 검증하였다는 점에서 의의가 있다. 본 연구의 결과는 향후 대리인비용의 감소와 현금보유가치를 증가시키기 위한 경영자 및 투자자의 의사결정에 중요한 함의를 제공할 것이다.

<주제어> 위험회피성향, 현금보유, 대리인비용, 기업가치

* 전남대학교 경영연구소 연구원, 경영학 박사, hskj1220@naver.com, 주저자

** 송원대학교 금융세무경영학과 교수, kk5882@songwon.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2018년 7월 11일

1차수정일 2018년 10월 25일

게재확정일 2018년 11월 12일

I. 서 론

최근 국내 기업의 현금보유수준이 증가하고 있고, 특히, 대기업에서 이러한 현상이 두드러지고 있다. 또한 경영환경의 불확실성이 증가함에 따라 현금보유가 중요하게 인식되고 있는 상황이다. 기업의 미래현금흐름에 대한 불확실성이 높고 외부 자본시장으로부터 자본 조달이 어려워질수록 기업은 불확실한 상황에 대비하여 보유현금을 증가시킬 수 있다. 그러나 현금보유가 증가하면 경영자가 사적으로 유용할 가능성이 있기 때문에 경영자와 주주사이의 대리인 문제의 근원이 될 수 있다. 따라서 현금보유가 기업가치에 어떤 영향을 미칠 것인가는 투자자들이 현금 보유 증가에 대하여 어떤 측면을 보다 강하게 인식할 것인가에 따라 현금보유가 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있다. 선행연구들에서는 현금보유수준이 높을수록 기업가치가 낮아진다는 연구결과를 발표하였으며(Dittmar et al., 2003 ; Faulkender and Wang, 2006 ; Chen, 2008 ; 박춘광과 남현정, 2014), 이는 풍부한 현금이 경영자로 하여금 과도한 투자를 가능케 하여 기업가치를 감소시킨다는 것이다. 이와는 반대로 기업의 현금보유가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으며(Fresard, 2010), 투자자들이 현금보유에 따른 대리인 문제의 발생가능성 보다는 투자기회 등 불확실성에 대비하고 거래비용 절감 차원에서 기업의 보유현금증가를 긍정적으로 평가하는 것으로 보고하였다. 그러나 이는 어디까지나 경영자들이 현금보유를 증가시키는 경우 NVP(순현재가)가 양(+)인 프로젝트 등 위험 있는 투자일지라도 주주가치를 향상시킬 수 있는 의사결정을 할 것이라는 기대가 반영된 것으로 해석된다.

그러나 만약 위험회피적인 성향이 강한 기업의 경우, 경영자는 기업가치를 위한 위험 있는 투자를 선호하기 보다는 자신의 사적 효익을 극대화하기 위한 의사결정을 함으로써 대리인비용이 증가할 수 있다. 위험회피적인 성향이 강한 기업, 즉, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업의 경우, 자신이 경영하는 기업의 이익률이 목표기준점에 도달하였기 때문에 위험회피적일 수 있으며, 증가한 현금을 자신의 특권적 소비에 사용할 가능성이 높다. 또한 자신의 특권을 증가시키기 위한 비생산적인 자산의 구입, 왜곡된 투자의사결정, 업무태만 등으로 비효율적인 자산의 운용이 이루어질 수 있기 때문에(Stulz, 1990 ; 박춘광과 남현정, 2014), 이들 기업에서 위험회피성향이 높다면 대리인비용이 높게 발생할 수 있다. 따라서 위험회피성향이 높은 기업에서 대리인비용이 높게 발생할 수 있기 때문에 보유현금의 가치는 반감될 것이다. 보유현금이 주주가치 향상을 위한 투자안에 적절하게 사용되어 기업가치를 증가시키도록 하려면 위험회피성향을 갖는 기업특성을 파악할 필요가 있으며, 더 나아가 위험회피성향이 높은 경우 대리인비용이 높게 발생하는지, 그리고 그러한 개연성 때문에 보유현금가치가 위험회피성향에 의해 반감되는지를 검증하는 일은 경영자나 투자자들의 의사결정에 도움을 줄 것이다.

본 연구에서는 위험회피성향이 현금보유와 기업가치와의 관련성에 미치는 영향을 검증하며, 그러한 영향이 기업지배구조가 우수한 집단과 취약한 집단에서 차이를 보이는지를 검증한다. 이

러한 목적을 위하여 네 가지 차원에서 연구를 수행한다. 먼저, 가설 검증에 앞서 전체표본을 대상으로 어떤 특성을 갖는 기업이 위험회피성향이 높은지를 분석한다. 둘째, 위험회피성향이 높은 표본을 대상으로, 위험회피성향이 높으면 경영자가 사적 효익을 위한 의사결정을 함에 따라 대리인비용이 높게 발생하는지를 분석하며(가설 1 검증), 셋째, 위험회피성향이 높으면 현금보유와 기업가치와의 긍정적인 관련성이 약화되는지를 분석한다(가설 2 검증). 넷째, 이러한 관련성이 기업지배구조가 우수한 집단과 취약한 집단에서 차이를 보이는지를 검증한다(가설 3 검증).

분석결과, 첫째, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 것으로 나타났다. 둘째, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 대리인비용이 증가하였으며, 셋째, 이러한 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 현금보유가치는 반감되었다. 넷째, 지배구조가 우수한 집단에서는 현금보유가치가 반감되지 않았으나 지배구조가 취약한 집단에서는 현금보유가치가 반감되는 것으로 나타났다. 분석결과를 종합해 볼 때, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우, 경영자의 특권적 소비와 비효율적인 자산운용으로 인해 대리인비용이 높게 발생하고 있고 투자자들은 이러한 기업에 대하여 보유현금의 가치를 부정적으로 평가하고 있음을 알 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점이 있다. 첫째, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 대리인비용이 높게 발생하고 있음을 검증하였다는 점이다. 대리인비용이 높게 발생할 가능성이 있는 기업을 탐지하는 측면에서 투자자들의 의사결정에 중요한 단서를 제공할 것이다. 또한 투자자들이 이를 탐지하여 보유현금에 대한 가치평가에 반영하고 있음을 검증하였다는 점이다. 이러한 발견은 향후 대리인비용의 감소와 보유현금의 가치를 증가시키기 위한 경영자 및 투자자의 의사결정에 도움을 줄 것이다.

본 연구의 제Ⅱ장에서는 선행연구 검토와 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구방법과 표본선정에 대하여 기술하며, 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 제시한다. 끝으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결과에 대해 요약하고 시사점에 대해 기술한다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설설정

1. 선행연구 검토

현금보유와 관련하여 그 동안 많은 연구들이 수행되어왔으며, 크게 현금보유수준을 결정하는 요인에 대한 연구와 현금보유수준과 기업가치와의 관련성에 대한 연구로 분류할 수 있다. 이중 본 연구와 가장 관련성이 높은 현금보유와 기업가치와의 관련성에 대한 연구들을 살펴보고자

한다. 현금보유와 기업가치와의 관련성에 대한 연구는 현금보유가 기업가치에 미치는 영향, 현금보유와 기업가치 관련성에 있어 성장기회의 영향, 현금보유와 기업가치 관련성에 있어 자본제약의 영향, 현금보유와 기업가치 관련성에 있어 기업지배구조의 영향, 현금보유와 기업가치 관련성에 있어 정보비대칭의 영향, 현금보유와 기업가치 관련성에 있어 다각화 및 국제화의 영향 등으로 요약할 수 있다.

Dittmar et al.(2003), Faulkender and Wang(2006), Chen(2008), 박춘광과 남현정(2014)의 연구에서는 풍부한 현금이 경영자로 하여금 과도한 투자를 가능케 하여 기업가치를 감소시킨다는 결과를 보고하였다. 그러나 투자자들이 현금보유에 따른 대리인 문제의 발생가능성 보다는 투자 기회 등 불확실성에 대비하기 위한 예비적 동기차원에서 기업의 현금보유증가를 긍정적으로 평가하는 것으로 보고하였다(Fresard, 2010). 한편, Pinkowitz and Williamson(2004)은 성장기회가 많고 투자기회의 변동성이 큰 기업에서 현금보유의 가치가 높은 것으로 보고하였다.

Faulkender and Wang(2006)과 임병균 등(2011)의 연구에서는 기업이 외부 자본시장에서 자본을 조달하는 데 제약이 따를수록, 기업의 보유현금의 가치는 더욱 증가할 것으로 예측하였다. 이들의 연구에서는 기업의 현금배당 성향이 높을수록, 작은 기업일수록, 채권의 신용등급이 낮을수록, 즉 자본시장의 접근성 제약이 클수록 현금보유는 기업가치와 높은 관련성을 갖고 있음을 밝혔다. 또한 Denis and Sibilkov(2010)의 연구에 의하면, 재무적으로 제약이 있는 기업에서 보유현금의 가치가 더 높은 것으로 나타났으며, 이는 보유현금이 적을 때는 포기할 투자기회를 포착할 수 있다는 점에서 투자자들이 긍정적으로 평가한 것으로 해석하였다.

한편, Kalcheva and Lins(2007)의 주장에 의하면 소액주주에 대한 법적보호가 취약할수록 보유현금의 가치가 감소하였으며, Dittmar and Mahrt-Smith(2007)의 연구에서는 기업의 지배구조가 좋을수록 기업의 보유현금과 기업가치와의 긍정적인 관련성은 더욱 증가한다는 것을 보여주었다. Gompers et al.(2003)과 Bebchuk et al.(2005)는 지배구조평가결과 및 기관투자자지분율을 활용하여 분석한 결과, 지배구조가 좋은 기업의 현금보유가치는 그렇지 않은 기업에 비하여 높은 것으로 나타났으며, 현금보유로 인한 대리인비용이 감소함으로써 장기적인 기업가치가 높아진다는 결과를 보고하였다. 박순홍과 연강흠(2009)의 연구에서는 보유현금증가가 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 유의하게 나타났으며, 기업지배구조가 우수하여 대리인 문제 발생가능성이 낮은 기업에서 긍정적인 영향이 더 크게 나타나고 있음을 발견하였다. 기업이 미래현금의 불확실성 때문에 보유현금을 증가시키더라도 기업지배구조가 좋을 경우 경영자가 자신의 사적 효익을 추구하기 보다는 주주가치증가를 위한 의사결정을 하도록 효율적으로 감시하기 때문에 보유현금은 시장에서 보다 긍정적으로 평가받는 것으로 해석하였다. 김경태와 노희천(2012)의 연구에서는 순자산 및 당기순이익에 더하여 추가적으로 현금보유비율의 가치관련성이 존재함을 밝혔으며, 현금보유비율의 가치관련성은 소유지배과리도가 높아질수록 반감됨을 보고하였다. 그들은 이러한 결과에 대하여 기업지배구조가 좋지 않은 기업의 경우, 소유경영자가 현금을 대량적으로 사용할 개연성이 높기 때문에 투자자들이 부정적으로 평가하는 것으로 해석하였다.

Subramaniam et al.(2010)과 Tong(2011)은 현금보유의 가치가 하나의 사업부문을 가진 기업보다 다각화된 기업에서 낮게 나타나고 있음을 보고하였다. 박춘광과 남현정(2014)의 연구에서는 보유현금이 많을수록 기업가치가 낮아졌으며, 국제화될수록 부정적인 영향이 더 크게 나타나고 있음을 발견하였다. Chung et al.(2011)의 연구에서는 정보비대칭이 높은 기업에서는 보유현금에 따른 기업가치 증가가 작게 나타나고 있음을 보고하였다. 이는 높은 정보비대칭으로 인하여 경영자에 대한 감독이 쉽지 않고, 경영자의 의사결정을 이해하지 못할 경우, 경영자들이 사적 효익을 위해 현금을 유용할 가능성이 높다고 판단하는 결과로 해석하였다.

경영자의 위험회피성향이 재량적 투자에 영향을 미치고 있음을(Ghosh, et al., 2007) 고려할 때, 위험회피성향이 높은 기업에서 현금보유증가는 비효율적인 투자로 인하여 대리인비용이 높게 발생할 수 있다. 만약 투자자들이 이러한 가능성을 인지한다면 위험회피성향이 높은 기업에서 높은 현금보유는 부정적으로 평가될 수 있다. 그러나 이러한 관련성에 대한 선행연구를 찾아보기 어렵다.

2. 가설도출

기업은 위험을 감수하면서 더 높은 수익을 달성해야함에도 불구하고 기업과 특별한 관계가 없는 고용된 전문경영인은 자신의 효익(임기연장, 임금협상)을 위해 위험회피성향을 보일 수 있을 것이다. 대리이론(Jensen and Meckling, 1976)에서는 경영자가 자신의 지위와 보상을 위하여 장기적인 성장과 기업가치 제고보다는 단기적인 성과에 관심을 두는 경향이 있고 단기간에 이익이 실현되지 않는 장기투자에 소극적일 가능성이 높음을 주장하였다. 이는 전문경영자가 연구개발투자과 신규투자과 같은 위험부담이 크고 많은 노력을 필요로 하는 투자를 회피하고자하는 유인이 있음을 의미한다. 특히, 수익성이 동종 산업에 비하여 좋은 경우에 경영자는 경영활동에 수반된 위험을 축소하고자 하는 유인을 갖을 수 있다.

김동철(2007)의 연구에 의하면, 의사결정자의 위험부담경향이 판단기준점을 중심으로 하여 이익영역에 해당하는 산업평균이익률이상 영역에서는 위험회피성향을 보이며, 산업평균이익률 미만 영역에서는 위험추구경향을 보이는 것으로 보고되고 있다. 판단기준점으로서 산업평균이익률은 대리변수라 할 수 있다. 모든 경영자가 산업평균이익률에 대한 정확한 사전예측에 따른 의사결정을 하는 것은 아니라 할지라도 결국 개별 기업 경영자들의 판단기준점이 산업평균이익률에 수렴한다는 것이다(김동철, 2007). 경영자는 자신이 경영하는 기업의 이익률이 판단기준점 또는 목표기준점이 되는 동종 산업의 평균이익률에 미달하는 경우 목표수준에 도달하기 위한 선택으로 동일한 기대수익이 예상되는 경영대안 들 중에서 높은 변동성을 갖는 대안을 선택하게 됨으로써 위험 선호성향을 갖는 것으로 보고되고 있다(김동철, 2007). 반면, 경영자가 자신이 경영하는 기업의 이익률이 동종 산업의 평균이익률에 가까울수록 동일한 기대수익이 예상되는

경영대안 중에서 낮은 변동성의 대안을 선택하기 때문에 위험회피성향을 갖는다는 것을 실증적으로 검증하였다(김동철, 2007). 한편, 이러한 연구를 확장한 최웅용과 배현정(2011)의 연구에서는 경영자의 위험회피성향이 단순히 동종 산업 평균이익률 수준에 의해 결정되는 것은 아니며, 경영자의 포지션(지위)에 의해 결정됨으로써 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 강한 것으로 보고하였다. 선행연구에 근거할 때, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업은 이익률이 목표기준점에 도달하였기 때문에 위험회피적이며, 따라서 기업 가치 향상을 위한 위험 있는 투자안을 선호하기 보다는 자신의 사적 효익을 극대화하기 위한 의사결정을 할 가능성이 높다.

Anderson et al.(2003)는 경영자의 사적 효익을 극대화하기 위한 행위는 재량권이 높은 판매관리비와 같은 대리인비용을 증가시킨다고 주장하였다. 신성욱(2015)의 연구에 의하면, 대리인 문제가 큰 경우, 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 나타나고 있으며, 이는 매출액이 감소하더라도 경영자들이 자신의 특권적 소비를 줄이지 않기 때문이며, 전문경영자 기업에서 그러한 현상이 큰 것으로 보고되고 있다(양대천 등, 2013). 이러한 선행연구에 근거해 볼 때, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업의 경우, 자신이 경영하는 기업의 이익률이 목표기준점에 도달하였기 때문에 위험회피적일 수 있으며, 증가한 현금을 자신의 특권적 소비에 사용할 가능성이 높다. 따라서 이들 기업의 판매관리비가 증가할 것이다. 또한 이러한 기업의 경영자는 자신의 특권을 증가시키기 위한 비생산적인 자산의 구입, 왜곡된 투자의사결정, 적극적인 노력을 기울이지 않는 업무태만 등으로 비효율적인 자산의 운용이 이루어질 수 있다(Stulz, 1990 ; 박춘광과 남현정, 2014). 따라서 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높다면 대리인비용이 높게 발생할 것으로 예상하며, 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업의 경우 위험회피성향이 높으면 대리인비용이 높게 발생할 것이다.

일정수준의 현금을 기업 내부에 유보시킴으로써 영업활동을 원활하게 할 수 있고(Miller and Orr, 1966), 예상하지 못한 자금의 수요가 발생하는 경우를 대비할 수 있다. Han and Qiu(2007)의 연구에서는 현금흐름 불확실성이 높고 외부 자본시장으로부터 자본 조달이 어려울수록 기업은 불확실한 상황에 대비하여 보유현금을 증가시킬 수 있음을 주장하였다. 이처럼 기업들은 거래비용을 절감하고 불확실한 상황에 대비하고자 현금보유비율을 높이는 경향이 있다. 그러나 현금보유가 증가하면 경영자가 사적으로 유용할 가능성이 높기 때문에 경영자와 주주사이의 대리인 문제의 근원이 될 수 있다. 따라서 기업가치 증진을 위해서는 기업의 적정 현금수준을 어떻게 유지해야 할 것인가가 관건이며, 투자자들이 기업의 현금보유수준을 어떻게 평가할 것인가는 학계의 관심사가 되었고, 이와 관련한 많은 선행연구들이 이루어져왔다. Dittmar et al.(2003), Faulkender and Wang(2006), Chen(2008), 박춘광과 남현정(2014)의 연구에서는 현금보유수준이

높을수록 기업가치가 낮아진다는 연구결과를 발표하였으며, 현금보유비율이 높아질수록 경영자가 과도한 투자를 실행할 수 있기 때문에 투자자들이 높은 현금보유에 대해 부정적으로 평가하는 것으로 보고하였다. 그러나 이와는 반대로 투자자들이 현금보유에 따른 대리인 문제의 발생 가능성 보다는 투자기회 등 불확실성에 대비하기 위한 예비적 동기차원에서 기업의 현금보유증가를 긍정적으로 평가하는 것으로 보고하였다(Fresard, 2010). 이처럼 현금보유에 대한 투자자의 평가는 상반되게 나타나고 있다.

2008년 금융위기는 국내의 금융산업 뿐만 아니라 산업 전반에 걸쳐 장기간 동안 영향을 미쳤으며, 금융위기로 인한 금융채권 및 금융시장의 장기적인 위축은 외부 자본시장을 통한 현금조달을 어렵게 만들었다. 이러한 경영환경의 변화로 인해 기업들이 외부 자본시장의 접근성에 제약을 받게 되면서 투자자들은 기업의 현금보유를 중요하게 인식하게 되었고(송민섭, 2014), 투자자들은 현금보유의 증가를 긍정적으로 평가하는 것으로 나타났다(김경태와 노희천, 2012). 이처럼 투자자들이 불확실성에 대비하고 외부자본조달의 어려움과 거래비용절감 차원에서 기업의 보유현금의 증가를 긍정적으로 평가할지라도 이는 어디까지나 증가한 보유현금이 주주가치 향상을 위한 투자에 쓰여질 것이라는 기대가 반영된 것이다. 그러나 앞에서 논의 되었듯이 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우, 경영자의 특권적 소비 및 업무태만과 비효율적인 자산운용으로 대리인비용이 높게 발생할 가능성이 있다. 따라서 투자자들은 이러한 기업에 대한 보유현금의 가치를 긍정적으로 평가하지 않을 것이다. 만약 가설 1이 지지되는 경우, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높다면 보유현금의 가치는 약화될 것이다. 이와 관련된 가설은 다음과 같다.

가설 2 : 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 현금 보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성은 약화될 것이다.

경영자의 위험회피성향에 따른 현금보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성의 약화정도는 기업지배구조에 따라 차별적으로 나타날 수 있다. 기업지배구조가 우수한 기업일수록 경영자의 사적 효익 추구를 효과적으로 통제하여(박순홍과 연강흠, 2009) 대리인비용이 감소하는 것으로 보고되고 있다(김문태와 박길영, 2009). 이러한 선행연구에 기초할 때, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 기업지배구조가 우수하다면 위험회피성향이 높다하더라도 대리인비용이 높게 발생하지 않을 것이며, 따라서 현금보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성은 약화되지 않을 것이다. 반면, 지배구조가 취약한 기업에서는 위험회피성향이 높을 경우 현금보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성은 약화될 것이다. 따라서 아래와 같은 가설을 도출한다.

가설 3 : 기업지배구조가 취약한 기업에서는 위험회피성향에 따른 현금보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성이 약화될 것이다. 그러나 기업지배구조가 우수한 기업에서는 이러한 관련성이 나타나지 않을 것이다.

III. 연구방법 및 표본선정

1. 연구모형

본 연구는 어떤 기업이 위험회피성향을 갖는지를 분석하고, 그러한 기업을 대상으로 위험회피성향이 높으면 대리인비용이 높게 발생하는지, 그러한 기업의 현금보유가치가 반감되는지를 검증한다. 더 나아가 그러한 관련성이 기업지배구조가 우수한 집단과 취약한 집단에서 차이를 보이는지를 검증한다. 이러한 목적을 위하여 본 연구는 다음과 같이 4단계로 연구를 진행하며, 분석대상표본은 아래의 <그림 1>과 같이 분류한다. 먼저, 전체표본을 대상으로 선행연구에 근거하여 그룹 1에 해당하는 기업이 위험회피성향이 높은지를 분석한다. 그룹 1은 1의 값으로 설정하며, 그룹 2, 3, 4는 0의 값을 갖는 더미변수로 설정한다. 둘째, 위험회피성향이 높은 기업을 대상으로, 즉, 그룹 1을 대상으로, 위험회피성향이 높으면 경영자가 사적 효익을 위한 의사결정을 함에 따라 대리인비용이 높게 발생하는지를 분석한다(가설 1 검증). 셋째, 그룹 1을 대상으로, 위험회피성향이 높을 경우 현금보유와 기업가치와의 긍정적인 관련성이 약화되는지를 분석한다(가설 2 검증). 넷째, 그룹 1을 대상으로, 이러한 관련성이 기업지배구조가 우수한 집단과 취약한 집단에서 차이를 보이는지를 검증한다(가설 3 검증).

<그림 1> 분석을 위한 그룹의 분류

	수익성이 좋은 기업	수익성이 좋지 않은 기업
전문경영자 기업	그룹 1 (수익성이 좋은 전문경영자 기업)	그룹 2 (수익성이 좋지 않은 전문경영자 기업)
소유경영자 기업	그룹 3 (수익성이 좋은 소유경영자 기업)	그룹 4 (수익성이 좋지 않은 소유경영자 기업)

먼저, 선행연구(최용용과 배현정, 2011)에 의하면, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 것으로 검증되고 있다. 따라서 본 연구에서는 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은지를 검증하고자 하며, 아래와 같은 (1식)을 설정한다. 관심변수($dProfit_{i,t}^H * P - CEO_i$)는 더미변수로서 수익성이 좋은 전문경영자 기업이면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 선행연구에서는 수익성 변수로서 ROA나 ROE를 사용하고 있으나(김동철, 2007 ; 최용용과 배현정, 2011) 본 연구에서는 John et al.(2008)의 연구를 바탕으로 현금흐름의 변동성에 근거하여 경영위험을 측정한다. 이는 경영위험선호가 높은 경우에 기업의 현금흐름변동성이 클 것으로 예상되기 때문이다. 본 연구에 이용된 경영위험은 기업의 영업활동에 내재된 위험으로 투자의사결정시 경영자가 통제할 수 있는

위험으로서 투자위험과 같은 의미로 사용된다(John et al., 2008 ; 국찬표와 강윤식, 2010). 여기서 경영자 위험회피성향은 송동엽(2014)의 연구에서처럼 7년간의 총자산 대비 EBITDA¹⁾의 표준편차를 사용하며,²⁾ 동종 산업 대비 중위수 이하이면 위험회피성향이 높은 것으로 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. EBITDA는 영업활동을 통한 현금창출능력을 나타내는 지표로서 이자비용이 이익에 포함되기 때문에 자기자본과 타인자본에 대한 기업의 실질적인 이익창출능력을 나타내고 또한 현금지출이 없는 비용을 비용에서 차감함으로써 영업활동을 통해 벌어들인 기업의 현금창출능력을 나타낸다.

신현환과 장진호(2005)와 배현정과 김원신(2016)의 연구에서는 최고경영자가 사업보고서에서 최대주주 또는 최대주주의 특수관계인으로 보고된 경우에 소유경영자로 구분하고, 이에 해당하지 않는 경우에는 전문경영자로 분류하였다. 따라서 본 연구에서는 신현환과 장진호(2005), 배현정과 김원신(2011)의 연구에 기초하여, 소유경영자와 전문경영자를 구분하였으며, 연속적으로 7년 동안 전문경영자 기업이면 1, 연속적으로 7년 동안 소유경영자 기업이면 0의 값을 갖는다. 통제변수는 선행연구(최용용과 배현정, 2011)에서처럼 위험성향에 영향을 미치는 변수를 포함하며, 기업규모($Size_t$), 부채비율($Leverage_t$), 영업현금흐름(CFO_t)을 포함한다. 그 밖에 매출액성장성($S-Growth_t$)과 기업 연령($Firm-Year_t$)을 포함하며, 산업더미($dIndustry_t$)와 연도더미($dYear_t$) 변수를 통제한다.

$$dRisk-A^H_t = \alpha + \beta_1 dProfit_t^H * P-CEO_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 S-Growth_t + \beta_6 Firm-Year_t + \beta_7 dIndustry_t + \beta_8 dYear_t + \epsilon_t \quad (1식)$$

$dRisk-A^H_t$	= 위험회피성향[(EBITDA/총자산)의 표준편차가 중위수 이하이면 경영자의 위험회피성향이 높은 기업으로 1, 그렇지 않으면 0]
$dProfit_t^H * P-CEO_t$	= 더미변수(수익성이 좋은 전문경영자 기업이면 1, 그렇지 않은 기업이면 0)
$Size_t$	= 기업규모(총자산의 자연로그 값)
$Leverage_t$	= 부채비율(총부채/총자산)
CFO_t	= 영업현금흐름(영업현금흐름/기초총자산)
$S-Growth_t$	= 매출액성장성[(당기매출액-전기매출액)/전기총자산]
$Firm-Year_t$	= 기업 연령(설립 이후 존속 연도)
$dIndustry_t$	= 산업 더미변수(해당 산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0) ³⁾
$dYear_t$	= 연도 더미변수(해당 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0)

다음에서는 그룹 1(수익성이 좋은 전문경영자 기업)을 대상으로, 가설 1를 검증하기 위하여

1) EBITDA는 다음과 같이 계산된다.

당기순이익 + 순이자비용 + 법인세비용 + 감가상각비 + 무형자산상각비

2) 7년간의 총자산 대비 EBITDA의 표준편차를 계산하기 위한 자료는 2005년부터 사용되었다.

3) 산업더미변수는 한국신용평가정보(주)의 산업중분류기준을 적용하여 분류한다.

(2식)을 설정하였다. 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높으면 경영자가 사적 효익을 위한 의사결정을 함으로써 대리인비용이 높게 발생하는지를 검증하고자 한다. (2식)에서 위험회피성향($dRisk - A^H_t$)이 대리인비용1[$Agent - C1_t$: 판매관리비(판매관리비/매출액)]과 대리인비용2[$Agent - C2_t$: 자산효율성(총매출/총자산)]에 미치는 영향을 분석하기 위함이다. 본 연구에서는 대리인비용을 재무제표 상의 수치화된 자료를 활용한 선행연구를 토대로 두 가지를 사용한다. 첫째, 비용의 관점에서 김보영과 정균범(2014)의 연구에서는 경영자의 사적 효익을 위한 비용으로서 경영자의 재량권이 높은 판매관리비(판매관리비/매출액)를 대리인비용의 대용치로 활용하였다. 본 연구에서도 선행연구에 근거하여 대리인비용의 대용치로 판매관리비의 비율을 사용한다. 둘째, 자산활용의 관점에서, 자산효율성은 경영자의 노력수준을 의미하기 때문에 대리인비용의 측정치로 이용된다(Ang et al., 2000 ; Florackis and Ozkan, 2004 ; 김문태와 박길영, 2009 ; 배현정과 박길영, 2010). 이는 경영자의 왜곡된 투자의사결정이나 비생산적인 자산구입과 업무태만 등을 측정할 수 있는 지표로 볼 수 있기 때문이다. 따라서 본 연구에서도 이러한 선행연구에 근거하여 자산효율성을 대리인비용의 대용치로 사용한다.

종속변수인 대리인비용에 영향을 미치는 통제변수로서 선행연구에서 검증된 변수를 사용한다. 기업규모($Size_t$)가 대리인비용에 영향을 미치는 것으로 보고되고 있고(김문태와 박길영, 2009), 부채비율($Leverage_t$)이 높을수록 부채에 대한 채권자의 경영감시활동으로 인해 정보비대칭이 완화됨으로써 대리인비용이 감소되는 것으로 보고되고 있다(신준용과 변동현, 2002). 외국인투자자는 경영자에 대한 감시능력이 뛰어나기 때문에 대리인비용이 줄어드는 것으로 보고되고 있어(배현정과 박길영, 2010) 외국인지분율($Foreign - S_t$)을 연구모형에 포함한다. 영업현금흐름(CFO_t), 매출액성장성($S - Growth_t$), 기업 연령($Firm - Year_t$)이 대리인비용에 영향을 미칠 것으로 예상하여 통제한다. 그 밖에 산업효과($dIndustry_t$)와 연도효과($dYear_t$)를 통제한다. 수익성이 좋은 전문경영자 기업(그룹 1)에서 $dRisk - A^H_t$ 가 $Agent - C1_t$ 과 양(+)의 관련성을, $Agent - C2_t$ 와는 음(-)의 관련성을 가질 것으로 예상된다.

$$\begin{aligned} Agent - C(1, 2)_t = & \alpha + \beta_1 dRisk - A^H_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 CFO_t \\ & + \beta_5 Foreign - S_t + \beta_6 S - Growth_t + \beta_7 Firm - Year_t + \beta_8 dIndustry_t \\ & + \beta_9 dYear_t + \epsilon_t \end{aligned} \quad (2식)$$

$Agent - C$ = 대리인비용에 대한 변수

$Agent - C1_t$ = 판매관리비(판매관리비/매출액)

$Agent - C2_t$ = 자산효율성(총매출/총자산)

$dRisk - A^H_t$ = 위험회피성향[(EBITDA/총자산)의 표준편차가 중위수 이하이면 경영자의 위험회피성향이 높은 기업으로 1, 그렇지 않으면 0]

$Size_t$ = 기업규모(총자산의 자연로그 값)

$Leverage_t$ = 부채비율(총부채/총자산)

CFO_t = 영업현금흐름(영업현금흐름/기초총자산)

$Foreign-S_i$ =외국인지분율

$S-Growth_i$ =매출액성장성[(당기매출액-전기매출액)/전기총자산]

$Firm-Year_i$ =기업 연령(설립 이후 존속 연도)

$dIndustry_i$ =산업 더미변수(해당 산업에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0)

$dYear_i$ =연도 더미변수(해당 연도에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0)

본 연구에서는 가설 2와 가설 3의 검증을 위해 (3식)을 설정한다. (3식)에서 종속변수는 기업 가치로서 토빈-Q비율($Tobin-Q_i$)을 사용한다. 토빈-Q비율은 보통주와 우선주의 시가총액에 부채총액을 합산한 금액을 총자산으로 나누어 측정한다. (3식)에서 현금보유비율($Cash-H_i$)⁴⁾은 선행연구들에서 다양한 측정치를 이용하고 있다. Dittmar et al.(2003)과 신민식과 김수은(2010)의 연구에서는 현금보유비율로서 현금과 현금등가물을 (총자산-현금과 현금등가물)로 나눈 값을 사용하였다. 신동령(2013)은 현금 및 현금등가물과 유가증권을 합한 금액을 총자산으로 표준화한 값을 이용하였다. 김성표(2007)는 현금 및 현금등가물과 단기금융상품의 합계액을 (총자산-현금 및 현금등가물)로 나눈 현금보유비율을 이용하였다. 또한 박순홍과 연강흠(2009)의 연구에서는 현금보유비율로서 현금 및 현금등가물에 시장성 유가증권을 합한 금액을 총자산으로 표준화한 값을 이용하였다. 본 연구에서는 운전자본의 사용 범위수준을 고려하여(Harford et al., 2008) 김경태와 노희천(2012) 및 김선화와 김영오(2015)의 방법에 따라 현금 및 현금등가물에 단기금융상품을 합산한 금액을 현금보유액으로 산정한다. 현금성자산과 단기금융상품은 현금과 유사한 유동성이 있으며, 현금으로 전환하기 쉽기 때문이다. 현금보유비율($Cash-H_i$)은 현금보유액을 총자산으로 나눈 값이다.

(3식)에서 관심변수는 현금보유비율($Cash-H_i$)과 경영자의 위험회피성향($dRisk-A^H_i$)의 상호작용항($Cash-H_i*dRisk-A^H_i$)이며, $Tobin-Q_i$ 와 음(-)의 관련성을 갖을 것으로 기대한다. 즉, 현금보유비율이 높을수록 기업가치가 높을지라도 경영자의 위험회피성향이 높다면 현금보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성이 약화될 것으로 예측한다. (3식)에서 $Cash-H_i*dRisk-A^H_i$ 가 $Tobin-Q_i$ 에 미치는 영향이 지배구조가 우수한 집단과 지배구조가 취약한 집단⁵⁾에서 차이가 있는지에 대한 가설 3을 검증하며, 두 그룹 사이에 차이가 있을 것으로 예상한다.

통제변수에 대해서는 선행연구들(고운성과 오원정, 2006 ; 강신애와 민상기, 2010 ; 김경태와 노희천, 2012 ; 송민섭, 2014)에서 기업가치에 영향을 미치는 것으로 보고된 총자산이익률(ROA_i), 매출액성장성($S-Growth_i$), 배당률($Dividend_i$), 체계적 위험($Beta_i$), 기업규모($Size_i$), 부채

4) 일반적으로 투자자들이나 재무분석가들은 기업의 현금총액을 사용하는 경향이 있으며, 초과보유현금수준에 대한 투자자의 평가기준이 상이할 수 있기 때문에 선행연구(김경태와 노희천, 2012)처럼 현금보유비율에 초점을 둔다.

5) 본 연구에서는 기업지배구조에 대한 자료를 박순홍과 연강흠(2009)의 연구에서처럼 한국기업지배구조원에서 공시하는 자료를 이용한다. 지배구조등급을 이용하여 B+이상이면 지배구조가 우수한 기업으로, B+미만이면 지배구조가 취약한 기업으로 분류하였다.

비율(*Leverage_t*)을 통제한다. 그 밖에 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 기업 연령(*Firm-Year_t*)과 산업더미(*dIndustry_t*) 및 연도더미(*dYear_t*)변수를 통제한다.

$$\begin{aligned} \text{Tobin}-Q_t = & \alpha + \beta_1 \text{Cash}-H_t + \beta_2 \text{Cash}-H_t * d\text{Risk}-A_t^H + \beta_3 d\text{Risk}-A_t^H + \beta_4 \text{ROA}_t \\ & + \beta_5 S-\text{Growth}_t + \beta_6 \text{Firm}-\text{Year}_t + \beta_7 \text{Dividend}_t + \beta_8 \text{Beta}_t \\ & + \beta_9 \text{Size}_t + \beta_{10} \text{Leverage}_t + \beta_{11} d\text{Industry}_t + \beta_{12} d\text{Year}_t + \epsilon_t \end{aligned} \quad (3\text{식})$$

Tobin-Q_t = 토빈-Q비율[(보통주시가총액+우선주시가총액+총부채)/총자산]

Cash-H_t = 현금보유비율[(현금 및 현금등가물+단기금융상품)/총자산]

*Cash-H_t*dRisk-A_t^H* = 현금보유비율과 위험회피성향의 상호작용항

dRisk-A_t^H = 위험회피성향(EBITDA/총자산)의 표준편차가 중위수 이하이면 경영자의 위험회피성향이 높은 기업으로 1, 그렇지 않으면 0]

ROA_t = 총자산이익률(당기순이익/기초총자산)

S-Growth_t = 매출액성장성[(당기매출액-전기매출액)/전기총자산]

Firm-Year_t = 기업 연령(설립 이후 존속 연도)

Dividend_t = 배당률(현금배당/총자산)

Beta_t = 체계적 위험(60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험)

Size_t = 기업규모(총자산의 자연로그 값)

Leverage_t = 부채비율(총부채/총자산)

dIndustry_t = 산업더미(해당 산업에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0)

dYear_t = 연도더미(해당 연도에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0)

2. 표본의 선정

본 연구의 표본기간은 2011년부터 2017년까지이다. 분석기간을 2011년 이후로 선택한 것은 한국지배구조원에서 지배구조 등급을 2011년부터 공시하고 있기 때문이다. 본 연구에서는 유가증권 주권상장기업 중 비금융업에 속하면서 결산월이 12월인 기업을 대상으로 하였다. 금융업의 경우 재무제표 계정과목의 특성이 다른 업종들과 상이하여 표본선정과정에서 제외하였다. 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율이 1이상인 기업은 자본잠식기업이기 때문에 측정상의 오류가 발생할 수 있어 제외하였다. 그 밖에 재무자료를 이용하기 어려운 기업은 제외하였다. 또한 7년 연속 전문경영자 기업과 소유경영자 기업이 아닌 기업은 제외 하였다. 이는 위험회피성향이 경영자의 성향인지, 아니면 기업의 성향인지를 구분하기 위해서이다. 적어도 7년간(표본기간) 전문경영자 기업 체제를 유지하는 경우 위험회피성향이 어느 정도 경영자 특성을 반영할 수 있기 때문이다.⁶⁾ 재무자료는 한국신용평가정보(주)에서 제공하는 KIS-VALUE 데이터베이스로부터 수집하였다.

6) 이러한 문제와 관련하여 제언을 해주신 심사자님께 감사드린다.

〈표 1〉 표본의 선정

표본의 선정기준	표본 수
유가증권시장 주권상장기업 중 12월 결산법인에 속한 기업 (2011년부터 2017년까지 기업-연 자료)	4,697
(-) 부채비율(총부채/총자산)이 1 이상인 기업	
(-) 추가자료를 이용할 수 없는 기업	
(-) 기타재무자료를 이용할 수 없는 기업	
(-) 7년 연속 전문경영자 기업과 소유경영자 기업이 아닌 기업 ⁷⁾	
전체표본	1,838
수익성이 좋은 전문경영자 기업	308

IV. 실증분석결과

1. 기술통계

주요변수에 대한 기술통계량은 <표 2>에서 제시한바와 같다. 패널 A는 전체표본에 대한 기술통계량을 나타내며, 패널 B는 수익성이 좋은 전문경영자 기업에 대한 기술통계량을 나타낸다. 패널 A의 결과에 의하면, 위험회피성향($dRisk - A^H_i$)의 평균값은 0.498이며, 이는 표본기업의 (EBITDA/총자산)의 중위수 기준으로 중위수 이하이면 위험회피성향이 높은 기업으로 분류하였기 때문이다. 수익성이 좋은 전문경영자 기업($dProfit^H_i * P - CEO_i$)의 평균값은 0.168로 전체표본의 16.8%를 차지한다. 기업규모($Size_i$)의 평균은 26.793이며, 부채비율($Leverage_i$)의 평균값은 0.412로 총자산 대비 41.2%임을 알 수 있다. 영업현금흐름(CFO_i)의 평균값은 0.042로 총자산 대비 4.2%이며, 매출액성장성($S - Growth_i$)의 평균값은 0.041로 표본기업의 매출액성장률은 총자산 대비 약 4.1%인 것으로 나타났다. 기업 연령($Firm - Year_i$)의 평균값은 42.590으로 표본기업의 평균 존속기간은 약 42년임을 알 수 있다.

패널 B의 결과에 따르면, 수익성이 좋은 전문경영자 기업의 토빈-Q비율($Tobin - Q_i$)의 평균값은 1.083이며, 현금보유비율($Cash - H_i$)의 평균값은 0.109로 나타났다. 총산이익률(ROA_i)의 평균값은 0.049로 총자산 대비 4.9%이며, 매출액성장성($S - Growth_i$)의 평균값은 0.070로 총자산 대비 7.0%임을 알 수 있다.

7) 개별기업의 사업보고서에서 대표자 성명을 확인하고 주주의 현황과 임직원 현황자료를 토대로 전문경영자와 소유경영자를 조사한 결과, 전문경영자의 경우 7년간 교체되지 않은 기업수가 많지 않아 통계분석을 위한 충분한 표본을 확보하기 어려웠다. 따라서 7년간 전문경영자 체제를 유지하는 기업과 소유경영자 체제를 유지하는 기업을 분석 표본에 포함하였으며, 이에 해당하지 않은 기업은 제외하였다.

〈표 2〉 기술통계

패널 A : 전체 표본(N : 1,838)					
	최소값	최대값	평균	중위수	표준편차
$dRisk - A^H_t$	0.000	1.000	0.498	0.000	0.497
$dProfit^H_t * P - CEO_t$	0.000	1.000	0.168	0.000	0.374
$Size_t$	24.130	30.817	26.793	26.544	1.422
$Leverage_t$	0.017	0.852	0.412	0.412	0.195
CFO_t	-0.156	0.228	0.042	0.040	0.065
$S - Growth_t$	-0.490	0.696	0.041	0.022	0.176
$Firm - Year_t$	7.000	120.000	42.590	42.000	18.460
패널 B : 수익성이 좋은 전문경영자 기업(N : 308)					
	최소값	최대값	평균	중위수	표준편차
$Tobin - Q_t$	0.370	5.270	1.083	0.921	0.565
$Cash - H_t$	0.001	0.510	0.109	0.071	0.115
$dRisk - A^H_t$	0.000	1.000	0.501	1.000	0.498
ROA_t	-0.125	0.157	0.049	0.051	0.042
$S - Growth_t$	-0.453	0.696	0.070	0.050	0.172
$Dividend_t$	0.000	0.049	0.011	0.009	0.011
$Beta_t$	0.111	1.702	0.707	0.663	0.331
$Size_t$	24.130	29.610	26.829	26.731	1.265
$Leverage_t$	0.043	0.793	0.387	0.394	0.169
CFO_t	-0.156	0.228	0.063	0.062	0.059
$Foreign - S_t$	0.000	0.993	0.121	0.039	0.204
$Agent - C1_t$	0.001	0.417	0.087	0.051	0.090
$Agent - C2_t$	0.015	2.873	1.050	0.910	0.570
$Firm - Year_t$	7.000	102.000	40.227	42.000	17.288

주) $dRisk - A^H_t$ = 위험회피성향[(EBITDA/총자산)의 표준편차가 중위수 이하이면 경영자의 위험회피성향이 높은 기업으로 1, 그렇지 않으면 0]; $dProfit^H_t * P - CEO_t$ = 더미변수(수익성이 좋은 전문경영자 기업이면 1, 그렇지 않은 기업이면 0); $Size_t$ = 기업규모(총자산의 자연로그 값); $Leverage_t$ = 부채비율(총부채/총자산); CFO_t = 영업현금흐름(영업현금흐름/기초총자산); $S - Growth_t$ = 매출액성장성[(당기매출액 - 전기매출액)/전기총자산]; $Firm - Year_t$ = 기업 연령(설립 이후 존속 연도); $Tobin - Q_t$ = 토빈-Q비율[(보통주시가총액 + 우선주시가총액 + 총부채)/총자산]; $Cash - H_t$ = 현금보유비율[(현금 및 현금등가물 + 단기금융상품)/총자산]; ROA_t = 총자산이익률(당기순이익/기초총자산); $Dividend_t$ = 배당률(현금배당/총자산); $Beta_t$ = 체계적 위험(60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험); $Foreign - S_t$ = 외국인지분율; $Agent - C1_t$ = 판매관리비(판매관리비/매출액); $Agent - C2_t$ = 자산효율성(총매출/총자산).

배당률(*Dividend_t*)의 평균값은 0.011로 총자산 대비 1.1%를 차지하며, 체계적 위험(*Beta_t*)의 평균값은 0.707이다. 기업규모(*Size_t*)의 평균값은 26.829이며, 부채비율(*Leverage_t*)의 평균값은 0.387로 총자산 대비 38.7%임을 알 수 있다. 영업현금흐름(*CFO_t*)의 평균값은 0.063으로 총자산 대비 6.3%으로 나타났다. 외국인지분율(*Foreign-S_t*)의 평균값은 0.121로 12.1%이다. 대리인비용으로서 판매관리비(*Agent-CL_t*)의 평균값은 0.087로 매출액 대비 8.7%이며, 자산효율성(*Agent-C2_t*)의 평균값은 1.050으로 매출액이 총자산 대비 105%임을 알 수 있다. 기업연령(*Firm-Year_t*)의 평균값은 40.227로 표본 기업의 평균 존속기간은 약 40년인 것으로 나타났다.

2. 상관분석

주요변수에 대한 상관관계 분석결과는 <표 3>과 같으며, 패널 A는 전체표본에 대한 상관분석결과를, 패널 B는 수익성이 좋은 전문경영자 기업에 대한 상관분석결과를 보여준다. 패널 A의 분석결과에 의하면, 수익성이 좋은 전문경영자 기업($dProfit^H_t * P - CEO_t$)과 위험회피성향($dRisk - A^H_t$)의 상관계수값은 0.058로서 5% 수준에서 양(+)의 상관성을 보임으로써 수익성이 좋은 전문경영자 기업이 위험회피적인 경향이 있음을 예측해 볼 수 있다. 한편, $dProfit^H_t * P - CEO_t$ 와 영업현금흐름(*CFO_t*)의 상관계수값은 0.157로서 1% 수준에서 양(+)의 상관성을 보였으며, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 영업현금흐름이 좋은 것으로 나타났다.⁸⁾ 매출액성장성(*S-Growth_t*)은 위험회피성향($dRisk - A^H_t$)과 5% 수준에서 양(+)의 상관성을 보임에 따라 매출액성장성이 좋은 기업이 위험회피적인 것으로 예상된다. 기업규모(*Size_t*)와 기업 연령(*Firm-Year_t*)이 위험회피성향($dRisk - A^H_t$)과 1% 수준에서 각각 양(+)의 상관성을 보임으로써 규모가 클수록 기업이 오래될수록 위험회피적인 것으로 예상된다.

한편, 패널 B에서 현금보유(*Cash-H_t*)와 기업가치(*Tobin-Q_t*)의 상관계수값은 0.182로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관성을 나타내었으며, 현금보유비율이 높을수록 기업가치가 높아질 가능성이 있다. 위험회피성향 변수인 $dRisk - A^H_t$ 와 *Tobin-Q_t*사이의 상관계수값은 -0.150으로 5% 수준에서 음(-)의 상관성을 나타내고 있어 위험회피성향이 높은 기업에 대해 투자자들이 부정적인 반응을 보일 가능성을 예상해 볼 수 있다. 한편, 대리인비용으로서 판매관리비(*Agent-CL_t*)와 $dRisk - A^H_t$ 와의 상관계수값은 0.145로 5% 수준에서 양(+)의 상관성을 나타내고 있고, 자산효율성(*Agent-C2_t*)과 $dRisk - A^H_t$ 와의 상관계수값은 -0.158로서 5% 수준에서 음(-)의 상관성을 보이고 있어 위험회피적인 기업에서 대리인비용이 높게 발생할 가능성이 있음을 알 수 있다.

8) 표로 제시하지는 않았으나 $dProfit^H_t * P - CEO_t$ 와 현금보유(*Cash-H_t*)의 상관계수값은 0.059로 5% 수준에서 양(+)의 상관성을 보였다. 또한 평균차이분석 결과에서도 수익성이 좋은 전문경영자 기업과 다른 기업 간에 현금보유(*Cash-H_t*)가 5% 수준에서 차이를 보임으로써 수익성이 좋은 전문경영자 기업이 다른 기업보다 현금보유비율이 높은 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관분석

패널 A : 전체 표본(N : 1,838)						
	$dRisk - A^H_t$	$S - Growth_t$	$Size_t$	$Leverage_t$	CFO_t	$dProfit^H_t * P - CEO_t$
$dRisk - A^H_t$	1					
$S - Growth_t$	0.067* (0.020)	1				
$Size_t$	0.154** (0.000)	0.068* (0.019)	1			
$Leverage_t$	0.042 (0.144)	0.100** (0.001)	0.143** (0.000)	1		
CFO_t	0.009 (0.766)	0.042 (0.149)	0.106** (0.000)	-0.181** (0.000)	1	
$Firm - Year_t$	0.093** (0.001)	-0.084** (0.004)	0.026 (0.369)	-0.057 (0.051)	-0.038 (0.190)	1
$dProfit^H_t * P - CEO_t$	0.058* (0.049)	0.083** (0.004)	0.015 (0.611)	-0.057* (0.050)	0.157** (0.000)	-0.062* (0.033)
						1

〈표 3〉 상관분석 (계속)

패널 B : 수익성이 좋은 전문경영자 기업(N : 308)										
	<i>Tobin-Q_t</i>	<i>Cash-H_t</i>	<i>dRisk-A^H_t</i>	<i>ROA_t</i>	<i>S-Growth_t</i>	<i>Dividend_t</i>	<i>Beta_t</i>	<i>Size_t</i>	<i>Leverage_t</i>	<i>CFO_t</i>
<i>Tobin-Q_t</i>	1									
<i>Cash-H_t</i>	0.182** (0.010)	1								
<i>dRisk-A^H_t</i>	-0.150* (0.038)	-0.002 (0.977)	1							
<i>ROA_t</i>	0.379** (0.000)	0.402** (0.000)	-0.072 (0.313)	1						
<i>S-Growth_t</i>	0.212** (0.000)	0.020 (0.778)	-0.008 (0.913)	0.172* (0.016)	1					
<i>Dividend_t</i>	0.391** (0.000)	0.188** (0.008)	-0.111 (0.120)	0.451** (0.000)	0.074 (0.300)	1				
<i>Beta_t</i>	0.262** (0.000)	-0.120 (0.096)	-0.306** (0.000)	0.001 (0.985)	0.085 (0.240)	-0.081 (0.263)	1			
<i>Size_t</i>	0.205** (0.004)	-0.142* (0.047)	0.155** (0.000)	-0.164* (0.022)	0.048 (0.502)	-0.224** (0.002)	0.331** (0.000)	1		
<i>Leverage_t</i>	0.136 (0.056)	-0.240** (0.001)	0.067 (0.348)	-0.244** (0.001)	0.216** (0.002)	-0.255** (0.000)	0.152* (0.034)	0.280** (0.000)	1	
<i>CFO_t</i>	0.124 (0.082)	0.277** (0.000)	0.007 (0.919)	0.353** (0.000)	-0.144* (0.044)	0.188** (0.008)	-0.051 (0.480)	-0.144* (0.266)	1	
<i>Foreign-S_t</i>	0.009 (0.904)	0.066 (0.359)	0.212** (0.003)	-0.033 (0.647)	0.100 (0.163)	0.060 (0.406)	-0.024 (0.744)	0.315** (0.000)	-0.128 (0.073)	-0.025 (0.731)
<i>Agent-CL_t</i>	-0.030 (0.672)	0.146* (0.040)	0.145* (0.042)	0.252** (0.000)	-0.070 (0.330)	-0.062 (0.390)	-0.275** (0.000)	-0.069 (0.336)	-0.341** (0.000)	0.111 (0.119)
<i>Agent-C2_t</i>	0.216** (0.002)	0.148* (0.037)	-0.158* (0.026)	0.189** (0.008)	0.358** (0.000)	0.093 (0.193)	0.085 (0.239)	-0.034 (0.631)	0.226** (0.001)	0.053 (0.457)
<i>Firm-Year_t</i>	-0.085 (0.235)	-0.136 (0.057)	0.096 (0.178)	-0.116 (0.104)	-0.220** (0.002)	-0.034 (0.638)	0.021 (0.770)	0.145* (0.042)	-0.186** (0.009)	-0.065 (0.365)
										1

1) *, **는 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄

총산이익률(ROA_t)과 매출액성장성($S-Growth_t$)은 $Tobin-Q_t$ 와 1% 수준에서 각각 양(+)의 상관성을 보임으로써 수익성이 좋을수록, 매출액성장성이 좋을수록 기업가치가 높을 것으로 예상된다. 배당률($Dividend_t$) 또한 $Tobin-Q_t$ 와 1% 수준에서 양(+)의 상관성을 보임에 따라 배당률이 높은 기업일수록 기업가치가 높을 것으로 예상된다. 기업규모($Size_t$)와 체계적 위험($Beta_t$) 또한 $Tobin-Q_t$ 와 1% 수준에서 각각 양(+)의 상관성을 나타내고 있어 기업규모가 클수록, 체계적 위험이 클수록 기업가치가 높을 것으로 예측된다.

3. 기업특성과 위험회피성향

<표 4>는 위험회피성향에 대한 기업특성요인을 검증한 분석결과로서 수익성이 좋은 전문경영자 기업($dProfit_t^H * P-CEO_t$)이 위험회피성향($dRisk-A^H_t$)이 높은지를 분석한 결과이다. <표 4>의 결과에 따르면, 모델 1(0.038) 보다 $dProfit_t^H * P-CEO_t$ 가 포함된 모델 2(0.040)에서 모형의 설명력이 증가하였다.

<표 4> 기업특성과 위험회피성향

$$dRisk-A^H_t = \alpha + \beta_1 dProfit_t^H * P-CEO_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 S-Growth_t + \beta_6 Firm-Year_t + \beta_7 dIndustry_t + \beta_8 dYear_t + \epsilon_t \quad (1식)$$

	모델 1		모델 2	
	계수값	Wald값	계수값	Wald값
Intercept	-7.325	37.335	-7.389	37.896
$dProfit_t^H * P-CEO_t$			0.581	5.846**
$Size_t$	0.217	23.513***	0.217	23.522***
$Leverage_t$	0.238	0.504	0.261	0.602
CFO_t	-0.130	0.016	-0.359	0.122
$S-Growth_t$	0.982	6.752***	0.936	6.084**
$Firm-Year_t$	0.012	11.335***	0.012	11.895***
$dIndustry_t$	포함	포함	포함	포함
$dYear_t$	포함	포함	포함	포함
X^2	46.459		49.228	
Cox and Snell- R^2	0.038		0.040	
N	1,838		1,838	

1) **, ***는 5%, 1% 수준에서 각각 유의함을 나타냄

2) $dRisk-A^H_t$ =위험회피성향[EBITDA/총자산]의 표준편차가 중위수 이하이면 경영자의 위험회피성향이 높은 기업으로 1, 그렇지 않으면 0; $dProfit_t^H * P-CEO_t$ =더미 변수(수익성이 좋은 전문경영자 기업이면 1, 그렇지 않은 기업이면 0); $Size_t$ =기업규모(총자산의 자연로그 값); $Leverage_t$ =부채비율(총부채/

총자산); CFO_t =영업현금흐름(영업현금흐름/기초총자산); $S-Growth_t$ =매출액성장성[(당기매출액-전기매출액)/전기매출액]; $Firm-Year_t$ =기업 연령(설립 이후 존속 연도); $dIndustry_t$ =산업 더미변수(해당 산업에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0); $dYear_t$ =연도 더미변수(해당 연도에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0).

<표 4>에 의하면, $dProfit_t^H * P-CEO_t$ 가 $dRisk-A_t^H$ 에 미치는 영향에 대한 계수값(Wald값)은 0.581(5.846)로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보임으로써 수익성이 좋은 전문경영자 기업이 위험회피성향이 높은 것으로 나타났으며, 이러한 결과는 선행연구의 결과(최용용과 배현정, 2011)와 일치하였다.

통제변수에 대하여 살펴보면, 모델 1과 모델 2에서 기업규모($Size_t$)가 위험회피성향($dRisk-A_t^H$)과 1% 수준에서 각각 양(+)의 영향관계를 보임으로써 규모가 큰 기업일수록 위험회피적인 경향이 강한 것으로 나타났다. 성장성($S-Growth_t$) 또한 모델 1과 모델 2에서 $dRisk-A_t^H$ 와 1%, 5% 수준에서 각각 유의한 양(+)의 관련성을 나타내고 있어 매출액성장성이 좋은 기업들이 위험회피성향이 높음을 알 수 있다. 기업 연령($Firm-Year_t$)의 경우에도 $dRisk-A_t^H$ 와 모델 1과 모델 2에서 각각 1% 수준에서 양(+)의 관련성을 보임으로써 기업 연령이 오래될수록 위험회피적인 성향이 강함을 알 수 있다.

4. 위험회피성향과 대리인비용

<표 5>는 가설 1에 대한 다변량 회귀분석 결과로서 위험회피성향($dRisk-A_t^H$)이 대리인 비용($Agent-C1_t$, $Agent-C2_t$)에 미치는 영향을 나타낸다. <표 5>의 결과에 따르면, $Agent-C1_t$ 의 경우, 모델 1(0.097) 보다 $dRisk-A_t^H$ 가 포함된 모델 2(0.123)에서 모형의 설명력이 증가하였다. 모델 2에서 $dRisk-A_t^H$ 가 $Agent-C1_t$ 에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 0.033(2.567)으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보임으로써 위험회피성향이 높은 경우 판매관리비용이 높은 것으로 나타났다. 한편, $Agent-C2_t$ 의 경우에도, 모델 1(0.202) 보다 $dRisk-A_t^H$ 가 포함된 모델 2(0.219)에서 모형의 설명력이 증가하였다. 모델 2에서 $dRisk-A_t^H$ 가 $Agent-C2_t$ 에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -0.172(-2.224)로 5% 수준에서 음(-)의 관계를 보임으로써 위험회피성향이 높을 경우 자산효율성이 낮아졌으며, 이는 비효율적인 자산운영의 결과로 해석된다. 분석 결과를 종합해 보면, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업의 경우에 위험회피성향이 높으면 대리인비용이 높게 발생할 것이라는 가설 1을 지지하는 것으로 나타났다.⁹⁾

9) 위험회피적인 경영자가 사적 효익을 추구하는 것인지, 아니면 경영자가 사적 효익을 추구하기 위해 위험회피적인 성향을 띠는 것인지에 대한 내생성 문제를 해결하기 위하여 도구변수를 이용한 2SLS(2 stage least squares)분석방법을 이용하여 추가분석을 실시하였다. 도구변수는 전기의 위험회피성향($dRisk-A_{t-1}^H$)을 사용하였다. 2단계 추정방법은 1단계에서 내생변수인 $dRisk-A_t^H$ 를 종속변수로 설정하고 (2식)의 모든 외생변수와 도구변수인 전기의 $dRisk-A_{t-1}^H$ 를 설명변수로 포함하여 로짓분석을 실시

〈표 5〉 위험회피성향과 대리인비용

$$Agent-C(1, 2)_t = \alpha + \beta_1 dRisk-A^H_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 Foreign-S_t + \beta_6 S-Growth_t + \beta_7 Firm-Year_t + \beta_8 dIndustry_t + \beta_9 dYear_t + \epsilon_t \quad (2식)$$

	<i>Agent-C1_t</i>		<i>Agent-C2_t</i>	
	모델 1	모델 2	모델 1	모델 2
	계수값 (t값)	계수값 (t값)	계수값 (t값)	계수값 (t값)
<i>Intercept</i>	0.049 (0.347)	0.064 (0.458)	1.364 (1.621)	1.287 (1.545)
<i>dRisk-A^H_t</i>		0.033*** (2.567)		-0.172** (-2.224)
<i>Size_t</i>	0.005 (0.923)	0.005 (0.831)	-0.013 (-0.408)	-0.011 (-0.321)
<i>Leverage_t</i>	-0.202*** (-4.860)	-0.212*** (-5.167)	0.441* (1.796)	0.496** (2.032)
<i>CFO_t</i>	0.082 (0.773)	0.074 (0.703)	0.863 (1.375)	0.907 (1.459)
<i>Foreign-S_t</i>	-0.019 (-0.561)	-0.036 (-1.067)	-0.127 (-0.648)	-0.040 (-0.201)
<i>S-Growth_t</i>	-0.004 (-0.110)	-0.003 (-0.081)	1.079*** (4.549)	1.073*** (4.569)
<i>Firm-Year_t</i>	-0.001 (-1.571)	-0.001* (-1.850)	-0.008*** (-3.434)	-0.007*** (-3.222)
<i>dIndustry_t</i>	포함	포함	포함	포함
<i>dYear_t</i>	포함	포함	포함	포함
VIF(Max.)	1.4	1.4	1.4	1.4
Adj.R ²	0.097	0.123	0.202	0.219
F-value	3.642	4.065	7.206	7.090
N	308	308	308	308

하여 예측치를 구하였다. 2단계에서는 (2식)의 $dRisk-A^H_t$ 변수를 1단계에서 추정된 $dRisk-A^H$ 예측치 ($pre-dRisk-A^H_t$)로 대체하여 위험회피성향이 대리인비용에 미치는 영향을 분석하였다. 1단계에서 사용된 모형은 아래와 같다. 변수에 대한 설명은 <Table 5> 하단의 변수설명과 같다. 2SLS분석에서 $pre-dRisk-A^H_t$ 가 $Agent-C1_t$ 에 미치는 영향은 5% 수준에서 양(+)의 관련성을, $Agent-C2_t$ 에 미치는 영향은 10% 수준에서 음(-)의 영향관계를 보였다.

$$dRisk-A^H_t = \alpha + \beta_1 dRisk-A^H_{t-1} + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 Foreign-S_t + \beta_6 S-Growth_t + \beta_7 Firm-Year_t + \beta_8 dIndustry_t + \beta_9 dYear_t + \epsilon_t$$

- 1) *, **, ***는 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함을 나타냄
- 2) $Agent-CI_t$ = 판매관리비(판매관리비/매출액); $Agent-C2_t$ = 자산효율성(총매출/총자산); $dRisk-A^H_t$ = 위험회피성향(EBITDA/총자산)의 표준편차가 중위수 이하이면 경영자의 위험회피성향이 높은 기업으로 1, 그렇지 않으면 0; $Size_t$ = 기업규모(총자산의 자연로그 값); $Leverage_t$ = 부채비율(총부채/총자산); CFO_t = 영업현금흐름(영업현금흐름/기초총자산); $Foreign-S_t$ = 외국인지분율; $S-Growth_t$ = 매출액성장성[(당기매출액-전기매출액)/전기총자산]; $Firm-Year_t$ = 기업 연령(설립 이후 존속연도); $dIndustry_t$ = 산업 더미변수(해당 산업에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0); $dYear_t$ = 연도 더미변수(해당 연도에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0).

통제변수에 대하여 살펴보면, 모델 1과 모델 2에서 부채비율($Leverage_t$)이 $Agent-CI_t$ 과 1% 수준에서 각각 유의한 음(-)의 관련성을 보임으로써 부채비율이 높을수록 판매관리비비율이 낮아졌으며, $Leverage_t$ 가 $Agent-C2_t$ 와 10%, 5% 수준에서 양(+)의 관련성을 보임으로써 부채비율이 높을수록 자산효율성이 높아졌다. 전반적으로 부채비율이 높은 경우에 대리인 비용이 감소함을 발견하였다. 매출액성장성($S-Growth_t$) 또한 $Agent-C2_t$ 와 1% 수준에서 각각 양(+)의 관련성을 보임으로써 매출액성장성이 좋을수록 자산효율성이 높게 나타나고 있어 대리인비용이 감소하는 것으로 나타났다. 기업 연령($Firm-Year_t$)은 $Agent-C2_t$ 와 1% 수준에서 각각 음(-)의 관련성을 보임으로써 기업 연령이 오래될수록 자산효율성이 낮아졌으며, 대리인비용이 증가하는 것으로 나타났다.

5. 위험회피성향에 따른 현금보유와 기업가치

<표 6>은 가설 2를 검증한 결과로서 현금보유의 가치관련성에 있어 위험회피성향의 영향을 나타낸다. <표 6>의 결과에 따르면, 현금보유와 위험회피성향의 상호작용항($Cash-H_t*dRisk-A^H_t$)이 포함된 모델 3의 모형의 설명력(0.384)은 $Cash-H_t$ 만을 포함한 모델 1(0.376)과 $Cash-H_t$ 와 $dRisk-A^H_t$ 을 포함한 모델 2(0.379) 보다 모형의 설명력이 증가하였다. 모델 1, 모델 2, 모델 3에서 현금보유비율($Cash-H_t$)이 기업가치($Tobin-Q_t$)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 0.648(2.019), 0.645(2.013), 0.676(2.536)으로 각각 5% 수준에서 양(+)의 관련성을 보임으로써 현금보유비율이 높을수록 기업가치가 높은 것으로 나타났으며, 선행연구의 결과와 일치한다(Fresard, 2010; 박순홍과 연강흠, 2009). 그러나 모델 3에서 $Cash-H_t*dRisk-A^H_t$ 가 기업가치($Tobin-Q_t$)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -1.356(-2.196)으로 5% 수준에서 음(-)의 관련성을 보였으며, 가설 2가 지지되는 것으로 나타났다. 분석결과에 근거해 볼 때, 현금보유수준이 높을수록 기업가치가 높게 반영되지만 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우에는 현금보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성이 약화되고 있음을 알 수 있다. 경영자의 위험회피성향이 높은 경우, 경영자들이 보유현금을 주주가치를 위한 방향으로 투자하기 보다는 자신의 사적 효익을 위해 유용함으로써 대리인비용이 증가할 것이라는 투자자들의 우려가 반영된 것으로 해석된다.

〈표 6〉 위험회피성향에 따른 현금보유의 가치관련성

$$\begin{aligned}
Tobin-Q_t = & \alpha + \beta_1 Cash-H_t + \beta_2 Cash-H_t * dRisk-A^H_t + \beta_3 dRisk-A^H_t + \beta_4 ROA_t \\
& + \beta_5 S-Growth_t + \beta_6 Firm-Year_t + \beta_7 Dividend_t + \beta_8 Beta_t \\
& + \beta_9 Size_t + \beta_{10} Leverage_t + \beta_{11} dIndustry_t + \beta_{12} dYear_t + \epsilon_t
\end{aligned}
\quad (3식)$$

	모델 1	모델 2	모델 3
	계수값 (t값)	계수값 (t값)	계수값 (t값)
<i>Intercept</i>	-2.549 (-3.441)	-2.728 (-3.638)	-2.761 (-3.694)
<i>Cash-H_t</i>	0.648** (2.019)	0.645** (2.013)	0.676** (2.536)
<i>Cash-H_t*dRisk-A^H_t</i>			-1.356** (-2.196)
<i>dRisk-A^H_t</i>		-0.103 (-1.397)	-0.008 (-0.080)
<i>ROA_t</i>	3.451*** (3.566)	3.455*** (3.580)	3.519*** (3.657)
<i>Growth_t</i>	0.303 (1.445)	0.308 (1.475)	0.251 (1.184)
<i>Firm-Year_t</i>	-0.001 (-0.153)	-0.001 (-0.020)	-0.001 (-0.315)
<i>Dividend_t</i>	18.181*** (5.656)	17.870*** (5.560)	16.902*** (5.180)
<i>Beta_t</i>	0.367** (3.461)	0.305*** (2.672)	0.288** (2.512)
<i>Size_t</i>	0.096*** (3.344)	0.105*** (3.579)	0.108*** (3.675)
<i>Leverage_t</i>	0.687*** (3.129)	0.706*** (3.219)	0.658*** (2.983)
<i>dIndustry_t</i>	포함	포함	포함
<i>dYear_t</i>	포함	포함	포함
VIF(Max.)	1.5	1.5	2.6
Adj.R ²	0.376	0.379	0.384
F-value	12.696	11.779	11.075
N	308	308	308

- 1) **, ***는 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄
- 2) $Tobin-Q_t$ = 토빈-Q비율[(보통주시가총액+우선주시가총액+총부채)/총자산]; $Cash-H_t$ = 현금보유비율[(현금 및 현금등가물+단기금융상품)/총자산]; $Cash-H_t*dRisk-A^H_t$ = 현금보유비율과 위험회피성향의 상호작용항; $dRisk-A^H_t$ = 위험회피성향[(EBITDA/총자산)의 표준편차가 중위수 이하이면 경영자의 위험회피성향이 높은 기업으로 1, 그렇지 않으면 0]; ROA_t = 총자산이익률(당기순이익/기초총자산); $S-Growth_t$ = 매출액성장성[(당기매출액-전기매출액)/전기총자산]; $Firm-Year_t$ = 기업 연령(설립 이후 존속 연도); $Dividend_t$ = 배당률(현금배당/총자산); $Beta_t$ = 체계적 위험(60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험); $Size_t$ = 기업규모(총자산의 자연로그 값); $Leverage_t$ = 부채비율(총부채/총자산); $dIndustry_t$ = 산업더미(해당 산업에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0); $dYear_t$ = 연도더미(해당 연도에 속할 때 1, 그렇지 않을 때 0).

통제변수에 대하여 살펴보면, 모델 1, 모델 2, 모델 3에서 수익성(ROA_t)이 $Tobin-Q_t$ 와 1% 수준에서 각각 유의한 양(+)의 관련성을 보임으로써 수익성이 좋은 기업들의 기업가치가 높음을 알 수 있다. 배당률($Dividend_t$)이 $Tobin-Q_t$ 와 1% 수준에서 각각 양(+)의 관련성을, 체계적 위험인 $Beta_t$ 의 경우에도, $Tobin-Q_t$ 와 각각 1%와 5% 수준에서 각각 양(+)의 관련성을 보임으로써 배당수준이 높은 기업일수록, 체계적 위험이 높은 기업일수록 기업가치가 높음을 알 수 있다. 또한 부채비율($Leverage_t$)경우에도, $Tobin-Q_t$ 와 각각 1% 수준에서 각각 양(+)의 관련성을 보임으로써 부채비율이 높을수록 기업가치가 높게 나타나고 있음을 발견하였다.

6. 위험회피성향에 따른 현금보유와 기업가치(기업지배구조에 의한 차이)

<표 7>은 가설 3을 검증한 결과로서 현금보유의 가치관련성에 있어 위험회피성향의 영향이 기업지배구조가 우수한 집단과 취약한 집단에서 차이를 보이느냐를 검증한 결과를 나타낸다. 즉, 위험회피성향이 높은 경우, 현금보유비율과 기업가치와의 긍정적인 관련성의 약화정도가 기업지배구조가 우수한 집단과 기업지배구조가 취약한 집단에서 차이를 보이느냐에 대한 결과를 나타낸다. 분석결과에 의하면, 기업지배구조가 취약한 집단에서 $Cash-H_t*dRisk-A^H_t$ 가 기업가치($Tobin-Q_t$)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -2.358(-2.056)로 5% 수준에서 음(-)의 관련성을 보였으나 기업지배구조가 우수한 집단에서 $Cash-H_t*dRisk-A^H_t$ 가 기업가치($Tobin-Q_t$)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -0.614(-0.840)로 음(-)의 관련성을 보였으나 유의하지 않음으로써 가설 3이 지지되는 것으로 나타났다.

〈표 7〉 위험회피성향에 따른 현금보유의 가치관련성(기업지배구조의 차이)

$$\begin{aligned}
Tobin-Q_t = & \alpha + \beta_1 Cash-H_t + \beta_2 Cash-H_t * dRisk-A^H_t + \beta_3 dRisk-A^H_t + \beta_4 ROA_t \\
& + \beta_5 S-Growth_t + \beta_6 Firm-Year_t + \beta_7 Dividend_t + \beta_8 Beta_t \\
& + \beta_9 Size_t + \beta_{10} Leverage_t + \beta_{11} dIndustry_t + \beta_{12} dYear_t + \epsilon_t
\end{aligned}
\quad (3식)$$

	기업지배구조가 취약한 기업	기업지배구조가 우수한 기업
	계수값 (t값)	계수값 (t값)
<i>Intercept</i>	-3.885 (-2.883)	-1.852 (-1.923)
<i>Cash-H_t</i>	0.693 (1.143)	0.636 (1.241)
<i>Cash-H_t*dRisk-A^H_t</i>	-2.358** (-2.056)	-0.614 (-0.840)
<i>dRisk-A^H_t</i>	-0.189 (-1.085)	0.010 (0.090)
<i>ROA_t</i>	3.401** (2.184)	3.636*** (3.067)
<i>Growth_t</i>	-0.054 (-0.157)	0.692*** (2.728)
<i>Firm-Year_t</i>	0.004 (1.259)	-0.002 (-0.944)
<i>Dividend_t</i>	24.321*** (4.620)	9.773** (2.319)
<i>Beta_t</i>	0.345* (1.849)	0.327** (2.248)
<i>Size_t</i>	0.132** (2.573)	0.082** (2.139)
<i>Leverage_t</i>	1.490*** (3.585)	0.162 (0.685)
<i>dIndustry_t</i>	포함	포함
<i>dYear_t</i>	포함	포함
VIF(Max.)	2.5	3.5
Adj.R ²	0.455	0.326
F-value	7.112	5.226
N	270	38

1) *, **, ***는 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄

7. 강건성에 대한 추가분석

종속변수인 기업가치변수를 토빈-Q비율을 이용하였으나 보통주시가총액을 기업가치의 대용변수로 사용한 선행연구(김경태와 노희천, 2012)에 근거하여 추가분석을 실시한다. 연구결과의 강건성 확보를 위한 추가분석모형은 (4식)이다. (4식)에서 기업가치(MTB_t)는 보통주시가총액을 총자산으로 표준화한 비율변수이다. (4식)에서 관심변수는 현금보유비율과 위험회피성향의 상호작용항($Cash-H_t*dRisk-A_t^H$)이다. 다른 통제변수에 대한 설명은 (3식)에서와 같다.

$$\begin{aligned} MTB_t = & \alpha + \beta_1 Cash - H_t + \beta_2 Cash - H_t * dRisk - A_t^H + \beta_3 dRisk - A_t^H + \beta_4 ROA_t \\ & + \beta_5 S - Growth_t + \beta_6 Firm - Year_t + \beta_7 Dividend_t + \beta_8 Beta_t \\ & + \beta_9 Size_t + \beta_{10} Leverage_t + \beta_{11} dIndustry_t + \beta_{12} dYear_t + \epsilon_t \end{aligned} \quad (4식)$$

<표 8>의 분석결과에 따르면, 모델 1, 모델 2, 모델 3에서 현금보유비율($Cash-H_t$)이 기업가치(MTB_t)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 1.476(2.397), 1.467(2.398), 2.062(2.802)로 각각 5%, 1% 수준에서 양(+)의 관련성을 보임으로써 현금보유비율이 높을수록 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 현금보유비율과 위험회피성향의 상호작용항($Cash_t-H_t*dRisk-A_t^H$)이 기업가치(MTB_t)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)이 -2.025(-1.705)로 10% 수준에서 음(-)의 관련성을 보였으며, <표 6>의 결과와 유사한 결과를 보였다.

<표 8> 기업가치(MTBt)을 이용한 추가분석

$$\begin{aligned} MTB_t = & \alpha + \beta_1 Cash - H_t + \beta_2 Cash - H_t * dRisk - A_t^H + \beta_3 dRisk - A_t^H + \beta_4 ROA_t \\ & + \beta_5 S - Growth_t + \beta_6 Firm - Year_t + \beta_7 Dividend_t + \beta_8 Beta_t \\ & + \beta_9 Size_t + \beta_{10} Leverage_t + \beta_{11} dIndustry_t + \beta_{12} dYear_t + \epsilon_t \end{aligned} \quad (4식)$$

	모델 1	모델 2	모델 3
	계수값 (t값)	계수값 (t값)	계수값 (t값)
<i>Intercept</i>	-6.301 (-4.433)	-6.748 (-4.708)	-6.808 (-4.761)
<i>Cash-H_t</i>	1.476** (2.397)	1.467** (2.398)	2.062*** (2.802)
<i>Cash-H_t*dRisk-A_t^H</i>			-2.025* (-1.705)
<i>dRisk-A_t^H</i>		-0.257* (-1.825)	-0.086 (-0.468)

〈표 8〉 기업가치(MTbt)을 이용한 추가분석 (계속)

	모델 1	모델 2	모델 3
	계수값 (t값)	계수값 (t값)	계수값 (t값)
ROA_t	6.428*** (3.463)	6.440*** (3.491)	3.519*** (3.657)
$Growth_t$	0.804 (2.001)	0.819** (2.048)	0.251 (1.184)
$Firm-Year_t$	-0.001 (-0.268)	-0.001 (-0.096)	-0.001 (-0.315)
$Dividend_t$	35.665*** (5.783)	34.889*** (5.560)	16.902*** (5.180)
$Beta_t$	0.694*** (3.417)	0.542** (2.479)	0.288** (2.512)
$Size_t$	0.203*** (3.676)	0.226*** (4.013)	0.108*** (3.675)
$Leverage_t$	1.327*** (3.154)	1.375*** (3.282)	0.658*** (2.983)
$dIndustry_t$	포함	포함	포함
$dYear_t$	포함	포함	포함
VIF(Max.)	1.5	1.5	2.6
Adj.R ²	0.398	0.405	0.409
F-value	13.809	13.015	12.175
N	308	308	308

1) *, **, ***는 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄

V. 결 론

최근 국내 기업의 경영성과가 향상되면서 현금보유수준이 증가하고 있고, 경영환경의 불확실성의 증가로 현금보유가 어느 때보다 중요하게 인식되고 있는 상황이다. 기업의 여유현금은 확실한 상황에 대비하고 거래비용 절감 차원에서 긍정적인 측면이 있다. 그러나 여유현금은 경영자가 사적으로 유용할 가능성이 있기 때문에 경영자와 주주사이의 대리인 문제의 근원이 될 수 있다. 따라서 현금보유가 기업가치에 어떤 영향을 미칠 것인가가 학계의 관심이었고 이와 관

련하여 많은 연구들이 수행되었다. 현금보유수준이 높을수록 기업가치가 낮아진다는 연구결과도 있지만 기업의 현금보유가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과들이 발표되고 있다. 이는 투자자들이 현금보유에 따른 대리인 문제의 발생가능성 보다는 투자기회 등 불확실성에 대비하고 거래비용 절감 차원에서 기업의 보유현금증가를 긍정적으로 평가하는 것으로 보고하였다. 그러나 이는 어디까지나 경영자들이 현금보유증가를 통해 위험 있는 투자일지라도 주주 가치를 향상시키는 의사결정을 할 것이라는 기대가 반영된 것으로 해석된다. 그러나 위험회피적인 성향이 강한 기업의 경우, 경영자는 기업가치를 위한 위험 있는 투자를 선호하기 보다는 자신의 사적 효익을 극대화하고자 함으로써 대리인비용이 높게 발생할 수 있으며, 따라서 보유현금의 가치는 반감될 것이다. 본 연구에서는 보유현금의 가치관련성에 있어 경영자의 위험회피성향이 미치는 영향을 검증하고자 하였으며, 다음과 같은 네 가지 차원에서 분석을 실시하였다.

본 연구는 먼저, 전체기업을 대상으로 어떤 기업이 위험회피성향이 높은지를 분석하였다. 둘째, 위험회피성향이 높은 기업을 대상으로, 즉, 수익성이 좋은 전문경영자 기업을 대상으로, 위험회피성향이 높으면 경영자가 사적 효익을 위한 의사결정을 함으로써 대리인비용이 높게 발생하는지를 분석하였다. 셋째, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높으면 현금보유와 기업가치와의 긍정적인 관련성이 약화되는지를 분석하였다. 마지막으로, 이러한 관련성이 기업지배구조가 우수한 집단과 취약한 집단에서 차이를 보이는지를 검증하였다.

분석결과, 첫째, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 것으로 나타났다. 둘째, 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 대리인비용이 증가하였으며, 셋째, 이들 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 현금보유수준과 기업가치와의 긍정적인 관련성이 약화되는 것으로 나타났다. 넷째, 지배구조가 취약한 집단에서는 현금보유의 가치관련성이 약화되었으나 지배구조가 우수한 집단에서는 이러한 관련성을 발견하지 못하였다. 연구결과를 종합해 볼 때, 동종 산업 대비 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우, 경영자의 특권적 소비 및 비효율적인 자산운용으로 인해 대리인비용이 높게 발생하고 있고 투자자들은 이러한 기업의 보유현금증가를 부정적으로 평가하고 있음을 알 수 있다.

본 연구에서는 위험회피성향이 경영자의 성향인지, 아니면 기업의 성향인지를 구분하기 위하여 적어도 7년간(표본기간) 전문경영자 체제를 유지하는 경우 위험회피성향이 어느 정도 경영자 특성을 반영할 수 있다고 판단하여 7년간 전문경영자 체제인 기업과 소유경영자 체제인 기업을 분석대상으로 하여 위험회피성향에 미치는 요인을 파악하였다. 그러나 이는 경영자의 특성을 반영하는데 한계로 인식되며, 향후 연구에서는 경영자의 위험성향을 파악하기 위한 보다 적절한 대응치 개발이 필요하다. 수익성이 좋은 전문경영자 기업에서 위험회피성향이 높은 경우 대리인비용이 높게 발생하고 있음을 검증한 본 연구의 결과는 대리인비용이 발생할 가능성이 높은 기업을 탐지하는 측면에서 투자자들의 의사결정에 도움이 될 것이다. 또한 투자자들이 이를 탐지하여 현금보유의 가치평가에 반영하고 있음을 검증함으로써 현금보유가치를 증가시키기 위한 주주 및 투자자의 의사결정에 중요한 시사점을 제공할 것이다.

참고문헌

- 강신애 · 민상기. 2010. “한국시장에서 외국인투자자와 기업가치와의 관계”. 국제경영연구 제21권 제1호 : 29-57.
- 고윤성 · 오원정. 2006. “자사주 이익소각 기업의 특성 및 기업가치 관련성에 관한 연구”. 회계정보연구 제24권 제4호 : 123-148.
- 국찬표 · 강운식. 2010. “투자자보호가 기업의 위험선택에 미치는 영향”. 재무관리연구 제27권 제4호 : 115-144.
- 김경태 · 노희천. 2012. “현금보유비율의 가치관련성 : 소유지배과리도를 중심으로”. 세무와회계저널 제13권 제4호 : 213-245.
- 김동철. 2007. “기업수익성과 경영자의 위험선택”. 관리회계연구 제7권 제2호 : 69-88.
- 김문태 · 박길영. 2009. “감사위원회와 사외이사가 경영자의 사적 소비와 자산효율성에 미치는 영향”. 회계정보연구 제27권 제2호 : 211-235.
- 김보영 · 정균범. 2014. “대리인 비용과 정보비대칭과 보유현금의 가치”. 회계저널 제23권 제5호 : 459-485.
- 김선화 · 김영오. 2015. “외국인투자자가 현금보유 의사결정에 미치는 영향 : 금융기관의 감시 · 통제 관점에서”. 회계저널 제24권 제5호 : 357-396.
- 김성표. 2007. “기업의 소유구조가 현금보유 의사결정에 미치는 영향”. 경영학연구 제36권 제3호 : 739-763.
- 박순홍 · 연강흠. 2009. “기업지배구조가 보유현금수준에 미치는 영향”. 재무연구 제22권 제2호 : 1-36.
- 박춘광 · 남현정. 2014. “기업의 국제화와 현금보유”. 금융공학연구 제13권 제1호 : 129-148.
- 배현정 · 김원신. 2016. “경영자 유형에 따른 법인세유연화 현상”. 회계정보연구 제34권 제1호 : 203-227.
- 배현정 · 박길영. 2010. “우리사주제도의 대리인비용 통제효과”. 회계정보연구 제28권 제1호 : 33-52.
- 송동엽. 2014. “경영자보상, 기업지배구조, 경영위험의 관련성에 관한 실증연구”. 전남대학교 박사학위논문.
- 송민섭. 2014. “자본시장제약과 현금의 가치관련성에 관한 연구 : 2008년 금융위기를 중심으로”. 회계저널 제23권 제1호 : 1-31.
- 신동령. 2013. “금융위기 전후 비상장제조기업의 현금보유 및 자본지출의 변화와 현금보유의 결정에 관한 연구”. 회계정보연구 제31권 제4호 : 1-24.
- 신동령. 2008. “한국제조기업의 현금보유의 변화와 결정요인에 관한 연구”. 재무관리연구 제25권 제3호 : 1-32.
- 신민식 · 김수은. 2010. “기업의 소유구조와 현금보유간의 관계”. 재무관리연구 제27권 제1호 :

89-120.

신성욱. 2015. “기업지배구조가 비대칭적 원가행태에 미치는 영향”. *경영과 정보연구* 제34권 제2호 : 193-206.

신준용 · 변동현. 2002. “기업소유구조와 대리인비용의 관계에 대한 연구”. *회계저널* 제11권 제3호 : 67-85.

신현한 · 장진호. 2005. “최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석 : 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단”. *경영학연구* 제34권 제1호 : 289-311.

양대천 · 김창수 · 기도훈. 2013. “전문경영자 기업의 지배구조와 비대칭적 원가행태”. *회계정보연구* 제31권 제3호 : 155-185.

임병균 · 손판도 · 김동석. 2011. “채무제약 하에서 기업가치 및 투자에 현금보유가치가 어떻게 영향을 주는가?”. *금융공학연구* 제10권 제2호 : 75-98.

최웅용 · 배현정. 2011. “소유와 경영분리가 경영자의 위험성향에 미치는 영향”. *회계저널* 제20권 제3호 : 213-230.

Anderson, M. C., R. D. Banker, and S. N. Janakiraman. 2004. “Are Selling, General, and Administrative Costs Sticky?”. *Journal of Accounting Research* 41(1) : 47-63.

Ang, J., R. Cole, and J. Lin. 2000. “Agency Cost and Ownership Structure”. *The Journal of Finance* 55(1) : 81-106.

Bebchuk, L. A., and A. Cohen. 2005. “The Cost of Entrenched Boards”. *Journal of Financial Economics* 78 : 409-433.

Chen, Y. 2008. “Corporate Governance and Cash Holdings : Listed New Economy versus Old Economy Firms”. *Corporate Governance* 16(5) : 30-42.

Chung, K. H., J. Kim, Y. Kim, and H. Zhang. 2011. “Information Asymmetry and Corporate Cash Holdings”. *Working Paper*.

Denis, D. J., and V. Sibilkov. 2010. “Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings”. *Review of Financial Studies* 23 : 247-269.

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.

Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith. 2007. “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings”. *Journal of Financial Economics* 83 : 599-634.

Faulkender, M., and R. Wang. 2006. “Corporate Financial Policy and the Value of Cash”. *Journal of Finance* 61 : 1957-1990.

Florackis, C., and A. Ozkan. 2004. “Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms : Evidence for UK firms”. *Working Paper*.

- Fresard, L. 2010. "Financial Strength and Product Market Behavior : The Real Effects of Corporate Cash Holdings". *Journal of Finance* 65 : 1097–1122.
- Ghosh, A., D. Moon, and K. Tandon. 2007. "CEO Ownership and Discretionary Investments". *Journal of Business Finance & Accounting* 34 : 819–839.
- Han, S., and J. Qiu. 2007. "Corporate Precautionary Cash Holdings". *Journal of Corporate Finance* 13(1) : 43–57.
- Harford, J., S. A. Mansi, and W. F. Maxwell. 2008. "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US". *Journal of Financial Economics* 87 : 535–555.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. "Theory of the Firms : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure". *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305–360.
- John, K., L. Litov, and B. Yeung. 2008. "Corporate Governance and Risk-taking". *Journal of Finance* 63 : 1679–1728.
- Kalcheva, I., and K. V. Lins. 2007. "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems". *Review of Financial Studies* 20(4) : 1087–1112.
- Miller, M. H., and D. Orr. 1966. "A Model of the Demand Money by Firms". *The Quarterly Journal of Economics* 80(3) : 413–435.
- Pinkowitz, L., R. M. Stulz, and R. Williamson. 2006. "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash". *Journal of Finance* 61 : 2725–2751.
- Stulz, R. 1990. "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies". *Journal of Financial Economics* 26(1) : 3–27.
- Subramaniam, V., T. Tang, H. Yue, and X. Zhou. 2010. "Firm Structure and Corporate Cash Holdings". *Journal of Corporate Finance* 17 : 759–773.
- Tong, Z. 2011. "Firm Diversification and the Value of Cash Holdings". *Journal of Corporate Finance* 17 : 741–758.

The Value Relevance of Cash Holding According to Manager's Risk Aversion Tendency

Sun-Hwa Kim* · Hyung-Wan Kim**

—〈Abstract〉—

This study evaluates whether a manager's risk aversion tendency affects the relationship between cash holding and firm value. This study was carried out in four stages. The sample is obtained from firms listed on the Korea Exchange from 2011 to 2017. We conduct four empirical analyses. First, for total sample, we examined which companies are highly risk averse. Second, we examined whether firms with higher risk aversion tendency have higher agency costs. Third, we verified whether a positive relationship between cash holding and firm value is weakened if a manager's risk aversion tendency is high. Finally, we verified whether such a relation is different by corporate governance. First, a highly profitable professional CEO firm shows high risk aversion tendency. Second, for a highly profitable professional CEO firm, the higher the risk aversion tendency, the higher the agency costs. Third, a positive relation between cash holding and firm value is weakened in firms with high risk aversion tendency. Finally, such a relation differs from the difference of governance.

The results of this study will provide important implications for managers and investors' cash holding decision-makings, by verifying that investors detect and reflect this in the valuation of cash holdings.

〈Key words〉 Risk aversion tendency, Cash holding, Agency costs, Firm value

* Ph. D., Research Fellow, Management Research Institute, Chonnam National University, hskj1220@naver.com, First Author

** Professor, Department of Finance and Tax Management, Songwon University, kk5882@songwon.ac.kr, Corresponding Author