

중국 국유기업과 비국유기업의 현금보유정책 비교

만 군* · 정형록** · 김미옥*** · 연사배****

〈요 약〉

중국의 사회주의 경제체제 하에 중요한 특징 중의 하나는 기업지배구조이며 국유기업과 비국유기업으로 구분된다. 중국 국유기업은 중앙 혹은 지방정부가 지배적인 영향력을 가지는 기업을 말한다. 반면에 비국유기업은 투자자가 국가가 아닌 민간인이 운영하고 통제하는 기업을 말한다. 기업의 모든 의사결정은 자금사용과 관련돼 있다고 해도 과언이 아니다. 기업의 현금보유정책은 경영환경 변화에 대응하는 과정에서 중요한 의사결정 요소이다. 현금보유정책은 크게 현금보유수준과 현금보유조정속도로 구분된다. 국유기업과 비국유기업의 경영환경, 경영활동, 정부지원 등 여러 가지 차원에서 현금보유수준과 유인에 차이가 발생할 수 있다.

본 연구는 중국기업의 지배구조(국유기업 여부)와 현금보유정책 사이에 어떤 상관관계가 존재하는지를 검증하였다. 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 국유기업이 비국유기업에 비해 더 많은 현금을 보유하는 것으로 나타났다. 둘째, 국유기업이 평균적으로 실제현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 느리게 조정하는 것으로 확인되었다. 국유기업과 비국유기업의 현금보유정책에 차별성이 존재하는 것을 알 수 있다. 정부가 통제하는 국유기업이 더 많은 현금을 보유하고 현금보유수준을 느리게 조정하는 것은 기업가치에 역행하는 행위일 수도 있고 소액주주의 이익에 부정적 영향을 줄 수도 있지만, 사회와 경제를 발전시키고 사회적 효율성을 높이려는 장기적사결정으로도 볼 수 있다. 그리고 부족현금보유수준인 국유기업이 현금보유조정속도가 느린 것은 국유기업과 국유은행 간의 관계에 기인한 것으로 판단된다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 기업지배구조와 현금보유정책 간의 관계를 직접 분석하였다는 점이다. 둘째, 본 연구는 정태적, 동태적 측면에서 기업지배구조와 현금보유수준, 현금보유조정속도 간의 관련성을 분석하였다. 마지막으로 중국 국유기업의 현금보유정책을 확인함으로써 국유기업 자원 배분과 조정 측면에서 실무적 시사점을 제공한다는 점이다.

〈주제어〉 기업지배구조, 정부, 국유기업, 현금보유수준, 목표현금보유수준, 현금보유조정속도

* 경희대학교 대학원 회계·세무학과 박사과정, wanjun1230@khu.ac.kr, 주저자

** 경희대학교 회계·세무학과 교수, jhrjhr@khu.ac.kr, 교신저자

*** 배화여자대학교 세무회계과 조교수, 10141@baewha.ac.kr, 공동저자

**** 경희대학교 대학원 회계·세무학과 박사과정, yanna0322@khu.ac.kr, 공동저자

I. 서론

최근 중국기업의 현금보유수준은 지속해서 증가하는 추세이다. 중국의 3대 IT 기업 중 하나인 텐센트(Tencent)의 2014년 말 순현금흐름은 427억 1,300만 위안(약 62억 달러)으로 2013년 말 202억 2,800만 위안(약 29억 달러)보다 2배 이상 증가했다. 2016년 8월 블룸버그는 중국상장기업(금융업 제외)이 보유한 현금의 1조 2,000억 달러에 달하고 동시에 중국기업의 현금보유증가 속도가 미국, 유럽 및 일본의 기업을 능가하는 것으로 보도하였다(Sina Finance 2016). 그러나 2020년 초, COVID-19의 영향으로 많은 중국기업이 현금 부족에 빠지게 된다. 예를 들어, 중국의 유명 음식 프랜차이즈 시베이는 직원 2만여 명을 무기한 대기 조치하고, 대출로 급여를 지급했어도 겨우 3개월 버틸 수 있었다(Sina Finance 2020).

기업의 모든 의사결정은 자금사용과 관련돼 있다고 해도 과언이 아니다. 그러므로 기업의 현금보유정책(cash holding policy)은 경영환경 변화에 대응하는 과정에서 중요한 의사결정 요소이다. 현금보유정책은 크게 현금보유수준(cash holding)과 현금보유조정속도(speed of cash holding adjustment)로 구분된다.

현금보유수준이란 기업의 현금보유액을 의미한다. 현금보유수준은 두 가지 형태로 구분되는데 실제현금보유수준이 목표현금보유수준보다 크면 초과현금보유(excessive cash holding)로 반대로 실제현금보유수준이 목표현금보유수준보다 작으면 부족현금보유(deficient cash holding)로 정의한다.

현금보유조정속도란 실제현금보유수준과 목표현금보유수준에 차이가 발생할 때, 실제현금보유수준이 목표현금보유수준으로 도달하기까지 조정하는 금액의 크기를 의미한다. 초과현금보유기업이 현금보유수준을 조정하는 것을 현금사용조정속도(downward cash holding adjustment speed)라고 하며 반면에 부족현금보유기업이 현금보유수준을 조정하는 것을 현금획득조정속도(upward cash holding adjustment speed)로 정의한다.

한편, 중국기업은 국유기업(state-owned enterprise, SOE)과 비국유기업(non-state-owned enterprise, Non-SOE)으로 구분되며, 이는 사회주의 시장경제를 지향하는 중국기업의 중요한 특징 중 하나이다. 중국 국유기업은 중앙 혹은 지방정부가 지배적인 영향력을 가지는 기업을 말한다.¹⁾ 반면에 비국유기업은 투자자가 국가 아닌 민간인이 운영하고 통제하는 기업을 말한다. 국유기업과 비국유기업의 경영환경, 경영활동, 정부지원 등 여러 가지 차원에서 현금보유수준과 유인에 차이가 발생할 수 있다. 그러므로 기업지배구조에 따라 기업 의사결정의 중요한 요소인

1) 중국의 국유기업은 한국의 공기업과 유사한 경제실체이다. 그러나 한국의 공공기관 운영법과 달리 중국의 기업국유자산법에는 국유기업에 대한 명확한 규정이 없다(Kim 2015). 따라서 본 연구에서 이용한 데이터베이스인 CSMAR의 정의를 이용하여 국유기업과 비국유기업으로 구분한다. 정의에 따르면 대주주/실제 통제자가 국가(정부)인 경우는 국유기업이며 그렇지 않은 경우는 비국유기업이다.

현금보유정책이 다를 것으로 예상할 수 있다.

본 연구의 목적은 중국 상하이와 선전증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 기업지배구조(국유기업 여부)와 현금보유정책 사이에 어떤 상관관계가 존재하는지를 분석하고자 한다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 국유기업이 더 많은 현금을 보유하는 것으로 나타났다. 둘째, 국유기업이 평균적으로 실제현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 느리게 조정하는 것으로 확인되었다. 또한, 국유기업과 비국유기업의 현금보유정책에 차별성이 존재하는 것을 알 수 있다. 정부가 통제하는 국유기업이 더 많은 현금을 보유하고 현금보유수준을 느리게 조정하는 것은 기업가치에 역행하는 행위일 수도 있고 소액주주의 이익에 부정적 영향을 줄 수도 있지만, 사회와 경제를 발전시키고 사회적 효율성을 높이려는 장기의사결정이라 볼 수 있다. 그리고 부족현금보유수준인 국유기업이 현금보유조정속도가 느린 것은 국유기업과 국유상업은행 간의 관계에 기인한 것으로 판단된다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 기업지배구조와 현금보유정책 간의 관계를 직접 분석하였다. 둘째, 본 연구는 정태적, 동태적 측면에서 기업지배구조와 현금보유수준, 현금보유조정속도 간의 관련성을 분석하였다. 마지막으로 중국 국유기업의 현금보유정책을 확인함으로써 국유기업 자원 배분과 조정 측면에서 실무적 시사점을 제공한다는 점이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어, 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구모형과 표본선정과정을 제시하며, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막 제Ⅴ장에서는 결론과 한계점을 기술한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 가설 설정

1. 현금보유 관련 이론

현금보유수준은 동기에 따라 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 첫 번째는 상쇄이론(trade-off theory)이다. 이에 의하면 기업이 현금을 보유함에 따라 발생하는 원가와 효익을 비교하여 최적의 현금보유수준을 결정하며, 정보비대칭이 심할수록 외부자금조달비용이 상승하여 현금보유수준을 높인다(Opler et al. 1999).

두 번째는 자본조달순서이론(pecking-order theory)이다. 이에 따르면 정보비대칭의 존재로 외부자금조달비용이 발생하므로 기업은 사내유보금, 안전 부채, 위험 부채, 주식 순으로 자금을 조달한다. 현금보유수준은 기업 투자 활동과 사내유보금의 변화에만 반응하므로 최적의 현금보유수준 유지는 없다고 보았다(Myers 1977 ; Myers and Majluf 1984).

세 번째 이론은 잉여현금흐름이론(free cash flow theory)이다. 이는 기업의 현금보유수준이 대

리인 문제와 관련 있다고 가정한다. 기업지배구조와 감독 체계가 약할수록 대리인 문제가 더 심각하며, 초과현금보유는 경영자가 사적 이익을 증가시키기 위한 수단으로 본다(Jensen 1986 ; Jensen and Meckling 1976).

2. 현금보유수준에 관한 선행연구

중국기업은 크게 국유기업과 비국유기업으로 구분된다. 나아가 국유기업 정부 등급에 따라 중앙국유기업(center state-owned enterprise)과 지방국유기업(local state-owned enterprise)으로 분류될 수도 있다(Chen et al. 2011 ; Wang and Song 2012). Zhao(2008)은 중국 중앙국유기업의 고현금보유는 소유주 부채의 문제에 기인하는 반면에 비국유기업의 고현금보유는 외부자금조달 제약이 강하고 자금조달비용이 높으므로 어쩔 수 없는 선택이고, 지방국유기업이 현금을 덜 보유하는 것은 기업규모와 관련이 있다고 주장하였다. Zhao and Wang(2009)은 중앙국유기업의 현금보유수준은 현금흐름, 외부자금조달비용, 대리인 비용과 관련이 있으며 지방국유기업의 현금보유수준은 현금흐름, 외부자금조달비용, 현금대체물, 부채비율 및 은행부채비율과 관련이 있으며 비국유기업의 현금보유수준은 현금흐름, 외부자금조달비용, 투자기회, 현금대체물, 부채비율, 사외이사비율과 관련 있는 것으로 나타났다.

Shen et al.(2008)은 2002년 중국상장기업의 자료를 통해 국유기업의 최고지배주주²⁾(ultimate controlling shareholders)가 고현금보유를 선호하는 것이 이익침탈 동기(motive for expropriation)와 관련이 있다고 주장하였고, Shleifer and Vishny(1997)의 Grabbing hand³⁾ 가설을 지지하였다. 하지만 2002년의 횡단면 자료만 분석한 결과는 설득력이 부족하다. Chen and Chen(2017)은 기업지배구조를 고려한 기업전략이 현금보유수준에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과, 기업전략과 국유기업 여부의 상호작용변수가 현금보유수준과 유의한 양(+)의 관련성이 나타났고 이는 기업전략이 현금보유수준에 미치는 영향이 국유기업에서 더 현저하다는 것을 의미한다. 정부의 Grabbing hand의 역할이 Helping hand보다 더 크고 정부가 국유기업의 이익을 침탈할 때 현금성 자산을 더 선호하므로 더 많은 현금을 보유하는 경향을 보인다. 그런데 Xu et al.(2012)은 국유기업에서 소유권과 지배권이 분리된 현상이 존재하지 않고 정부가 국유기업의 현금보유수준에 미치는 영향이 크지 않다는 연구결과를 제시하였다.

다른 선행연구를 살펴보면, Yang et al.(2010)은 기업의 초과현금보유는 과잉투자에 기인하며 국유기업에서 더 심각하게 나타나고 있음을 제시하였다. 기업지배구조의 개선이 초과현금보유에 기인한 과잉투자를 제약할 수 있지만, 국유기업에서 이러한 제약은 역할을 하지 못한다고 주

2) 최고지배주주란 기업에서 최종통제권을 가지고 있고 동시에 누구의 통제를 받지 않은 주주를 의미한다. 일반적으로 중국 국유기업의 최고지배주주는 정부이다.

3) Garbbing hand는 정부가 부패행위로 기업자원을 이전(Tunneling)하는 행위를 말한다. 반대로 Helping hand는 정부가 기업에 은행 대출, 정부 보조금, 세수 혜택 등을 지원하는 것을 말한다.

장하였다.

Wang and Song(2012)은 기업의 다각화 정도와 현금보유수준 간에는 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 다각화 경영이 현금보유수준을 최적화하는 역할을 하지만, 국유기업에서 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제가 크므로 이런 역할을 제대로 수행하지 못한다고 주장하였다.

그리고 외부자금조달 측면에서 볼 때 Shi(2014)은 국유기업이 비국유기업보다 절대적 우위를 갖고 있어 자금이 필요할 때 은행 대출 등을 더 쉽게 받을 수 있으므로 예비적 동기는 상대적으로 약하고 현금보유수준이 낮다고 보고하였다.

3. 현금보유조정속도에 관한 선행연구

현금보유조정속도에 관한 연구는 실제현금보유수준과 목표현금보유수준이 다른 경우 이를 조정하고자 하는 유인이 있다는 Opler et al.(1999)을 시작으로 활발하게 진행되었다. Dittmar and Duchin(2010)은 현금보유조정속도가 실제현금보유수준과 목표현금보유수준의 차이 크기, 기업성과, 기업연령(firm age)에 영향을 받는 것을 제시했다. Jiang and Lie(2016)은 경영자참호가설(managerial entrenchment hypothesis) 전제하에 초과현금보유기업이 초과현금을 줄이기 위한 비용이 적고 줄이기도 쉬우므로 그렇지 않은 기업보다 현금보유조정속도가 더 빠르다고 주장하였다.

현금보유조정속도에 관한 중국 선행연구를 살펴보면, 중국기업이 최적의 현금보유수준에 따라 현금보유수준을 조정하고 있고 현금획득조정속도가 현금사용조정속도보다 더 빠르다고 보고하였고 원인은 초과현금에 기인한 대리인 비용의 부정적 영향보다 현금부족으로 인한 유동성 문제를 더 중요시하기 때문이라고 주장하였다(Lian and Su 2008 ; Wang et al. 2010). 그런데 Liu and Hao(2015)은 현금보유조정속도에 비대칭이 존재하고 조정비용이 현금을 획득할 때보다 사용할 때가 낮아 현금사용조정속도가 현금획득조정속도보다 더 빠르다 주장하는 상반된 연구 또한 존재한다.

기업지배구조를 고려한 선행연구를 살펴보면, 국유기업의 현금보유조정속도는 통화공급, 경제정책의 불확실성의 크기, 시장화 진전(process of marketization) 등과 관련이 있는 것으로 나타났다(Zhang 2013 ; Zheng et al. 2014 ; Zhong et al. 2015). Xiao et al.(2013)은 비국유기업이 거시경제환경의 영향을 더 받고 현금보유조정속도가 국유기업보다 더 빠른 것을 제시했다. 그리고 Yang(2014)은 정부개입이 국유기업의 현금사용조정속도를 빠르게 하지만 현금획득조정속도는 느리게 한다고 주장하였다.

선행연구를 종합하면 중국기업의 지배구조가 현금보유정책에 영향을 미친다는 연구가 주류이지만 이를 반박하는 연구도 계속 나오고 있다. 지금까지 중국기업의 지배구조와 현금보유정책 간의 관계를 직접 규명한 연구가 드물다. 따라서 본 연구는 중국기업의 지배구조와 현금보유수준 간의 관계를 규명하고자 한다. 또한 본 연구는 선행연구와 달리 기업지배구조와 현금보유수

준 간의 관련성을 두 가지 측면에서 살펴보고자 한다. 첫째, 기업지배구조와 현금보유수준 간의 관련성을 정태적으로 규명하고자 한다. 둘째, 기업지배구조와 현금보유조정속도 간의 관련성을 동태적으로 분석하고자 한다.

4. 가설 설정

중국기업은 국유기업과 비국유기업으로 구분되며, 이는 사회주의 경제체제의 특성을 가진 중국기업의 중요한 특징 중 하나이다. 국유기업은 근본적으로 다차원적 업무 특성이 있는 정부의 확장조직이다(Xin et al. 2019). 중국에서 국유기업이 경제발전, 사회안정, 과학진보, 고용, 세수 등의 정치적 목표 혹은 사회적 책무를 맡고 있다(Xia and Fang 2005). 앞서 언급한 선행연구에 따라 국유기업이 사회적 책무를 수행할 때 기업가치 최대화의 목표에서 이탈할 수 있어서 기업가치를 해치게 된다. 이럴 때, 정부가 국유기업의 이익을 침탈할 동기가 커진다(Chen and Chen 2017). 기업 내부의 재량권을 가장 쉽게 행사할 수 있고 자금이동이 편한 현금성 자산은 정부가 이전하는 가장 중요한 대상이 된다. 따라서 정부가 국유기업의 고현금보유를 선호한다(Shen et al. 2008).

하지만 정부가 국유기업의 고현금보유를 선호하는 것은 이익침탈동기와 관련이 있다기보다는 정치적 목표달성과 사회적 책무수행에 기인할 가능성이 더 크다. 왜냐하면, 정부가 경제적 이익(economical benefit)보다 사회적 효율⁴⁾(social efficiency)을 더 고려하기 때문이다. 예를 들어, 일자리 창출과 안정화를 위해 국유기업이 실제로 필요한 인원보다 더 많은 인원을 고용하고 경제 불황기에 경제성장을 이끌기 위해 과잉투자를 한다(Jiang et al. 2016). 상술한 기업활동은 자금사용과 밀접한 관련이 있다. 따라서 국유기업이 비국유기업보다 더 많은 현금을 보유할 가능성이 크다. 국유기업이 현금보유수준을 높이는 것은 기업가치에 역행하는 행위일 수 있고 심지어 소액주주의 이익에 부정적인 영향을 줄 수도 있지만, 사적 이익을 증가시키기 위한 수단이라 아니라 사회안정과 경제발전을 촉진하고 사회적 효율성을 높이려는 장기적사결정⁵⁾이라 볼 수 있다.

다른 한편으로, 국유기업이 자금이 필요할 때 절대적 우위가 있어 정부 보조금, 은행 대출 등

4) 사회적 효율이란 대외적으로는 사회목적을 실현하고 대내적으로 인간적 가치나 구성원의 만족 등을 중요시하는 것을 의미한다.

5) 중국 정부는 지배주주로서 국유기업을 실질적으로 통제할 수 있고 정책적 영향력을 충분히 행사할 수 있다. 예를 들어, 중국 정부는 이사장, 이사, 감사, 전문경영인 등을 임명할 수 있고, 기업 정책의 중요한 결정에도 주주총회를 통하여 자신의 의사를 관철할 수 있다. 따라서 중국 정부는 지배주주로서 정부의 정책 목표를 국유기업의 경영에 반영할 수 있다. 주주권을 통한 통제, 나아가 주주권에 기초한 인적 자원을 통한 통제는 어떠한 다른 수단보다도 강력한 기업의 통제 수단으로서 정부는 필요한 경우 사회적 효율을 위하여 얼마든지 일정 부분 경제이익을 포기하는 선택을 하는 것이 가능하다(Kim 2015).

자본조달을 쉽게 받을 수 있으므로 예비적 동기가 비국유기업보다 약하다. 국유기업은 정부가 담보하므로 운영 위험이 상대적으로 낮다(Chen et al. 2011). 일반적으로 재무 상태가 좋고 신용 등급이 높은 기업이 은행으로부터 대출을 더 쉽게 받을 수 있다. 은행이 국유기업의 재무적 곤경이 일시적이라고 판단하여 신규대출로 기존의 대출을 상환하거나 대출 연장을 통해 재무적 곤경에 빠진 국유기업을 도와준다(Xie and Chen 2009).

또한, 현재 중국은행 체계는 국유상업은행⁶⁾이 주도한다. 국유상업은행이 국유기업 대출 전의 조사와 대출 후의 감독이 약해 대출을 더 쉽게 받을 수 있다. 반면에 비국유기업은 국유상업은행이 대출의 안전성과 채산성을 보장하기 위해 미래 자산과 수익분포를 더 중요시하고 대출 전의 조사와 대출 후의 감독이 더 엄격하여 자금조달제약이 더 심하다. 따라서 국유기업은 예비적 동기가 약하므로 현금보유수준을 낮출 가능성이 있다.

이상의 논의에 따라 중국기업의 지배구조와 현금보유수준 사이에 상관관계의 방향성을 예측할 수 없으므로 다음과 같이 귀무가설로 [가설 1]을 설정하였다.

[가설 1] 중국기업의 지배구조(국유기업 여부)와 현금보유수준 사이에 상관관계가 없다.

본 연구의 두 번째 목적은 기업지배구조와 현금보유조정속도 사이에 어떤 상관관계가 존재하는지를 검증하고자 하는 것이다.

실제현금보유수준이 목표현금보유수준보다 작은 부족현금보유수준일 때, 국유기업이 더 많은 자금조달 경로가 있으므로 비국유기업보다 정부 보조금, 은행 대출 등 자본조달을 더 쉽게 받을 수 있다. 또한, 국유기업은 자금이 부족할 때 외부로부터 즉시 자금을 조달할 수 있다(Wang and Song 2012). 따라서 국유기업이 비국유기업보다 부족현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 신속히 조정할 가능성이 크다.

다른 한편으로는 국유기업이 국유상업은행으로부터 대출을 쉽게 받을 수 있고 동시에 대출 후의 감독이 느슨하다. 또한 국유기업이 은행 대출을 상환하지 못할 때, 국유상업은행이 국유기업에 책임을 따질 가능성이 작다. 왜냐하면, 국유기업과 국유상업은행 간의 이해충돌은 정부 측면에서 내부화될 수 있기 때문이다(Zhu and Chen 2006). 이럴 때, 부채제약기능이 약해지고 따라서 국유기업의 현금보유수준을 목표현금보유수준으로 신속히 조정할 동기가 약해 현금보유수준을 조정하는 속도가 느릴 것이다. 따라서 국유기업이 비국유기업보다 부족현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 느리게 조정할 가능성이 있다. 이상의 내용을 바탕으로 [가설 2-1]을 부족현금보유수준인 국유기업과 현금보유조정속도 사이에 상관관계가 없을 것으로 설정하였다.

반대로 실제현금보유수준이 목표현금보유보다 큰 초과현금보유수준일 때, 국유기업이 정치적 혹은 사회적 요소를 고려할 가능성이 크므로 목표현금보유수준으로 신속히 조정할 가능성이 작

6) 중국 6대 국유상업은행은 중국은행, 건설은행, 공상은행, 농업은행, 교통은행, 중국우정저축은행이다.

다. 일자리창출과 안정화를 위해 국유기업에 많은 인원을 고용함으로써 과잉투자를 하여 경제성장을 촉진한다(Jiang et al. 2016). 또한, 국유기업은 시장에 공급이 부족할 때 투자를 통해 생산량이 늘리고 경영환경 변화에 대응하는 과정에서 신제품을 개발해야 하고 제품개발에 필요한 기술자를 즉시 고용해야 한다. 따라서 국유기업은 초과현금을 즉시 사용하지 않고 중장기 투자에 필요한 현금을 비축한다. 그리고 국유기업은 설립목적으로 인하여 생산성 제고를 통한 이익창출보다는 저효율과 저생산성의 경영방식을 유지하고 있다(Jeon and Feng 2018). 이에 따라 국유기업은 초과현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 신속히 조정하지 못하고 있다. 정부가 통제하는 국유기업이 단기적 이익과 기업가치 극대화보다는 사회적 효율을 높이기 위해 초과현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 느리게 조정할 가능성이 크다. 이상의 내용을 바탕으로 [가설 2-2]를 초과현금보유수준인 국유기업은 현금보유조정속도가 느릴 것으로 설정하였다.

또한, 이상의 논의에 따라 중국기업의 지배구조와 현금보유조정속도 사이에 상관관계의 방향성을 예측할 수 없으므로 다음과 같이 귀무가설로 [가설 2]를 설정하였다.

[가설 2] 중국기업의 지배구조(국유기업 여부)와 현금보유조정속도 사이에 상관관계가 없다.

[가설 2-1] 부족현금보유수준인 국유기업과 현금보유조정속도 사이에 상관관계가 없다.

[가설 2-2] 초과현금보유수준인 국유기업은 현금보유조정속도가 느릴 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형 및 변수측정

기업의 실제현금보유수준을 측정하는 모형은 다음 식(1)과 같다. 종속변수인 기업의 실제현금보유수준(Actual_Cash)은 Ozkan and Ozkan(2004)에서 사용한 해당연도 개별기업의 현금 및 현금등가물을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다.⁷⁾

본 연구에서는 선행연구에 따라 현금보유정책에 영향을 미치는 요인을 통제하였는데 이러한 통제변수에는 기업규모(Size), 자본적 지출비율(Capex), 부채비율(Lev), 영업현금흐름비율(CFO), 순운전자본비율(WC), 배당실시여부(Div), 토빈 Q(Tobin's Q), 기업업력(Age), 연구개발비 비중(R&D), 현금흐름 변동성(Industry CF risk)을 포함하였다(Chen and Chen 2017 ; Jeon and Feng 2018 ; Cho et al. 2018).

기업규모, 영업현금흐름비율과 토빈 Q가 클수록 기업은 더 많은 현금을 보유할 동기가 있다(Chen and Chen 2017 ; Jeon and Feng 2018). 따라서 기업규모(Size), 영업현금흐름(CFO)과 토빈

7) Opler et al.(1999)은 기업 현금보유수준을 측정할 때 분모를 순자산(총자산-현금 및 현금등가물)으로 사용하였다. 이를 이용한 분석결과도 Ozkan and Ozkan(2004)의 측정치를 사용한 경우와 유사하였다.

Q(Tobin's Q)는 현금보유수준과 양(+)의 관련성이 있을 것으로 예상된다. 그리고 자본적 지출과 순운전자본이 많은 기업은 높은 현금보유수준을 유지할 필요가 없으므로 자본적 지출(Capex)과 순운전자본비율(WC)은 음(-)의 부호가 예상된다. Opler et al.(1999)는 부채비율이 높은 기업은 은행과의 관계도 양호하고 외부자본시장을 이용할 수 있는 능력이 있으므로 기회비용이 큰 현금을 많이 보유할 필요가 없다고 주장하였다. 따라서 부채비율(Lev)은 현금보유수준과 음(-)의 관련성이 있을 것으로 예상된다. 또한 배당실시여부(Div), 연구개발비중(R&D) 및 현금흐름 변동성(Industry CF risk)의 계수는 양(+)의 부호가 예상된다.

마지막으로 연도별 및 산업별 효과를 통제하기 위하여 연도더미(ΣYD)와 산업더미(ΣIND)를 추가하였으며, 각 계수의 표준오차는 기업 내 시계열 상관을 조정하기 위해 기업별로 클러스터링(Clustering)을 실시하였다.

$$\text{Actual_Cash}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_n \cdot \text{Control Variables}_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(1)}$$

여기서,

Actual_Cash_{i,t} = 현금 및 현금등가물 ÷ 총자산 ;

Control Variables :

Size_{i,t} = 총자산의 자연로그값 ;

Capex_{i,t} = 자본적 지출 ÷ 총자산 ;

Lev_{i,t} = 총부채 ÷ 총자산 ;

CFO_{i,t} = {세전 · 이자지급 전 이익(EBITDA) - 이자, 세금, 배당} ÷ 총자산 ;

WC_{i,t} = (유동자산 - 유동부채 - 현금 및 현금등가물) ÷ 총자산 ;

Div_{i,t} = 배당을 실시한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수 ;

Tobin's Q_{i,t} = {(보통주 주가 × 보통주식수) + (우선주 주가 × 우선주식수) ÷ 총부채} ÷ 총자산 ;

Age_{i,t} = 기업 상장 연수 ;

R&D_{i,t} = 연구개발비 ÷ 총자산 ;

Industry CF risk_{i,t} = 최근 3년 동안에 현금흐름의 표준편차 ;

ΣYD = 연도더미변수 ;

ΣIND = 산업더미변수.

식(2)는 기업지배구조와 현금보유수준 간의 관련성을 분석하는 모형이다. 본 연구에서 국유기업이면 1, 아니면 0인 더미변수 SOE가 관심변수이다. SOE의 계수는 국유기업이 더 많은 현금을 보유한다면 양(+)의 값, 현금을 덜 보유한다면 음(-)의 값을 가진다.

$$\text{Actual_Cash}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{SOE}_{i,t} + \alpha_n \cdot \text{Control Variables}_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(2)}$$

여기서, SOE_{i,t} = 국유기업이면 1, 아니면 0인 더미변수 ;

다른 변수의 정의는 식(1) 참조.

식(3)은 현금보유조정속도를 측정하는 모형이다. 종속변수는 전기부터 당기까지의 현금보유수준 변화분인 Change_Cash이다. 식(1)을 통해 현금보유수준에 영향을 미치는 변수들의 계수값

을 구한 다음에 현금보유수준의 추정값을 계산한다. 현금보유수준의 추정값은 기업의 목표현금보유수준(Target_Cash)이다. 목표현금보유수준을 측정한 후 실제현금보유수준과 목표현금보유수준의 차이(Deviation_Cash)를 구하고 실제현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 조정하는 속도를 측정한다. Deviation_Cash의 계수 β_1 은 연평균 현금보유조정속도를 의미한다. β_1 은 실제 현금보유수준과 목표현금보유수준의 차이가 벌어질수록 전기대비 당기의 현금보유수준의 차이가 작아진다면 음(-)의 값을 가진다. β_1 의 절댓값은 평균 현금조정비율(%)을 의미한다.

$$\text{Change_Cash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Deviation_Cash}_{i,t} + \beta_n \cdot \text{Control Variables}_{i,t} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(3)}$$

여기서,

$$\text{Change_Cash}_{i,t} = (\text{Actual_Cash}_{i,t} - \text{Actual_Cash}_{i,t-1}) ;$$

$$\text{Deviation_Cash}_{i,t} = (\text{Actual_Cash}_{i,t-1} - \text{Target_Cash}_{i,t}) ;$$

다른 변수의 정의는 식(1) 참조.

식(4)는 기업지배구조와 현금보유조정속도 간의 관련성을 분석하는 모형이다. β_1 이 음(-)이라는 전제하에서 Deviation_Cash×SOE의 계수 β_2 는 국유기업이 비국유기업보다 목표현금보유수준으로 신속히 조정한다면 음(-)의 값을, 느리게 조정한다면 양(+)의 값을 가진다.

$$\begin{aligned} \text{Change_Cash}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Deviation_Cash}_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{Deviation_Cash}_{i,t} \times \text{SOE}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{SOE}_{i,t} \\ & + \beta_n \cdot \text{Control Variables}_{i,t} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(4)}$$

여기서, 다른 변수의 정의는 식(1), 식(2), 식(3) 참조.

2. 표본선정

본 연구에서 사용한 재무 자료는 중국 상장기업 데이터베이스 CSMAR⁸⁾(China Stock Market Accounting Research Database)를 통해 수집하였다. 2006년 중국 재정부가 국제회계기준을 대폭 수용하면서 2007년 1월 1일부터 중국의 상장기업은 중국채택 국제회계기준(C-IFRS)을 적용함으로써 재무제표의 구성에 많은 변화를 가져왔다. 따라서 분석 기간을 2008년부터 2019년까지로 정하였다.⁹⁾

본 연구의 표본은 1) 중국 상하이와 선전증권거래소에 상장된 기업(A 주식¹⁰⁾), 2) 금융업 제외, 3) ST 기업¹¹⁾ 제외, 4) CSMAR에 재무 자료가 없는 기업 제외, 5) 현금보유정책 변수가 없는

8) CSMAR은 국태안 금융교육그룹(GTA Finance & Education Group)이 CRSP와 COMPUSTAT에 근거하여 개발하였고, 중국금융과 경제 분야에 대한 연구형 데이터베이스이다.

9) 분석기간은 2008년부터 2019년까지 12년이지만, 실제 분석에는 최근 3년 동안 현금흐름의 표준편차를 사용하므로 2006년부터 2019년까지 상장된 기업 중에서 표본을 선정하였다.

10) 중국 A주식은 인민폐보통주식이고 중국 국적의 자연인과 법인으로 투자 자격이 제한되어 있었다. 2013년 4월 1일부터 홍콩, 마카오, 대만 개인도 A주를 살 수 있다.

기업 제외, 6) 연도-산업 내 표본 수가 10개 미만인 산업을 제외하는 조건에 따라 선택하였다.

다음 <표 1>과 같이 본 연구에서 사용한 표본 수는 21,044 기업-년이다. 연도별로 고른 분포를 보인다. 표본 비중이 가장 높은 산업은 제조업이며, 전체 표본의 62.61%를 차지한다. 다음으로 비중이 높은 업종은 도매 및 소매업(6.98%), 창고 및 운송업(6.60%), 서비스업(5.57%) 순으로 나타났다.

<표 1> 표본분포

[Panel A] 연도별 분포								
Year	N	Ratio	Year	N	Ratio	Year	N	Ratio
2008	856	4.07%	2013	1,770	8.41%	2018	2,516	11.96%
2009	964	4.58%	2014	1,953	9.28%	2019	2,999	14.25%
2010	1,038	4.93%	2015	1,974	9.38%	Total	21,044	100.00%
2011	1,138	5.41%	2016	2,071	9.84%			
2012	1,462	6.95%	2017	2,303	10.94%			

[Panel B] 산업별 분포		
Industry Name	N	Ratio
농업, 임업, 축산업 및 어업	106	0.50%
광업	478	2.27%
제조업	13,175	62.61%
전력, 열, 가스 및 물생산과 공급업	854	4.06%
건설업	567	2.69%
창고 및 운송업	1,388	6.60%
정보기술업	616	2.93%
도매 및 소매업	1,469	6.98%
서비스업	1,173	5.57%
오락 및 문화 관련 산업	314	1.49%
과학연구 및 기술서비스업	162	0.77%
수리, 환경 및 공공설비 관리업	301	1.43%
주민서비스, 수리 및 기타 서비스업	63	0.30%
교육업	202	0.96%
공공관리, 사회복지 및 사회조직업	176	0.84%
Total	21,044	100.00%

- 11) ST 기업에서 ST는 Special Treatment의 약자로 2년 동안 손실을 보거나 경영상태가 부실한 상장기업을 말하며, 이 기업들에 대한 주식거래를 특별하게 처리하고 기업의 약칭 앞에 ‘ST’를 표시한다(상하이·선전증권거래소 1998년 4월 22일).

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석

다음 <표 2>는 본 연구에 사용한 변수의 기술통계량을 보여주고 있다.¹²⁾ 주요 변수를 살펴보면, 실제현금보유수준(Actual_Cash)의 평균(중위수)은 0.151(0.121)이고 이는 총자산에서 현금 차지하는 비율은 15.1%임을 알 수 있다. 또한, 본 연구의 관심 변수인 SOE의 평균값은 0.434로, 국유기업이 전체 표본의 43.4%를 차지하고 있다.

본 연구에서 사용한 통제변수를 살펴보면 총자산에 대한 자연로그값을 측정한 기업규모(Size)의 평균(중위수)은 22.267(22.096)로 나타났다. 자본적 지출 비율(Capex)의 평균(중위수)은 0.048(0.035)로 나타났다. 부채비율(Lev)은 평균 44.5% 수준인 것으로 보고되었다. 영업현금흐름비율(CFO)의 평균(중위수)은 0.061(0.058)이고 이는 총자산에서 영업현금흐름이 차지하는 비율은 평균적으로 약 6.1%임을 알 수 있다. 배당실시여부(Div)의 평균은 74%이다. 따라서 배당을 시행한 기업이 표본의 약 74%임을 알 수 있다. 토빈 Q(Tobin's Q)의 평균과 중위수는 각각 2.354 및 1.835이며, 기업연령(Age)의 평균은 11.694로 나타났다. 연구개발비 비중(R&D) 및 현금흐름 변동성(Industry CF risk)의 평균은 각각 1.7%, 5.2%인 것으로 나타났다.

<표 2> 기술통계량

변수	평균	표준편차	최솟값	중위수	최댓값
Actual_Cash	0.151	0.113	0.009	0.121	0.623
Change_Cash	-0.011	0.074	-0.308	-0.007	0.272
SOE	0.434	0.496	0.000	0.000	1.000
Size	22.267	1.265	19.663	22.096	26.412
Capex	0.048	0.046	0.000	0.035	0.267
Lev	0.445	0.201	0.046	0.444	0.883
CFO	0.061	0.061	-0.463	0.058	0.255
WC	0.050	0.197	-0.524	0.051	0.576
Div	0.740	0.439	0.000	1.000	1.000
Tobin's Q	2.354	1.672	0.799	1.835	17.497
Age	11.694	6.570	3.000	10.000	28.000
R&D	0.017	0.019	0.000	0.012	0.113
Industry CF risk	0.052	0.015	0.019	0.050	0.117

1) 변수의 정의는 식(1), 식(2), 식(3) 참조.

12) 본 연구에서는 이상치가 회귀분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여 모형에 포함된 연속변수에서 상·하위 1%에 해당하는 원저(Winsorization)하였다.

<표 3>은 전체 표본을 국유기업과 비국유기업으로 구분하여 현금보유수준의 차이를 분석한 결과를 보여주고 있다. 실제현금보유수준의 비국유기업 평균값은 0.154, 국유기업 평균값은 0.148로 비국유기업 현금보유수준이 상대적으로 높은 것으로 확인되었고, 1% 수준에서 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 하지만 현금보유수준과 목표현금보유수준 간의 차이를 통해 국유기업은 초과현금보유수준이고 비국유기업은 부족현금보유수준인 것을 확인하였고, 1% 수준에서 차이를 보였다.

〈표 3〉 기업지배구조에 따른 현금보유수준 차이

	전체 평균	비국유기업 평균 (A)	국유기업 평균 (B)	차이 (C)=(A)-(B)	t-value
Actual_Cash (1)	0.151	0.154	0.148	0.006	3.978***
Target_Cash (2)	0.151	0.159	0.142	0.017	19.297***
(3)=(1)-(2)	0.000	-0.005	0.006	-0.011	-8.412***

1) 변수의 정의는 식(1), 식(2), 식(3) 참조.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

<표 4>는 주요 변수의 피어슨 상관계수를 보여주고 있다. 관심 변수인 SOE는 실제현금보유수준(Actual_Cash)과 유의한 관련성이 나타났다. 실제현금보유수준(Actual_Cash)과 기업규모(Size), 자본적 지출비율(Capex), 부채비율(Lev), 기업연령(Age)은 유의한 음(-)의 상관관계를, 영업현금흐름비율(CFO), 순운전자본(WC), 배당실시여부(Div), 토빈 Q(Tobin's Q), 연구개발비율(R&D), 현금흐름 변동성(Industry CF risk)은 양(+)의 상관관계를 갖는다. 이러한 결과는 선행 연구의 상관계수와 질적으로 동일하다(Wang and Song ; Chen and Chen 2017 ; Jeon and Feng 2018 ; Cho et al. 2018).

〈표 4〉 상관관계분석

변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) Actual_Cash	1												
(2) Change_Cash	0.199***	1											
(3) SOE	-0.030***	0.083***	1										
(4) Size	-0.206***	0.076***	0.302***	1									
(5) Capex	-0.074***	-0.150***	-0.031***	-0.017**	1								
(6) Lev	-0.367***	0.085***	0.266***	0.504***	-0.031***	1							
(7) CFO	0.194***	0.001	-0.021***	0.008	0.191***	-0.315***	1						
(8) WC	0.050***	-0.154***	-0.265***	-0.269***	-0.217***	-0.522***	0.078***	1					
(9) Div	0.139***	-0.013*	-0.024***	0.156***	0.062***	-0.161***	0.402***	0.144***	1				
(10) Tobin's Q	0.256***	-0.038***	-0.207***	-0.451***	0.017***	-0.383***	0.197***	0.210***	-0.024***	1			
(11) Age	-0.105***	0.140***	0.386***	0.348***	-0.209***	0.294***	-0.078***	-0.224***	-0.127***	-0.203***	1		
(12) R&D	0.169***	-0.073***	-0.238***	-0.201***	0.043***	-0.284***	0.113***	0.257***	0.125***	0.266***	-0.281***	1	
(13) Industry CF risk	0.263***	-0.136***	-0.206***	-0.302***	0.034***	-0.273***	0.050***	0.228***	0.050***	0.262***	-0.247***	0.319***	1

1) 변수의 정의는 식(1), 식(2), 식(3) 참조.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

2. [가설 1] 중국기업의 지배구조와 현금보유수준 간의 관련성 분석

<표 5>는 본 연구의 첫 번째 목적인 중국기업의 지배구조와 현금보유수준 사이에 어떤 관계가 존재하는가를 검증하기 위한 [가설 1]의 분석 결과를 보여주고 있다.

〈표 5〉 중국기업의 지배구조와 현금보유수준 간의 관련성 분석

변수	[Panel A] 식(1)		[Panel B] 식(2)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	0.161***	4.16	0.170***	4.36
SOE	—	—	0.016***	4.59
Size	0.004***	2.71	0.004**	2.22
Capex	-0.349***	-13.00	-0.343***	12.83
Lev	-0.293***	-23.06	-0.293***	-23.25
CFO	0.087***	4.38	0.089***	4.51
WC	-0.214***	-18.76	-0.212***	-18.66
Div	0.020***	8.07	0.020***	7.90
Tobin's Q	0.008***	8.17	0.008***	8.41
Age	-0.000	-0.75	-0.001**	-2.21
R&D	0.451***	4.81	0.440***	4.72
Industry CF risk	0.450***	5.00	0.451***	5.01
Industry/Year/Clustering by Firm	Yes/Yes/Yes		Yes/Yes/Yes	
F-Value/Adj. R ² /N	27.09***/0.321/21,044		26.89***/0.325/21,044	

1) 변수의 정의는 식(1), 식(2), 식(3) 참조.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

<표 5>의 [Panel A]는 실제현금보유수준의 결정요인을 보여주는 결과이다. 중국기업의 실제 현금보유수준 결정요인을 살펴보면, 기업규모(Size)는 현금보유수준과 유의한 양(+)의 계수¹³⁾를 보인다. 중국에서 규모가 큰 기업이 더 많은 현금을 보유하고 있다는 것을 의미한다. 영업현금흐름비율(CFO)의 계수가 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 현금흐름이 풍부한 기업이 현금보유를 높게 유지함을 의미한다. 배당실시여부(Div)의 계수는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 배당을 하는 기업이 현금을 많이 보유하는 것을 의미한다. 토빈

13) 이는 유의한 음(-)의 계수를 보이는 Opler et al.(1999)와는 다르지만, Ozkan and Ozkan(2004)의 결과와 같다.

Q(Tobin's Q)의 계수는 유의한 양(+)의 값을 보였으며, 이는 토빈 Q가 높은 기업이 현금을 더 많이 보유하는 것을 의미한다. 연구개발비 비중(R&D)의 계수는 유의한 양(+)의 값이 나타났고 이는 연구개발을 진행하면 자금 사용을 많이 해야 하므로 현금보유를 높게 유지하는 것으로 해석된다. 반면에 자본적 지출비율(Capex) 및 순운전자본비율(WC)은 유의한 음(-)의 값을 보인다. 부채비율(Lev)의 계수는 유의한 음(-)의 값이 나타났고 부채비율이 높은 기업의 현금보유 수준이 낮다는 것은 부채가 많은 기업은 외부 자본시장을 이용할 수 있는 능력이 있고 은행과의 관계도 양호하다는 것이 입증되었으므로 기회비용이 큰 현금을 많이 보유하지 않는다는 것을 의미한다. 이러한 분석 결과는 선행연구와 유사하다(Ozkan and Ozkan 2004 ; Wang and Song ; Chen and Chen 2017 ; Jeon and Feng 2018).

<표 5>의 [Panel B]는 기업지배구조와 현금보유수준 간의 관련성을 보여주고 있다. 관심 변수인 SOE의 계수는 0.016이고 1% 수준에서 유의한 값으로 나타났으며, 이는 국유기업은 평균적으로 더 많은 현금을 보유한다는 것을 의미한다. 국유기업이 더 많은 현금을 보유하는 것은 기업가치를 저해할 수도 있고 소액주주의 이익에 부정적 영향을 줄 수도 있지만, 사적 이익을 증가시키는 수단이 아니라 사회적 효율성을 높이려는 장기적사결정이라 볼 수 있다.

3. [가설 2] 중국기업의 지배구조와 현금보유조정속도 간의 관련성 분석

<표 6>은 본 연구의 두 번째 목적인 중국기업의 지배구조와 현금보유조정속도 사이에 어떤 관계가 존재하는가를 검증하기 위한 [가설 2]의 분석 결과를 보여주고 있다.

<표 6>의 [Panel A]는 중국기업의 현금보유조정속도를 분석한 결과이다. Deviation_Cash의 계수 값은 (-)0.334이고 이는 현금보유수준을 조정하는 속도가 평균 33.4%임을 의미한다.

<표 6>의 [Panel B]는 기업지배구조와 현금보유조정속도 간의 관련성을 보여주고 있다. Deviation_Cash의 계수 값은 (-)0.385로 유의하다. 관심 변수인 Deviation_Cash×SOE의 계수 값은 0.121이고 1% 수준에서 유의하게 나타났다. 이는 국유기업이 비국유기업보다 현금보유수준을 느리게 조정하는 것을 의미한다. 이러한 결과는 국유기업이 평균적으로 실제현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 느리게 조정한다는 것이다. SOE의 계수 값은 0.005로 유의한 양(+)의 값으로 나타나 국유기업이 현금을 비축하는 경향이 있는 것으로 나타났다.

〈표 6〉 중국기업의 지배구조와 현금보유조정속도 간의 관련성 분석

변수	[Panel A] 식(3)		[Panel B] 식(4)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	0.017	0.97	0.024	1.35
Deviation_Cash	-0.334***	-42.29	-0.385***	-37.26
Deviation_Cash×SOE	—	—	0.121***	8.12
SOE	—	—	0.005***	3.92
Size	-0.000	-0.00	-0.000	-0.56
Capex	-0.193***	-13.04	-0.191***	-13.19
Lev	-0.006	-1.08	-0.008	-1.53
CFO	0.029***	2.57	0.030***	2.66
WC	-0.049***	-9.07	-0.049***	-9.41
Div	0.003*	1.94	0.003*	1.97
Tobin's Q	-0.000	-0.59	-0.000	-0.43
Age	0.001***	5.25	0.000***	3.75
R&D	0.046	1.21	0.046	1.19
Industry CF risk	-0.182***	-3.14	-0.169***	-2.94
Industry/Year/Clustering by Firm	Yes/Yes/Yes		Yes/Yes/Yes	
F-Value/Adj. R ² /N	45.61***/0.281/17,844		47.54***/0.289/17,844	

1) 변수의 정의는 식(1), 식(2), 식(3) 참조.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

다음 <표 7>은 표본을 부족현금표본과 초과현금표본으로 구분하여 현금보유조정속도 간의 관련성을 분석한 결과이다.

Deviation_Cash의 계수를 비교하면 [Panel A] 부족현금표본은 유의한 (-)0.284, [Panel B] 초과현금표본은 유의한 (-)0.458로 초과현금표본이 부족현금표본보다 현금보유조정속도가 빠른 것으로 나타났으며, 이는 Liu and Hao(2015)의 결과와 일치하고, 중국기업의 현금보유조정속도에 비대칭이 존재함을 의미한다.

부족현금표본에서 Deviation_Cash×SOE의 계수는 0.089로 유의한 양(+)의 값을 보여 국유기업이 비국유기업보다 느리게 현금보유수준을 조정하는 것으로 나타났다. 중국에서 국유기업이 자금이 필요할 때 국유상업은행으로부터 대출을 쉽게 받을 수 있고 동시에 대출 후의 감독이 약하다. 또한, 나중에 국유기업이 은행 대출을 상환하지 못할 때, 국유상업은행이 국유기업에 책임을 따질 가능성이 작다. 왜냐하면, 국유기업과 국유상업은행 간의 이해충돌은 정부 측면에서 내

부화될 수 있기 때문이다(Zhu and Chen 2006). 이럴 때, 부채제약기능이 약해지게 되고 따라서 국유기업이 현금보유수준을 목표현금보유수준으로 신속히 조정할 동기가 약해 조정하는 속도가 느린 것으로 판단된다.

〈표 7〉 중국기업 부족현금표본과 초과현금표본의 현금보유조정속도 관련성 분석

변수	[Panel A] 부족현금표본 식(4)		[Panel B] 초과현금표본 식(4)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	0.027	1.46	0.060**	2.28
Deviation_Cash	-0.284***	-11.95	-0.458***	-26.70
Deviation_Cash×SOE	0.089***	2.70	0.113***	4.78
SOE	0.008***	3.22	0.000	0.14
Size	-0.001*	-1.94	0.001	1.28
Capex	-0.059***	-2.97	-0.322***	-14.55
Lev	0.009	1.32	-0.055***	-7.04
CFO	0.034***	2.72	0.006	0.31
WC	-0.002	-0.32	-0.121***	-15.50
Div	0.002	1.09	0.003	1.28
Tobin's Q	0.001	1.30	-0.001	-1.55
Age	0.000***	3.08	0.000**	2.54
R&D	0.008	0.16	-0.029	-0.44
Industry CF risk	0.122*	1.67	-0.486***	-4.86
Industry/Year/Clustering by Firm	Yes/Yes/Yes		Yes/Yes/Yes	
F-Value/Adj. R ² /N	7.75***/0.077/9,685		37.42***/0.308/8,159	

1) 변수의 정의는 식(1), 식(2), 식(3) 참조.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

초과현금표본에서도 Deviation_Cash×SOE의 계수는 0.113으로 유의한 양(+)의 값을 보여 국유기업이 비국유기업보다 느리게 현금보유수준을 조정하는 것으로 나타났다. 이는 국유기업이 초과현금을 조정할 때 사회적 요소와 정치적 요소를 고려하여 현금을 즉시 사용하지 않고 미래 투자에 필요한 현금을 비축하기 때문으로 판단된다.

기업지배구조와 현금보유조정속도 간의 관련성에 관한 결과를 종합하면, 국유기업이 평균적으로 실제현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 느리게 조정하는 것으로 나타났다. 부족현금보유수준일 때, 국유기업이 현금보유수준을 조정하는 속도가 느린 것은 국유기업과 국유상업은

행 간의 관계에 기인한 것으로 판단된다. 초과현금보유수준일 때, 국유기업이 현금보유수준을 느리게 조정하는 것은 사회적 효율성을 높이기 위한 것에 기인한 것으로 보일 수 있다. 정부는 필요한 경우 정치적 목표달성과 사회적 효율 제고를 위하여 경제이익 또는 기업가치를 포기할 수 있다. 따라서 초과현금보유수준인 국유기업이 현금보유수준을 느리게 조정하는 것이 기업가치에 역행하는 행위일 수 있고 심지어 소액주주의 이익에 부정적인 영향을 줄 수도 있지만, 경제와 사회를 발전시키고 사회적 효율성을 높이기 위해 초과현금을 즉시 사용하지 않고 중장기 투자에 필요한 현금을 비축한다.

V. 결 론

본 연구는 중국기업의 지배구조와 현금보유정책 사이에 어떤 상관관계를 존재하는지를 검증하였다. 중국의 사회주의 경제체제 하에 중요한 특징 중의 하나가 기업지배구조라 할 수 있다. 기업지배구조 측면에서 볼 때 중국기업은 국유기업과 비국유기업으로 구분된다. 국유기업과 비국유기업의 경영환경, 경영활동, 정부지원 등에서 현금보유수준과 유인에 차이가 발생할 수 있다. 그러므로 기업지배구조에 따라 기업 의사결정의 중요한 요소인 현금보유정책이 다를 것으로 예상할 수 있다. 지금까지 기업지배구조와 현금보유정책 간의 관계를 직접 규명한 연구가 드물다. 그러므로 중국기업의 지배구조와 현금보유정책 사이에 어떤 상관관계가 존재하는가와 그 관계의 의미가 무엇인지를 분석할 필요가 있다.

본 연구에서는 2008년에서 2019년 사이의 중국기업을 대상으로 기업지배구조와 현금보유정책 간의 관련성을 분석하였으며, 결과는 다음과 같다.

첫째, 국유기업이 더 많은 현금을 보유한다는 것으로 확인되었다. 둘째, 국유기업이 평균적으로 목표현금보유수준으로 느리게 조정하는 것으로 확인되었다. 결과에 의하면, 기업지배구조가 현금보유정책에 영향을 준다는 것을 알 수 있다. 정부가 통제하는 국유기업이 더 많은 현금을 보유하고 초과현금보유수준에서 목표현금보유수준으로 느리게 조정하는 것은 기업가치에 역행하는 행위일 수 있고 심지어 소액주주의 이익에 부정적인 영향을 줄 수도 있지만, 경제와 사회를 발전시키고 사회적 효율성을 높이려는 장기적사결정이라고 볼 수 있다. 그리고 부족현금보유수준인 국유기업이 현금보유조정속도가 느린 것은 국유기업과 국유상업은행 간의 관계에 기인한 것으로 판단된다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조를 고려한 연구가 대다수이고 기업지배구조와 현금보유정책 간의 관계를 직접 규명한 연구가 미미한 상태에서 본 연구는 기업지배구조와 현금보유수준 간의 관계를 직접 분석한 점에서 공헌점이 있다. 둘째, 기업지배구조가 현금보유수준, 현금보유조정속도와 어떤 관련성을 가지는지를 정태적, 동태적 측면에서 구체적으로

설명하였다. 마지막으로 국유기업과 현금보유정책 간의 관계를 확인함으로써 향후 중국 국유기업 자원 배분과 조정 측면에서 실무적 시사점을 제공한다는 점이다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 중국 국유기업은 정부 등급에 따라 중앙국유기업과 지방국유기업으로 분류할 수도 있다. 따라서 국유기업을 대상으로 정부 등급(중앙정부 및 지방정부)과 현금보유정책 간의 관련성을 연구할 필요가 있다. 둘째, 소유권, 지배권 및 소유지배 괴리도가 기업지배구조와 현금보유정책 간에 미치는 영향을 고려하지 못했다. 셋째, 현금보유정책에 대한 주가 반응을 고려하지 못했다는 점도 있다. 향후 국유기업의 정부 등급과 현금보유정책 간의 관련성을 살펴보는 연구와 기업의 소유권, 지배권 및 소유지배 괴리도, 주가 반응을 고려하는 연구가 필요하다.

참고문헌

- Chen, D. Q., Li, S. F., and C. Wang. 2011. Government Quality, Ultimate Property Rights and Corporate Cash Holdings. *Management World*. 11 : 127–141. [Printed in Chinese]
- Chen, Y. B., and R. Y. Chen. 2017. Corporate Strategy, Ultimate Controller and Cash Holdings Level : An Analysis Based on the Data of A-share Listed Companies in China. *Commercial Research*. 12 : 117–126. [Printed in Chinese]
- Cho, H. J., Choi, S. R., and M. O. Kim. 2018. Cash Holdings Adjustment Speed and Managerial Ability. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 47 : 695–719.
- Dittmar, A., and R. Duchin. 2010. The Dynamics of Cash. Working Paper. Ross School of Business in Michigan University.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. The Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3 : 305–360.
- _____, 1986. Agency Costs of Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. 76(2) : 323–329.
- Jiang, Z., and E. Lie. 2016. Cash Holding Adjustments and Managerial Entrenchment. *Journal of Corporate Finance*. 36 : 190–205.
- Jiang, F. X., Kim, K. A. and Y. T. Wang. 2016. Corporate Governance : Western Theory and China Practice. *Peking University Press*. 37–45. [Printed in Chinese]
- Jeon, S. I., and P. P. Feng. 2018. The Effect of the Quality of Accounting Information on Cash Holding Level : An Empirical Study on the Chinese Listed Firm. *Industrial Innovation Research*. 34(3) : 89–112. [Printed in Korean]
- Kim, I. K. 2015. A Comparative Study on SOEs of China and Korea. — Focusing on China and Korea's existing law systems. *China Study*. 64 : 243–270. [Printed in Korean]
- Lian, Y. J., and Z. Su. 2008. Listed Company Cash Holdings : Static Trade-off or Dynamic Trade-off. *The Journal of World Economy*. 10 : 84–96. [Printed in Chinese]
- Liu, Y. K., and H. Hao. 2015. Financial Crisis, Adjustment Costs and Asymmetric Adjustment Toward Target Cash Holding. *Journal of China University of Petroleum(Edition of Social Sciences)*. 31(4) : 19–23. [Printed in Chinese]
- Mayers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5 : 147–175.
- Myers, S., and N. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. 13 : 187–221.
- Oper, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. M., and R. Williamson. 1999. The Determinants and

- Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*. 52(1) : 3—46.
- Ozkan, A., and N. Ozkan. 2004. Corporate Cash Holdings : An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance*. 29(9) : 2103—2134.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 52(2) : 737—784.
- Shen, Y. F., Kuang, X. W., and Y. J. Nie. 2008. The Impact of Excess Control of Ultimate Controlling Shareholders on the Value of Cash Holdings. *Nankai Business Review*. 1 : 15—23. [Printed in Chinese]
- Shi, G. Y. 2014. Research on Ownership Structure, Political Connection and Overcash Holding Level. *Finance and Accounting for International Commerce*. 2 : 76—85. [Printed in Chinese]
- Wang, C. F., Huang, X. B., and Z. M. Fang. 2010. Research of Cash Holdings Dynamic Adjustment Behavior of Chinese Listed Companies. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*. 32(1) : 108—114. [Printed in Chinese]
- Wang, F. S., and X. H. Song. 2012. Ultimate Controller, Diversification Strategy and Cash Holdings Level. *Management World*. 7 : 124—137. [Printed in Chinese]
- Xia, L. J., and Y. Q. Fang. 2005. Government Control, Institutional Environment and Firm Value : Evidence from the Chinese Securities Market. *Economic Research Journal*. 5 : 25—37. [Printed in Chinese]
- Xiao, M., Wu, H. X., Zhang, Q., and R. Yan. 2013. Analysis of Publicly Traded Companies ; Cash Holdings Based on Macro—Economic Perspective. *Chinese Journal of Management Science*. 21(3) : 28—34. [Printed in Chinese]
- Xie, D. R., and Y. S. Chen. 2009. Financial Ecological Environment, the Ownership Nature of the Ultimate Controller, the Governance Effect of Financing Debts. *Economic Research Journal*. 5 : 118—129. [Printed in Chinese]
- Xin, Q. Q., Bao, A. Z., and F. Hu. 2019. West Meets East : Understanding Managerial Incentives in Chinese SOEs. *China Journal of Accounting Research*. 12(2) : 177—189.
- Xu, G. W., Liu, X., and J. Tan. 2012. The Effect of Control Characteristics on the Level and Value of Cash Holdings. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*. 34(2) : 76—84. [Printed in Chinese]
- Yang, X. P. 2014. Government Intervention, Ultimate Ownership and Cash Holding Policy. Dissertation. Southwest Jiaotong University. [Printed in Chinese]
- Yang, X. Q., Zhang, Z. N., and H. M. Wu. 2010. Governance Environment, Excess Cash—

- Holdings and Over Investment : Based on the Analysis of the Panel Data of Chinese Listed Companies. *Nankai Business Review*. 13(5) : 61–69. [Printed in Chinese]
- Zhang, W. J. 2013. Cash Holdings of Listed Companies : Precautionary or Profit–Driven Motivation. *Chinese Review of Financial Studies*. 5 : 51–57. [Printed in Chinese]
- Zhao, W. B., and Y. C. Wang. 2009. The Determinants of Firm Cash Holdings – Based on the Perspective of Corporation’s Ultimate Controller. *Journal of Xian University of Finance and Economics*. 22(2) : 73–77. [Printed in Chinese]
- _____, 2008. The Ultimate Controller and Cash holdings of Listed Companies – Based on the Analysis of the Machinery and Equipment Industry. *Modern Enterprise*. 3 : 34–35. [Printed in Chinese]
- Zheng, L. D., Cheng, X. K., and L. K. Fang. 2014. Economic Policy Uncertainty, Industry Periodicity and Dynamic Cash Holdings Adjustment. *Journal of Central University of Finance & Economics*. 12 : 68–78. [Printed in Chinese]
- Zhu, K., and X. Y. Chen. 2006. Bank–Firm Relationship and Accounting Conservation. *China Management Studies*. 1 : 30–42. [Printed in Chinese]
- Zhong, H. Y., Zhang, M., and Y. J. Qi. 2015. Market Reform, Institutional Change and Dynamic Adjustment of Cash Holdings. *Communication of Finance and Accounting*. 21 : 74–76. [Printed in Chinese]
- Sina Finance. 2016. <https://finance.sina.com.cn/china/gncj/2016-08-03/doc-ifyunxy6401077.shtml>.
- _____. 2020. <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1657661964438689770&wfr=spider&for=pc>.
- SHANGHAI STOCK EXCHANGE. www.sse.com.cn.
- SHENZHEN STOCK EXCHANGE. www.szse.cn.

A Comparison on Cash Holding Policy of Chinese State - owned and Non - State - owned Enterprises

Wan, Jun* · Jung, Hyung Rok** · Kim, Mi Ok*** · Yan, Sibe****

〈Abstract〉

One of the important features under Chinese socialist economic system is corporate governance. In terms of corporate governance, Chinese enterprises are divided into state-owned and non-state-owned enterprises. Chinese state-owned enterprises are enterprises in which the central or local government has a dominant influence. On the other hand, non-state-owned enterprises are those whose investors are operated and controlled by private individuals rather than the state. There may be differences in cash holding and incentives in several dimensions, such as the organizational environment, business operation, and government support of state-owned and non-state-owned enterprises. Therefore, it can be expected that the cash retention policy, which is an important factor in corporate decision-making, differs depending on the corporate governance structure. So far, there are few studies that have directly investigated the relationship between the corporate governance of Chinese companies and their cash holding policy. In order to analyze these factors, this study verified what kind of correlation exists between the type of corporate governance of Chinese companies and the cash holding policy. The summary of the analysis results of this study is as follows.

First, the state-owned firms holding more cash inside the firm. Second, the state-owned enterprises as a slow adjustment by the state-owned company's from the company's actual cash holding level to the target cash holding level. As a result, the government controlled state-owned enterprises, holding more cash inside the enterprise and slowly adjusting it from the excessive cash holding level to the target cash holding level may be an act against the corporate value or to the interests of minority shareholders. It may have a negative impact, but it can be seen as a long-term decision to develop society and economy and increase social efficiency. In addition, state-owned enterprises with deficient cash reserves are believed to be attributable to the relationship between state-owned enterprises and state-owned commercial banks that the slow rate of adjustment of their cash reserves.

〈Key words〉 Corporate Governance, Government, State-owned enterprise, Cash holding, Target cash holding, Speed of cash holding adjustment

* Doctoral Student, KyungHee University, School of Management, wanjun1230@khu.ac.kr, First Author

** Professor, KyungHee University, School of Management, jhrjhr@khu.ac.kr, Corresponding Author

*** Associate Professor, Baewha Women's University, Department of Tax Accounting, 10141@baewha.ac.kr, Co-author

**** Doctoral Student, KyungHee University, School of Management, yanna0322@khu.ac.kr, Co-author