

세무와회계저널  
제13권 제4호 2012년 12월 pp.213~245  
한국세무학회

## 현금보유비율의 가치관련성

### -소유지배괴리도를 중심으로-

김경태\* · 노희천\*\*

#### <요 약>

본 연구는 기업의 순자산 및 당기순이익에 추가하여 현금보유비율의 가치관련성이 존재하는지를 살펴본다. 또한 현금보유비율의 가치관련성에 있어서 기업지배구조가 어떤 영향을 미치는 지 검증함으로써 순자산 중에서 현금이 차지하는 비율이 가지는 차별적 의미를 중점적으로 살펴본다. 최근 기업 내부에 보유하는 현금수준이 증가하고 있고, 국내의 대기업을 중심으로 현금보유수준이 크게 증가하고 있기 때문에 현금의 적정 수준에 대한 논의가 제기되고 있는 시점에서 현금과 시장가치의 관계에 미치는 요인을 확인하는 연구는 중요하다고 판단된다. 본 연구에서는 현금보유비율과 시장가치 간의 관계에 영향을 미치는 요인 가운데 특히 소유지배괴리도에 주목하고 있다. 그 이유는 현금의 유동성으로 인하여 재량적인 사용이 용이하다는 점에서 기업지배구조에 의하여 현금보유비율과 시장가치 간의 관계가 크게 영향을 받을 가능성이 존재하기 때문이다.

본 연구는 2001년부터 2010년에 걸쳐 유가증권시장에서 대규모기업집단에 속하는 기업을 대상으로 기업의 순자산, 당기순이익 및 현금보유비율과 시장가치 간의 관계를 살펴보고 이러한 관계에 있어서 소유지배괴리도가 어떤 영향을 미치고 있는지를 분석하였다. 기본적인 연구모형은 순자산, 당기순이익 및 현금보유비율이 시가총액에 미치는 영향을 살펴본 후, 각 변수에 대한 소유지배괴리도의 상호작용변수를 설정하여 소유지배괴리도로 인해 시가총액에 추가적으로 미치는 영향을 살펴보고 있다. 현금보유비율은 현금및현금성자산에 단기금융자산을 가산한 후 기말순자산 금액으로 나누어 측정하였다. 또한 현금및현금성자산만으로 현금보유수준을 측정하여 민감도 분석을 실시하였고, 외국인지분율에 따른 민감도 분석도 추가적으로 실시하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 먼저 순자산 및 당기순이익에 더하여 추가적으로 현금보유비율의 가치관련성이 존재한다. 또한 현금보유비율의 가치관련성은 소유지배괴리도가 높아질수록 반감되었다. 반면 순자산 및 당기순이익의 가치관련성은 소유지배괴리도의 영향을 받지 않는 결과를 보이고 있다. 이는 기업지배구조가 나쁜 기업의 소유경영자가 현금을 쉽게 재량적으로 사용할 수 있는 개연성을 자본시장에 참여하는 투자자들이 부정적으로 평가하는 것으로 해석된다. 또한 외국인

\* 서울시립대학교 경영대학 경영학부 부교수, ktkim@uos.ac.kr, 02-2210-5723, 제1저자

\*\* 숭실대학교 경영대학 회계학과 조교수, rhc0401@ssu.ac.kr, 02-820-0541, 교신저자

지분율이 높은 경우에만 소유지배과리도가 현금보유비율의 가치관련성에 영향을 미치는 실증결과로 볼 때, 기업지배구조의 문제를 인식할 수 있는 투자집단이 많은 경우에 시장에서 소유지배과리도가 민감하게 평가될 수 있음을 보여준다.

본 연구는 현금과 기업가치 간의 관계가 기업지배구조, 특히 소유지배과리도에 의해 달라질 수 있음을 보여준다는 측면에서 공헌점이 있다. 기업의 생존환경이 매우 급박하게 변하는 현실에서 현금보유비율을 높이려는 유인이 존재하는 것이 사실이지만, 자본시장에서는 기업의 현금보유비율에 대해서 기업지배구조라는 요인에 의하여 상이하게 평가할 수 있는 측면을 확인한 것이다. 또한 회계의 주요변수인 순자산 및 이익이 현금과 다르게 기업지배구조의 영향을 받지 않는다는 실증결과를 볼 때, 선행연구에서 다른 자산에 비해 현금사용이 재량적일 수 있다고 지적한 사항을 실증적으로 분석한다는 측면에서 공헌점이 존재한다.

본 연구에서는 기업의 초과보유현금수준에 대한 분석이 아니라 기업의 현금총액으로부터 도출한 현금보유비율에 대한 기업가치 평가를 살펴보고 있다. 이는 일반적으로 재무분석가들의 분석에서 기업이 보유한 현금의 총액을 사용하는 경향이 있으므로 기업가치 평가에 있어서도 현금보유총액을 사용하는 것이 적절하다고 판단하였기 때문이다. 또한 초과보유현금수준은 투자자들마다 상이하고 평가오차도 클 것이므로 초과보유현금수준으로 인한 평가오차가 클 수 있는 점도 고려하였다.

향후에 기업이 보유하고 있는 적정 현금수준을 측정할 수 있다면, 초과보유현금수준에 따른 기업가치 평가부분을 실증분석하여 본 연구를 보완할 수 있을 것으로 생각된다. 또한 현금과 기업가치 간의 관계에 영향을 미칠 수 있는 기업지배구조 측면에서의 추가 조건으로 기업의 정보비대칭을 완화할 수 있는 재무분석가의 수나 회계정보공시수준 등에 대해서도 추가분석할 수 있을 것으로 기대한다.

〈주제어〉 현금보유비율, 가치관련성, 소유지배과리도, 현금및현금성자산, 외국인지분율

## I. 서 론

본 연구는 기업의 순자산 및 당기순이익과 기업의 시장가치 간의 관계에 있어서 현금보유비율이 추가적인 가치관련성을 갖는지 살펴본다. 또한 현금보유비율의 가치관련성에 있어서 소유지배과리도로 측정한 기업지배구조가 미치는 영향을 검증하여 순자산 가운데 현금보유비율이 가지는 차별적인 의미를 중점적으로 살펴본다. 최근 세계적으로 기업 내부에 보유하는 현금수준이 증가하고 있고, 국내의 대기업을 중심으로 현금보유수준이 크게 증가하고 있기 때문에 현금보유의 적정 수준에 대한 논의가 제기되고 있는 시점에서 현금과 기업가치의 관계에 미치는 요인을 확인할 필요가 있다. 특히 유동성이 높은 현금이라는 자산의 특이성으로 인하여 기업지배구조에 의한 영향력이 강하게 나타날 수 있는 측면과 국내에서는 대주주가 소액주주의 이익을 침해할 수 있는 개연성이 존재한다는 측면에서, 소유지배과리도로 측정되는 기업지배구조에 따라 사적인 사용이 손쉬운 현금에 대한 시장의 평가가 할인될 수 있음을 확인한다. 이를 통하여

기업의 현금보유비율에 대한 기업지배구조의 영향력이 자본시장에서 어떻게 평가되는지를 확인할 수 있다. 추가적으로 순자산 및 이익이 소유지배과리도에 따라 반응하는 정도가 현금과 다른 양상을 실증적으로 보임으로써 현금의 특이성이 자본시장에서 어떻게 평가되는지도 확인할 수 있다.

기업가치와 기업의 지배구조에 대한 연구에 따르면, 소액주주들은 내부자에 해당하는 대주주가 기업의 이익을 대주주를 위하여 사적으로 사용한다고 생각할 때 기업의 가치를 할인하여 평가할 수 있다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny 2002, Durnev and Kim 2005). 기업가치의 하락 정도는 사적인 이익의 사용을 방지할 수 있는 제도의 존재나 효율성뿐만 아니라 기업의 자산을 사적으로 사용하기 용이한 정도와도 연관되어 있다. 현금은 기업에 존재하는 많은 자산 중에서 사적으로 이용하기에 가장 쉬운 자산에 해당한다(Myers and Rajan 1998). 왜냐하면 현금은 투자와 운영을 위해 대기하는 자산이고 처분하더라도 쉽게 드러나지 않을 수 있기 때문이다. 따라서 소액주주에 대한 법적 보호가 약한 경우나 내부에 대한 감독이 약할수록 투자자들은 기업이 보유하는 현금의 사적 사용을 염려하여 현금의 가치를 할인한다(Pinkowitz, Stulz, and Williamson 2006, Dittmar and Mahrt-Smith 2007). 이는 기업지배구조가 현금보유비율과 기업가치 간의 관계에 영향을 미치는 요인임을 보여주는 것으로 해석된다.

본 연구에서는 2001년부터 2010년에 걸쳐 유가증권시장(KOSPI시장)에서 대규모기업집단에 속하는 기업을 대상으로 기업의 순자산, 이익 및 현금보유비율과 기업가치 간의 관계에 있어서 기업지배구조가 어떤 영향을 미칠 수 있는지를 분석하였다. 기본적인 연구모형은 순자산, 당기순이익 및 현금보유비율과 시가총액 간의 관계를 살펴본 후, 각 변수에 대한 소유지배과리도의 상호작용변수를 설정하여 소유지배과리도가 각 변수의 가치관련성에 추가적으로 미치는 영향을 분석하였다. 현금은 현금및현금성자산에 단기금융자산을 가산하여 측정하였다(Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson 1999, Harford, Mansi, and Maxwell 2008). 그리고 현금보유비율은 현금을 순자산 금액으로 나누는 방식으로 측정하였다. 일반적인 재무관리 분야의 논문에서는 현금에 대해서만 소유지배과리도와의 상호작용변수를 설정하지만 본 연구에서는 현금보유비율이 지니는 특성을 더 정확하게 이해하고 순자산과 당기순이익이 현금보유비율과 다른 특성이 있음을 살펴보기 위하여 순자산과 당기순이익에 대해 소유지배과리도와의 상호작용변수를 추가적으로 설정하였다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저, 현금보유비율은 순자산과 당기순이익에 대하여 추가적인 가치관련성을 갖는 것으로 나타났다. 이는 현금보유비율이 높을수록 자본시장에서 기업의 시장가치를 더 높게 평가하는 것으로 해석된다. 이에 대하여 현금보유비율을 높은 기업과 낮은 기업으로 구분하여 추가적으로 분석해보면, 현금보유비율이 높은 경우에만 현금보유비율의 가치관련성이 나타난다. 따라서 현금보유비율과 관련하여 일정 수준 이상이 되는 경우에만 시장에서 긍정적으로 평가되는 비선형성이 존재한다고 추론해 볼 수 있다.

다음으로 유가증권시장에 속한 기업에서 소유지배과리도가 높아질수록 현금보유비율에 대한 가치관련성은 낮아지는 것으로 나타났다. 반면 순자산과 당기순이익에 대한 가치관련성은 변함이 없는 결과를 보였다. 이는 소유지배과리도가 높을수록, 다시 말해 기업지배구조가 나쁠수록 소유경영자에 의해 현금이 전용될 수 있는 개연성을 고려하여, 자본시장에 참여하는 투자자들이 시장에서 높은 현금보유비율에 대해 부정적으로 평가하는 것으로 해석된다. 하지만 순자산과 당기순이익은 현금과 달리 유동성이 높지 않기 때문에 투자자들이 기업지배구조에 따라 민감하게 반응하지 않는 것으로 추론할 수 있다.

추가적으로 외국인 지분율에 따른 민감도분석도 실시하였다. 실증분석 결과는 외국인지분율이 높은 경우에만 소유지배과리도가 현금보유수준의 가치관련성을 낮추는 것으로 나타났다. 이는 국내 주식시장에서 정보적인 우위에 있는 외국인 투자자들이 기업에 대한 외부감시기능을 효과적으로 수행할 수 있어서 기업지배구조 수준이 낮은 기업이 과다하게 현금을 보유하는 경우에 기업가치를 부정적으로 평가하는 것으로 해석된다.

본 연구는 현금보유비율이 순자산과 당기순이익에 대해 추가적인 가치관련성을 가지며, 소유지배과리도로 측정된 기업지배구조에 의해 현금보유비율의 가치관련성이 낮아질 수 있음을 보여주는 측면에서 공헌점이 있다. 또한 현금보유비율의 가치관련성만 기업지배구조에 영향을 받는 점을 살펴봄으로써, 선행연구에서 다른 자산에 비해 현금사용이 재량적일 수 있다고 지적한 사항을 실증적으로 분석한 점에서 추가적인 공헌점을 갖는다.

이하 본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 현금보유비율과 관련된 선행연구를 기술하고 연구배경을 제시한 후에 연구가설을 도출한다. 제Ⅲ장에서는 가설을 검증하기 위한 연구모형을 설계하고, 연구모형에 사용되는 변수의 측정과 표본기업의 선정과정에 대하여 기술한다. 제Ⅳ장은 실증분석 결과를 제시하고, 마지막으로 제Ⅴ장은 연구결과를 요약하고 본 연구의 공헌점과 한계점을 제시한다.

## Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

### 1. 선행연구

기업은 일반적으로 현금보유의 한계편익(marginal benefit of cash holdings)과 현금보유의 한계비용(marginal cost of cash holdings)을 고려하여 현금보유 수준을 결정한다(빈기범, 서은숙, 송민규 2007). 현금보유의 한계편익에 있어서는 미래 불확실성에 대비하여 자금조달을 원활히 하고, 새로운 투자기회를 쉽게 포착할 수 있는 점을 생각할 수 있다(Myers 1977, Myers and Majluf 1984). 반면, 갑작스러운 자산의 처분으로 인한 자산가치 손상의 위험성을 낮추기 위해

유동성을 확보하여 감수하는 낮은 수익은 현금보유의 한계비용에 해당한다.

현금보유수준을 결정하는 기본적인 요인 외에 다양한 요인을 찾기 위한 연구가 다수 존재한다. Baumol(1952), Meltzer(1963), Miller and Orr(1966), 및 Mulligan(1997) 등은 거래비용의 관점에서 분석하였다. Opler et al.(1999)은 1971년부터 1994년에 걸쳐 미국의 상장기업에 대하여 많은 현금을 보유하는 기업의 요인과 동기로 기업규모, 영업현금흐름, 자본적 지출, 부채비율, 연구개발비 등을 제시하고 있다. Boileau and Moyen(2010)은 영업현금흐름의 변동성을 현금보유수준의 결정요인으로 제시하면서 최근 미국 기업의 현금보유수준이 2배 이상 크게 급등한 원인이 유동성을 확보하기 위한 동기임을 제시하고 있다. 이외에도 은행의 영향력(Pinkowitz and Williamson 2001), 외국송금에 대한 세금요인(Foley, Hartzell, Titman, and Twite 2007), 사업부문의 다각화 정도(Duchin 2010) 등이 현금보유수준을 결정하는 요인으로 제시되고 있다.

이러한 일반적인 경영활동으로 인한 요인 외에 정보비대칭으로 인한 대리인 문제가 기업의 현금보유수준에 영향을 줄 수 있음을 제기하는 연구도 있다. Dittmar, Mahrt-Smith, and Servaes(2003), Lins and Kalcheva(2004), Kalcheva and Lins(2007)는 투자자 보호가 약한 국가의 기업에서 현금을 더 보유하는 경향이 있음을 보여주었다. 이는 사전적으로 투자자들이 경영자들의 전횡을 막고 경영자들에게 영향력을 행사할 수 있는 권한이 적기 때문으로 해석된다. 이와 달리 Harford et al.(2008)은 지배구조가 나쁠수록 더 적은 현금보유수준을 유지하는 것을 보여주었다. 이는 사후적으로 기업지배구조가 약한 기업이 더 많은 현금을 사용하기 때문으로 해석하였다. Harford et al.(2008)에 따르면 기업지배구조가 약한 기업은 연구개발 투자에는 인색한 반면, 자본적 지출을 많이 하고 빈번하게 기업인수합병을 시도하는 것으로 분석되었다.

국내 기업들도 대기업을 중심으로 현금보유수준이 크게 증가하고 있다(한중호 2008). 이런 국내 상황을 살펴보기 위해 빈기범, 서은숙, 송민규(2007)는 국내 기업을 대상으로 현금보유수준에 영향을 미치는 요인을 제시하고 있다. 또한 박재영, 이동녕(2010)은 외부자금조달에 따른 역선택과 정보비대칭을 감소시킬 수 있는, 즉 회계정보공시 수준이 높은 기업이 높은 현금보유수준을 보이는 결과를 제시하였다. 그러나 국내 연구들은 현금보유수준을 결정하는 요인에 대한 내용들이 중점적으로 이루어지고 있고 현금보유수준과 기업가치 간의 관계에 대한 연구는 상대적으로 많이 이루어지지 않아 왔다.

현금보유수준을 결정하는 요인에 대한 연구는 현금보유수준이 기업가치와 어떤 관계에 있는지에 대한 연구로 연결되어 진행되고 있다. 이는 현금보유의 의미를 단적으로 보여줄 수 있기 때문이다. Mikkelsen and Partch(2003)는 지속적으로 높은 수준의 현금보유 성향을 보이는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 많은 연구개발 투자를 시행하고 영업이익 성과가 좋다는 결과를 보여줌으로써 많은 현금보유수준이 기업성과에 장애요인이 아님을 보이고 있다. Pinkowitz and Williamson(2004)은 더 많은 성장기회가 있고 투자기회의 변동성이 큰 기업에서 보유현금의 가치가 높게 형성되는 결과를 보여주었다. Sibilkov(2005)는 자금조달제한 기업과 자금조달비제한

기업을 구분하여, 기업의 현금보유는 토빈의  $q$ (Tobin's  $q$ )에 전반적으로 긍정적인 영향을 미치며, 자금조달비계약 기업보다 자금조달계약 기업에서 더욱 긍정적으로 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. Fresard(2010)는 현금보유수준이 높은 기업이 동일 산업의 경쟁기업에 비해 미래 시장점유율을 향상시킬 수 있음을 보여주었는데 이를 기업의 보유현금이 생산시장관점에서 전략적으로 사용될 수 있다고 해석하였다. Denis and Sibilkov(2010)는 현금보유수준이 낮을 때에는 지나칠 수 있는 투자기회를 포착할 수 있기 때문에 재무적으로 제약이 있는 기업에서 보유현금이 더 가치 있다는 결과를 보여주었다.

이러한 긍정적인 영향에 관한 연구에도 불구하고 기업지배구조와 대리인 문제를 고려하면 현금보유수준이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 반감될 수 있음이 보고되고 있다. Harford(1999)는 현금보유수준이 높은 기업이 기업의 가치를 하락시키는 기업인수합병을 많이 시도하는 것을 보여줌으로써 주주들이 내부 자본에 대한 경영자의 수탁책임에 대하여 문제를 삼을 수 있음을 보여주었다. Pinkowitz et al.(2006)은 국가단위의 법적 보호수준이 현금과 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 분석하였다. 그들은 법적 보호가 낮은 수준의 국가에서 현금보유수준이 기업가치에 미치는 영향이 크게 반감됨을 보여주었다. 같은 맥락에서 Kalcheva and Lins(2007)는 소유지배가 집중되어 있고, 현금보유수준이 높으며, 소액주주에 대한 법적 보호가 낮을수록 기업가치가 낮아지는 결과를 보이고 있다. 또한, Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 적대적 인수합병에 대한 보호가 크고, 기관투자자 투자가 작은 기업에서 현금의 가치가 낮음을 보여주고 있다. 이와 유사하게 Subramaniam, Tang, Yue, and Zhou(2010)와 Tong(2011)은 보유현금의 가치가 단일 사업부문을 가진 기업에 비해 다각화된 기업에서 낮으며, 기업지배구조가 좋지 않은 기업에서 기업의 다각화가 보유현금의 가치에 부정적인 영향을 미치는 것을 발견하였다. Chung, Kim, Kim, and Zhang(2011)은 정보비대칭이 높은 기업에서 보유현금으로 인한 기업가치 증가가 작게 나타나는 결과를 보여주었다. 이는 주주들이 높은 정보비대칭으로 인하여 경영자를 감독하기 어렵고, 경영자의 의사결정을 이해하지 못하는 경우에, 경영자들이 현금을 유용할 수 있다고 판단하는 결과로 해석하였다.

## 2. 가설도출

기업이 현금을 보유하는 이유는 일반적으로 미래의 불확실성을 대비하고 유동성 부족으로 인한 기회비용을 절감하기 위한 예비적인 요인과 현금의 낮은 기대수익으로 인한 비용을 고려하여 결정된다. 이외에도 기업규모, 영업현금흐름, 영업현금흐름의 변동성, 자본적 지출, 부채비용, 연구개발비 등의 요인에 의해 현금보유수준이 결정된다. 최근 국내 기업의 경영성과가 향상되면서 현금보유수준이 급격하게 증가하고 있으며 특히, 대기업을 중심으로 이러한 현상이 두드러지게 나타나고 있다. 또한 경영환경의 불확실성의 증가로 현금보유가 어느 때보다 중요하게 인식

되고 있는 상황이다.

현금보유수준이 증가하면서 현금보유수준과 기업가치 간의 상관관계에 대한 관심도가 증가하고 있다. 일반적으로 현금보유수준이 높아질수록 기업가치가 향상된다는 결과를 보이고 있다 (Mikkelsen and Partch 2003, Pinkowitz and Williamson 2004, Fresard 2010). 즉, 지속적으로 높은 수준의 현금보유 성향을 보이는 기업이 성장기회가 높고 변동성이 큰 경영환경에서 높은 기업가치를 보여준다.

현금보유와 기업가치 간의 관계에 대하여 검증하기 위해 본 연구에서는 현금보유수준을 사용하는 대신 현금이 순자산에서 차지하는 비율이 추가적인 가치관련성을 갖는지 분석한다. 동일한 현금보유수준을 보이더라도 순자산 중에서 차지하는 현금보유비율이 달라지면 현금이 제공하는 정보력에 차이가 존재할 것으로 판단되기 때문이다. 또한 회계정보를 고려한 후 현금보유비율의 가치관련성을 분석하는 것이 필요하다. 선행연구에서는 회계적인 변수를 고려하지 않고 현금보유수준 자체가 기업가치에 미치는 영향만을 분석하고 있다. 기업가치를 평가함에 있어서 투자자들은 순자산과 당기순이익이라는 회계정보를 기본적으로 사용하고, 순자산과 당기순이익은 기업가치와 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 알려져 있다.

따라서 동일한 순자산과 회계이익의 수준을 보이더라도 현금보유비율과 기업가치 간에 추가적인 관련성이 존재할 수 있는지를 분석하고자 한다. 이와 관련하여 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 1 : 다른 상황이 동일하다면, 기업의 현금보유비율이 증가할수록 기업에 대한 시장의 평가가 향상된다.

현금보유비율의 증가가 단순히 경영성과나 경영환경에 의한 결과일 수 있지만 동시에 해당 기업의 투자자 보호의 수준에 따른 결과이거나 대리인비용에 따른 결과일 수도 있다. 국내에서는 아직까지 투자자 보호와 관련된 제도가 시행초기이거나 아직 미비된 사항이 많다. 이는 성문법(code law) 중심의 국가에서 충분한 정보 제공을 통하여 소액주주를 보호하는 부분이 미흡하다는 연구와 연관성이 있어 보인다(Ball, Kothari, and Robin 2000, Ball, Robin, Wu 2003). 즉 소액주주에 대한 보호 장치가 미흡한 상황에서 기업이 보유하는 현금보유비율이 증가하면, 경영자가 재량적으로 사용할 수 있는 현금이 증가할 수 있음을 의미한다. 또한 국내에서는 소유경영자는 소액주주의 이익보다 자신의 이익을 더 중요하게 생각하여 소유경영자와 소액주주 간의 대리인비용이 발생할 수 있다. 국내의 경우에는 소유경영자의 집중도가 높은 편이기 때문이다 (Kalcheva and Lins 2007).

그러므로 소액주주보호제도가 시행초기인 국내에서 유동성이 높은 자산에 대해서 대리인 문제가 발생할 수 있는지를 살펴보는 일은 중요하다(Pinkowitz et al. 2006). 소액주주에 대한 보호제도가 미흡한 상황에서 기업지배구조가 약한 경우에 소유경영자는 소액주주의 이익을 침해하

여 자신의 이익을 극대화하기 쉽게 된다(Nenova 2003, Dyck and Zingales 2004). 특히, 소액주주에 대한 보호제도가 미흡하므로 유동성이 높은 자산은 다른 자산에 비해 경영자들이 사적으로 전용하기에 더욱 용이하다(Myers and Rajan 1998). 아직 국내에서는 대리인 문제나 기업지배구조가 기업이 보유하고 있는 현금의 가치평가에 미치는 영향에 대한 분석이 이루어지지 않고 있다. 외국의 선행연구를 살펴볼 때, 정보비대칭 또는 기업지배구조가 나쁠수록 자본시장에서 보유현금의 가치가 낮게 평가되므로 국내에서도 그런 개연성을 살펴보는 것이 필요하다(Pinkowitz et al. 2006, Kalcheva and Lins 2007, Dittmar and Mahrt-Smith 2007, Chung et al. 2011).

국내에서는 미국과 달리 소유경영자와 소액주주 간의 대리인 문제가 중요하기 때문에 정보비대칭과 기업지배구조의 문제는 소유지배피리도의 문제로 집결될 수 있다. 따라서 소유경영자가 소액주주의 이익을 침해하여 자신의 이익을 추구할 때 이러한 사항이 자본시장에서 반영된다면, 소유지배피리도가 클수록 기업이 보유한 현금의 가치가 낮게 평가될 수 있다. 즉, 기업이 보유하고 있는 현금을 소유경영자들이 소액주주의 이익보다는 자신의 이익을 위해서 사용하기 쉬운 상황이므로 소액주주를 포함한 투자자들은 소유지배피리도가 높은 기업의 현금보유비율을 낮게 평가할 수 있는 개연성이 존재한다. 따라서 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 2 : 다른 상황이 동일하다면, 소유지배피리도가 높아질수록 기업의 현금보유비율에 대한 가치관련성이 낮아진다.

일반적으로 보유하는 현금이 소유지배피리도와 같은 기업지배구조 수준에 따라 시장에서 다르게 평가될 수 있는 이유는 현금의 유동성이 높아서 경영자가 재량적으로 사용하기 쉽기 때문이다. 현금 이외의 자산은 현금보다 유동성이 낮기 때문에 이러한 재량적인 사용에 제한적이라는 의미이다. 하지만 아직까지 현금 이외의 자산에 대해서 현금과 차별적으로 기업지배구조나 대리인비용의 영향이 존재하는지 여부에 대한 검증은 이루어지지 않고 있다.<sup>1)</sup> 경영자가 현금을 제외한 자산을 재량적으로 사용할 수 없는 것은 아니지만 현금에 비해 유동성이 상대적으로 낮은 항목이므로 소액주주들이 이에 대하여 현금과 비교 시에 기타 자산에 대해서 시장가치를 낮게 평가할 유인은 상대적으로 적을 것으로 예상된다.

기업의 성과와 관련 기업에 대한 가치평가에 반영되는 가장 대표적인 항목은 이익으로 볼 수 있다. 1년의 성과가 집약되어 기업의 경영활동을 잘 반영하기 때문이다. 이익은 현금이나 현금을 제외한 자산과 달리 1년 동안의 변동분, 즉 성과를 반영하는 회계정보이다. 기본적인 가치평

1) 현금의 특성을 이해하기 위해서는 기업이 보유하는 다른 자산에서 소유지배피리도가 미치는 영향도 함께 살펴 볼 필요가 있다. 순자산은 아직 배당하지 않은 부분으로 재투자되어 지속적으로 가치를 창출할 수 있는 여지를 보여주는 회계정보이므로, 자본시장에서 순자산의 지속적인 가치창출능력을 소유지배피리도에 따라 다르게 평가할 수 있다. 또한 당기순이익의 경우에는 경영자의 이익조정 여부를 고려할 때, 당기순이익의 주가관련성이 기업지배구조에 따라 달라질 수 있다. 이를 통하여 최근에 제기되고 있는 현금보유수준의 적정성에 대한 논란에 대한 해답을 찾아볼 수 있을 것으로 기대한다.

가모형에서 이익정보가 항상 반영되는 일반모형을 생각할 때, 이익이 시장에서 평가되는 경우에 소유지배과리도가 영향을 미치는지 생각해 볼 필요가 있다. 일반적으로 이익은 여러 요인에 의해 결정되지만 자본시장에서 재무보고비용을 고려하면 이익을 크게 보고할 유인이 존재한다 (Ball and Shivakumar 2005). 그러므로 소유지배과리도가 높은 기업이 보고하는 이익을 소액주주들이 어떻게 평가할 지 동시에 살펴볼 필요가 있다. 현금과 순자산에 대한 평가에서 적용되는 동일한 논리를 이익에도 적용해 보면, 소유지배과리도가 높은 기업에서는 소유경영자들이 소액주주들의 이익을 침해할 가능성이 크기 때문에 보고되는 이익에 대해 부정적으로 평가할 가능성이 존재한다.

따라서 현금보유비율 이외의 순자산과 당기순이익은 가설로 설정하지는 않았지만 현금보유비율과 비교 시에 가지는 차별적 행태를 함께 살펴보기 위해서 연구모형에서는 순자산과 기업지배구조, 당기순이익과 기업지배구조 간의 상호작용변수를 추가적으로 도입하였다.

### III. 연구모형 설계

#### 1. 연구모형

현금보유비율이 순자산과 당기순이익에 대하여 추가적으로 가치관련성이 존재하는지를 분석하기 위하여 순자산, 당기순이익 및 현금보유비율에 대한 변수를 이용하여 다음과 같은 식(1)의 모형식을 설정한다.

$$MV = \beta_0 + \beta_1 LCF + \beta_2 BVI + \beta_3 NI + \beta_4 Sales + \beta_5 RND + \beta_6 INT + \beta_7 DIV + \beta_8 Growth + \beta_9 BETA + \beta_{10} BIG4 + \beta_{11} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon \quad \dots (1)$$

|                |                                    |
|----------------|------------------------------------|
| <i>MV</i>      | = 회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계      |
| <i>LCF</i>     | = 현금보유비율=(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액 |
| <i>BV</i>      | = 순자산장부금액/기초자산총계                   |
| <i>NI</i>      | = 당기순이익/기초자산총계                     |
| <i>Sales</i>   | = 총매출액/기초자산총계                      |
| <i>RND</i>     | = 연구개발비=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계     |
| <i>INT</i>     | = 이자비용/기초자산총계                      |
| <i>DIV</i>     | = 배당금/기초자산총계                       |
| <i>Growth</i>  | = 매출액증가율                           |
| <i>BETA</i>    | = 60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험           |
| <i>BIG4</i>    | = 대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수          |
| <i>Foreign</i> | = 외국인지분율                           |

IND = 산업별 더미변수

YD = 연도별 더미변수

식(1)은 기본적인 Ohlson모형을 변형하여 순자산 중에서 현금이 차지하는 비율(LCF)이 순자산과 당기순이익에 대하여 추가적인 가치관련성을 살펴보는 가설 1을 검증하는 회귀분석이다. 기본적으로 기업의 시장가치는 순자산과 당기순이익의 함수이며, 순자산 중에서 경영환경과 유동성에 대비하는 특성이 있는 현금보유비율이 순자산에 대하여 추가적으로 가치관련성이 있는지를 살펴보는 실증분석 모형식으로 해석할 수 있다.

현금보유수준과 관련한 선행연구에서는 초과현금보유수준과 시장가치 간의 관계를 살펴보기도 하였다(Dittmar and Mahrt-Smith 2007, Chung et al. 2011). 경영자의 동기와 관련하여 재량적으로 사용할 수 있는 현금보유수준에 관심이 있는 경우에 접근하는 방법으로 생각된다. 하지만 선행연구를 살펴보면 많은 연구들이 현금보유수준 자체에 관심을 두고 있다(Opler et al. 1999, Dittmar et al. 2003, Faleye 2004, Pinkowitz et al. 2006, Kalcheva and Lins 2007, Harford et al. 2008, Liu and Mauer 2011). 특히 자본시장에 참여하는 대부분의 투자자들은 초과현금보유수준을 파악하기 어려울 뿐만 아니라, 기업 전체적으로 보유하고 있는 현금의 사용에 관심이 있기 때문에 현금보유수준 자체에 관심을 두는 연구가 많이 존재한다.

선행연구와 달리 회계정보가 통제된 후의 현금의 의미를 분석하기 위해서 순자산과 당기순이익을 기본모형에 반영하고 있고, 현금도 현금보유수준 대신 현금보유비율로 측정하여 분석한다. 이를 통해 순자산에서 현금보유수준이 차지하는 비율에 따른 가치관련성을 살펴보게 된다.<sup>2)</sup>

기업이 보유하는 현금수준은 유동성이 확보되어 긴급하게 운전자본으로 사용할 수 있는 범위에 대하여 측정한다(Harford et al. 2008). 이를 반영하여 기업이 재무상태표에 보고하는 현금 및 현금성자산과 단기금융상품을 합산한 후 순자산으로 나누는 방법으로 현금보유비율을 측정한다. 현금성자산과 단기금융상품은 금융기관 또는 자본시장에서 적은 거래비용으로 위험성 없이 현금으로 전환 가능한 항목이므로 현금과 유사한 유동성이 있기 때문이다.

현금보유비율의 가치관련성을 살펴보기 위하여 시장가치는 보통주에 대한 시가총액을 사용한다. 기업규모의 효과를 통제하기 위하여 기초자산총계로 표준화하였다. 가치관련성 연구에 영향을 미칠 수 있는 통제변수로 매출(Sales), 연구개발비(RND), 이자비용(INT), 배당(DIV), 매출액증가율(Growth), 체계적 위험(BETA), 대형회계법인(BIG4), 외국인지분율(Foreign) 등을 고려한다. 연구개발비는 기업의 투자를 통하여 시장가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 기업의 자본구조와 관련된 사항을 통제하기 위하여 이자비용과 배당을 반영한다. 이자비용은 기업이

2) 본 연구에서는 현금보유수준을 사용하는 대신 현금이 순자산에서 차지하는 비율이 추가적인 가치관련성을 갖는지 분석한다. 동일한 현금보유수준을 보이더라도 순자산 중에서 차지하는 현금보유비율이 달라지면 현금이 제공하는 정보력에 차이가 존재할 수 있다. 왜냐하면 자본시장 참여자들은 현금보유수준 자체보다 자산(주주)의 몫 중에서 현금의 비중이 얼마인가에 관심이 많을 것으로 예상되기 때문이다.

치를 반감시키지만, 배당은 정보효과를 고려할 때 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다. 체계적 위험과 외국인지분율은 시장의 특성 및 회계투명성을 반영하는 통제변수이다. 체계적 위험은 사전적으로는 현재가치를 할인하는 측면에서 기업가치를 반감시킬 수 있지만 사후적으로는 위험에 대한 보상으로 높은 기업가치를 요구할 수 있으므로 양방향으로 모두 나타날 수 있다. 외국인지분율은 일반적으로 정보우위에 있는 투자자집단으로 분류되므로 외국인지분율이 높으면 기업가치가 높을 것으로 예상된다. 매출 및 매출액증가율은 기업의 투자, 자본조달, 시장특성 등이 종합적으로 반영되어 나타나는 항목으로 기업의 성과를 단적으로 보여주는 통제변수이다. 매출 및 매출액 증가율은 기업이 창출하는 가치에 직접적인 부분을 보여주므로 주가관련성이 양(+)으로 예상된다. 이러한 통제변수는 현금보유수준과 시장가치 간의 관계에 대한 선행연구에서 제시된 바 있다(Dittmar and Mahrt-Smith 2007, Chung et al. 2011). 통제변수들은 기업규모 효과를 고려하여 시가총액과 마찬가지로 기초자산총계로 표준화한다.

다음으로 소유지배피리도에 따라 현금보유비율이 시장에서 어떻게 평가될 수 있는지를 살펴 보기 위하여 식(1)을 변형하여 식(2)의 모형식을 설정한다.

$$MV = \beta_0 + \beta_1 Wedge + \beta_2 LCF + \beta_3 BV + \beta_4 NI + \beta_5 LCF \times Wedge + \beta_6 BV \times Wedge + \beta_7 NI \times Wedge + \beta_8 Sales + \beta_9 RND + \beta_{10} INT + \beta_{11} DIV + \beta_{12} Growth + \beta_{13} BETA + \beta_{14} BIG4 + \beta_{15} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon \quad \dots (2)$$

- $MV$  = 회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계
- $Wedge$  = 소유지배피리도
- $LCF$  = 현금보유비율=(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액
- $BV$  = 순자산장부금액/기초자산총계
- $NI$  = 당기순이익/기초자산총계
- $Sales$  = 총매출액/기초자산총계
- $RND$  = 연구개발비=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계
- $INT$  = 이자비용/기초자산총계
- $DIV$  = 배당금/기초자산총계
- $Growth$  = 매출액증가율
- $BETA$  = 60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험
- $BIG4$  = 대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수
- $Foreign$  = 외국인지분율
- $IND$  = 산업별 더미변수
- $YD$  = 연도별 더미변수

본 연구에서 주목하고 있는 소유지배피리도와 관련해서 Bebchuk, Kraakman, and Triantis (2000)는 소유지배피리도가 증가할 경우에 지배주주와 소액주주 간에 이해상충 문제가 발생할 가능성이 커질 수 있음을 보였다. 또 다른 연구들은 소유지배피리도의 증가로 인해 지배주주가

소액주주의 의사와는 상이한 의사결정을 내릴 유인이 존재하며 따라서 회계정보의 신뢰성이 감소할 가능성이 있음을 언급하였다(La porta, Lopez-de-silanes, Shleifer, and Vishny 1998; Fan and Wong 2002; Leuz, Nanda and Wysocki 2003; Nenova 2003; Kim and Yi 2006). 이를 다시 말하면 소유지배과리도가 클 경우에 소액주주의 이익 침해와 관련한 회계이익의 조정이 크게 이루어질 수 있으며 이에 따라 회계투명성이 감소됨을 의미하는 것이다(Leuz, Nanda and Wysocki 2003). 소유지배과리도에 따른 대리인 문제와 회계투명성의 저하로 인하여 기업가치에 대한 현금보유수준의 긍정적인 영향이 반감될 수 있는 점으로 고려하면, 현금보유비율의 가치관련성도 소유지배과리도의 수준이 높아짐에 따라 반감될 것으로 예상된다(Harford 1999, Pinkowitz et al. 2006, Dittmar and Mahrt-Smith 2007). 이를 실증분석하기 위하여 현금보유비율과 소유지배과리도의 상호작용변수( $LCF \times Wedge$ )를 모형식에 추가한다. 현금보유비율과 소유지배과리도의 상호작용변수에 대한 계수값( $\beta_5$ )가 음(-)의 값을 보인다면 현금보유비율의 가치관련성이 소유지배과리도 수준의 증가로 인하여 반감됨을 살펴볼 수 있다.

또한 순자산과 소유지배과리도의 상호작용변수( $BV \times Wedge$ )와 당기순이익과 소유지배과리도의 상호작용변수( $NI \times Wedge$ )에 대한 계수값(각각  $\beta_6, \beta_7$ )과 현금보유비율과 소유지배과리도의 상호작용변수의 계수값을 비교하여 현금이 특성이 순자산 및 당기순이익과 어떻게 다른지도 간접적으로 살펴볼 수 있다.

## 2. 표본선정

현금보유비율의 가치관련성과 소유지배과리도가 미치는 영향을 분석하기 위해서 2001년부터 2010년까지 10년간의 기간에 걸쳐 다음의 조건을 충족하는 기업을 표본기업으로 선정하였다.

- (1) 공정거래위원회의 기업집단공개시스템으로부터 소유지배과리도 정보를 수집할 수 있는 기업
- (2) 유가증권시장(KOSPI시장)에 상장된 기업
- (3) 금융업에 속하지 않는 기업
- (4) 한국신용평가정보(KIS-VALUE)에서 재무정보를 확보할 수 있는 기업

본 연구에서 사용하는 개별기업 단위의 소유지배과리도 관련 자료는 공정거래위원회에 속해 있는 대규모 기업집단 공개 시스템으로부터 수집하였다. 공정거래위원회는 대규모기업집단에 속해 있는 기업들을 대상으로 한 소유권(cash flow right), 지배권(voting right) 및 소유지배과리도(Wedge)에 대한 정보를 대규모 기업집단 공개 시스템을 통해서 공시하고 있다. 대규모 기업집단 공개 시스템에 따르면 소유지배과리도(Wedge)는 기업집단 총수일가의 소유지분율과 의결지분율간의 차(의결지분율-소유지분율)를 의미한다. 구체적으로 소유지배과리도는 대규모 기

업집단에 속해 있는 개별 기업에 있어서 지배주주 일가가 실제 보유하고 있는 배당현금흐름, 다시 말해서 소유권을 의미하는 지분(cash flow right)과 지배주주 일가가 의결권 등 해당 기업에 통제력을 행사할 수 있는 지분(voting right) 간의 차이를 나타내는 것이다. 기타 변수들은 한국 신용평가정보(KIS-VALUE)로부터 추출하였다. 표본은 2001년부터 2010년까지 대규모기업집단에 포함되어 있는 총 4,186개 표본 가운데 KOSDAQ시장 표본인 272개 표본과 비상장기업 표본인 2,632개 표본을 제외하였다.<sup>3)</sup> 상장기업 표본 가운데 금융업 관련 기업의 표본 104개 및 실증모형을 수행하기 위해 필요한 통제변수 중 결측치가 있는 기업의 표본 52개를 제외하고 극단치에 있어서 상하 1%에 대해 winsorization을 실시하여 총 1,126개 표본(연도/기업)으로 분석을 시행하였다.

## IV. 실증결과

### 1. 기초통계량

<표 1>은 가설 검증에 사용되는 변수들에 대한 기초통계량을 제시하고 있다.<sup>4)</sup> 변수의 기초통계량은 평균값, 표준편차, 중간값, 제10분위 및 제90분위를 제시하고 있다. 현금보유비율(LCF)은 평균적으로 17.91%이므로 기업이 순자산 중에서 운전자본과 일시적인 현금의 운용을 위하여 순자산 대비 약 18% 정도의 현금을 보유하는 것으로 해석된다. 현금보유비율의 평균값에 비하여 중간값이 작은 것으로 볼 때, 현금보유비율이 일부 기업에서 높은 수준임을 간접적으로 알 수 있다.

소유지배과리도(Wedge)의 평균(중간값)은 0.2628(0.2597)로 나타났다. 소유지배과리도 변수를 중간값보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수(dummy variable)로 측정하므로, 이러한 결과는 소유권 수준을 초과하는 의결권 수준이 기업의 의사결정에 미칠 수 있는 영향력의 수준이 본 연구에 사용된 표본 기준으로 평균 26% 이상임을 의미한다.

3) KOSDAQ시장에 포함된 표본의 비중이 크지 않고, 유가증권시장의 표본과 비교하여 회계정보의 질적 수준이 낮을 것으로 판단되므로 제외함

4) LCF, Wedge, Growth, BETA, BIG4 및 Foreign 이외의 모든 변수들은 기초자산총계 금액으로 나누어진 값임.

〈표 1〉 기술통계량

| 변수(N=1,126)    | 평균값    | 표준편차   | 중간값    | 제10분위수  | 제90분위수 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| <i>MV</i>      | 0.7305 | 0.6791 | 0.5218 | 0.1353  | 1.6195 |
| <i>LCF</i>     | 0.1791 | 0.2019 | 0.1203 | 0.0125  | 0.4259 |
| <i>BV</i>      | 0.5525 | 0.2221 | 0.5256 | 0.2946  | 0.8707 |
| <i>NI</i>      | 0.0516 | 0.0663 | 0.0490 | -0.0126 | 0.1337 |
| <i>Wedge</i>   | 0.2628 | 0.2028 | 0.2597 | 0.0005  | 0.5095 |
| <i>Sales</i>   | 1.0584 | 0.6487 | 0.9169 | 0.4802  | 1.7599 |
| <i>RND</i>     | 0.0091 | 0.0194 | 0.0001 | 0.0000  | 0.0293 |
| <i>INT</i>     | 0.0163 | 0.0134 | 0.0139 | 0.0004  | 0.0348 |
| <i>DIV</i>     | 0.0109 | 0.0111 | 0.0080 | 0.0000  | 0.0248 |
| <i>Growth</i>  | 0.1118 | 0.2589 | 0.0807 | -0.0859 | 0.3516 |
| <i>BETA</i>    | 0.9019 | 0.3879 | 0.9243 | 0.3583  | 1.4027 |
| <i>BIG4</i>    | 0.8996 | 0.3006 | 1.0000 | 0.0000  | 1.0000 |
| <i>Foreign</i> | 0.1774 | 0.1622 | 0.1319 | 0.0075  | 0.4396 |

주) *MV*=회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계, *LCF*=(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액, *BV*=순자산장부금액/기초자산총계, *NI*=당기순이익/기초자산총계, *Wedge*=소유지배과리도, *Sales*=총매출액/기초자산총계, *RND*=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계, *INT*=이자비용/기초자산총계, *DIV*=배당금/기초자산총계, *Growth*=매출액증가율, *BETA*=60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험, *BIG4*=대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수, *Foreign*=외국인지분율

그 밖의 변수에 대한 기초통계량은 다음과 같다. 기초자산총계 대비 순자산장부금액(*BV*) 및 기초자산 대비 당기순이익(*NI*)의 평균은 각각 0.5525와 0.0516을 나타내고 있다. 매출액증가율(*Growth*)은 평균 11.18%이지만 제10분위의 -8.59%는 일부 표본에 있어서는 음(-)의 매출액증가율을 나타내는 기업/연도도 존재함을 보이고 있다. 대형회계법인(*BIG4*)의 평균값은 0.8996인 것으로 나타나므로 대규모기업집단에 속해 있는 전체표본 가운데 89% 이상이 대형회계법인에게 감사를 받고 있음을 의미한다. 그리고 외국인지분율은 평균적으로 17.74%인 것으로 나타났다.

〈표 2〉는 실증 검증에 사용되는 변수들에 대한 스피어만 상관관계와 피어슨 상관관계 분석의 결과를 보여주고 있다.<sup>5)</sup> 종속변수로 사용하는 회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액(*MV*)은 관심변수인 현금보유비율(*LCF*)과 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보인다. 이러한 결과는

5) 표에 대한 해석은 스피어만 상관관계 분석을 기초로 이루어져 있다. 피어슨 상관관계 분석의 결과도 스피어만 상관관계 분석 결과에 상응한다.

기업의 순자산 대비 현금의 비중이 클수록, 즉 높은 유동성에 대해서 시장이 긍정적으로 평가하고 있음을 의미한다. 소유지배괴리도(*Wedge*)는 현금보유비율과는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계로 나타난다. 이는 Kalcheva and Lins(2007)에서 제시한 바와 같이 기업지배구조가 좋지 않아 투자자들이 경영자들의 전횡을 막고 경영자들에게 영향력을 행사할 수 있는 권한이 적은 상황에서 현금을 더 보유하는 경향이 있다고 해석해 볼 수 있다. 또한 기업의 순자산장부금액(*BV*)과 현금보유비율 간에는 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 않는다. 순자산장부금액과 현금보유비율 모두 현금이라는 변수로부터 직접적인 영향을 받고 있지만, 전자는 자산 금액이며 후자는 순자산 대비 비율로서 각각 상이한 특성을 나타내기 때문으로 판단된다. 추가적으로 종속변수인 보통주 시가총액과 소유지배괴리도가 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이므로 소유지배괴리도가 커질수록 시장에서의 우려가 더 커질 수 있다고 여겨진다.

통제변수로 사용되고 있는 변수 가운데 총매출액(*Sales*), 연구개발비(*RND*), 배당금(*DIV*), 매출액증가율(*Growth*), 체계적 위험(*BETA*), 대형회계법인(*BIG4*) 및 외국인지분율(*Foreign*)을 종속변수인 보통주 시가총액과 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 이자비용(*INT*)은 보통주 시가총액과 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 총매출액, 연구개발비, 배당금, 매출액증가율의 경우에는 기업의 양호한 경영성과 및 미래에 대한 투자가 시장에서 긍정적으로 받아들여지고 있음을 의미하며, 대형회계법인으로부터 감사를 받는 경우와 외국인지분율이 높을수록 기업의 경영환경이 투명하게 평가받는 것으로 판단된다. 이자비용의 부담이 커질 경우에는 해당기업에 대한 시장의 평가가 부정적으로 이루어지는 것으로 보인다. 이상에서 살펴 본 변수 간 상관관계는 회귀분석에서 사용되는 개별 변수들 간의 단순상관관계를 보여주고 있으므로, 이후의 내용에서는 타 변수의 영향력을 통제한 이후에 현금보유비율과 기업가치 간의 관계에 있어서 기업지배구조가 어떤 영향을 미치고 있는가를 살펴본다.

〈표 2〉 상관관계

|                | <i>MV</i>  | <i>LCF</i> | <i>BV</i>  | <i>NI</i>  | <i>Wedge</i> | <i>Sales</i> | <i>RND</i> | <i>INT</i> | <i>DIV</i> | <i>Growth</i> | <i>BETA</i> | <i>BIG4</i> | <i>Foreign</i> |
|----------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|----------------|
| <i>MV</i>      | 1          | 0.1771***  | 0.4318***  | 0.5359***  | -0.0670**    | 0.1529***    | 0.1585***  | -0.4036*** | 0.5563***  | 0.1329***     | 0.0479      | 0.1736***   | 0.3639***      |
| <i>LCF</i>     | 0.1342***  | 1          | -0.1022*** | 0.1361***  | 0.0150       | 0.1825***    | -0.0198    | -0.1515*** | 0.1700***  | 0.0372        | 0.0246      | 0.1081***   | 0.1261***      |
| <i>BV</i>      | 0.5070***  | -0.0477    | 1          | 0.5132***  | 0.0109       | -0.0682**    | 0.0147     | -0.6309*** | 0.3546***  | 0.1217***     | -0.2312***  | 0.0100      | 0.1506***      |
| <i>NI</i>      | 0.6275***  | 0.1443***  | 0.5110***  | 1          | -0.0402      | 0.1912***    | 0.0491*    | -0.4366*** | 0.5747***  | 0.1917***     | -0.0613**   | 0.1225***   | 0.3542***      |
| <i>Wedge</i>   | -0.0821*** | 0.0842***  | 0.0099     | -0.0379    | 1            | 0.0589**     | -0.0412    | -0.0124    | -0.0634**  | 0.0403        | -0.1344**   | -0.0176     | -0.3147***     |
| <i>Sales</i>   | 0.1712***  | 0.2702***  | -0.0423    | 0.2586***  | 0.1025***    | 1            | 0.1056***  | -0.1001*** | 0.1763***  | 0.1636***     | -0.0046     | 0.0973***   | -0.0503*       |
| <i>RND</i>     | 0.0545*    | 0.0027     | -0.1093*** | 0.0221     | -0.0291      | 0.1618***    | 1          | 0.0045     | 0.0531*    | 0.0170        | 0.1457***   | 0.0354      | 0.0960***      |
| <i>INT</i>     | -0.5143*** | -0.2263*** | -0.6535*** | -0.4727*** | -0.0241      | -0.1130***   | 0.0853***  | 1          | -0.4006*** | -0.0057       | 0.2019***   | -0.0880***  | -0.2753***     |
| <i>DIV</i>     | 0.4862***  | 0.1006***  | 0.3918***  | 0.6589***  | -0.0895***   | 0.2653***    | 0.1317***  | -0.4284*** | 1          | 0.0916***     | -0.1397***  | 0.0775***   | 0.3635***      |
| <i>Growth</i>  | 0.1778***  | 0.0813***  | 0.0793***  | 0.2195***  | 0.0240       | 0.2891***    | 0.0278     | -0.0474    | 0.1459***  | 1             | 0.0410      | 0.0773***   | -0.0108        |
| <i>BETA</i>    | 0.0533*    | 0.0243     | -0.2490*** | -0.0904*** | -0.1056***   | 0.0063       | 0.1317***  | 0.2134***  | -0.1294*** | 0.0688**      | 1           | 0.1680***   | 0.1351***      |
| <i>BIG4</i>    | 0.2276***  | 0.1255***  | 0.0221     | 0.1344***  | -0.0170      | 0.1059***    | -0.0152    | -0.0790*** | 0.0825***  | 0.0963***     | 0.1758***   | 1           | 0.1611***      |
| <i>Foreign</i> | 0.4288***  | 0.0864***  | 0.1282***  | 0.3689***  | -0.3130***   | 0.0519*      | 0.1225***  | -0.2403*** | 0.3738***  | 0.0546*       | 0.2019***   | 0.2051***   | 1              |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2) *MV*=회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계, *LCF*=(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액, *BV*=순자산장부금액/기초자산총계, *NI*=당기순이익/기초자산총계, *Wedge*=소유지배과리도, *Sales*=총매출액/기초자산총계, *RND*=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계, *INT*=이자비용/기초자산총계, *DIV*=배당금/기초자산총계, *Growth*=매출액증가율, *BETA*=60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험, *BIG4*=대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수, *Foreign*=외국인지분을

## 2. 회귀분석

현금보유비율과 기업가치 간의 관계에 기업지배구조가 미치는 영향을 분석하기에 앞서서 우선 기업지배구조가 미치는 영향을 통제하지 않고, 순자산장부금액(*BV*), 당기순이익(*NI*) 및 현금보유수준(*LCF*)의 가치관련성에 관한 분석을 실시하였다. <표 3>의 [모형 1]의 결과는 Ohlson (1995)에 기초한 회계정보의 가치관련성에 관한 분석이며, 모형2에서는 현금보유비율을 모형에 추가하여 순자산장부금액과 당기순이익에 대하여 현금보유비율이 추가적인 가치관련성이 있는지를 살펴보고 있다.

<표 3> 현금보유비율의 가치관련성

$$MV = \beta_0 + \beta_1 LCF + \beta_2 BVI + \beta_3 NI + \beta_4 Sales + \beta_5 RND + \beta_6 INT + \beta_7 DIV + \beta_8 Growth + \beta_9 BETA + \beta_{10} BIG4 + \beta_{11} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon \dots (1)$$

| 변수                        | 예측<br>부호 | 모형 1    |           | 모형 2    |           |
|---------------------------|----------|---------|-----------|---------|-----------|
|                           |          | 계수값     | P값        | 계수값     | P값        |
| <i>intercept</i>          |          | -0.3291 | 0.2444    | -0.4001 | 0.1555    |
| <i>LCF</i>                | (+)      |         |           | 0.2751  | 0.0002*** |
| <i>BV</i>                 | (+)      | 0.4690  | <.0001*** | 0.5677  | <.0001*** |
| <i>NI</i>                 | (+)      | 1.7984  | <.0001*** | 1.6781  | <.0001*** |
| <i>Sales</i>              | (+)      | 0.0541  | 0.0296**  | 0.0441  | 0.0762*   |
| <i>RND</i>                | (+)      | 4.9602  | <.0001*** | 5.0355  | <.0001*** |
| <i>INT</i>                | (-)      | -0.6725 | 0.6525    | 0.6171  | 0.6855    |
| <i>DIV</i>                | (+)      | 0.1951  | <.0001*** | 0.1918  | <.0001*** |
| <i>Growth</i>             | (+)      | 0.1130  | 0.0447**  | 0.1060  | 0.0583*   |
| <i>BETA</i>               | (+)(-)   | 0.1317  | 0.0019*** | 0.1345  | 0.0014*** |
| <i>BIG4</i>               | (+)      | 0.0569  | 0.2494    | 0.0460  | 0.3495    |
| <i>Foreign</i>            | (+)      | 0.4487  | <.0001*** | 0.4432  | <.0001*** |
| <i>Adj. R<sup>2</sup></i> |          |         | 0.5542    |         | 0.5594    |
| 표본수                       |          |         | 1126      |         | 1126      |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2) *MV*=회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계, *LCF*=(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액, *BV*=순자산장부금액/기초자산총계, *NI*=당기순이익/기초자산총계, *Sales*=총매출액/기초자산총계, *RND*=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계, *INT*=이자비용/기초자산총계, *DIV*=배당금/기초자산총계, *Growth*=매출액증가율, *BETA*=60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험, *BIG4*=대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수, *Foreign*=외국인지분율

주3)  $IND$ (산업별 더미변수)와  $YD$ (연도별 더미변수)는 회귀분석에 포함하여 분석을 실시하였으나 보고는 생략함.

소유지배과리도를 이용한 기업지배구조의 영향력을 고려하기 이전의 회귀분석 결과([모형 2])에서 순자산장부금액, 당기순이익 및 현금보유비율 모두 보통주 시가총액( $MV$ )을 종속변수로 하는 회귀분석에서 유의한 양(+)의 계수값을 보이고 있다. 이러한 결과는 순자산장부금액, 당기순이익 및 현금보유비율 높은 기업일수록 보통주 시가총액으로 측정하는 시장의 평가가 높아짐을 의미하는 것이다.<sup>6)</sup> 따라서 다른 상황이 동일하다면 기업의 현금보유비율이 증가할수록 기업에 대한 시장평가가 증가한다는 [가설 1]이 뒷받침되는 결과로 해석된다. 통제변수의 경우에는 총매출액, 연구개발비, 배당금, 매출액증가율, 체계적 위험 및 외국인지분율의 계수값이 유의한 양(+)의 계수값을 나타내고 있다. 대형회계법인( $BIG4$ )을 제외하면 <표 2>의 상관관계분석의 결과에 상응하는 것이다. 이자비용의 경우에는 <표 2>의 상관관계분석 결과에서 보통주 시가총액과 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보인 것과는 달리 회귀분석에서는 통계적으로 유의하지 않았다.

<표 4>에서는 순자산장부금액, 당기순이익 및 현금보유비율의 가치관련성에 있어서 기업지배구조의 영향력을 통제한 회귀분석 결과를 제시하고 있다.<sup>7)</sup> [모형 1]의 분석 결과 순자산장부금액과 당기순이익 모두 <표 3>의 결과와 마찬가지로 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보이고 있다. 소유지배과리도는 음의 계수값(-0.0454)을 나타내고 있지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 이러한 결과는 다른 변수들의 영향력을 통제한 이후에 소유지배과리도로 평가되는 기업지배구조의 수준에 대해서 시장이 직접적으로 반응하지는 않는다는 것을 의미한다.

추가적으로 유동성이 높은 현금의 보유에 대한 시장의 평가에 기업지배구조가 미치는 영향을 고려할 때 <표 4> [모형 1]의 결과는 높은 유동성이라는 현금의 특성이 다른 자산들의 영향에 의하여 순자산장부금액에는 제대로 반영되지 못할 가능성이 존재한다고 유추할 수 있다. 특히 순자산장부금액에는 기간에 따른 누적적인 효과와 상이한 특성들의 존재로 인하여 발생하는 효과가 함께 나타날 수 있음을 시사하고 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 순자산장부금액 가운데 현금보유정도, 즉 현금보유비율에 대한 시장 평가를 더 세밀하게 살펴보기 위해서 현금보유비율과 소유지배과리도 간의 상호작용변수를 추가하여 현금과 시장가치 간의 관계에 기업지배구조가 미치는 영향을 세부적으로 분석하였다.

6) 당기순이익( $NI$ )의 계수값은 1.6781로 나타났다. 이러한 결과는 당기순이익( $NI$ )이 1만큼 증가할 때 동일한 단위로서 시장가치( $MV$ )가 1 이상 증가하는 것을 의미하는 것이다. 표본은 대규모기업집단에 속해 있는 기업이므로 전체 기업 표본 대비 기업의 우량성이 더 높을 것으로 판단되며 이에 따라 해당 기업의 성과에 대해서 시장에서 더 우호적으로 반응한 것으로 판단하고 있다.

7) 실증분석에서 기업지배구조를 통제하기 위해서 각 년도 별로 소유지배과리도의 중위수 기준으로 구분한 더미변수를 사용하였다. 기업지배구조를 통제하기 위해서 소유지배과리도의 중위수가 아닌 소유지배과리도 자체값을 사용한 실증분석도 수행하였고 그 결과는 <표 4>의 결과에 상응하였다.

이를 위하여 <표 4>의 [모형 2]에서는 기업의 현금보유비율 변수와 소유지배과리도 간의 상호작용변수를 추가하여 순자산장부금액, 당기순이익 및 현금보유비율과 시장가치 간의 관계에 있어서 기업지배구조의 영향력을 통제한 회귀분석 결과를 보이고 있다. 실증분석 결과 소유지배과리도는 양(+)의 계수값을 나타내고 있지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 현금보유비율 변수를 추가하더라도 소유지배과리도의 높고 낮음 자체에 대해서는 자본시장에서 투자자들이 특별히 반응하지 않는 것으로 볼 수 있다.

반면 현금보유비율과 소유지배과리도 간의 상호작용변수의 결과는 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값(-0.3521)을 나타내고 있다. 이러한 결과는 소유지배과리도의 수준에 따라 기업의 순자산 중에서 현금이 차지하는 비중에 대하여 시장에서 상이하게 반응하고 있음을 의미하는 것이다. 즉 현금보유비율이 가지고 있는 차별적인 높은 유동성에 대하여 소유지배과리도가 높을수록 자본시장에서는 부정적으로 판단하고 있다는 것을 의미한다. 이는 현금의 높은 유동성에 대하여 자본시장의 투자자들이, 소유지배과리도가 높을 경우에 소액주주를 보호하지 않고 불투명하게 보유현금을 사용할 수 있는 개연성에 대하여 반응한 것으로 보인다. 따라서 다른 상황이 동일하다면 소유지배과리도가 높아질수록 기업의 현금보유비율에 대한 가치관련성이 낮아진다는 [가설 2]에 부합하는 결과로 해석된다.

한편, 순자산장부금액 및 당기순이익과 소유지배과리도 간의 상호작용변수는 주가관련성이 없는 것으로 나타난다. 즉 순자산과 당기순이익의 경우에는 <표 3>의 결과와 마찬가지로 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보이지만 순자산과 소유지배과리도 간의 상호작용변수 및 당기순이익과 소유지배과리도 간의 상호작용변수에 대해서는 통계적으로 유의하지 않다. 이러한 결과는 기본적으로 회계정보에 대한 가치관련성이 소유지배과리도의 수준에 의해 영향 받지 않는다고 해석할 수 있다. 이러한 결과는 현금보유비율과 달리, 자본시장에서 기업지배구조의 상황에 따라 순자산 및 당기순이익에 대하여 상이하게 반응하지는 않음을 나타낸다. 이에 대한 원인을 유동성이 높아 전용하기 쉬운 현금에 비해 순자산과 당기순이익 관련 회계정보를 왜곡할 때 발생하는 비용이 상대적으로 클 것으로 예상하여 자본시장에서 민감하게 반응하지 않는다고 유추해 볼 수 있다.

하지만 소유지배과리도가 높은 기업이더라도 시장가치에 큰 영향을 미치지 않고, 순자산장부금액과 당기순이익에 대해서는 소유지배과리도에 따른 상승효과가 없는 결과는, 소유지배과리도가 가지는 특성을 고려할 때 예상과 다른 것이다(김경태 2008). 이에 대한 원인으로 소유지배과리도가 높은 기업도 기본적으로 대규모기업집단에 소속된 경우에 해당하기 때문에 자본시장에서 순장부금액과 당기순이익에 대한 평가 시에 기업지배구조에 대한 부분을 크게 문제삼지 않는다고 해석해 볼 수도 있다.<sup>8)</sup>

8) 이와 같은 결과는 본 연구의 표본을 소유지배과리도가 존재하는 대규모기업집단 소속 기업들을 대상으로 하였기 때문인 것으로 해석하고 있다. 표본의 제약으로 인해 추가적인 실증분석을 실시하는 것은 본

〈표 4〉 소유지배괴리도에 따른 현금보유비율의 가치관련성

$$\begin{aligned}
 MV = & \beta_0 + \beta_1 Wedge + \beta_2 LCF + \beta_3 BV + \beta_4 NI + \beta_5 LCF \times Wedge + \beta_6 BV \times Wedge \\
 & + \beta_7 NI \times Wedge + \beta_8 Sales + \beta_9 RND + \beta_{10} INT + \beta_{11} DIV + \beta_{12} Growth \\
 & + \beta_{13} BETA + \beta_{14} BIG4 + \beta_{15} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon \quad \dots (2)
 \end{aligned}$$

| 변수                       | 예측<br>부호 | 모형 1    |           | 모형 2    |           |
|--------------------------|----------|---------|-----------|---------|-----------|
|                          |          | 계수값     | P값        | 계수값     | P값        |
| <i>intercept</i>         |          | -0.2855 | 0.3180    | -0.4234 | 0.1383    |
| <i>Wedge</i>             | (-)      | -0.0738 | 0.3363    | 0.0372  | 0.6593    |
| <i>LCF</i>               | (+)      |         |           | 0.3891  | <.0001*** |
| <i>BV</i>                | (+)      | 0.3475  | 0.0031*** | 0.5223  | <.0001*** |
| <i>NI</i>                | (+)      | 1.9672  | <.0001*** | 1.7327  | <.0001*** |
| <i>LCF×Wedge</i>         | (-)      |         |           | -0.3521 | 0.0193**  |
| <i>BV×Wedge</i>          | (-)      | 0.2478  | 0.0880*   | 0.1296  | 0.3791    |
| <i>NI×Wedge</i>          | (-)      | -0.2762 | 0.5726    | 0.0116  | 0.9813    |
| <i>Sales</i>             | (+)      | 0.0511  | 0.0405**  | 0.0492  | 0.0501*   |
| <i>RND</i>               | (+)      | 5.1455  | <.0001*** | 5.2316  | <.0001*** |
| <i>INT</i>               | (-)      | -0.3734 | 0.8033    | 0.9209  | 0.5458    |
| <i>DIV</i>               | (+)      | 0.1960  | <.0001*** | 0.1859  | <.0001*** |
| <i>Growth</i>            | (+)      | 0.1088  | 0.0533*   | 0.1011  | 0.0706*   |
| <i>BETA</i>              | (+)(-)   | 0.1348  | 0.0015*** | 0.1284  | 0.0025*** |
| <i>BIG4</i>              | (+)      | 0.0513  | 0.3008    | 0.0439  | 0.3731    |
| <i>Foreign</i>           | (+)      | 0.4825  | <.0001*** | 0.4861  | <.0001*** |
| <i>Adj.R<sup>2</sup></i> |          |         | 0.5553    |         | 0.5619    |
| 표본수                      |          |         | 1126      |         | 1126      |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2)  $MV$ =회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계,  $LCF$ =(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액,  $BV$ =순자산장부금액/기초자산총계,  $NI$ =당기순이익/기초자산총계,  $Wedge$ =소유지배괴리도의 더미변수. 매년도별  $Wedge$ 의 중위수 이상이면 1, 미만이면 0,  $Sales$ =총매출액/기초자산총계,  $RND$ =(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계,  $INT$ =이자비용/기초자산총계,  $DIV$ =배당금/기초자산총계,  $Growth$ =매출액증가율,  $BETA$ =60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험,  $BIG4$ =대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $Foreign$ =외국인지분을

주3)  $IND$ (산업별 더미분수)와  $YD$ (연도별 더미변수)는 회귀분석에 포함하여 분석을 실시하였으나 보고는 생략함.

연구의 범위를 벗어나므로 추가분석을 생략한다.

<표 5>에서는 순자산장부금액( $BV$ ), 당기순이익( $NI$ ) 및 현금보유비율( $LCF$ )과 시장가치 간의 관계에 대한 <표 4>의 [모형 2]를 살펴봄에 있어서 전체 표본을 기업의 소유지배과리도 수준에 따라 세분하여 분석하여 보았다. 이는 <표 4>에 대한 실증분석에서 통제변수에 대해 상호작용변수를 설정하지 않는 부분을 고려하고 소유지배과리도가 비선형적으로 영향을 미칠 수 있음을 확인하기 위한 실증분석에 해당한다. 구체적으로 <표 5>는 전체 표본을 각 연도별 소유지배과리도 중위수 기준으로 구분하여 각 표본집단을 대상으로 실증분석을 실시하였다. <표 5>의 첫 번째 열에서 소유지배과리도가 낮은 표본집단을 대상으로 한 실증결과를 보면, 전체표본에서 나타난 결과와 마찬가지로 순자산장부금액, 당기순이익 및 현금보유비율 모두 보통주 시가총액( $MV$ )을 종속변수로 하는 회귀분석에서 유의한 양(+)의 계수값을 보이고 있다. 이러한 결과는 순자산장부금액, 당기순이익 및 현금보유비율이 높은 기업일수록 보통주 시가총액으로 측정하는 시장의 평가가 높아짐을 의미한다. 따라서 기업지배구조가 좋은 경우에는 유동성이 높아 전용하기 쉬운 현금의 가치관련성이 존재할 수 있음을 보여준다.

<표 5>의 두 번째 열에서 소유지배과리도가 높은 표본집단을 대상으로 한 실증결과를 보면 순자산장부금액과 당기순이익 변수는 여전히 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보이고 있다. 그러나 전체표본에서 유의하던 현금보유비율의 계수값이 소유지배과리도가 높은 표본집단을 대상으로 한 실증결과에서는 더 이상 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 현금에 대한 전용이 상대적으로 용이한 환경, 즉 열악한 기업지배구조 하에서는 현금의 비중에 대한 자본시장의 선호가 사라지는 것을 의미하는 것이다. 따라서 소유지배과리도는 현금보유비율의 가치관련성에 선형적으로 영향을 미친다기 보다는, 비선형적으로 일정 수준을 넘어서는 경우에만 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

이상의 분석에서, 투자자들은 현금보유비율이 순자산과 당기순이익에 추가하여 자본시장에서 유의적으로 긍정적으로 반응하는 것으로 나타났다. 즉 순자산이 동일한 수준이라고 하더라도 순자산 중에서 현금이 차지하는 비중이 순자산이 보여주지 못하는 추가적인 정보력을 가지는 것으로 해석된다. 또한 투자자들은 현금보유비율을 포함한 기업의 재무상태 및 성과에 대한 반응에 있어서, 기업지배구조가 불리해 질 경우에 특히 유동성이 상대적으로 높은 현금보유비율에 대해서 보수적으로 반응하고 있다는 점을 시사한다.

본 연구는 현금의 특성이 자본시장에서 어떻게 반영될 수 있는지를 살펴보기 위해 현금의 비중이 높아질수록 유동성이 높은 현금에 대한 투자자들의 염려가 기업가치에 반영된다는 점을 보임으로써 기업지배구조가 나쁠수록 자본시장에서 보유현금의 가치가 낮게 평가된다는 선행연구의 결과를 회계정보와 연계하여 보여주고 있다. 즉 Pinkowitz et al.(2006), Kalcheva and Lins (2007), Dittma and Mahrt-Smith(2007) 등의 연구에서는 현금보유수준이 시장에서 어떻게 평가되는지를 보고 있지만 본 연구에서는 기업가치평가모형에 근거하여 순자산과 당기순이익이라는 회계정보에 추가하여 현금보유비율의 가치관련성을 보여줌으로써 기업지배구조를 고려한 현금

보유의 특성을 상세히 보여주고 있다.

〈표 5〉 현금보유비율의 가치관련성 : 소유지배과리도 고·저에 따른 집단 간 차이

$$MV = \beta_0 + \beta_1 LCF + \beta_2 BVI + \beta_3 NI + \beta_4 Sales + \beta_5 RND + \beta_6 INT + \beta_7 DIV + \beta_8 Growth + \beta_9 BETA + \beta_{10} BIG4 + \beta_{11} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon \quad \dots (1)$$

| 변수               | 예측     | 소유지배과리도가 낮은 경우<br>(중위수보다 작은 경우) |            | 소유지배과리도가 높은 경우<br>(중위수보다 큰 경우) |           |
|------------------|--------|---------------------------------|------------|--------------------------------|-----------|
|                  |        | 계수값                             | P값         | 계수값                            | P값        |
| <i>intercept</i> |        | -0.4063                         | 0.3460     | -0.3491                        | 0.3586    |
| <i>LCF</i>       | (+)    | 0.3737                          | <.0001 *** | 0.0119                         | 0.9307    |
| <i>BV</i>        | (+)    | 0.4885                          | 0.0001 *** | 0.6171                         | <.0001*** |
| <i>NI</i>        | (+)    | 1.8698                          | <.0001 *** | 1.8531                         | <.0001*** |
| <i>Sales</i>     | (+)    | 0.0327                          | 0.2821     | 0.0696                         | 0.1114    |
| <i>RND</i>       | (+)    | 4.4353                          | <.0001 *** | 6.3069                         | <.0001*** |
| <i>INT</i>       | (-)    | 1.1009                          | 0.5952     | 0.3055                         | 0.8929    |
| <i>DIV</i>       | (+)    | 0.2264                          | <.0001 *** | 0.1525                         | <.0001*** |
| <i>Growth</i>    | (+)    | 0.0486                          | 0.4620     | 0.1502                         | 0.1150    |
| <i>BETA</i>      | (+)(-) | 0.1186                          | 0.0416 **  | 0.1336                         | 0.0339**  |
| <i>BIG4</i>      | (+)    | 0.0772                          | 0.2250     | -0.0318                        | 0.6795    |
| <i>Foreign</i>   | (+)    | 0.2023                          | 0.1029     | 0.8065                         | <.0001*** |
| $\overline{R^2}$ |        |                                 | 0.6544     |                                | 0.4764    |
| 표본수              |        |                                 | 561        |                                | 565       |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2) *MV*=회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계, *LCF*=(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액, *BV*=순자산장부금액/기초자산총계, *NI*=당기순이익/기초자산총계, *Sales*=총매출액/기초자산총계, *RND*=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계, *INT*=이자비용/기초자산총계, *DIV*=배당금/기초자산총계, *Growth*=매출액증가율, *BETA*=60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험, *BIG4*=대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수, *Foreign*=외국인지분을

주3) *IND*(산업별 더미변수)와 *YD*(연도별 더미변수)는 회귀분석에 포함하여 분석을 실시하였으나 보고는 생략함.

기업지배구조와 관련한 국가간 비교 연구에 따르면 우리나라는 아직 소액주주를 보호하는 측면에서 미흡한 면이 존재하는 것으로 판단된다. 따라서 우리나라는 국내 기업지배구조 환경을 고려할 때 소유경영자들이 유동성이 높은 현금자산을 소액주주의 이익보다는 자신의 이익을 위

해 사용하기 쉬운 환경으로 볼 수 있다(Ball et al. 2003). 이러한 관점에서 볼 때, 현금보유비율의 가치관련성이 소유지배과리도가 높을수록 낮아지는 결과는 소유지배과리도가 클 경우 유동성이 높은 현금이 내포한 위험성을 감안하여 자본시장 투자자들이 반응하는 것으로 해석된다.

### 3. 민감도분석

<표 6>에서는 전체 표본을 연도별 현금보유비율의 중위수로 구분하여 추가적으로 실증분석을 수행하였다.

<표 6> 현금보유비율의 가치관련성 : 현금보유비율 대·소에 따른 집단 간 차이

$$MV = \beta_0 + \beta_1 LCF + \beta_2 BVI + \beta_3 NI + \beta_4 Sales + \beta_5 RND + \beta_6 INT + \beta_7 DIV + \beta_8 Growth + \beta_9 BETA + \beta_{10} BIG4 + \beta_{11} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon \quad \dots (1)$$

| 변수                        | 예측<br>부호 | 현금보유비율이 높은 경우<br>(중위수보다 큰 경우) |           | 현금보유비율이 낮은 경우<br>(중위수보다 작은 경우) |           |
|---------------------------|----------|-------------------------------|-----------|--------------------------------|-----------|
|                           |          | 계수값                           | P값        | 계수값                            | P값        |
| <i>intercept</i>          |          | -0.6657                       | 0.0674*   | -0.0422                        | 0.9237    |
| <i>LCF</i>                | (+)      | 0.4861                        | <.0001*** | -0.0674                        | 0.8074    |
| <i>BV</i>                 | (+)      | 1.0671                        | <.0001*** | 0.0995                         | 0.4605    |
| <i>NI</i>                 | (+)      | 1.8299                        | <.0001*** | 1.3620                         | 0.0008*** |
| <i>Sales</i>              | (+)      | 0.0536                        | 0.1297    | -0.0033                        | 0.9269    |
| <i>RND</i>                | (+)      | 5.2623                        | <.0001*** | 4.5584                         | 0.0002*** |
| <i>INT</i>                | (-)      | -2.5783                       | 0.2519    | 0.0548                         | 0.9791    |
| <i>DIV</i>                | (+)      | 0.1611                        | <.0001*** | 0.2117                         | <.0001*** |
| <i>Growth</i>             | (+)      | 0.3267                        | 0.0005*** | 0.0175                         | 0.7941    |
| <i>BETA</i>               | (+)(-)   | 0.2518                        | <.0001*** | 0.0508                         | 0.3925    |
| <i>BIG4</i>               | (+)      | 0.0906                        | 0.2677    | 0.0158                         | 0.7933    |
| <i>Foreign</i>            | (+)      | 0.0808                        | 0.5685    | 0.6544                         | <.0001*** |
| <i>Adj. R<sup>2</sup></i> |          |                               | 0.6144    |                                | 0.4980    |
| 표본수                       |          |                               | 565       |                                | 561       |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2)  $MV$ =회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계,  $LCF$ =(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액,  $BV$ =순자산장부금액/기초자산총계,  $NI$ =당기순이익/기초자산총계,  $Sales$ =총매출액/기초자산총계,  $RND$ =(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계,  $INT$ =이자비용/기초자산총

계,  $DIV$ =배당금/기초자산총계,  $Growth$ =매출액증가율,  $BETA$ =60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험,  $BIG4$ =대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수,  $Foreign$ =외국인지분율  
 주3)  $IND$ (산업별 더미분수)와  $YD$ (연도별 더미변수)는 회귀분석에 포함하여 분석을 실시하였으나 보고는 생략함.

분석 결과 현금보유비율이 높은 경우에는 순자산, 당기순이익 및 현금보유비율 모두에 대해서 시장에서 유의하게 반응하였다. 기업의 기본적인 재무상태와 성과에 대해서만 아니라 기업의 현금보유비율에 대해서도 시장에서 우호적으로 반응하는 것을 의미한다. 반면 현금보유비율이 낮은 경우에는 순자산과 현금보유비율에 대한 가치관련성은 유의하지 않았고 당기순이익에 대해서만 시장에서 유의하게 반응하였다.

이는 현금보유비율이 낮은 경우에는 기업의 재무상태보다는 성과에 더욱 민감하게 반응한다는 결과로 해석된다. 따라서 현금보유비율의 가치관련성과 연관하여 선형적인 관계만으로 설명할 수 있는 것이 아니라 현금보유비율이 일정 수준 이하인 경우에는 현금보유비율에 대하여 시장의 반응이 거의 없으나 일정 수준을 넘어서는 경우에 현금보유비율에 대해서 시장에서 긍정적으로 평가하는 것으로 볼 수 있다. 기업이 경영활동을 함에 있어서 현금보유비율이 운영자금 확보하여 유동성을 높이거나 신규투자자 인한 기회비용과 관련된다고 볼 때, 자본시장의 투자자들이 현금보유비율의 적정한 수준을 요구하고 있음을 알 수 있다.

본 연구는 기업의 현금보유비율이 가치관련성을 보이고 이러한 관계가 기업지배구조에 영향을 받을 수 있음을 제시하였다. 특히, 현금보유비율의 가치관련성만이 기업지배구조에 의해 영향을 받음을 보여줌으로써 현금의 차별적인 특성을 보여주고 있다는 점에서 선행연구와의 차별성이 존재한다. 그러나 앞서 살펴본 본 연구의 결과가 현금및현금성자산과 단기금융상품의 합을 순자산으로 나눈 값이라는 현금보유비율을 정의하는 특정 변수에 한정된 결과일 수 있다. 단기금융상품은 자본시장의 상황에 따라 처분이 제한적일 수 있고 일시적으로는 처분손실도 발생할 수 있기 때문에 유동성 측면에서는 현금및현금성자산과 차이를 보일 수 있다. 본 연구에서는 변수측정으로 인한 부분을 고려하여 처분에 제한이 적고 처분손실의 확률이 더 낮은 현금및현금성자산만을 사용하여, 유동성이 높은 현금의 특성을 더욱 구체적으로 나타낼 수 있도록 현금및현금성자산만을 순자산으로 나눈 값(*Cash*)을 이용하여 민감도 분석을 실시하였다.

<표 7>은 현금보유비율 변수를 정의함에 있어서 현금의 특성을 더욱 구체적으로 나타낼 수 있는 변수인 현금및현금성자산을 순자산으로 나눈 값(*Cash*)을 도입하여 실증분석한 결과를 제시하고 있다.

〈표 7〉 소유지배과리도에 따른 현금및현금성자산비율의 가치관련성

$$MV = \beta_0 + \beta_1 Wedge + \beta_2 Cash + \beta_3 BV + \beta_4 NI + \beta_5 Cash \times Wedge + \beta_6 BV \times Wedge \\ + \beta_7 NI \times Wedge + \beta_8 Sales + \beta_9 RND + \beta_{10} INT + \beta_{11} DIV + \beta_{12} Growth \\ + \beta_{13} BETA + \beta_{14} BIG4 + \beta_{15} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon$$

| 변수                         | 예측     | 모형 1    |           | 모형 2    |           |
|----------------------------|--------|---------|-----------|---------|-----------|
|                            | 부호     | 계수값     | P값        | 계수값     | P값        |
| <i>intercept</i>           |        | -0.3435 | 0.2238    | -0.3690 | 0.1969    |
| <i>Wedge</i>               | (-)    |         |           | 0.0273  | 0.7482    |
| <i>Cash</i>                | (+)    | 0.2389  | 0.0353**  | 0.4804  | 0.0009*** |
| <i>BV</i>                  | (+)    | 0.5075  | <.0001*** | 0.4232  | 0.0004*** |
| <i>NI</i>                  | (+)    | 1.7482  | <.0001*** | 1.8721  | <.0001*** |
| <i>Cash</i> × <i>Wedge</i> | (-)    |         |           | -0.5763 | 0.0083*** |
| <i>BV</i> × <i>Wedge</i>   | (-)    |         |           | 0.1601  | 0.2805    |
| <i>NI</i> × <i>Wedge</i>   | (-)    |         |           | -0.0847 | 0.8641    |
| <i>Sales</i>               | (+)    | 0.0446  | 0.0773*   | 0.0498  | 0.0500**  |
| <i>RND</i>                 | (+)    | 4.9772  | <.0001*** | 5.1935  | <.0001*** |
| <i>INT</i>                 | (-)    | -0.2816 | 0.8513    | -0.0318 | 0.9831    |
| <i>DIV</i>                 | (+)    | 0.1943  | <.0001*** | 0.1905  | <.0001*** |
| <i>Growth</i>              | (+)    | 0.1057  | 0.0605*   | 0.0975  | 0.0827*   |
| <i>BETA</i>                | (+)(-) | 0.1290  | 0.0023*** | 0.1230  | 0.0038*** |
| <i>BIG4</i>                | (+)    | 0.0474  | 0.3386    | 0.0425  | 0.3912    |
| <i>Foreign</i>             | (+)    | 0.4606  | <.0001*** | 0.5015  | <.0001*** |
| <i>Adj.R<sup>2</sup></i>   |        |         | 0.5556    |         | 0.5592    |
| 표본수                        |        |         | 1126      |         | 1126      |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2) *MV*=회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계, *Cash*=현금및현금성자산/순자산장부금액, *BV*=순자산장부금액/기초자산총계, *NI*=당기순이익/기초자산총계, *Wedge*=소유지배과리도의 더미변수. 매년도별 *Wedge*의 중위수 이상이면 1, 미만이면 0, *Sales*=총매출액/기초자산총계, *RND*=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계, *INT*=이자비용/기초자산총계, *DIV*=배당금/기초자산총계, *Growth*=매출액증가율, *BETA*=60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험, *BIG4*=대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수, *Foreign*=외국인지분을

주3) *IND*(산업별 더미분수)와 *YD*(연도별 더미변수)는 회귀분석에 포함하여 분석을 실시하였으나 보고는 생략함.

실증 결과는 현금보유비율의 값을 현금및현금성자산과 단기금융상품의 합을 이용하여 정의한 <표 4>의 결과와 질적으로 동일함을 알 수 있다. 이러한 점은 현금보유비율이 가치관련성을 가지며 현금보유비율과 기업가치 간의 관계가 기업지배구조에 의해서 영향을 받는 본 연구의 결과가 현금보유비율을 측정하는 방법을 달리 함에도 불구하고 강건하게 유지된다는 것을 의미하는 것이다.

본 연구는 기업의 순자산, 당기순이익 및 현금보유비율과 기업가치 간의 관계에 기업지배구조가 미치는 영향을 분석함에 있어서 기업지배구조를 측정하는 변수로서 소유지배과리도를 도입하였다. 실증분석 결과 소유지배과리도의 수준은 기업의 현금보유수준과 기업가치 간의 관계에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이와 관련, 소유지배과리도가 기업의 현금보유비율의 가치관련성에 미치는 영향력은 해당 기업의 주주 구성의 특성에 따라서 차이가 있을 수 있다. 이를 위하여 추가적으로 각 기업의 주주 구성의 특성에 대한 대용치로 외국인지분율을 적용하여 분석하였다. 선행연구에 따르면 외국인투자자는 다른 투자자들에 비해 정보력이 뛰어나므로 외국인지분율이 높은 경우에 시장에서는 현금보유비율에 대한 반응과 관련하여 소유지배과리도에 대하여 상대적으로 더 민감하게 반응할 가능성이 있을 것으로 예상된다.

전체 표본을 각 연도 별로 외국인지분율 변수의 중위수 기준으로 구분하여 각 표본 집단을 대상으로 실증분석을 실시하였다. <표 8>의 첫 번째 열에서 제시된 외국인지분율이 낮은 표본 집단을 대상으로 한 실증분석 결과를 보면, 유동성이 높은 현금보유비율에 대한 시장반응이 소유지배과리도로 측정한 기업지배구조수준에 따라 영향을 받지 않는 것으로 나타났다. 또한 일부 변수에서 전체표본에서 나타난 유의한 결과와 다르게 나타나고 있다. 반면, <표 8>의 두 번째 열에서는 외국인지분율이 높은 표본 집단의 결과에서는 외국인지분율에 따라 표본을 나누기 이전의 전체 표본에서 나온 결과가 강건하게 유지되었다. 이러한 결과를 종합하면 외국인지분율이 높은 기업의 경우에 외국인 투자자들을 포함한 투자자들은 해당 기업의 회계투명성에 대하여 더 민감하게 반응하는 동시에 소유지배과리도(Wedge)에 대한 우려도 외국인지분율이 낮은 기업의 경우에서보다 더 커지게 되고 따라서 소유지배과리도의 수준이 높을 경우 현금보유비율에 대해서 민감하게 반응하는 것으로 판단된다.

〈표 8〉 외국인지분율이 현금보유비율의 가치관련성에 미치는 영향

$$MV = \beta_0 + \beta_1 Wedge + \beta_2 LCF + \beta_3 BV + \beta_4 NI + \beta_5 LCF \times Wedge + \beta_6 BV \times Wedge + \beta_7 NI \times Wedge + \beta_8 Sales + \beta_9 RND + \beta_{10} INT + \beta_{11} DIV + \beta_{12} Growth + \beta_{13} BETA + \beta_{14} BIG4 + \beta_{15} Foreign + \Sigma IND + \Sigma YD + \epsilon \quad \dots (2)$$

| 변수                       | 예측<br>부호 | 외국인지분율이 낮은 경우<br>(중위수보다 작은 경우) |           | 외국인지분율이 높은 경우<br>(중위수보다 큰 경우) |           |
|--------------------------|----------|--------------------------------|-----------|-------------------------------|-----------|
|                          |          | 계수값                            | P값        | 계수값                           | P값        |
| <i>intercept</i>         |          | -0.4088                        | 0.1405    | 0.5827                        | 0.0327**  |
| <i>Wedge</i>             | (-)      | -0.0655                        | 0.5216    | 0.0727                        | 0.6016    |
| <i>LCF</i>               | (+)      | 0.6112                         | <.0001*** | 0.2667                        | 0.0306**  |
| <i>BV</i>                | (+)      | 0.3784                         | 0.0246**  | 0.4863                        | 0.0084*** |
| <i>NI</i>                | (+)      | 1.5713                         | 0.0010*** | 2.4584                        | 0.0003*** |
| <i>LCF×Wedge</i>         | (-)      | -0.3135                        | 0.1214    | -0.5419                       | 0.0181**  |
| <i>BV×Wedge</i>          | (-)      | 0.2450                         | 0.1731    | 0.1147                        | 0.6349    |
| <i>NI×Wedge</i>          | (-)      | -0.8393                        | 0.1621    | 0.6874                        | 0.4173    |
| <i>Sales</i>             | (+)      | 0.0217                         | 0.4576    | 0.1020                        | 0.0246**  |
| <i>RND</i>               | (+)      | 9.2607                         | <.0001*** | 0.7504                        | 0.4945    |
| <i>INT</i>               | (-)      | -0.7604                        | 0.6901    | -1.9107                       | 0.4442    |
| <i>DIV</i>               | (+)      | 0.1553                         | <.0001*** | 0.1893                        | <.0001*** |
| <i>Growth</i>            | (+)      | 0.0478                         | 0.5008    | 0.0691                        | 0.4162    |
| <i>BETA</i>              | (+)(-)   | 0.2014                         | 0.0002*** | 0.0384                        | 0.5607    |
| <i>BIG4</i>              | (+)      | 0.0791                         | 0.1528    | 0.0147                        | 0.8747    |
| <i>Foreign</i>           | (+)      | -0.3363                        | 0.5047    | 0.4565                        | 0.0119**  |
| <i>Adj.R<sup>2</sup></i> |          |                                | 0.4982    |                               | 0.5982    |
| 표본수                      |          |                                | 561       |                               | 565       |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2) *MV*=회계기간말 종가 기준 보통주 시가총액/기초자산총계, *LCF*=(현금및현금성자산+단기금융상품)/순자산장부금액, *BV*=순자산장부금액/기초자산총계, *NI*=당기순이익/기초자산총계, *Wedge*=소유지배과리도의 더미변수. 매년도별 *Wedge*의 중위수 이상이면 1, 미만이면 0, *Sales*=총매출액/기초자산총계, *RND*=(연구비+경상개발비+개발비)/기초자산총계, *INT*=이자비용/기초자산총계, *DIV*=배당금/기초자산총계, *Growth*=매출액증가율, *BETA*=60개월 월별수익률을 이용한 체계적 위험, *BIG4*=대형회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수, *Foreign*=외국인지분율

주3) *IND*(산업별 더미분수)와 *YD*(연도별 더미변수)는 회귀분석에 포함하여 분석을 실시하였으나 보고는 생략함.

## V. 결 론

본 연구는 기업의 순자산 및 당기순이익과 기업가치 간의 관계에 있어서 추가적으로 현금보유비율의 가치관련성이 존재하며, 기업지배구조가 현금보유비율의 가치관련성에 영향을 미칠 수 있는지를 살펴보았다. 특히 현금보유비율 정보가 상대적으로 유동성이 높다는 특징으로 인하여 순자산과 당기순이익 비교 시에 차별성이 존재하고 있는가를 살펴보았다. 유동성이 높다는 현금의 특이성으로 인하여 기업지배구조에 의한 영향력이 강하게 나타날 수 있는 측면과 국내에서는 대주주가 소액주주의 이익을 침해할 수 있는 개연성이 존재한다는 측면에서, 기업지배구조가 현금보유비율의 가치관련성에 영향을 미칠 수 있음을 확인하는 분석은 중요하다고 볼 수 있다.

이를 위하여 2001년부터 2010년에 걸쳐 유가증권시장에서 대규모기업집단에 속하는 기업을 대상으로 현금보유비율의 가치관련성과 소유지배피리도에 따라 현금보유비율의 가치관련성이 어떻게 영향을 받을 수 있는지를 실증분석하였다. 실증분석 결과, 현금보유비율은 순자산과 당기순이익에 더하여 추가적인 가치관련성을 갖는 것으로 나타났다. 이는 현금보유비율이 높을수록 자본시장에서 기업의 시장가치를 더 높게 평가하는 것으로 해석된다. 또한 소유지배피리도가 높아질수록 현금보유비율에 대한 시장의 평가는 낮아지고 순자산과 당기순이익에 대한 시장의 평가는 변함없이 있는 결과를 보였다. 이는 기업지배구조가 나쁜 기업의 소유경영자가 현금을 재량적으로 사용할 수 있는 개연성을 자본시장에 참여하는 투자자들이 부정적으로 평가하는 것으로 해석된다. 반면, 순자산과 당기순이익에 대하여 소유지배피리도가 추가적인 영향이 없는 이유는 현금과 달리 전용가능성이 상대적으로 낮기 때문에 시장에서 소유지배피리도에 따라 민감하게 반응하지 않는 것으로 해석될 수 있다. 또한 외국인지분율이 높은 경우에만 소유지배피리도가 현금보유수준과 시장반응 간에 영향을 미치는 것은 상대적으로 뛰어난 정보력을 가진 외국인 투자자 비율이 높을 경우 소유지배피리도라는 기업지배구조에 더 민감하게 반응하는 결과라고 볼 수 있다.

최근 국내의 대기업을 중심으로 기업 내부에 보유하는 현금수준이 증가하고 있는 것과 관련하여 현금의 적정 수준에 대한 논의가 제기되고 있는 시점에서 현금과 시장가치의 관계에 미치는 요인을 구체적으로 확인한다는 점에서 본 연구의 의미가 있다. 현금보유비율의 가치관련성이 존재하고 이러한 가치관련성이 기업지배구조, 특히 소유지배피리도에 의해 반감될 수 있음을 보여주는 측면에서 본 연구의 공헌점이 있다. 기업의 생존환경이 매우 급박하게 변하는 현실에서 현금보유수준을 높이려는 유인이 존재하고 있는 것이 사실이지만, 자본시장에서 동일한 현금보유비율에 대해서도 기업지배구조라는 요인에 의하여 다르게 평가할 수 있는 측면도 동시에 존재하는 것이다. 또한 순자산 및 당기순이익과는 달리, 현금보유비율의 가치관련성에 대해서만 기업지배구조가 영향이 있음을 보임으로써, 선행연구와 비교 시에 현금사용의 재량적 사용에 대

한 자본시장의 반응 여부를 실증적으로 분석하였다는 점에서 차별성이 있다.

본 연구에서는 기업의 초과보유현금수준에 대한 분석이 아니라 보유하고 있는 현금의 총액을 순자산으로 나눈 비율에 대한 가치관련성을 살펴보고 있다. 이는 일반적으로 재무분석가들이 기업이 보유한 현금의 총액을 사용하는 경향이 있으므로 기업가치 평가에 있어서도 현금보유 총액이 적정하다고 판단하였기 때문이다. 또한 초과보유현금수준은 투자자들마다 상이하고 평가 오차도 클 것이므로 초과보유현금수준으로 인한 평가오차가 클 수 있는 점도 고려하였다. 하지만 선행연구에서 시행하고 있는 초과보유현금수준이 현금의 사적인 사용에 대해 논리적으로 더 적합할 수 있다는 측면에서 한계점이 없지 않다.

향후에 기업의 보유하고 있는 적정 현금수준을 측정할 수 있다면, 초과보유현금수준에 따른 기업가치 평가부분을 실증분석하여 본 연구를 보완할 수 있을 것으로 생각한다. 또한 현금과 기업가치 간의 관계에 영향을 미칠 수 있는 기업지배구조 측면에서의 추가 조건으로 기업의 정보비대칭을 완화할 수 있는 재무분석가의 수나 회계정보공시수준 등에 대해서도 추가분석이 이루어질 수 있을 것으로 기대한다.

## 참고문헌

- 김경태. 2008. 소유지배과리도 계층별 회계투명성에 관한 분석. 회계와감사연구 48 : 73-108.
- 박재영 · 이동녕. 2010. 회계정보공시의 질과 기업의 현금보유. 국제회계연구 : 107-136.
- 빈기범 · 서은숙 · 송민규. 2007. 기업 현금성 자산 보유가 기업가치에 미치는 영향. 한국경제연구 : 5-37.
- 한중호. 2008. 한국 제조업의 현금보유와 재무제약. 한국경제연구 : 205-235.
- Ball, Ray and L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in UK private firms : comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 83-128.
- Ball, Ray, S. P. Kothari, and Ashok Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 : 1-51.
- Ball, Ray, Ashok Robin, and J. S. Wu. 2003. Incentives versus standards : properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics* 36 : 235-270.
- Baumol, W. J. 1952. The Transactions Demand For Cash : An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics* 66 : 545-556.
- Bebchuk, Lucian Aye, Reinier Kraakman, and George Triantis. 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity : The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights. *Concentrated Corporate Ownership* : 295-318.
- Boileau, Martin, and Nathalie Moyen. 2010. Corporate Cash Savings : Precaution versus Liquidity. *Working paper*. State University of New York at Buffalo.
- Chung, K. H., J. Kim, Y. Kim, and H. Zhang. 2011. Information Asymmetry and Corporate Cash Holdings. *Working paper*.
- Denis, D., and V. Sibilkov. 2010. Financial Constraints, Investment, and The Value of Cash Holdings. *Review of Financial Studies* 23 : 247-269.
- Dittmar, Amy and Jan Mahrt-Smith. 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83(3) : 599-634.
- Dittmar, Amy Jan Mahrt-Smith, and Henri Servaes. 2003. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1) : 111-133.
- Duchin, R. 2010. Cash Holdings and Corporate Diversification. *The Journal of Finance* 65 : 955-992.
- Durnev, Art, and E. Han Kim. 2005. To steal or not to steal : Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance* 60 : 1461-1493.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingales. 2004. Private benefits of control : An international comparison. *The Journal of Finance* 59 : 537-600.
- Faleye, Olubunmi. 2004. Cash and Corporate Control. *The Journal of Finance* 59(5) : 2041-2060.
- Fan, J., and T. J. Wong. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 33 : 401-425.

- Foley, C. F., J. Hartzell, S. Titman, and G. J. Twite. 2007. Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-based Explanation. *Journal of Financial Economics* 86 : 579–607.
- Fresard, Laurent. 2010. Financial Strength and Product Market Behavior : The Real Effects of Corporate Cash Holdings. *Journal of Finance* 65 : 1097–1122.
- Harford, Jarrad. 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54 : 1969–1997.
- Harford, Jarrad, Sattar, A. Mansi, and William F. Maxwell. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics* 87(3) : 535–555.
- Kalcheva, Ivalina, and Karl V. Lins. 2007. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *Review of Financial Studies* 20(4) : 1087–1112.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance* 57 : 1147–1170.
- Lins, Karl V., Kalcheva, Ivalina. 2004. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Working paper*.
- Liu, Y. and David C. Mauer. 2011. Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics* 102(1) : 183–198.
- Meltzer, A. H. 1963. The Demand for Money : A Cross-Section Study of Business Firms. *The Quarterly Journal of Economics* 77(3) : 405–422.
- Mikkelsen, Wayne H. and M. Megan Partch. 2003. Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(2) : 275–294.
- Miller, M. H., and D. Orr. 1966. A Model of the Demand Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics* 80(3) : 413–435.
- Mulligan, C. B. 1997. Scale Economies, the Value of Time, and the Demand for Money : Longitudinal Evidence from Firms. *Journal of Political Economy* 105 : 1061–1079.
- Myers, Stewart C. 1977. The Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 : 147–175.
- Myers, Stewart C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate Financial and Investment Decisions when Firms have information the Investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 : 187–221.
- Myers, Stewart C., and Raghuram G. Rajan. 1998. The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics* 108 : 733–711.
- Nenova, Tatiana. 2003. The value of corporate voting rights and control : A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 68 : 325–351.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, Rene Stulz, and Rohan Williamson. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52 : 3–46.
- Pinkowitz, Lee, Rene Stulz, and Rohan Williamson. 2006. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance* 61(6) : 2725–2751.

- Pinkowitz, Lee, and Rohan Williamson. 2001. Bank Power and Cash Holdings : Evidence from Japan. *Review of Financial Studies* 14 : 1059–1082.
- Pinkowitz, Lee, and Rohan Williamson. 2004. What Is A Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings. *Working paper*. Georgetown University.
- Sibilkov, Valeriy. 2005. Is Cash More Valuable for Constrained Firms? *Working paper*. FMA Annual Meeting.
- 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.

# Value Relevance of Cash Holding Ratio

## -Focused on Corporate Governance-

Kyung-Tae Kim\* · Hee Chun Roh\*\*

### 〈Abstract〉

This study investigates the effect of corporate governance on the value relevance of cash holding ratio among Korean listed firms (KOSPI) belongs to Korean business group over the period 2001–2010. Especially this paper focuses on cash holdings because of high liquidity.

This paper introduces cash holding ratio which is proxied by the sum of cash and short-term financial instruments divided by net assets. This paper uses market value as the proxy for market response, wedge as the proxy for corporate governance. Wedge means the difference between voting rights and cash flow rights of controlling shareholders. It could be possible that wedge gives controlling shareholders power to seek private benefits at the cost of outside shareholders.

This paper tests whether high cash holding ratio is associated with low market value regarding low corporate governance. The regression result shows that corporate governance affects the association between cash holding ratio and market value. This result suggests that without properly controlling for corporate governance, estimating the association between cash holding ratio and market value leads to an erroneous inference regarding the effect of cash holdings on market value.

To check this result for robustness, the effect of corporate governance on the association between cash holding ratio and market value is examined after introducing cash holdings variable using cash divided by net assets. This paper also tests the effect of corporate governance on the association between cash holding ratio and market value after controlling for foreign investors. The results show that the main result of this study is robust.

〈Key words〉 cash holding ratio, value relevance, wedge, foreign investors

\* Associate Professor, School of Business Administration, University of Seoul

\*\* Assistant Professor, Department of Accounting, Soongsil University