

# A Study on the Association between Firm's Overinvestment and Voluntarily Appropriated Retained Earnings\*

## 기업의 과잉투자과 임의적리금 간의 관련성에 대한 연구

Pyung Kyung Kang(First Author)

Sogang Business School, Sogang University  
(pkang@sogang.ac.kr)

Yoo Chan Kim(Corresponding Author)

College of Business and Economics, Hanyang University, ERICA Campus  
(uchanacct@hanyang.ac.kr)

.....

This study aims to examine the association between firm's overinvestment and voluntarily appropriated retained earnings. Prior studies provide the theory and evidence that overinvestment can lead to an overall increase in retained earnings. With regard to overinvestment practice, however, whether the part of retained earnings is to be reserved as voluntarily appropriated retained earnings is still not fully answered, calling for further investigation. Using data of firms listed on the KOSPI market from 2014 to 2018, this study finds that overinvestment is significantly and positively associated with the level of voluntary reserves. This study also finds that overinvestment has a significant and positive association with the number of reporting items for voluntary reserves. Interestingly, the study further finds that the positive relationship between overinvestment and voluntary reserves level is significant only for non-growth related reserves. The results from additional analysis utilizing a combined measure are consistent with the main results. The findings from this study suggest that the overinvestment is an important driver that can affect firm's management of voluntarily appropriated retained earnings.

Key Words: Voluntarily Appropriated Retained Earnings, Retained Earnings, Overinvestment, Dividend Policy, Pecking Order Theory

.....

### 1. 서론

고정자산에 대한 과잉투자(이하, 과잉투자)는 투자 기회집합이 주어질 때 '적정수준'을 초과하여 과도

하게 이루어지는 투자행태를 지칭하는 말이다. 여기서 '적정수준'이란 일반적으로 고전적 투자모형을 통해 도출되는 효율적 투자수준을 말하는데, 고전적 투자모형은 투자안의 한계효율성(marginal efficiency)과 한계자본비용(marginal cost of capital)을 비

Submission Date: 03. 15. 2023

Revised Date: (1st: 04. 14. 2023)

Accepted Date: 04. 14. 2023

\* We thank Heegoo Kang, a research assistant at the College of Business and Economics, Hanyang University (ERICA Campus), for helping us in data collection.

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

교하여 양자가 일치되는 지점을 최적투자수준으로 정의한다(Copeland et al., 2005).

고전적 투자모형의 분석에 따르면, 투자의사결정을 고려하는 경영자는 최적투자수준을 추구해야 할 것으로 기대된다. 하지만 현실의 실무에서 경영자는 최적수준에서 벗어난(suboptimal) 투자의사결정을 내리는 경향이 적지 않은 것으로 되어 있다(Hope & Thomas, 2008). 과잉투자가 진행되는 이러한 현실 실무에 대해, 대리인이론은 그것이 정보 불균형의 문제에 의해 초래된 현상이라고 설명한다. 보다 구체적으로, 과잉투자는 프로젝트에 대한 정보가 비대칭적인 상황에서 경영자가 자신의 효용을 극대화하기 위해 선택하는 투자행동(예: 제국건설(empire building))으로 설명된다(Rocca et al., 2007).

과잉투자는 기본적으로 기업가치 극대화 달성을 제약한다. 따라서 과잉투자와 같은 비효율적 투자 프로젝트를 위한 자금이 어떻게 준비되고 조달되는지를 논의하는 것은 관련 실무의 이해를 돕는 근원적 지식을 얻게 한다는 점에서 중요하다.

자본조달순위이론(pecking order theory)은 과잉투자 프로젝트의 자본조달 문제에 관한 추론을 가능하게 하는 이론적 근거를 제공한다. 이론에 따르면, 정보비대칭의 상황에서 주식발행은 부정적 전망에 대한 내부정보를 전달하는 신호(signal)가 된다. 이로 인해, 주식발행에는 높은 자본비용이 부과되고, 경영자는 미래상황변화와 관련성이 낮은 내부유보이익(retained earnings)을 가장 우선적 자본조달 수단으로 고려하게 된다(Myers, 1984). 과잉투자가 정보 불균형의 문제로부터 야기된다는 점을 고려하면, 이러한 논의는 과잉투자 프로젝트의 자금이 주로 내부유보이익에 의존하여 조달될 것이라는 결론을 얻게 한다.

잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis) 및 과잉투자의 자본조달비용에 관한 연구는 이론의 예측을 실증적으로 지지하는 증거들을 제시하고 있다. 예를 들어, Richardson(2006)은 과잉투자와 잉여현금흐름 간의 양(+ )의 관련성을 확인하였고, Park et al.(2016)과 Cha & Park (2018)는 자기자본비용 및 타인자본비용과 과잉투자 사이에 존재하는 양(+ )의 관련성을 확인하였다.

선행연구를 통해 확인되고 있는 과잉투자와 내부유보이익 간의 관계는 내부유보이익의 처분(appropriation)에 관한 후속적 질문을 제시한다. 즉, 경영자는 내부에 형성된 유보이익을 처분하여 적립(예: 임의적립금)하려 할 것인지, 아니면 미처분의 상태로 보유하려 할 것인지에 관한 물음이 그것이다. 대리인이론에 바탕을 둔 배당 관련 선행연구들은 내부유보이익의 증가가 배당에 대한 압력 혹은 배당에 대한 필요성을 증가시킨다고 주장한다(La Porta et al., 2000; DeAngelo et al., 2006). 이러한 논의에 따르면, 과잉투자가 이루어지는 상황에서 내부유보이익에 대한 배당요구는 증가하게 될 가능성이 높다. 임의적립금의 처분·보유 동기는 이와 같은 배당요구에 관한 논의를 토대로 설명될 수 있을 것으로 보인다. 다시 말해, 경영자는 유보이익에 부여될 수 있는 배당 압력을 낮추기 위해 과잉투자에 필요한 유보이익을 임의적립금의 형태로 보유하고자할 가능성이 존재한다. 이러한 가설적 주장은 실증적 차원의 검정을 필요로 하는 연구 질문(research question)이라고 할 수 있다.

‘유보이익을 축적하는 행태’와 ‘축적된 유보이익을 적립금으로 처분·보유하는 행태’는 별도의 논의를 필요로 하는 주제임에도 불구하고, 내부유보이익의 처분 문제는 지금까지 거의 논의가 진행되어오지 못하였다.<sup>1)</sup> 그간 선행연구가 내부유보이익의 축적 문

제를 논의의 중심에 두어왔다면, 이제부터는 관련 논의가 내부유보이익의 처분 및 보유에 관한 분석으로 확대될 필요가 있을 것이다.

이러한 맥락에서, 본 연구는 과잉투자자와 임의적립금 수준 및 항목 수 사이에 존재할 수 있는 체계적 관련성을 실증적으로 분석하고자 했다.

본 연구는 실증분석을 통해 다음과 같은 결과를 확인하였다. 과잉투자자는 임의적립금 수준과 유의적인 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 확인되었다. 또한 과잉투자자는 임의적립금 항목 수와도 유의적인 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 확인되었다. 임의적립금을 성장목적관련 금액과 성장외목적관련 금액으로 구분하여 추가분석을 수행한 결과, 과잉투자자와 임의적립금 수준 간의 양(+)의 관련성은 성장외목적과 관련된 임의적립금에서 유의한 것으로 확인되었다. 임의적립금의 수준과 항목 수를 결합하여 구성한 척도를 이용한 추가분석결과는 본문의 분석결과와 일관된 결과를 나타냈다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 문헌에 공헌하는 바가 있을 것으로 기대된다.

첫째, 본 연구는 이익잉여금 전체를 단일 항목으로 분석하고 있는 기존 연구의 논의범위를 확장시키고 있다. 이익잉여금은 배당에 대한 제약여부에 따라 처분된 부분과 미처분된 부분으로 구분된다. 따라서 내부유보이익에 관한 논의는 이익잉여금의 처분여부에 기초하여 보다 구체적으로 분석될 필요가 있다. 특히, 임의적립금은 자발적 의사결정사항인 만큼, 관련 실무에 대한 이해가 중요함에도 불구하고,

그간 이와 관련된 논의는 거의 진행되어오지 못하였다. Cheon(2019)의 연구를 제외하면, 임의적립금을 직접적인 논의의 대상으로 삼은 연구는 거의 없는 것으로 보인다.

둘째, 본 연구는 국내 기업의 임의적립금 공시실무 파악에 도움을 줄 수 있는 기술적 통계분석을 수행하고 있다. 내부유보이익이 임의적립금으로 처분될 때, 실무에서는 임의적립금과 관련한 다양한 세부항목들이 선택·활용되어질 것으로 예상된다. 그러나 실제로 어떤 세부항목들이 국내 실무에서 이용되고 있는지에 대해서는 지금까지 거의 분석된 바가 없으므로 임의적립금 세부항목에 관한 기초적 수준의 분석이 필요한 실정이다. 이에 본 연구는 KOSPI 상장기업의 임의적립금관련 주석공시 사항을 정리·제시했다. 관련 분석결과는 임의적립금 실무에 대한 이해를 제고하는데 기여하는 바가 있을 것으로 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장은 과잉투자자와 임의적립금 간의 관련성을 이해하는데 필요한 이론적 배경을 논의한다. 제3장은 연구설계와 자료수집에 대해 논의하며, 제4장은 실증분석결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 연구결과를 정리한다.

- 1) '자발적으로 처분된 유보이익'과 '미처분된 유보이익'은 다음과 같은 측면에서 구분되는 특성을 갖는다. 첫째, 미처분이익잉여금과는 달리 임의적립금에는 배당지급 제약에 대한 경영자의 의사가 반영되어 드러나 있다. 둘째, 임의적립금은 미처분이익잉여금과는 별도로 구분 표시되는 재무보고 항목이다. 전달되는 정보의 측면에서 볼 때, 임의적립금이 전달하는 정보는 미처분이익잉여금의 그것과 다르다. 셋째, 임의적립금은 별도의 적립목적 갖고 있기 때문에 자원운영의 측면에서 임의적립금은 미처분이익잉여금과는 다른 역할을 수행한다. 이상의 측면들은 임의적립금이 정보전달과 의사결정의 측면에서 미처분이익잉여금과는 다르게 기능할 것임을 기대하게 한다. 비록 임의적립금과 미처분이익잉여금은 내부유보이익이라는 동일한 범주에 속하지만, 양자는 분리·구분되어 분석될 필요가 있다.

## II. 이론적 배경 및 가설 도출

### 2.1 과잉투자의 이해

#### 2.1.1 과잉투자: 정보비대칭의 문제로부터 야기되는 투자현상

경영자의 제국건설(empire building)이란 기업의 주당 가치가 손상되는 한이 있더라도 기업의 규모가 가능한 한 크게 유지될 수 있도록 투자의사결정을 내리는 대리인 문제를 지칭하는 표현이다(Kim et al., 2010). 대리인 이론에 따르면, 경영자의 행동선택에 관한 관찰가능성(observability)이 낮을 때, 경영자는 직무태만, 과도한 특권적 소비 등 개인적 효익 추구를 최우선에 두는 행동을 선택하려는 경향을 갖는다. 이러한 관점에 기초할 때, 과잉투자 현상은 개인의 명예와 권력(fame and power)을 획득하려는 목적 하에서 수행되는 경영자의 '제국건설' 현상으로 분석될 수 있다.

물론, 과잉투자 현상은 대리인 이론이 채택하고 있는 관점이 아닌 다른 관점 하에서도 분석·설명될 수 있다. 예를 들어, 인간의 행동적 측면(behavioral aspect)을 조명하는 연구들은 과잉투자를 자신의 능력을 과대평가하는 경영자 과신(managerial overconfidence)에서 비롯된 현상으로 분석하기도 한다(Bodie et al., 2013).

다만, 합리적 경제인의 가정에 기초한 논의를 우선적 분석도구로 둔다면, 대리인 이론은 과잉투자 현상을 설명하는 보편적 틀로 받아들여질 수 있을 것이다.

대리인 이론은 과잉투자가 발생하는 근본적 원인을 주주와 경영자 사이에 존재하는 정보 불균형의 문제로부터 찾고 있다. 투자안에 관한 정보가 충분히 알

려지지 않은 이러한 정보환경에서는 비효율적 투자안이 보다 쉽게 받아들여질 가능성이 높다. 투자활동이 수행되는 정보환경은 주로 회계정보에 의해 조성되는데(McNichols & Stubben, 2008), 관련 선행연구들은 과잉투자가 이루어지는 상황에서 관찰되는 회계정보가 적지 않은 경영자 회계재량을 포함하고 있음을 확인하고 있다. 예를 들어, 재무보고의 여러 특성들(예: 발생액의 품질, 재무보고 가독성(readability), 회계인식의 보수성 등)은 과잉투자 현상과 체계적인 관련성을 갖는 것으로 보고되고 있다(Biddle et al., 2009; Lara et al., 2016). 이는 과잉투자 프로젝트와 관련된 정보가 본질적으로 사적정보(private information)의 성격을 가진다는 점을 시사한다.

#### 2.1.2 과잉투자의 정보환경

과잉투자와 재무보고의 품질 간의 관련성을 분석하고 있는 선행연구들은 과잉투자가 수행되는 정보환경의 특성을 이해하는데 도움을 줄 수 있는 배경지식을 제공한다. 재무보고의 품질과 과잉투자 간의 관계에 대한 선행연구는 회계정보의 특성에 따라 (1) 이익조정(이익조작에 관한 문제 포함)과의 관련성을 다루는 연구와 (2) 보수적 회계인식과의 관련성을 다루는 연구로 구분될 수 있다.

McNichols & Stubben(2008), Biddle et al. (2009), Choi & Kwak(2010)은 과잉투자와 이익조정 간의 관련성을 논의하고 있는 대표적 연구들이다.

McNichols & Stubben(2008)은 외부공표 목적으로 작성된 회계정보의 품질이 과연 내부 자원배분 의사결정의 하나인 과잉투자에도 영향을 미칠 수 있는지에 대해 의문을 가졌다. 그들은 왜곡 표시된 회

게이익이 의사결정자의 판단을 오도하는 정보환경을 조성하여 비-최적화된 투자결정을 유도할 수 있다고 주장했다. SEC 제재집행을 받은 표본, 집단소송 표본, 재무제표를 재작성한 표본을 바탕으로 실증분석을 진행한 결과, 과잉투자 경향은 회계부정 기간에 유의적으로 높은 것으로 나타났고, 회계부정 기간이 종료된 이후에는 더 이상 나타나지 않는 것으로 확인되었다. 이익조정에 관한 기존 문헌의 논의에 기초하여 생각해 볼 때, 이익조정은 자금조달을 용이하게 하려는 목적으로 수행되기도 하며, 빈약한 성과를 포장하려는 목적에서 수행되기도 한다. 이와 관련하여, 그들은 추가분석을 통해 회계부정이 투자의사결정을 목적으로 하는 왜곡된 정보환경을 조성하기 위해 수행되고 있다는 것을 확인했다.

Biddle et al.(2009)은 발생액 품질, 재무보고 가독성에 관한 지표들이 투자효율성(과잉투자 및 과소투자 포함)에 미치는 영향을 분석했다. 그들은 현금과 부채규모에 근거하여 과잉투자가 착수될 가능성을 측정하였고, 해당 척도를 바탕으로 재무보고의 품질이 투자효율성에 어떤 영향을 미치는지를 분석했다. 과잉투자 현상에 대한 분석결과를 살펴보면, 과잉투자가 착수되었을 가능성이 높은 상황에서 발생액 품질 및 재무보고 가독성은 투자금액과 유의한 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 확인되었다. 재무보고의 품질과 관련하여 여러 척도를 이용하고 있다는 점에서, 그들의 연구는 관련 연구의 주장을 강건히 지지하고 있다고 평가해 볼 수 있다.

이익조정과 과잉투자 간의 관련성은 국내 기업 표본을 대상으로 한 연구에서도 일관되게 확인되고 있다. Choi & Kwak(2010)은 감리지적 기업의 과잉투자 현상을 분석하고, 나아가 비-감리지적 기업을 대상으로 이익조정 척도와 과잉투자 간의 관련성을 분석했다. 분석결과에 따르면, 감리지적 기업들은 감

리지적 기간 중에 과잉투자를 수행하는 경향이 유의적으로 높은 것으로 확인되었다. 또한, 비-감리지적 기업의 경우, 재량적유동발생액 및 비정상재고자산 변동은 과잉투자와 유의한 양(+ )의 관련성을 갖는 것으로 확인되었다.

회계이익을 보수적으로 인식하는 회계절차(accounting procedure) 역시 투자의사결정이 이루어지는 정보환경에 영향을 미칠 수 있는 재무보고의 특성 가운데 하나이다. Watts(2003)는 보수주의가 이익과 손실에 대한 검증가능성을 차등적으로 적용함으로써 정보비대칭에 의해 야기될 수 있는 문제(즉, 도덕적 해이와 재무보고 바이어스(bias))를 완화시킬 수 있다고 설명한다. 이러한 논의에 기초한다면, 보수주의 회계는 과잉투자를 억제하는 정보환경을 조성할 것으로 기대된다.

Lara et al.(2016)은 Biddle et al.(2009)의 연구모형을 확장하여 회계 보수주의가 투자효율성에 미치는 영향을 분석했다. 과잉투자 현상에 관한 그들의 해석에 따르면, 과잉투자가 착수되었을 가능성이 높은 상황에서 보수주의와 투자금액 간에는 유의한 음(-)의 관련성이 존재하는 것으로 확인되었다. 이에 더하여, 그들은 보수주의와 투자효율성 간의 관계에 대해 정보비대칭 문제가 미치는 영향을 평가하고자 했다. 분석결과, 보수주의와 투자금액 간의 음(-)의 관련성은 정보비대칭 문제가 존재하고 과잉투자가 착수될 가능성이 높은 경우에 보다 유의하게 낮은 것으로 확인되었다. 그들의 결과는 보수주의 회계가 투자안에 관한 정보비대칭 문제를 완화시키는데 유의적이라는 것을 보여주었다.

## 2.2 정보비대칭 상황 하에서의 자본조달

### 2.2.1 자본조달순위이론

자본조달순위이론은 투자안에 관한 내부자와 외부 투자자 간의 정보가 비대칭적인 상황에서, 자본조달에 관한 의사결정이 어떻게 이루어지는지를 설명한다. 자본조달순위이론에 따르면, 정보비대칭성은 주식발행과 관련된 자본비용을 증가시키기 때문에 경영자는 내부유보이익, 부채, 주식발행의 순서로 자본조달 방법을 고려하게 된다. 자본조달에 관한 의사결정이 기존주주(old shareholder)의 입장에서 이루어진다는 가정과 함께 기존주주에게 분배(payload)되는 투자안의 순현재가치(net present value)가 충분히 크지 않다는 조건이 주어지면, 주식의 발행은 합리적기대균형(rational expectation equilibrium)이 형성되는 과정에서 부정적 기업전망에 대한 내부 정보를 전달하는 신호 역할을 하게 되며, 결국 높은 자본비용을 부담해야하는 자본조달 수단으로 받아들여지게 된다(Copeland et al., 2005).

Myers(1984)는 주식발행 의사결정에 관한 간단한 모형을 바탕으로 자본조달순위이론이 보여주는 합의에 대해 직관적인 설명을 제시했다. 경영자의 주식발행 의사결정은 (1) 투자안의 순현재가치와 (2) 주식저평가(혹은 고평가) 금액 간의 비교를 통해 이루어진다. 경영자는 기존주주의 입장에서 의사결정을 내린다고 가정되기 때문에, 해당 의사결정은 투자안의 순현재가치가 주식저평가(혹은 고평가) 금액 보다 크거나 같은 경우에만 이루어질 수 있다. 이것은 주식의 저평가(혹은 고평가)의 정도가 커질수록 주식미-발행으로 인한 양(+ )의 NPV 투자안의 포기 가능성이 높아진다는 것을 의미한다. 이것은 주식의 저평가(혹은 고평가)의 정도가 감소될 수 있다면 이

러한 문제가 해결될 수 있는 의미이기도 하다. 자본조달 수단의 미래가치가 미래 상황변화와 연동되지 않게 하는 것은 이를 감소시키는 방법 가운데 하나이 때문에, 이러한 이유로, 경영자는 내부유보이익을 가장 우선적 자본조달 수단으로 선호하게 되며 나아가 외부자본조달이 불가피할 경우 주식에 비해 덜 위험한 부채를 차-순위로 선호하게 된다.

### 2.2.2 과잉투자과 내부유보이익

과잉투자과 내부유보이익은 일반적으로 높은 관련성을 갖고 있는 것으로 주장된다. 이러한 주장은 과잉투자 프로젝트가 갖는 기본적 특성을 Myers(1984) 모형에 적용해 봄으로써 이해될 수 있다. 과잉투자는 최적의 투자수준을 초과하여 수행되는 투자의사결정으로 주주의 이해관계에 손해를 가할 수 있는 낮은 수익성 혹은 과도한 위험을 내포하는 경향이 있다(Rocca et al., 2007). 과잉투자 프로젝트가 보유하고 있는 이러한 특성은 Myers(1984) 모형에서 매우 낮은 순-현재가치 요소로 해석되므로, 이러한 조건에서 주식발행을 통한 투자안의 자금조달에는 높은 자본비용이 수반된다. 즉, 경영자는 과잉투자 프로젝트에 대한 자금조달의 원천으로 내부유보이익을 우선적으로 선호하게 된다는 결론을 얻을 수 있다.

과잉투자 프로젝트가 주로 내부유보이익에 의존할 것이라는 주장은 소위 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)의 설명과도 일관된다. 예를 들어, Jensen(1986)은 잉여현금흐름이 경영자로 하여금 최적규모(optimal size)를 넘어서는 성장을 추구하게 하는 인센티브를 갖게 한다고 지적했다. 왜냐하면, 성장은 경영자가 통제할 수 있는 자원을 증가시켜 경영자의 권력(power)을 증가시킬 것이기 때문이다. 비록 Jensen(1986)은 논의의 초점을 대리인비용

감소 메커니즘(예: 부채의 감독기능을 설명하는 통제가설(control hypothesis))에 두고 있으나, 기본적으로 잉여현금흐름가설은 기업의 내부자금이 '제국건설'과 같은 과잉투자 실현의 원천이 된다는 점을 시사하는 것이라고 할 수 있다.

Richardson(2006)은 과잉투자와 잉여현금흐름 간의 실증적 관련성을 분석했다. 대리인비용 관점의 설명(agency cost explanation)에 기초하여, Richardson(2006)은 잉여현금흐름의 부호에 따라 양자의 관계가 어떻게 형성되는지를 관찰했다. 분석 결과, 과잉투자는 양(+의 잉여현금흐름과 통계적으로 유의한 양(+의 관련성을 갖는 것으로 나타났고, 그와 같은 관련성의 크기는 양(+의 잉여현금흐름이 음(-)의 잉여현금흐름보다 유의적으로 높은 것으로 확인되었다. 잉여현금흐름의 조달 및 활용에 관한 기초통계분석에 따르면, 양(+의 잉여현금흐름은 주로 현금형태의 금융자산으로 보유되거나 과잉투자로 소비되는 것으로 설명되며, 음(-)의 잉여현금흐름 하에서의 현금부족은 주로 지분증권 및 채무증권을 통한 자금조달 혹은 과소투자로 설명된다. Richardson(2006)이 보여주고 있는 이러한 분석결과는 과잉투자와 기업 내부자원 간의 관련성이 대리인 비용 관점에서 잘 설명될 수 있음을 시사한다.

과잉투자의 자본조달 문제와 관련하여, 국내에서도 유사한 시사점을 갖는 연구결과가 제시되고 있다. 예를 들어, Park et al.(2016)은 과잉투자가 자기 자본비용에 양(+의 영향을 미친다는 것을 확인하고 있고, Cha & Park(2018)는 과잉투자가 타인 자본비용에 양(+의 영향을 미친다는 것을 확인하고 있다. 이러한 분석결과들은 과잉투자에 대한 자

금조달 방법의 우선적 선호가 주로 내부유보이익이 될 것임을 시사한다.

## 2.3 과잉투자와 임의적립금 간의 관련성

### 2.3.1 이익잉여금: 처분이익잉여금과 미처분이익잉여금

채무상태표의 자본에 표시될 수 있는 세부 항목들은 경영자의 재량적 선택에 따라 다양하게 표시될 수 있다.<sup>2)</sup> 따라서 자본에 표시되는 항목들을 세부적으로 범주화하여 표준화하는 것은 쉽지 않은 일이다. 다만, 항목들을 내용의 관점에서 구분해 본다면, 자본의 표시항목은 크게 (1) 납입자본 관련 항목과 (2) 기업의 순-성과 관련 항목으로 구분될 수 있다. 이익잉여금은 회계연도에 벌어들인 순이익가운데 배당으로 지급하지 않고 유보하여둔 순이익의 누적금액을 말한다. 그러므로 표시내용의 관점에서 볼 때, 이익잉여금은 기업의 순-성과와 관련하여 표시되는 보고 항목의 하나로 이해될 수 있다.

이익잉여금은 배당가능여부에 따라 다시 처분이익잉여금과 미처분이익잉여금으로 구분된다. 처분이익잉여금은 내부유보이익(즉, 이익잉여금)가운데 처분 절차를 통해 사용 목적을 명시하는 계정으로 대체되어 구분된 금액을 말하는데, 이러한 금액은 이입절차가 이루어지기 전까지는 배당이 가능하지 않다. 이와 같이 내부유보이익에 제약(restriction)을 부여하는 데에는 여러 이유가 있을 수 있다. Kieso et al.(2013)은 계약의 요구사항, 이사회 정책, 관습적 필요성을 언급하고 있고, Brown(1957)은 우발적 상

2) 기업회계기준서 제1001호 문단54는 자본에 표시될 필요가 있는 항목으로 납입자본과 적립금만을 언급하고 있으며, 채무상태표에 관한 실무적용지침은 납입자본, 이익잉여금, 기타자본구성요소를 자본 표시항목의 예시로 제시하고 있다. 원칙 중심적 설명에 기반을 둔 한국채택국제회계기준은 항목표시와 관련하여 재무제표 작성자에게 적지 않은 재량을 제공할 것으로 생각된다.

황(예: 소송에 따른 손실, 재고자산의 가격하락 등)과 유·무형자산에 대한 투자(예: 유지·보수, 확장 등)를 그 이유로 설명하고 있다.

국내 실무에서 처분이익잉여금은 법적 요구사항의 존재여부에 따라 법정적립금과 임의적립금으로 구분된다. 법정적립금은 법적 요구사항에 의해 강제적으로 처분된 금액을 의미하며, 임의적립금은 기업의 필요성에 의해 자발적으로 처분된 금액을 말한다. 상법 제458조에 근거한 '이익준비금'은 법정적립금과 관련하여 처분·공시되는 대표적인 항목이다. 임의적립금은 자발적 성격을 갖는 금액인 만큼 기업은 다양한 명칭을 갖는 적립금을 처분·공시할 수 있다. 시설과 투자, 연구·개발, 결손보존과 관련한 적립금은 임의적립금의 대표적인 예이다.

내부유보이익은 별도로 준비된 현금성자산을 지칭하는 것이 아닌 미배당된 순이익을 누적적으로 계산하여 둔 금액을 말한다. 따라서 '적립금'이라는 명칭이 만들어낼 수 있는 혼란을 줄이기 위해 임의적립금의 의미는 보다 구체적으로 설명될 필요가 있다. Cheon(2019)은 이익잉여금의 처분절차를 기업의 '의사표시' 과정으로 설명하였다. Cheon(2019)은 임의적립금이 특정 목적에 사용될 자금이 확보되었음을 의미하는 것이 아닌, 활용 목적이 정해져 있으므로 배당할 수 없다는 의사표시로 해석되어야 함을 설명했다.

### 2.3.2 내부유보이익에 대한 배당압력: 배당의 대리인이론 접근법

배당지급에 대한 대리인이론 접근법에 따르면, 주주에게 배당되지 않고 기업 내부에 유보된 이익은 경영자 개인의 사적이윤추구를 위해 전용될 가능성을 갖는다(DeAngelo et al., 2006). 내부유보이익

의 전용에 따른 피해는 주주에게 귀속되기 때문에, 주주는 배당정책에 대한 선호를 가지게 되고 이는 궁극적으로 배당정책이 형성되게 하는 동인이 된다(La Porta et al. 2000). 대리인이론에 기초한 이와 같은 접근법은 유보이익의 형성을 견제하는 메커니즘(예: 배당지급에 대한 압력)이 기업 내에 존재하고 있음을 시사한다.

La Porta et al.(2000)은 내부유보이익에 부여되는 배당압력과 관련하여 두 가지 모형을 제시했다. 두 모형은 각각 성과모형(outcome model)과 대체모형(substitute model)으로 명명된다. 성과모형은 배당지급을 주주보호시스템이 효과적으로 작동한 결과로 설명한다. 다시 말해, 배당은 대리인비용의 감소를 위해 주주들이 법적권리를 통해 요구하여 만들어낸 결과물로 간주된다. 대체모형은 배당의 필요성이 형성되는 이유를 다른 관점에서 찾는다. 대체모형에서 배당지급은 기업이 필요에 의해 도입한 법적 보호(legal protection)의 대체수단으로 설명된다. 대체모형의 설명에 따르면, 기업은 자본시장으로부터 자금조달을 기대하고 있기 때문에 배당은 이를 위해 필요한 명성(reputation) 구축을 위해 지급되는 것이다. La Porta et al.(2000)은 두 모형 가운데 실증적으로 지지될 수 있는 모형을 찾기 위해 33개 국가에 관한 자료를 바탕으로 실증분석을 수행했다. 실증분석결과는 주주권리보호가 높을 것으로 기대되는 국가의 배당이 그렇지 않는 국가보다 높다는 것을 확인시켜주었다. 이러한 결과를 바탕으로, 그들은 배당의 성과모형이 배당정책을 이해하는데 적절한 가설이 될 수 있다고 주장했다.

내부유보이익이 증가할수록 배당지급에 대한 요구 또한 함께 증가한다는 주장은 배당의 수명주기이론(life-cycle theory of dividends)에 관한 분석에서도 확인된다.

DeAngelo et al.(2006)은 기업의 성장단계를 이익축적과 투자기회의 관점에서 정의하고, 내부유보이익과 배당지급가능성 간의 실증적 관계가 어떻게 형성되는지를 분석했다. 그들의 이론에 따르면, 성숙단계에 도달한 기업은 높은 내부유보이익을 축적하지만 적절한 투자기회의 확보에는 어려움을 겪는 것으로 가정된다. 그들은 유보이익에는 대리인비용이 내재한다는 대리인이론의 관점을 도입하여, 기업 성장에 따라 증가하게 되는 내부유보이익은 높은 수준의 배당지급요구를 받게 될 것이라고 기대했다. 실증 분석결과, 총자본에서 이익잉여금이 차지하는 비중이 높아질수록 기업의 배당지급 가능성은 증가하는 것으로 확인되었고, 양자의 관련성은 여러 다변량 로짓분석에서도 일관되게 확인되었다.

Denis & Osobov(2008)는 DeAngelo et al.(2006)이 제시한 논의를 여섯 국가(즉, 미국, 캐나다, 영국, 독일, 프랑스, 일본)에 대한 분석으로 확대하였다. 실증분석을 통해 그들은 배당지급가능성과 내부유보이익 간의 양(+)의 관련성이 여섯 국가 모두에서 일관되게 나타난다는 것을 확인했다. 또한, 그들은 이와 같은 양(+)의 관련성이 직전연도 배당지급여부에 따라 재구성된 두 표본 집단 모두에서 일관되게 나타난다는 것을 확인했다.

### 2.3.3 가설도출: 과잉투자가 임의적립금에 미치는 영향

투자의사결정의 문제와 관련하여, 경영자와 투자자 사이에 존재하는 정보가 비대칭적인 경우, 경영자는

과잉투자를 통해 개인의 효용을 극대화하려는 동기를 갖게 되는 것으로 알려져 있다. 과잉투자 프로젝트의 자금이 어떻게 조달되는지와 관련하여, 자본조달순위이론과 잉여현금흐름가설은 과잉투자 프로젝트의 자금이 주로 내부유보이익에 의존되어 조달될 것이라고 주장한다. 이러한 주장은 과잉투자가 수행될 때 그에 대응되는 유보이익이 내부에 형성·유지될 것임을 시사한다. 그런데, '배당정책의 대리인이론 접근법'의 설명에 따르면, 기업 내부에 유보이익이 형성되면 주주는 대리인 문제를 완화시키기 위해 유보이익에 대한 배당지급요구를 높이려는 경향을 갖는다. 따라서 과잉투자로 인해 기업 내부에 형성·유지되어지는 유보이익은 주주로부터 부여되는 높은 배당요구압력에 놓이게 될 가능성이 높다.

임의적립금은 내부유보이익이 배당을 통해 기업 외부로 유출되는 것을 제약하기 위해 처분·적립되어진 금액을 말한다. 임의적립금으로의 처분은 관련 금액을 배당재원으로 고려하지 않겠다는 의사를 표시하는 절차이기 때문에, 이와 같이 처분된 유보이익은 주주의 배당요구로부터 비교적 자유로울 수 있다. 과잉투자 프로젝트를 실현시키기를 기대하는 경영자는 이러한 임의적립금 처분 의사결정을 통해, 유보이익에 부여될 수 있는 배당요구압력을 낮춰 과잉투자 프로젝트에 대한 자금이 적절히 조달될 수 있도록 유도하려는 동기를 갖게 될 것으로 기대된다. 왜냐하면, 과잉투자 프로젝트에 대한 자금조달의 용이성은 내부유보이익을 미처분된 상태로 두기보다는 처분 적립하여 둘 때 높아질 수 있기 때문이다.<sup>3)</sup>

이상의 논의에 따르면, 과잉투자의 정도가 증가할

3) 임의적립금은 특정 목적을 위해 별도로 확보해둔 현금성자산을 의미하지 않는다. 임의적립금으로 처분되었다는 것은 다양한 형태로 존재할 수 있는 기업자원이 사외로 유출되지 않도록 배당지급에 관한 제약을 두었다는 의미이다. 즉, 배당지급에 관한 제약과 현금성자산을 확보하는 것은 별개의 문제라고 할 수 있다. 자원 유출에 대한 제약이 부여된 상황에서, 과잉투자 프로젝트에 대한 자금지원은 다양한 방식으로 이루어질 수 있을 것이다. 본 연구는 사내자원이 어떤 과정을 통해 현금성자산으로 실현되어 자금지원에 활용될 수 있는지에 집중하기보다, 과잉투자와 임의적립금 양자 사이에 존재할 수 있는 실증적 관련성에 집중하여 분석을 진행하고자 한다.

수록 경영자는 임의적립금의 수준 또한 함께 증가시키려 할 것이라는 예측이 가능하다. 즉, 과잉투자의 정도는 임의적립금의 수준에 양(+ )의 영향을 미칠 것으로 예측된다.<sup>4)</sup> 이러한 예측은 다음과 같은 가설 1로 설정된다.

가설 1: 과잉투자와 임의적립금 수준 사이에는 양(+ )의 관련성이 있을 것이다.

인간의 정보처리(human information processing) 문제를 다루고 있는 연구들은 심리학적 바이어스(psychological bias)가 회계정보의 처리와 의사결정에 유의한 영향을 미친다고 주장한다(Hirshleifer & Teoh, 2003). 인간의 행동적 측면(behavioral aspect)이 갖는 영향력을 강조하는 이러한 논의는 처분되는 임의적립금 항목 수에 대한 추가적인 논의를 제공해 줄 수 있을 것으로 판단된다.

주의력(attention)은 두드러지게 나타나는 자극(salient stimulus)에 끌리며, 두드러짐은 환경 내에 존재하는 다른 자극과의 대비를 통해 정보처리의 인지적 편안함(cognitive ease)을 높여준다(Hirshleifer, 2008). 재무보고의 두드러짐 효과와 관련하여, 소수의 표시항목은 다수의 표시항목보다 쉽게 관찰되고 쉽게 분석될 수 있다. 내부유보이익에 대한 배당요구압력이 주로 외부의 관찰과 분석에 의해 형성된다고 가정한다면, 과잉투자의 정도는 임의적립금 항목 수에 양(+ )의 영향을 미칠 것이라는 예측이 가능하다. 즉, 과잉투자의 정도가 증가할수록 임의적립금 항목 수 역시 함께 증가할 것으로 예측된다. 왜냐하면, 임의적립금과 관련하여 다수의 표시항목이 보고

될수록 정보처리의 어려움은 증가하게 될 것이고, 과잉투자 프로젝트의 실현을 기대하는 경영자는 배당요구에 대한 압력을 낮추기 위해 다양한 표시항목을 바탕으로 내부유보이익을 처분하려 할 것이기 때문이다. 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같이 가설 2를 설정한다.

가설 2: 과잉투자와 임의적립금 항목 수 사이에는 양(+ )의 관련성이 있을 것이다.

### III. 연구설계와 자료수집

#### 3.1 연구모형과 변수측정

##### 3.1.1 연구모형의 구성

아래 제시된 (식 1)과 (식 2)는 연구가설에 대한 통계검정을 수행하기 위해 설정된 실증모형이다. (식 1)은 과잉투자와 임의적립금 수준 간의 관련성을 검증하기 위해 설정된 모형이며, (식 2)는 과잉투자와 임의적립금 항목 수 사이의 관련성을 검증하기 위해 설정된 모형이다.

(식 1)에서 종속변수는 임의적립금수준(APPRE)이며, 임의적립금 합계금액을 총자본으로 나눈 값으로 측정했다. (식 1)에서 가설 1의 검증과 관련된 관심변수는 과잉투자(XINV1과 XINV2)이다. 가설 1은  $\beta_1$ 의 통계적 유의성을 통해 검증된다.

4) 임의적립금은 일단 처분되어지면 이입이 이루어지기전까지는 적립금의 상태로 유지된다. 적립목적이 달성된 이후 임의적립금은 이입 승인을 통해 처분 가능한 유보이익이 된다. 임의적립금은 과잉투자와 함께 즉각적으로 지출·감소되는 대상이 아니기 때문에, 과잉투자가 임의적립금에 미치는 영향은 양자의 관련성을 통해 분석될 수 있다.

$$\begin{aligned}
 APPRE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 XINV1(XINV2)_{i,t} \\
 & + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 DEBT_{i,t} + \beta_7 AUD_{i,t} \\
 & + \beta_8 CDIV_{i,t} + \beta_9 CCE_{i,t} + \sum_{m=1}^4 \beta_{m+9} YR \\
 & + \sum_{n=1}^{17} \beta_{n+13} IND + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (식 1)
 \end{aligned}$$

(식 2)의 종속변수는 임의적립금항목수(NITEM)이며, 해당 변수는 임의적립금 세부항목들의 총수로 측정했다. 가설 2의 검정과 관련된 관심변수는 (식 1)에서와 같이 과잉투자(XINV1과 XINV2)이다. 가설 2는  $\gamma_1$ 의 통계적 유의성을 통해 검증된다. (식 1)과 (식 2)에 포함된 관심변수와 통제변수의 측정은 절(section)을 달리하여 설명한다.

$$\begin{aligned}
 NITEM_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 XINV1(XINV2)_{i,t} \\
 & + \gamma_2 SIZE_{i,t} + \gamma_3 AGE_{i,t} + \gamma_4 ROA_{i,t} \\
 & + \gamma_5 MTB_{i,t} + \gamma_6 DEBT_{i,t} + \gamma_7 AUD_{i,t} \\
 & + \gamma_8 CDIV_{i,t} + \gamma_9 CCE_{i,t} + \sum_{m=1}^4 \gamma_{m+9} YR \\
 & + \sum_{n=1}^{17} \gamma_{n+13} IND + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (식 2)
 \end{aligned}$$

분석표본이 갖는 특성으로 인해, 실증모형(즉, (식 1)과 (식 2))의 잔차는 기업에 걸쳐 상관성을 가질 수 있다. 본 연구는 이러한 상관성에 의해 초래될 수 있는 통계검정상의 문제를 완화하기 위해, 기업수준에서 조정된 일차원 클러스터-로버스트 표준오차를 이용하여 통계검정을 수행했다.

### 3.1.2 관심변수

과잉투자는 '적정수준'을 초과하여 이루어진 투자

지출금액을 말한다. 계량화의 관점에서, 과잉투자 변수는 '적정수준'을 어떻게 정의하는지에 따라 다르게 측정될 수 있다. 본 연구는 적정수준을 각각 (1) 중앙값과 (2) 모형 추정치로 정의하여 이에 기초한 두 척도(XINV1과 XINV2)를 구성했다.

과잉투자1(XINV1)은 중앙값기준 이분형(median-split dichotomous) 척도로써 기대투자금액을 산업-연도별 중앙값으로 정의한 후, 유형/리스자산에 대한 투자지출금액이 산업-연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값으로 측정했다. 중앙값을 기대투자금액으로 정의하는 이와 같은 측정방식은 측정이 간단하며 직관적인 해석을 가능하게 한다는 장점이 있다. 이러한 접근법은 Ahmed & Duellman (2013)에서 활용된 바가 있다.

과잉투자2(XINV2)는 모형을 이용하여 기대투자금액을 추정하고, 해당 추정치를 실제투자금액에서 차감한 값으로 측정했다. 본 연구는 전통적 기대투자수준 모형이 갖는 한계점을 보완한 McNichols & Stubben(2008)의 (식 3)을 기대투자금액 추정모형으로 이용했다. (식 3)의 계수는 산업-연도별 횡단면으로 추정되었다.

$$\begin{aligned}
 INV_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Q_{i,t-1} + \alpha_2 Q \times QRT2_{i,t-1} \\
 & + \alpha_3 Q \times QRT3_{i,t-1} + \alpha_4 Q \times QRT4_{i,t-1} \\
 & + \alpha_5 OCF_{i,t} + \alpha_6 GRW_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} \\
 & + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (식 3)
 \end{aligned}$$

여기서,  $INV_t$  : t기 유형/리스자산에 대한 투자활동현금유출을 기초 유형자산으로 나눈 값,  $Q_{t-1}$  : t-1기 토빈큐,  $Q \times QRT2_{t-1}$  ( $Q \times QRT3_{t-1}$ ,  $Q \times QRT4_{t-1}$ ) : t-1기 토빈큐에 t-1기 토빈큐가 산업-연도분포의 2분위(3분위, 4분위)에 속하면 1 그렇지 않으면 0의 값을 부여한 지표 변수를 곱한 값, OCF : 영업활동현금흐름을 기

초 유형자산으로 나눈 값,  $GRW_{t-1} : t-1$ 기 총자산을  $t-2$ 기 총자산으로 나눈 후 자연로그를 취한 값.

### 3.1.3 통제변수

본 연구는 임의적립금 금액의 수준 혹은 항목 수의 결정에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 통제하기 위하여 다음과 같은 통제변수들을 고려하였다.

배당지급가능성을 낮추려는 경영자 동기가 존재한다면, 기업에 대한 외부이해관계자의 주목은 임의적립금에 영향을 미치는 주요 요인의 하나가 될 수 있다. Watts & Zimmerman(1986)은 높은 보고이익에 의해 유도되는 외부주목과 정치과정이 회계선택에 관한 인센티브를 만들어낸다고 주장했다. 그들의 논의에 따르면, 기업이 부담하는 소위 정치비용(political cost)은 기업의 규모와 매우 깊은 관련성을 갖는다(Watts & Zimmerman, 1978). 배당지급압력은 기업규모의 증가와 함께 높아질 것으로 예상되며 이는 임의적립금 보유에 대한 경영자 동기를 증가시킬 것으로 기대된다. 이에 임의적립금과 기업규모 간에는 양(+의) 관련성이 예측된다. 기업규모(SIZE)는 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정했다.

임의적립금은 시간경과에 따라 누적적으로 처분·조정되는 금액이다. 따라서 임의적립금은 기업연령과 관련성을 가질 가능성이 높다. 배당의 수명주기이론은 기업이 성숙단계로 진행해 감에 따라 배당지급가능성이 높아진다는 것을 주장한다(DeAngelo et al., 2006). 기업연령과 수명주기 단계가 비례한다고 가정하면, 배당지급에 대한 압력은 기업연령의 증가에 따라 증가하며 임의적립금 보유에 대한 경영자 동기를 증가시킬 것을 기대하게 한다. 따라서 임의

적립금과 기업연령 사이에는 양(+의) 관련성이 예측된다. 기업연령(AGE)은 관측치의 회계연도에서 해당 기업의 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취한 값으로 측정했다.

처분이익잉여금의 원천은 회계이익으로부터 나온다. 회계이익은 마감분개를 통해 집합손익으로 대체된 후 이익잉여금처분계산서에 대한 승인을 통해 배당, 처분적립금, 미처분이익잉여금으로 최종 확정된다(Weygandt et al., 2009). 배당정책을 주어진 것으로 둔다면, 높은 수익성은 처분 가능한 이익잉여금의 증가를 시사한다. 이러한 맥락에서, 임의적립금과 수익성 사이에는 양(+의) 관련성이 예측된다. 수익성(ROA)은 영업이익을 기초 총자산으로 나눈 값으로 측정했다.

La Porta et al.(2000)의 배당의 성과모형에 따르면, 투자기회(investment opportunity)는 배당에 대한 압력을 낮추는 동인으로 작용한다. 투자기회는 기업의 성장성 평가의 근거가 되므로, 성장성이 높은 기업의 경우 배당에 대한 압력이 낮을 것이기 때문에 임의적립금 보유에 대한 경영자 동기는 낮아질 것으로 기대된다. 이것은 임의적립금과 성장성 간의 음(-)의 관련성을 예측하게 한다. 성장성(MTB)은 시가총액을 총자본으로 나눈 값으로 측정했다.

Jensen(1986)은 부채 통제가설(control hypothesis)을 제시하고, 부채보유가 잉여현금흐름에 내재한 대리인문제 감시에 효과적일 수 있을 설명했다. 부채의 감독기능은 내부유보이익의 감소를 유도할 것으로 기대되기 때문에, 임의적립금과 부채비율 간에는 음(-)의 관련성이 예상된다. 부채비율(DEBT)은 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 측정했다.

외부감사인은 이익잉여금의 감사과정에서 당기손익결정의 적절성과 전기오류수정에 관한 문제를 주로 다룬다(Elder et al., 2020). 대형감사인은 감사자

원과 전문성을 갖추고 있기 때문에 고품질의 감사서비스를 제공하는 것으로 평가된다(Palmrose, 1989). 대형감사인인 회계이익을 보수적으로 결정하는 경향이 있기 때문에(Lee et al., 2022), 이러한 보고이익의 특성은 처분 가능한 이익잉여금의 감소를 시사한다. 따라서 임의적립금과 대형감사인여부 사이에는 음(-)의 관련성이 예측된다. 외부감사인(AUD)은 BIG4 회계법인과 제휴를 맺은 외부감사인이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값으로 측정했다.

기업이 배당을 통해 사외로 유출시키거나 사내에 보유하고 있는 현금 수준은 임의적립금과 관련성을 갖는다. 본 연구는 임의적립금이 배당요구압력을 피하려는 동기에 의해 결정된다는 점을 전제한다. 이를 전제하면, 배당을 통해 사외로 유출되는 현금의 수준이 높아질수록 경영자는 추가적인 배당요구를 피하기 위해 임의적립금을 증가시키려는 동기를 가지게 될 가능성이 높다. 이에 임의적립금과 현금배당 사이에는 양(+)의 관련성이 예측된다. 현금배당(CDIV)은 현금배당지급액을 기초 총자산으로 나눈 값으로 측정했다. 동일한 맥락에서, 사내에 유지되고 있는 현금 수준이 높아지면 배당요구압력을 피해 임의적립금을 증가시키려는 경영자 동기는 낮아질 가능성이 높다. 이에 따라, 임의적립금과 확보되어 있는 현금성자산 사이에는 음(-)의 관련성이 예측된다. 현금성자산(CCE)은 기초 현금및현금성자산을 기초 총자산으로 나눈 값으로 측정했다.

임의적립금은 연도별, 산업별 특성과 체계적으로 관련되어 있을 수 있다. 관련 영향력을 통제하기 위해 연도더미와 산업더미를 실증모형에 포함시켰다.

### 3.2 표본선정

본 연구는 2014년부터 2018년까지 한국거래소 유

가증권시장에 상장된 기업들을 분석의 대상으로 했다. 기업에 관한 재무자료는 KisValue를 통해 획득했고, 임의적립금에 관한 자료는 감사보고서에 첨부된 재무제표의 주석을 개별적으로 열람하여 수작업으로 획득했다. 임의적립금 처분에 관한 의사결정은 개별 기업의 관점에 기초하여 내려질 것으로 기대된다. 이에 본 연구는 개별(혹은 별도) 재무제표상의 재무자료를 분석에 이용했다.

표본선정 과정은 다음과 같다. 최초의 단계로, 2014년부터 2018년까지 유가증권시장 상장기업 가운데 금융업종에 속하지 않고 결산일이 12월인 3,496개 기업-연도 관측치를 확보했다. 분석에 필요한 자료를 얻지 못한 466개 관측치가 분석에서 배제되었다. 과잉투자의 추정과 관련하여, 사업-연도별로 관측치가 10개 미만인 692개 관측치가 분석에서 배제되었다. 또한, 자본잠식에 해당하는 18개 관측치 역시 분석에서 배제되었다. 이상의 표본선정 과정을 통해 확보한 2,320개 기업-연도 관측치가 분석에 이용되었다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 임의적립금 공시실무

본 연구는 KOSPI 상장기업(2014년~2018년)이 공시하고 있는 임의적립금관련 항목들의 세부사항을 분석한다. 임의적립금 항목의 공시실무에 관해서는 지금까지 충분한 조사가 이루어져 오지 못했다. 이와 관련된 기술적 통계는 내부유보이익의 처분 실무를 이해하는데 도움을 줄 수 있을 것이다.

〈Table 1〉은 본 연구의 실증분석 표본을 대상으로 임의적립금 항목명의 세부사항을 분석한 결과이다.

〈Table 1〉의 임의적립금 항목들은 크게 ‘성장목적과의 관련성’ 여부에 기초하여 분류되었다. 과잉투자는 투자활동으로 분류되며, 투자활동은 일반적으로 미래성장가능성의 관점에서 논의되는 것이 일반적이다. ‘성장목적과의 관련성’ 기준은 미래성장가능성과 일관성을 갖는 분류 기준이 될 것으로 판단된다. 이러한 분류는 비효율적 성격을 갖는 과잉투자와 임의적립금 간의 관계를 보다 구체적으로 연계시켜 분석·

논의할 수 있게 한다는 점에서 유용할 것이다.

공시되고 있는 세부항목명을 살펴보면, 총 45개의 명칭이 임의적립금 항목명으로 이용되고 있는 것을 알 수 있다. 항목명의 빈도를 살펴보면, 적립목적에 구체적으로 명시하지 않고 있는 일반항목이 53.9%로 가장 높은 빈도를 차지하고 있었다. 시설/장비관련 항목(27.2%), 손실/채무/회계관련 항목(17.0%)은 다음으로 높은 빈도를 차지하고 있었다. 평균금액

〈Table 1〉 KOSPI 상장기업(2014~2018)의 임의적립금 공시 항목 분석

분 류		항 목 명	빈 도 (비 율)	평균금액 (단위: 천원)	
성장 목적	시설/장비	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 시설적립금</li> <li>▪ 시설투자적립금</li> <li>▪ 시설확장적립금</li> <li>▪ 사옥신축적립금</li> <li>▪ 사옥이전적립금</li> <li>▪ 선박투자적립금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 배관투자적립금</li> <li>▪ 배관및안전시설투자적립금</li> <li>▪ 사회간접자본투자준비금</li> <li>▪ 기업합리화적립금</li> <li>▪ 투자적립금</li> </ul>	632 (27.2%)	166,043,230
	사업/시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 사업확장적립금</li> <li>▪ 신사업확장적립금</li> <li>▪ 해외투자적립금</li> <li>▪ 해외시장개척준비금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 자원사업투자적립금</li> <li>▪ 중소기업투자준비금</li> <li>▪ 기업발전적립금</li> </ul>	208 (9.0%)	144,507,070
	연구개발	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 연구개발준비금</li> <li>▪ 개발적립금</li> <li>▪ 기술개발준비금</li> <li>▪ 연구및인력개발준비금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 연구및연구개발준비금</li> <li>▪ 연구및기술개발적립금</li> <li>▪ 브랜드연구소설립준비금</li> </ul>	383 (16.5%)	163,755,616
성장 외의 목적	일반	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 임의적립금</li> <li>▪ 기타(임의적립금)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 별도적립금</li> <li>▪ 이익준비금 (자본금 50%초과 적립)</li> </ul>	1,251 (53.9%)	365,940,473
	손실/채무/ 회계	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 결손보전적립금</li> <li>▪ 수출손실준비금</li> <li>▪ 사고보상적립금</li> <li>▪ 투자손실준비금</li> <li>▪ 해외투자손실준비금</li> <li>▪ 해외사업손실준비금</li> <li>▪ 자사주처분손실준비금</li> <li>▪ 재무구조개선적립금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 채무개선적립금</li> <li>▪ 감채적립금</li> <li>▪ 배당평균적립금</li> <li>▪ 차기환류적립금</li> <li>▪ 퇴직적립금</li> <li>▪ 임원퇴직위로적립금</li> <li>▪ (IFRS) 전환적립금</li> <li>▪ 특별상각준비금</li> </ul>	394 (17.0%)	27,016,951

1) 임의적립금의 항목 명칭과 관련하여, ‘준비금’과 ‘적립금’은 동일한 명칭으로 간주하였음.  
 2) 빈도(비율)는 본 연구의 분석 표본을 대상으로 한 분류별 기업-연도 관측치의 빈도 및 비율임. 빈도 및 비율의 전체 합이 표본 수 및 100%를 초과하는 것은 기업이 복수의 임의적립금 항목을 설정하고 있기 때문임.

〈Table 2〉 KOSPI 상장기업(2014~2018)의 임의적립금 공시 항목 수 분석

항목 수	0	1	2	3	4
빈도 (비율)	660 (28.5%)	983 (42.4%)	242 (10.4%)	240 (10.3%)	112 (4.8%)
항목 수	5	6	7	8	
빈도 (비율)	46 (2.0%)	27 (1.2%)	5 (0.2%)	5 (0.2%)	

의 크기는 일반항목이 가장 높은 것으로 확인되었고, 시설/장비관련 항목, 연구개발관련 항목이 다음 순위로 높았다. 국내 공시실무에서는 구체적 적립 목적을 항목명을 통해 명시하지 않는 경향이 높은 것으로 분석된다.

〈Table 2〉는 단일 기업이 공시하고 있는 임의적립금 항목 수에 관한 분석결과이다. 기업단위로 공시되고 있는 임의적립금 항목 수의 범위는 0에서 8까지로 확인된다. 즉, 내부유보이익을 임의적립금으로 처분하지 않고 있는 경우도 존재하였으며, 최대 8개 항목을 바탕으로 처분하여 보유하고 있는 경우도 확인되었다. 단일 항목으로 처분되는 경우가 42.4%로 가장 높은 빈도를 차지하고 있었고, 임의적립금을 처분·보유하지 않는 경우가 28.5%로 다음 순위의 빈도를 차지하고 있었다. 네 개 이상의 처분적립금을 보유하는 경우는 5% 미만의 빈도를 차지하는 것으로 확인되었다.

#### 4.2 실증모형의 변수들에 대한 기술통계분석

〈Table 3〉은 본 연구의 실증모형에 투입된 변수들의 기술통계량을 보여준다. 임의적립금수준(APPRE)의 평균은 0.263으로 확인되었다. 평균적으로 총자본의 약 26%에 해당하는 금액이 임의적립금으로 보유하고 있음을 알 수 있다. 임의적립금항목수(NITEM)

의 평균은 1.337로 기업들은 평균적으로 대략 하나의 임의적립금 항목을 이용하여 유보이익을 처분하고 있는 것으로 분석된다. 과잉투자1(XINV1)의 평균, 25분위수 및 75분위수는 중앙값기준 이분형 변수의 특징을 보여준다. 수익성(ROA)의 평균은 0.036으로 표본 기업의 영업이익은 평균적으로 총자산기준 약 3%에 해당하는 수익성을 달성하고 있는 것으로 확인된다. 부채비율의 평균과 표준편차는 각각 0.396과 0.209로 확인된다. 외부감사인(AUD)의 평균은 0.672로 표본 기업의 약 67%가 BIG4와 제휴된 회계법인에 의해 감사를 받고 있음을 알 수 있다. 현금배당(CDIV)의 평균은 0.008이었으며, 현금성자산(CCE)의 평균은 0.055로 확인되었다. 표본기업의 현금배당과 현금성자산 각각은 평균적으로 총자산기준 약 0.8%와 약 5.5%에 해당되는 수준임을 알 수 있다.

#### 4.3 상관관계분석

〈Table 4〉는 실증모형에 투입된 변수들 간의 상관계수를 보여준다.

첫 번째 열은 임의적립금수준(APPRE)과 독립변수들 간의 단순상관성을 보여준다. 과잉투자1(XINV1)은 임의적립금수준(APPRE)과 유의적인 단순상관관계를 갖는 것으로 확인된다. 과잉투자2(XINV2)와

〈Table 3〉 기술통계량

	평균	표준편차	25th	50th	75th
APPRE	0.263	0.325	0	0.057	0.550
NITEM	1.337	1.384	0	1	2
XINV1	0.507	0.500	0	1	1
XINV2	0.023	8.399	-0.070	-0.013	0.037
SIZE	20.022	1.437	19.060	19.798	20.678
AGE	3.529	0.706	3.401	3.761	3.970
ROA	0.036	0.058	0.010	0.032	0.059
MTB	1.380	1.566	0.611	0.927	1.512
DEBT	0.396	0.209	0.227	0.395	0.544
AUD	0.672	0.470	0	1	1
CDIV	0.008	0.010	0	0.005	0.012
CCE	0.055	0.062	0.011	0.036	0.076

1) 변수의 정의: APPRE=임의적립금 합계금액을 총자본으로 나눈 값, NITEM=개별 기업이 보유하고 있는 임의적립금 항목수, XINV1=투자지출금액이 산업-연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, XINV2=McNichols and Stubben (2008)의 모형을 산업-연도별 횡단면으로 추정하여 계산한 잔차, SIZE=총자산에 자연로그를 취한 값, AGE=관측치의 회계 연도에서 기업의 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취한 값, ROA=영업이익을 기초 총자산으로 나눈 값, MTB=시가총액을 총자본으로 나눈 값, DEBT=총부채를 총자산으로 나눈 값, AUD=BIG4 회계법인과 제휴를 맺은 외부감사인인 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, CDIV=현금배당을 기초 총자산으로 나눈 값, CCE=기초 현금및현금성자산을 기초 총자산으로 나눈 값.

임의적립금수준(APPRE) 간의 단순상관관계는 유의적이지 않았다. 외부감사인(AUD)과 현금성자산(CCE)을 제외한 나머지 변수들은 모형설정과정의 예측과 유사한 상관관계를 보여주었다. 현금성자산(CCE)의 상관계수는 유의적이지 않았다.

두 번째 열은 임의적립금항목수(NITEM)와 독립변수들 간의 단순상관성을 보여준다. 첫 번째 열에서와 같이, 과잉투자1(XINV1)은 임의적립금항목수(NITEM)와 유의적 단순상관관계를 보여주고 있는 반면, 과잉투자2(XINV2)의 단순상관관계는 유의적이지 않았다. 외부감사인(AUD)을 제외한 나머지 변수들은 모형설정과정의 예측과 유사한 단순상관관계를 보여주고 있다. 첫 번째 열에서와 같이, 현금성자산(CCE)의 상관계수는 유의적이지 않았다.

과잉투자1(XINV1)과 과잉투자2(XINV2)의 상관

계수는 0.029로 확인되었으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 두 가지 방법에 의한 과잉투자 척도에 차이가 있음을 시사한다. 통제변수들 간의 상관관계에서는 유의적 해석을 요구하는 결과가 확인되지 않았다.

#### 4.4 실증분석결과

##### 4.4.1 가설검정

〈Table 5〉는 과잉투자와 임의적립금 수준 간의 관계를 주장하는 가설 1에 대한 검정결과이다. 열(1)은 종속변수 임의적립금수준(APPRE)에 대한 과잉투자1(XINV1)의 회귀분석결과를 보여주며, 열(2)는 과잉투자2(XINV2)에 대한 회귀분석결과를 보여준다.

〈Table 4〉 상관관계분석

	APPRE	NITEM	XINV1	XINV2	SIZE	AGE	ROA	MTB	DEBT	AUD	CDIV
NITEM	0.495*** (0.000)										
XINV1	0.205*** (0.000)	0.154*** (0.000)									
XINV2	0.013 (0.537)	0.026 (0.210)	0.029 (0.164)								
SIZE	0.250*** (0.000)	0.203*** (0.000)	0.519*** (0.000)	-0.026 (0.216)							
AGE	0.222*** (0.000)	0.239*** (0.000)	-0.020 (0.341)	-0.009 (0.666)	-0.015 (0.481)						
ROA	0.077*** (0.000)	0.066*** (0.001)	0.162*** (0.000)	0.020 (0.333)	0.191*** (0.000)	-0.041** (0.046)					
MTB	-0.038* (0.070)	-0.065*** (0.002)	0.019 (0.367)	0.007 (0.731)	-0.081*** (0.000)	-0.128*** (0.000)	0.118*** (0.000)				
DEBT	-0.247*** (0.000)	-0.125*** (0.000)	0.117*** (0.000)	-0.023 (0.276)	0.108*** (0.000)	-0.060*** (0.004)	-0.150*** (0.000)	0.104*** (0.000)			
AUD	0.152*** (0.000)	0.075*** (0.000)	0.218*** (0.000)	-0.019 (0.372)	0.427*** (0.000)	-0.033 (0.114)	0.073*** (0.000)	0.017 (0.422)	-0.002 (0.922)		
CDIV	0.198*** (0.000)	0.097*** (0.000)	0.062*** (0.003)	-0.005 (0.825)	0.049** (0.017)	-0.062*** (0.003)	0.321*** (0.000)	0.117*** (0.000)	-0.389*** (0.000)	0.089*** (0.000)	
CCE	0.031 (0.136)	-0.026 (0.215)	-0.064*** (0.002)	0.016 (0.438)	-0.107*** (0.000)	-0.041* (0.050)	0.084*** (0.000)	0.032 (0.122)	-0.174*** (0.000)	-0.036* (0.082)	0.099*** (0.000)

1) 변수의 정의: APPRE=임의적립금 합계금액을 총자본으로 나눈 값, NITEM=개별 기업이 보유하고 있는 임의적립금 항목수, XINV1=투자지출금액이 산업-연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, XINV2=McNichols and Stubben(2008)의 모형을 산업-연도별 횡단면으로 추정하여 계산한 잔차, SIZE=총자산에 자연로그를 취한 값, AGE=관측치의 회계연도에서 기업의 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취한 값, ROA=영업이익을 기초 총자산으로 나눈 값, MTB=시가총액을 총자본으로 나눈 값, DEBT=총부채를 총자산으로 나눈 값, AUD=BIG4 회계법인과 제휴를 맺은 외부감사인이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, CDIV=현금배당을 기초 총자산으로 나눈 값, CCE=기초 현금및현금성자산을 기초 총자산으로 나눈 값.

〈Table 5〉의 열(1)에서, 과잉투자1(XINV1)은 임의적립금수준(APPRE)에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다( $\beta_1=0.083$ ,  $p < 0.01$ ). 즉, 과잉투자의 정도가 높을 때의 임의적립금 수준은 그렇지 않은 경우보다 유의적으로 높

은 것으로 확인되었다. 이것은 가설 1의 주장을 지지하는 결과이다. 해당 분석결과는 경영자가 과잉투자와 관련하여 형성되는 내부유보이익에 대한 배당 요구를 줄이기 위해 임의적립금의 처분·보유 수준을 증가시킨 결과로 해석된다.

〈Table 5〉 과잉투자과 임의적립금 수준 간의 관련성에 대한 분석결과

예측부호	종속변수: APPRE	
	(1)	(2)
Intercept	-0.906*** (-4.403)	-1.192*** (-6.180)
XINV1 +	0.083*** (3.395)	
XINV2 +		0.001** (2.381)
SIZE +	0.050*** (4.853)	0.066*** (7.069)
AGE +	0.102*** (7.505)	0.102*** (7.503)
ROA +	-0.362** (-2.057)	-0.323* (-1.784)
MTB -	0.006 (0.865)	0.007 (0.958)
DEBT -	-0.397*** (-5.587)	-0.379*** (-5.303)
AUD -	0.017 (0.623)	0.017 (0.610)
CDIV +	3.721*** (3.060)	3.914*** (3.179)
CCE -	0.158 (0.911)	0.149 (0.841)
YEAR & IND	All Included	All Included
Adj. R2	0.233	0.222
F value	8.829***	8.525***
# of Obs.	2,320	2,320

1) 변수의 정의: XINV1=투자지출금액이 산업-연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, XINV2=McNichols and Stubben(2008)의 모형을 산업-연도별 횡단면으로 추정하여 계산한 잔차, SIZE=총자산에 자연로그를 취한 값, AGE=관측치의 회계연도에서 기업의 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취한 값, ROA=영업이익을 기초 총자산으로 나눈 값, MTB=시가총액을 총자본으로 나눈 값, DEBT=총부채를 총자산으로 나눈 값, AUD=BIG4 회계법인과 제휴를 맺은 외부감사인이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, CDIV=현금배당을 기초 총자산으로 나눈 값, CCE=기초 현금및현금성자산을 기초 총자산으로 나눈 값.  
 2) 추정계수의 t-통계량은 괄호 안에 제시되었으며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의성을 나타냄. t-통계량의 계산에는 기업수준에서 조정된 클러스터-로버스트(cluster-robust) 표준오차가 이용되었음.

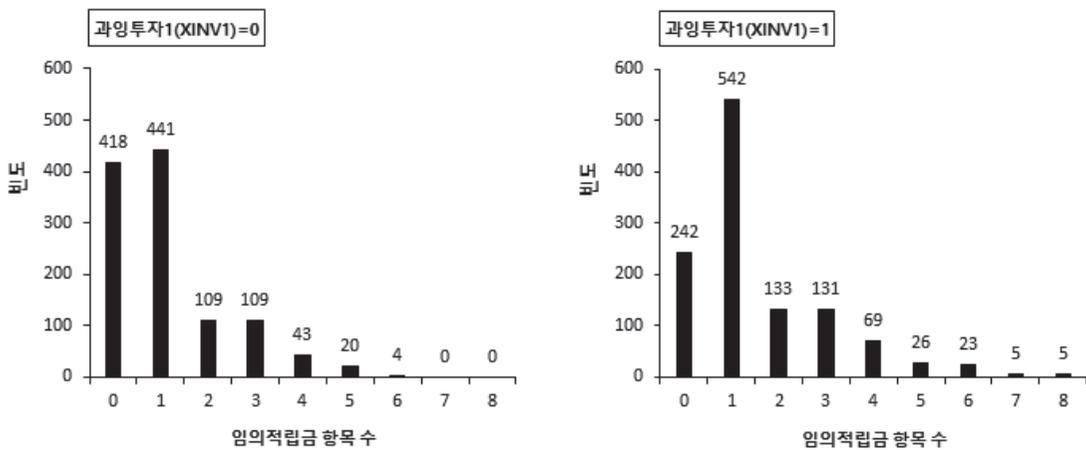
〈Table 5〉의 열(2)에서, 과잉투자2(XINV2)는 임의적립금수준(APPRE)에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다( $\beta_1=0.001, p=0.018$ ). 즉, 과잉투자의 정도가 높아질수록 임의적립금의 수준은 증가하는 것으로 확인되었다. 열(1)에서 확인된 결과와 일관성을 갖는 분석결과이다.

통제변수에 대한 분석결과를 살펴보면 다음과 같다. 성장성(MTB), 외부감사인(AUD), 현금성자산(CCE)의 추정계수는 유의적이지 않았다. 기업규모(SIZE)와 기업연령(AGE)은 임의적립금수준(APPRE)과 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 보여주었고, 수익성(ROA)과 부채비율(DEBT)은 임의적립금수준과 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 보여주었다. 수익성(ROA)을 제외하면, 통제변수들의 추정계수는 모형설정 단계에서의 예측과 일치한다. 과잉투자가 이루어지는 상황에서 높은 수익성은 내부자원조달의 용이성을 높여 임의적립금 보유의 필요성을 낮출 가능성이 존재한다. 임의적립금수준(APPRE)과 수익성(ROA) 간의 음(-)의 관련성은 이러한 가능성을 바탕으로 이해될 수 있을 것으로 생각된다.

〈Table 6〉은 과잉투자와 임의적립금 항목 수 사이의 관계를 주장하는 가설 2에 대한 검정결과이다. 열(1)과 열(2)는 각각 임의적립금 항목 수에 대한 과잉투자1(XINV1)과 과잉투자2(XINV2)의 회귀분석결과이다.

〈Table 6〉의 열(1)에서 과잉투자1(XINV1)은 임의적립금항목수(NITEM)에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다( $\gamma_1=0.196, p=0.08$ ). 과잉투자의 정도가 높은 경우의 임의적립금 항목 수는 그렇지 않은 경우보다 유의적으로 높다는 것을 의미하며, 이것은 가설 2의 주장을 지지하는 결과이다. 해당 결과는 경영자가 과잉투자 프로젝트의 실현을 위해 내부유보이익에 부여될 수 있는 배당요구압력을 감소시키기 위해 임의적립금 항목 수를 증가시켜 나타나게 된 결과로 해석된다.

과잉투자1(XINV1)과 임의적립금항목수(NITEM) 모두는 0과 양(+)의 정수로 측정되는 변수이다. 따라서 과잉투자여부에 따라 항목수의 빈도분포가 어떻게 달라지는지를 확인해보는 것은 〈Table 6〉 열(1)의 결과(즉, 과잉투자와 임의적립금 항목 수 간



〈Figure 1〉 과잉투자여부에 따른 임의적립금 항목 수 빈도분석

〈Table 6〉 과잉투자자 및 임의적립금 항목 수 사이의 관련성에 대한 분석결과

예측부호	종속변수: NITEM	
	(1)	(2)
Intercept	-3.995*** (-2.974)	-4.682*** (-3.880)
XINV1 +	0.196* (1.752)	
XINV2 +		0.005*** (4.109)
SIZE +	0.205*** (3.031)	0.243*** (4.046)
AGE +	0.451*** (7.087)	0.452*** (7.082)
ROA +	-0.248 (-0.337)	-0.173 (-0.233)
MTB -	-0.021 (-0.558)	-0.019 (-0.524)
DEBT -	-0.991*** (-3.109)	-0.945*** (-2.947)
AUD -	-0.060 (-0.512)	-0.060 (-0.508)
CDIV +	5.893 (1.204)	6.414 (1.315)
CCE -	-0.827 (-1.178)	-0.852 (-1.205)
YEAR & IND	All Included	All Included
Adj. R2	0.174	0.172
F value	5.166***	5.056***
# of Obs.	2,320	2,320

- 1) 변수의 정의: XINV1=투자지출금액이 산업-연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, XINV2=McNichols and Stubben(2008)의 모형을 산업-연도별 횡단면으로 추정하여 계산한 잔차, SIZE=총자산에 자연로그를 취한 값, AGE=관측치의 회계연도에서 기업의 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취한 값, ROA=영업이익을 기초 총자산으로 나눈 값, MTB=시가총액을 총자본으로 나눈 값, DEBT=총부채를 총자산으로 나눈 값, AUD=BIG4 회계법인과 제휴를 맺은 외부감사인인 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, CDIV=현금배당을 기초 총자산으로 나눈 값, CCE=기초 현금및현금성자산을 기초 총자산으로 나눈 값.
- 2) 추정계수의 t-통계량은 괄호 안에 제시되었으며, \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의성을 나타냄. t-통계량의 계산에는 기업수준에서 조정된 클러스터-로버스트(cluster-robust) 표준오차가 이용되었음.

의 양(+ )의 관련성)를 보다 폭넓게 이해하는데 도움을 줄 수 있을 것으로 생각된다.

〈Figure 1〉은 과잉투자자여부에 따라 구분한 두 집단의 임의적립금 항목 수 빈도를 보여준다. 임의적립

금 항목 수가 비교적 높은 구간(예: 4개 항목 이상의 구간들)의 빈도를 살펴보면, 과잉투자집단은 대체로 과잉투자자가 아닌 집단보다 높은 빈도를 보여주고 있는 것을 알 수 있다. 특히, 일곱 개 이상의 임의적

립금 항목에 해당하는 구간을 살펴보면, 과잉투자가 아닌 집단(XINV=0)의 경우 관측빈도가 영(0)인 것으로 확인된다. <Figure 1>을 통한 두 집단 간 빈도 분포 비교는 과잉투자집단이 평균적으로 높은 임의적립금 항목 수를 유지하는 경향이 있음을 보여준다.

<Table 6>의 열(2)를 살펴보면, 과잉투자2(XINV2)는 임의적립금항목수(NITEM)에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인된다( $\gamma_1=0.005$ ,  $p < 0.01$ ). 즉, 과잉투자의 정도가 증가할수록 임의적립금의 항목 수는 유의하게 증가하는 것으로 확인된다. 열(2)는 열(1)의 분석결과와 질적으로 동일한 분석결과를 제시하고 있다.

통제변수의 추정계수에 대한 분석결과는 다음과 같다. 수익성(ROA), 성장성(MTB), 외부감사인(AUD), 현금배당(CDIV), 현금성자산(CCE)의 추정계수는 통계적으로 유의하지 못하였고, 기업규모(SIZE), 기업연령(AGE), 부채비율(DEBT)의 추정계수는 모형설정 단계의 예측과 일관된 부호와 유의성을 보여주었다.

#### 4.4.2 추가분석

임의적립금은 다양한 항목명칭을 바탕으로 처분될 수 있는 만큼, 과잉투자와 관련하여, 내부유보이익이 주로 어떤 항목들을 중심으로 처분·보유될 수 있는지를 분석해보는 것은 관련실무의 이해에 도움이 될 수 있다. 이에 관한 시사점을 얻기 위해, 본 연구는 임의적립금을 성장목적과 성장외목적으로 구분한 후 가설 1에 대한 추가분석을 수행하였다.

<Table 7>은 성장목적과 성장외목적으로 구분된 임의적립금을 바탕으로 수행된 추가분석결과이다. 열(1)과 열(2)는 성장목적과 관련된 임의적립금 수준에 대한 분석결과이며, 열(3)과 열(4)는 성장외목

적과 관련된 임의적립금 수준에 대한 분석결과이다.

성장목적 임의적립금과 관련한 열(1)과 열(2)의 분석결과를 살펴보면, 과잉투자1(XINV1)과 과잉투자2(XINV2) 모두는 성장목적 임의적립금수준과 통계적 관련성이 없는 것으로 확인되고 있음을 알 수 있다. 반면, 열(3)과 열(4)의 분석결과를 살펴보면, 과잉투자1(XINV1)과 과잉투자2(XINV2) 모두는 성장외목적 임의적립금수준과 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 확인되고 있음을 알 수 있다. 이것은 가설1의 논의와 관련한 경영자 선호가 주로 성장외목적과 관련된 임의적립금 항목에 있음을 시사한다.

<Table 7>의 분석결과는 다음과 같은 관점에서 해석이 가능할 것으로 판단된다. 임의적립금의 승인은 일반적으로 사업의 필요성에 근거하여 이루어질 것으로 기대된다. 과잉투자는 적정수준을 초과하여 이루어지는 투자의사결정인 만큼, 경영자는 과잉투자 프로젝트에 대해 유보이익을 성장목적에 관한 근거를 바탕으로 처분하는데 어려움을 가질 수 있다. 즉, 비용-효익의 관점에서 평가해 본다면, 성장목적 임의적립금 처분에 따른 비용(예: 비효율적 투자안의 승인과정에서 부담해야할 비용)이 그것에 따른 효익을 초과하게 될 가능성이 높다. <Table 7>의 분석결과는 이러한 점이 반영되어 나타난 결과로 판단된다.

본 연구는 과잉투자가 임의적립금 수준 및 항목 수에 미치는 영향을 각각 별도의 가설로 도출하여 검증하고 있다. 추가적으로, 임의적립금 수준과 항목 수를 결합하여 동시에 고려하는 분석은 본문의 분석결과를 보완하여 이해하는데 도움을 줄 수 있을 것으로 보인다. 이에 임의적립금 수준과 항목 수를 결합·구성한 척도를 이용하여 본문의 분석을 반복하였다. 임의적립금 결합척도(COMB)는 임의적립금 합계금액과 임의적립금 항목 수를 각각 10분위

〈Table 7〉 성장목적-대-성장외목적의 분류에 기초한 분석결과

	예측부호	성장 목적		성장 외 목적	
		(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept		-0.650*** (-3.238)	-0.613*** (-3.274)	-0.256 (-1.150)	-0.579*** (-2.819)
XINV1	+	-0.011 (-0.811)		0.094*** (3.944)	
XINV2	+		0.0003 (1.329)		0.0005** (2.147)
SIZE	+	0.033*** (3.259)	0.031*** (3.307)	0.017 (1.492)	0.035*** (3.447)
AGE	+	0.026*** (3.434)	0.026*** (3.427)	0.076*** (5.700)	0.076*** (5.687)
ROA	+	-0.181* (-1.793)	-0.188* (-1.862)	-0.181 (-1.140)	-0.136 (-0.825)
MTB	-	0.004 (0.846)	0.003 (0.821)	0.003 (0.428)	0.003 (0.552)
DEBT	-	-0.091* (-1.825)	-0.092* (-1.851)	-0.306*** (-4.614)	-0.287*** (-4.284)
AUD	-	0.008 (0.656)	0.008 (0.661)	0.008 (0.329)	0.008 (0.315)
CDIV	+	1.651 (1.596)	1.632 (1.579)	2.070 (1.564)	2.282* (1.725)
CCE	-	-0.090 (-1.049)	-0.090 (-1.045)	0.249 (1.536)	0.239 (1.445)
YEAR & IND		All Included	All Included	All Included	All Included
Adj. R2		0.093	0.093	0.157	0.139
F value		1.605**	1.615**	4.234***	3.934***
# of Obs.		2,320	2,320	2,320	2,320

1) 변수의 정의: XINV1=투자지출금액이 산업-연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, XINV2=McNichols and Stubben(2008)의 모형을 산업-연도별 횡단면으로 추정하여 계산한 잔차, SIZE=총자산에 자연로그를 취한 값, AGE=관측치의 회계연도에서 기업의 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취한 값, ROA=영업이익을 기초 총자산으로 나눈 값, MTB=시가총액을 총자본으로 나눈 값, DEBT=총부채를 총자산으로 나눈 값, AUD=BIG4 회계법인과 제휴를 맺은 외부감사인인면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, CDIV=현금배당을 기초 총자산으로 나눈 값, CCE=기초 현금및현금성자산을 기초 총자산으로 나눈 값.

2) 추정계수의 t-통계량은 괄호 안에 제시되었으며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의성을 나타냄. t-통계량의 계산에는 기업수준에서 조정된 클러스터-로버스트(cluster-robust) 표준오차가 이용되었음.

로 서열화하여 높은 순서대로 10점부터 1점까지를 부여하고, 두 점수의 합계를 총점에 해당하는 20점으로 나누어 측정했다.

〈Table 8〉은 임의적립금 결합척도에 관한 추가분

석결과를 보여준다. 열(1)과 열(2)는 각각 과잉투자 1(XINV1)과 과잉투자2(XINV2)에 대한 회귀분석 결과를 보여준다.

〈Table 8〉의 분석결과는 가설 1 및 가설 2에 관한

본문의 분석결과가 보여준 함의와 질적으로 다르지 않  
는 임의적립금 결합척도(COMB)에 통계적으로 유  
의한 양(+ )의 영향을 미치는 것으로 확인되었다.

<Table 8> 임의적립금 수준과 항목 수를 결합하여 구성된 척도를 이용한 분석결과

예측부호	종속변수: COMB	
	(1)	(2)
Intercept	-1.069*** (-6.105)	-1.293*** (-7.740)
XINV1	0.064*** (3.191)	
XINV2		0.001*** (4.067)
SIZE	0.068*** (7.929)	0.080*** (9.940)
AGE	0.089*** (6.607)	0.089*** (6.578)
ROA	-0.059 (-0.392)	-0.033 (-0.215)
MTB	0.000 (0.049)	0.001 (0.139)
DEBT	-0.306*** (-5.108)	-0.292*** (-4.850)
AUD	-0.015 (-0.673)	-0.015 (-0.663)
CDIV	1.853* (1.919)	2.017** (2.067)
CCE	-0.097 (-0.642)	-0.105 (-0.682)
YEAR & IND	All Included	All Included
Adj. R2	0.280	0.272
F value	10.863***	10.458***
# of Obs.	2,320	2,320

- 1) 변수의 정의: COMB=임의적립금 합계금액과 임의적립금 항목수를 10분위로 서열화하여 높은 순서대로 10점부터 1점까지 부여하고 두 점수를 합한 후 총점(20점)으로 나눈 값, XINV1=투자지출금액이 산업-연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, XINV2=McNichols and Stubben(2008)의 모형을 산업-연도별 횡단면으로 추정하여 계산한 잔차, SIZE= 총자산에 자연로그를 취한 값, AGE=관측치의 회계연도에서 기업의 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취한 값, ROA=영업이익을 기초 총자산으로 나눈 값, MTB=시가총액을 총자본으로 나눈 값, DEBT=총부채를 총자산으로 나눈 값, AUD=BIG4 회계법인과 제휴를 맺은 외부감사인이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 값, CDIV=현금배당을 기초 총자산으로 나눈 값, CCE= 기초 현금및현금성자산을 기초 총자산으로 나눈 값.
- 2) 추정계수의 t-통계량은 괄호 안에 제시되었으며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의성을 나타냄. t-통계량의 계산에는 기업수준에서 조정된 클러스터-로버스트(cluster-robust) 표준오차가 이용되었음.

## V. 결론

투자자의 자금조달에 관한 문제는 재무학과 경제학을 중심으로 오랜 기간 논의되어온 주제 가운데 하나이다. Modigliani & Miller(1958)의 고전적 명제(즉, 자본구조 무관론 이론)는 '이상적 조건 하에서' 평균자본비용과 자본구조는 상호 독립적이어야 한다고 주장한다. 하지만, 현실 시장의 불완전성을 고려하는 연구들은 양자가 독립적인 관계로 존재하기 어렵다는 점을 강조하며, 투자와 자본조달방법 간에는 결국 체계적 관련성이 형성된다고 주장한다(Richardson, 2006).

시장의 불완전성을 고려한다면, 정보 불균형의 문제가 존재하는 현실 실무에서 과잉투자 프로젝트 자금이 어떻게 조달될 것인지에 대한 물음은 중요한 문제가 아닐 수 없다. 자본조달순위이론과 잉여현금흐름가설에 관한 논의에 따르면, 과잉투자는 정보 비대칭성에 의해 야기되는 현상이며 해당 자금은 주로 내부유보이익에 의존되어 조달된다.

과잉투자와 내부유보이익의 형성에 관한 문제는 회계학 분야의 연구에 중요한 후속적 질문을 남긴다. 재무상대표의 이익잉여금은 처분여부에 따라 특정 목적으로 처분된 적립금과 미처분이익잉여금으로 구분된다. 따라서 과잉투자와 내부유보이익 사이의 관련성은 유보이익의 처분에 관한 논의에 기초하여 보다 구체적으로 분석될 필요가 있다. 이에, 본 연구는 과잉투자와 임의적립금 수준 및 항목 수 사이에 존재할 수 있는 체계적 관련성을 실증적으로 분석하고자 했다.

실증분석결과, 과잉투자와 임의적립금 수준 간에는 유의한 양(+ )의 관계가 존재하는 것이 확인되었다. 나아가 과잉투자와 임의적립금 항목 수 사이에도

유의한 양(+ )의 관계가 존재하는 것이 확인되었다. 본 연구의 분석결과는 과잉투자가 임의적립금의 수준 및 항목 수 결정에 유의한 영향을 미치는 요인임을 보여준다.

다음은 본 연구의 한계점으로 평가될 수 있다. 임의적립금은 확보된 현금성자산을 의미하는 것이 아닌, 배당을 통해 이루어질 수 있는 사의 유출을 제약하는 금액이다. 그러므로 과잉투자 프로젝트가 실행될 때 필요한 자금이 어떤 과정을 통해 현금성자산으로 실현·조달될 수 있는지는 중요한 분석의 대상이 될 수 있다. 본 연구는 과잉투자와 임의적립금 사이에 존재하는 실증적 관련성을 주된 분석의 대상으로 삼은 관계로, 이러한 점들은 본 연구를 통해 분석되지 못하였다.

지금껏 임의적립금의 처분과 보유에 관한 논의는 그 중요성에 비해 충분히 논의되어오지 못하였다. 배당의 재원으로 고려되지 않는다는 점에서 임의적립금은 미처분된 내부유보이익과는 구분되어 설명되어야 할 대상이다. 임의적립금을 분석의 대상으로 하는 본 연구의 논의는 선행연구에 대한 이해를 제고하는데 도움을 줄 수 있을 것이다. 본 연구의 논의가 향후 임의적립금에 관한 보다 폭넓은 분석의 기초가 될 수 있기를 기대한다.

## 참고문헌

- Ahmed, A. S., and S. Duellman(2013), "Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism," *Journal of Accounting Research*, 51(1), pp. 1-30.
- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi(2009), "How Does Financial Reporting Quality

- Related to Investment Efficiency?" *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), pp. 112-131.
- Bodie, Z., A. Kane, and A. J. Marcus(2013), *Essentials of Investments*, McGraw Hill.
- Brown, H. G.(1957), "Division of Retained Earnings to Reflect Business Needs," *The Accounting Review*, 32(2), pp.258-263.
- Cha, S., and M. H. Park(2018), "The Relationship between Investment Efficiency and Cost of Debt," *Tax Accounting Research*, 58, pp.1-24.
- Cheon, Y.(2019), "Relationship between purposes of retained earnings appropriations and value relevance," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 61(4), pp.237-265.
- Choi, J., and Y. Kwak(2010), "Association between Managerial Overinvestment Propensity and Real and Accrual-Based Earnings Management," *Korean Accounting Review*, 35(4), pp.75-131.
- Copeland, T. E., J. F. Weston, and K. Shastri(2005), *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz(2006), "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory," *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp. 227-254.
- Denis, D. J., and I. Osobov(2008), "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy," *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp. 62-82.
- Elder, R. J., M. S. Beasley, C. E. Hogan, and A. A. Arens(2020), *Auditing and Assurance Services*, Pearson.
- Hirshleifer, D.(2008), "Psychological Bias as a Driver of Financial Regulation," *European Financial Management*, 14(5), pp.856-874.
- Hirshleifer, D., and S. H. Teoh(2003), "Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), pp.337-386.
- Hope, O., and W. B. Thomas(2008), "Managerial Empire Building and Firm Disclosure," *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp.591-626.
- Jensen, M. C.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Kim, K. A., J. R. Nofsinger, and D. J. Mohr(2010), *Corporate Governance*, Pearson.
- Kieso, D. E., J. J. Weygandt, and R. D. Warfield (2013), *Intermediate Accounting*, Wiley.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny(2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *The Journal of Finance*, 55(1), pp.1-33.
- Lara, J. M. G, B. G. Osmá, and F. Penalva(2016), "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency," *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), pp. 221-238.
- Lee, S. C., Y. Lee, and C. J. Moon(2022), "Presence and Independence of Female Directors on the Board of Directors and Accounting Conservatism," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 64(1), pp.277-310.
- McNichols, M. F., and S. R. Stubben(2008), "Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions?" *The Accounting Review*, 83(6), pp.1571-1603.
- Modigliani, F., and M. H. Miller(1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *The American Economic Review*, 48(3), pp.261-297.
- Myers, S. C.(1984), "The Capital Structure Puzzle."

- The Journal of Finance*, 39(3), pp.574-592.
- Palmrose, Z.(1989), "The Relation of Audit Contract Type to Audit Fees and Hours," *The Accounting Review*, 64(3), pp. 488-499.
- Park, J., S. Jin, and S. Cha(2016), "Investment Propensity and Implied Cost of Capital," *Review of Accounting and Policy Studies*, 21(2), pp.51-79.
- Richardson, S.(2006), "Over-investment of Free Cash Flow," *Review of Accountign Studies*, 11, pp.159-189.
- Rocca, M. L., T. L. Rocca, and A. Cariola(2007), "Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions," *Corporate Ownership and Control*, 5(1), pp.79-95.
- Watts, R. L.(2003), "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications," *Accounting Horizon*, 17(3), pp.207-221.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman(1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *The Accounting Review*, 53(1), pp. 112-134.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman(1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall.
- Weygandt, J. J., P. D. Kimmel, and D. E. Kieso (2009), *Accounting Principles*, Wiley.

- 
- The author Pyung Kyung Kang is a Professor of Accounting at Sogang University, Seoul, South Korea. Before joining Sogang University, he served as an Assistant Professor at Wayne State University, MI, USA. He earned his Ph.D. in Management (Accounting) from the Rutgers Business School at Rutgers University and his Master of Professional Accountancy from the Kelley School of Business at Indiana University Bloomington. His primary research interests are focused around financial accounting and capital markets including corporate disclosure, market anomalies, earnings management, and corporate governance.
  - The author Yoo Chan Kim is a Professor of Accounting at the College of Business and Economics, Hanyang University (ERICA Campus) in South Korea. He earned his Ph.D. in business administration from Sogang University in South Korea. His research primarily focuses on accounting choice, audit quality, and corporate governance.