

## 기업의 소유구조가 현금보유 의사결정에 미치는 영향

김성표  
삼성경제연구소 수석연구원  
(sp.kim@samsung.com)

본 연구는 1999년부터 2003년 동안 우리나라 증권거래소에 상장된 제조업체 372개를 대상으로 기업의 소유구조가 현금 보유에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 실증 분석결과 소유구조는 기업의 현금보유에 주요한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 경영자의 소유 지분율에 따라 현금보유비율은 유의적인 차이를 보였으며 이들 관계는 비선형적(non-monotonic)인 관계가 지배적이었다. 특히, 상당한 통제권을 확보한 지배주주의 존재는 경영자지분율이 현금보유에 미치는 영향을 조절하는 것으로 나타났으며 지배주주의 유형에 따라 이들 관계에 미치는 영향은 상이하였다. 또한 대규모 기업집단에 속한 기업일수록 여타 기업에 비해 낮은 현금비율을 보여 그룹경영이라는 운영방식이 갖는 상대적인 이점을 확인할 수 있었다. 한편, 소기업일수록, 성장기회가 큰 기업일수록, 현금흐름의 변동성이 큰 기업일수록 보다 많은 현금을 보유하고 있었으며, 순운전자본이나 은행차입 비중이 높은 기업일수록 보다 적은 현금을 보유하는 것으로 나타나 기존 실증연구에서 제시된 결과와 일치하였다.

주제어: 현금보유, 소유구조, 경영자지분율, 지배주주, 기업집단

### 1. 서론

최근 국내 기업의 현금보유가 외환위기 이후 크게 증가하고 있다. 한국은행에 따르면 2005년 말 기준으로 연간 매출 25억 이상 2,880개 국내 제조업체의 현금자산 규모는 총자산의 10%를 넘어 서고 있다. 그렇다면 어느 정도의 현금보유가 기업에게 바람직한 것인가? 바람직한 수준 이상으로 현금을 보유하고 있다면, 그 동기는 무엇인가? 많은 현금보유가 기업 가치에는 어떠한 영향을 미치고 있는 것인가? 현금비중이 높아지면서 이러한 현금 관련 이슈에 대해 학계나 재계의 관심이 증대되고 있다.

미국 등 선진기업을 대상으로 한 지금까지의 연구 결과에 따르면 거래비용과 자본조달비용이 현금

보유의 주요한 결정요인으로 제시되고 있다(Miller and Orr, 1966; Mulligan, 1997; Kim, Mauer and Sherman, 1998; Harford, 1999; Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson, 1999; Pinkowitz and Williamson, 2001; Ozkan and Ozkan, 2003; Mikkelsen and Partch, 2003). 즉, 현금증대에 따른 거래비용이 큰 기업일수록, 정보비대칭 등으로 외부자금조달 비용의 상승 가능성이 높은 기업일수록 보다 많은 현금을 보유하는 것으로 보고되고 있다. 대표적인 연구로서 Opler et al.(1999)은 1952년부터 1994년간 미국기업의 장기간 시계열 횡단면 자료를 대상으로 분석한 결과 소기업일수록, 투자나 R&D지출이 높은 기업일수록, 보다 높은 성장기회를 가진 기업일수록, 낮은 운전자본을 가진 기업일수록, 현금흐름의 변동성이 큰 기업일수록 보다 많은 현금을 보유

하는 것으로 나타났다. 이들 변수 모두가 현금부족에 따라 기업이 직면하게 될 한계비용을 상승시키는 특성을 가지고 있다.

경영자와 주주 간에 발생하는 대리인비용 역시 기업의 현금보유에 주요한 결정요인으로 제시되고 있다. 현금이란 그 어떤 자산보다 경영자의 자유 재량권을 높여준다는 점에서 경영자는 주주의 이해에 반해 보다 많은 현금을 보유할 동기를 가진다고 본다. 이러한 견해의 핵심은 기업이 많은 잉여현금을 보유하고 있을 때 주주와 경영자간에 존재하는 이해상충이 보다 심각하다는 경영자와 주주간의 대리인 이론에 근거하고 있다(Jensen, 1986). 이론적 예상과는 달리 실증결과를 보면, 경영자 지분율이 일정수준을 넘어 기업지배구조의 영향력에서 벗어나(entrenched management) 재량권을 자유롭게 행사할 수 있는 개연성이 높은 경영자일수록 보다 많은 현금을 보유하고 있지는 않았으며(Opler et al., 1999), 초과 현금보유기업과 정상 현금보유기업 간에 소유구조의 차이도 없는 것으로 나타났다(Mikkelsen and Partch, 2003). 이처럼 미국기업을 대상으로 한 연구에서는 대리인비용이 기업의 현금보유 결정에 미치는 영향은 미약하다고 할 수 있다.<sup>1)</sup>

최근 Dittmar, Mahrt-Smith and Servaes (2003)는 전세계 45개 국가를 대상으로 분석한 결과, 미국 등 선진기업의 현금보유에 대리인 비용의 영향이 미약하게 나타나는 원인은 경영권지배시장의 발달로 주주의 이해가 상당히 보호받고 있기 때문이며 주주보호가 취약한 국가의 기업일수록 기

업소유구조는 현금보유에 매우 중요한 영향을 미칠 수 있음을 제시하고 있다. 이와 유사하게 Pinkowitz and Williamson(2001)는 미국, 독일, 일본 기업을 대상으로 비교 분석한 결과 국가간 기업지배구조 차이가 현금보유에 유의적인 영향을 미치고 있음을 지적하고 있다. Ozkan and Ozkan(2003)도 영국 기업을 대상으로 분석한 결과 경영자 오너십이 현금보유에 주요한 영향을 미치고 있다고 밝히고 있다. 이들은 주주와 경영자 사이의 대리인 문제가 미국에 비해 영국에서 보다 심각하며, 경영자의 사적이익 추구 행동이 현금보유결정에 반영되어 나타난다고 보았다. 결국, 이러한 연구결과를 볼 때 외부시장 규율이나 경영권지배시장의 미발달로 주주보호가 취약한 국가일수록 현금보유에 대리인비용이 미치는 영향이 뚜렷하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

기업의 현금보유와 관련하여 국내에서도 다수의 연구가 진행되어 왔다. 이들 연구들은 주로 거래비용과 자금조달비용 측면에서의 기업의 현금보유 동기를 설명하는 데 초점을 맞추고 있다.<sup>2)</sup> 이에 본 연구는 국내 기업의 소유구조가 현금보유에 미치는 영향에 대해 다각도로 살펴보고자 한다. 구체적인 연구목적으로 첫째, 경영자지분의 증가와 함께 기업의 현금보유 수준이 어떻게 변화되는가? 둘째, 이러한 경영자의 지분율과 현금보유 간에 나타나는 관계는 기업의 다른 소유구조 특성에 따라 어떠한 영향을 받는 지를 분석하고자 한다. 국내의 경우 경영자의 사적이익 추구 행동을 규율하고 감시할 수 있는 경영권지배시장과 기관투자자의 역할 등이

1) 현금보유에서 대리인 비용의 중요성에 대한 간접적인 증거도 일부 제시되고 있다. Lopez-de-Silanes and Shleifer(1994)와 Harford(1999)에 따르면 특정시점에서 비정상적으로 높은 현금을 보유한 기업의 경영자는 이들 현금을 비효율적인 투자에 지출하는 경향이 있고, Almeida, Campello and Weisbach(2002)는 지분이 낮은 경영자일수록 현금흐름이 풍부한 때에 보다 많은 현금을 축적하고 심지어 재무적 곤경에 처하지 않았는데도 현금을 축적하는 경향이 있다고 보고하고 있다.

2) 대표적인 연구로 김창수와 조담(1996)은 1980~1994년간 150개 국내기업을 대상으로 거래비용과 자금조달비용에 영향을 미치는 변수를 중심으로 현금보유 특성을 분석하고 있다.

선진국에 비해 상대적으로 취약하다는 점에서 소유구조가 기업의 현금보유에 유의적인 영향을 미칠 것이라 기대된다.

372개 기업 패널 자료(1999~2003)를 활용한 실증 분석결과, 국내 기업의 소유구조가 현금보유 결정에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 경영자지분율에 따라 기업의 현금보유비율은 유의적인 차이를 보였고, 이는 비선형적(non-monotonic)인 관계로 나타났다. 또한 상당한 통제권을 확보한 지배주주(controlling shareholder)의 존재 유무와 지배주주의 유형에 따라 그 결과는 상이하게 나타났다. 대규모 기업집단에 속한 기업일수록 여타 기업에 비해 낮은 현금비율을 보여 그룹경영이라는 운영방식이 갖는 상대적인 이점을 확인할 수 있었다. 소기업일수록, 성장기회가 큰 기업일수록, 현금흐름의 변동성이 높은 기업일수록 보다 많은 현금을 보유하는 것으로 나타났고, 순운전자본이나 은행차입 비중이 높은 기업일수록 보다 적은 현금을 보유하는 것으로 나타났다.

본 논문의 내용적 구성은 우선 II장에서는 현금보유결정요인에 관한 이론적 배경과 국내기업에 기대되는 검증가설을 살펴본다. III장은 자료 및 변수의 특성과 분석방법을 기술하고, IV장은 실증분석을 통한 결과와 논의를 전개한다. 그리고 V장에서는 연구결과의 요약 및 결론이 제시된다.

## II. 이론적 배경 및 실증가설

### 2.1 현금보유에 대한 일반 이론

지금까지의 연구 결과에 따르면 거래비용과 자본

조달비용이 기업현금보유의 주요한 결정요인으로 제시되고 있다. 이들의 이론적 배경은 Keynes가 지적한 현금보유의 거래적 동기(transaction motives)나 예비적 동기(precautionary motives)에 근거하여 현금부족에 따른 한계비용이 큰 기업일수록 보다 많은 현금을 보유할 것이라고 본다. 부족한 현금을 증가시키기 위해서는 기존 자산을 매각하거나 투자를 감소시키는 등의 비용이 발생하기 마련이다. 따라서 현금 증대에 따른 거래비용이 큰 기업일수록 보다 많은 현금을 기업내부에 축적할 것이다. 또한 기업과 외부투자자간 정보비대칭으로 인해 외부자금조달 비용이 증대될 경우(Myers and Majluf, 1984) 기업은 보다 많은 현금을 보유하고자 하는 유인이 생긴다. 뿐만 아니라 현금부족으로 인해 재무적 곤경의 가능성이 커질수록 기업은 자산대체(Jensen and Meckling, 1976)나 과소투자(Myers, 1977)와 같은 부채의 대리인비용이 커진다. 따라서 이들 기업들은 부채의 대리인비용이 높아 기업 활동과 가치 있는 투자를 위한 자금조달이 어려워지는 상황을 피하기 위해서라도 현금보유를 보다 선호할 것으로 예상할 수 있다. 이하에서는 소유구조 측면에 앞서 이러한 거래비용과 정보비대칭 및 부채의 대리인 비용 측면에서 기업의 현금보유 결정요인에 대해 살펴본다.

#### 2.1.1 거래비용 측면

현금보유의 거래적 동기에 따르면 추가적인 현금 확보에 따라 발생하는 거래비용과 현금부족으로 인해 야기될 수 있는 기회비용이 큰 기업일수록 보다 많은 현금을 보유한다고 본다. 따라서 기업의 현금 보유 특성은 거래적 동기에 따라 발생할 수 있는 비용과 관련된 변수들에 의해 결정된다고 기대할

수 있다.

먼저, 소기업일수록 보다 높은 현금비중을 보일 것이다. 현금관리에는 규모의 경제가 존재하며 (Miller and Orr, 1966), 소기업일수록 고정비가 큰 외부 증권발행에 있어 대기업에 비해 상대적으로 높은 비용을 부담한다(Barclay and Smith, 1995). 뿐만 아니라 소기업일수록 자금조달 제약에 직면할 가능성이 크다(Whited, 1992; Fazzari and Petersen, 1993).

좋은 투자기회를 많이 가진 기업일수록 보다 많은 현금자산을 보유하려 할 것이다. 수익성 있는 투자기회가 많다는 것은 만약 이들 기업이 자금부족에 직면 하게 될 경우 이들 기업은 좋은 프로젝트를 포기하여야 함을 의미한다. 따라서 현금부족에 따른 기회비용이 크다. 시장가치 대비 장부가치 (market-to-book ratio)는 투자기회나 성장기회에 대한 대리변수로 사용되어진다(Smith and Watts, 1992; Jung, Kim and Stulz, 1996). 따라서 이 비율이 큰 기업일수록 보다 많은 현금자산을 보유할 것이다. 한편, 현금흐름의 불확실성이 높은 기업일수록 현금부족의 상황이 발생할 가능성이 높아진다는 점에서 이들 기업 역시 보다 많은 현금을 보유할 것으로 기대할 수 있다.

기업이 보유하고 자산의 성격에 따라서도 기업의 현금보유 특성은 달라진다. 재무제표 상 저렴한 비용으로 매각이 가능한 자산을 가진 기업은 이들 자산의 매각을 통해 낮은 비용으로 자금을 조달 할 수 있다(Shleifer and Vishny, 1993). 특정 기업에 한정된 자산(firm-specific assets)을 가진 기업일수록 현금화에 따른 보다 높은 비용을 수반한다는 점에서 현금 이외의 유동화가 가능한 자산이 많은 기업일수록 그렇지 않는 기업에 비해 적은 현금을 보유할 것이다. 따라서 현금을 제외한 순운

전자본이 많은 기업일수록 보다 적은 현금을 보유 하리라 기대할 수 있다.

외부자금조달 시장의 접근성 또한 기업의 현금보유 정책에 영향을 미친다. 우수한 신용등급을 가지고 있는 기업은 낮은 비용으로 쉽게 외부에서 필요 자금을 조달할 수 있다는 측면에서 그렇지 않은 기업에 비해 현금보유에 대한 동기는 크지 않을 것이다. James(1986), Mikkelson and Partch (1986)에 따르면 금융기관 특히 은행을 통한 차입은 해당기업의 자금조달신용에 대해 긍정적인 정보를 시장에 전달한다고 한다. 뿐만 아니라 Chemmanur and Fulghieri(1994)는 은행차입이 회사채 등 다른 외부자금조달 수단에 비해 재협상이 보다 용이하다고 한다. 이들의 주장에 따르면 은행차입비중이 큰 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 현금보유 동기는 낮을 것으로 기대할 수 있다.

국내의 경우 그룹 소속 계열사와 여타 독립기업 간에 현금보유에 대한 수요는 다르다고 볼 수 있다. 그룹 소속 기업은 재무적 곤경의 상황이 발생할 가능성이 여타 기업에 비해 낮고, 그러한 상황에 직면할 경우에도 보다 쉽게 극복할 수 있다. 우선 그룹의 신용으로 인해 은행 등으로부터 쉽게 외부자금을 조달 할 수 있을 뿐만 아니라 계열사로부터 금융지원도 기대할 수 있다. 또한 실질적인 측면에서도 계열사 간 내부거래를 통해 보다 안정적인 현금흐름을 누릴 수 있게 된다. 특히, 그룹이 금융기관을 포함하고 있을 경우에는 보다 용이하게 금융혜택을 받을 수 있을 것이다. 결국, 그룹 소속 기업들은 현금보유의 한계편익이 여타 기업들에 비하여 낮을 가능성이 크고 결과적으로 현금과 같은 유동성에 대한 수요가 그룹에 소속되지 않은 기업에 비해 적을 것으로 기대할 수 있다.

### 2.1.2 정보의 비대칭성과 부채의 대리인비용 측면

만약 현금자산이 적은 기업이 외부로부터의 자금 조달이 어려운 상황에 직면하게 되면 이들 기업은 보다 높은 수준의 자금조달비용을 감수하거나 수익성 있는 프로젝트를 포기해야만 할 것이다. 이처럼 기업은 재무적 곤경(financial distress)으로 인해 발생 가능한 비용을 완화시키기 위하여 어느 정도의 현금을 보유하게 되는데 이를 현금보유의 '예비적 동기'라 한다. 이러한 예비적 동기에 따른 현금보유의 필요성은 정보의 비대칭성과 부채의 대리인비용의 존재에 따라 달리 나타난다.

경영자와 투자자 사이에 존재하는 정보의 비대칭성은 기업의 외부자금조달을 어렵게 한다. 외부투자자들이 내부 경영자에 비해 기업의 수익흐름이나 미래 성장가능성 등과 같은 기업의 특성을 잘 알지 못할 경우 그들은 매입할 증권을 과소평가하게 된다(Myers and Majluf, 1984). 따라서 정보비대칭이 클수록 자금조달비용은 상승한다. Antunovich(1996)은 정보비대칭이 큰 기업일수록 보다 많은 여유자금(slack)을 보유하려 할 것이라고 주장한다. 그 이유는 이러한 기업일수록 자본시장에 접근하는데 어려움을 겪기 때문이다. 예를 들어 R&D비중이 큰 기업일수록 외부자금조달에 더 큰 어려움 즉, 재무적 곤경으로 인한 비용이 크다고 볼 수 있다. 왜냐하면 R&D투자는 정보의 비대칭이 가장 큰 투자의 한 형태이기 때문이다(Opler and Titman, 1994). 따라서 R&D비중이 높은 기업일수록 보다 많은 현금자산을 보유하리라 기대할 수 있다.

다음은 부채에 따른 대리인 비용을 고려하자. 이러한 비용은 주주의 관심사와 채권자의 관심사와 다를 경우 발생한다. 주주와 채권자 사이에 발생할

수 있는 갈등은 일반적으로 다음과 같다. 먼저 회사에 대해 유한책임을 갖는 주주는 채권자의 부에 반하는 고수익-고위험 투자를 통해 주주가치를 증가시키려는 위험선택요인을 갖는다. 또한 재무적 곤경으로 인해 파산가능성이 높아질수록 기업의 주주는 배당 등을 통해 자사의 자산을 잠식하여 채권의 가치를 감소시키는 자산대체의 인센티브를 가진다(Jensen and Meckling, 1976). 나아가 이들 기업은 Myers(1977)에 의해 강조되었듯이 과소투자 문제를 야기한다. 즉, 채권자에게는 이득이 되지만 주주에게는 이득이 되지 않을 경우 비록 정(+ )의 순현재가치를 갖는 투자안일 지라도 주주들은 투자를 원하지 않는다는 것이다. 이러한 갈등은 기업으로 하여금 외부자금조달을 보다 어렵게 하고, 높은 자금조달비용과 같은 부채의 대리인 비용을 야기한다. 이상의 논의에 따르면 현금부족에 따른 재무적 곤경의 가능성이 커질수록 주주와 채권자의 갈등은 심각해지고, 부채의 대리인 비용은 커진다고 볼 있다. 따라서 이들 기업은 부채의 대리인 비용으로 인해 야기될 수 있는 높은 외부자금조달 비용을 회피하기 위하여 보다 많은 현금을 보유할 것이다. 결국, 부채를 많이 사용할수록 재무적 곤경의 가능성이 커진다고 보면 부채비율이 높을수록 현금보유는 증대할 것으로 기대할 수 있다.

그러나 한편으로 Baskin(1987), John(1993)에 따르면 부채비율이 높은 기업일수록 보다 적은 유동성을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 이들에 따르면 부채비율이 높은 기업은 채권발행에 따른 감시(monitoring) 효과로 필요 이상의 현금을 보유하지 못하도록 강제됨으로써 보다 적은 현금을 보유하게 된다고 주장한다. 결국, 부채비율이 현금 보유 규모에 미치는 영향은 실증적으로 검증되어야 할 문제다.

## 2.2 소유구조와 기업의 현금보유

대리인 문제는 주주와 경영자의 이해관계가 서로 다를 수 있다는 데서 출발한다(Jensen and Meckling, 1976). 이들 이론에 따르면 경영자는 비록 주주의 부에 반하는 경우에도 자신의 사적 이익을 추구하기 위해 행동하는 경향이 있다고 본다. 한편, 현금은 그 어떤 자산보다도 경영자의 자유 재량권을 높여주는 유용한 수단이다(Opler et al., 1999). 따라서 경영자는 주주의 이해에 반해 보다 많은 현금을 보유할 동기를 가진다고 볼 수 있다. Jensen(1986) 역시 기업이 많은 잉여현금을 보유하고 있을 때 주주와 경영자간에 존재하는 이해상충은 보다 심각하다고 지적하고 있다.

경영자가 주주의 이해에 반해 자신의 이익을 위해 현금을 보유하려는 이유는 첫째, 경영자는 단순히 위험 회피적(risk averse)이기 때문에 현금을 필요 이상으로 보유하려는 유인을 갖는다. 인수위협과 같은 시장의 규율(discipline)로부터 자신을 보호하는 수단으로 이용하기 위함이다. 둘째, 경영자는 자신의 목적을 달성하기 위한 유연성(flexibility)을 확보하기 위해 현금을 축적한다. 현금은 원할 때 언제든지 경영자가 사용할 수 있는 반면에 부채 등을 통한 외부자금조달은 자금의 사용에 제약을 받기 때문이다. 셋째, 경영자는 주주에게 배당으로 지급하기보다는 사내에 자금을 보유함으로써 자신의 통제 하에 두기를 원한다. 실증연구에 따르면 이러한 대리인 문제는 소유가 분산되어 있을수록(Berle and Means, 1932), 경영자의 주식 소유가 적을수록(Jensen and Meckling, 1986), 재량적 현금흐름이 클수록(Jensen, 1986; McConnell and Servaes, 1990) 커진다고 지적하고 있다.

한편, 일정 수준 이상의 지분을 확보하여 통제권을 행사할 수 있는 외부 대주주의 존재는 주주의 부에 반하는 경영자의 행동에 대해 감시할 유인이다. 결국 이러한 사실부터 유추해볼 때 기업의 현금보유 의사결정은 소유구조에 따라 영향을 받는다고 볼 수 있다.

### 2.2.1 경영자지분율과 현금보유

Jensen and Meckling(1976)의 연구 이후 대리인 이론에 관한 다수의 연구들은 경영자가 주식을 보유하게 될 때 이들 경영자의 주식보유 수준에 따라 주주와 경영자간에 발생할 수 있는 갈등과 위험선호도에는 차이가 날 수 있다는데 주목한다. 먼저, Jensen and Meckling(1976)에 따르면 경영자의 지분이 증가하게 되면 그 만큼 경영자가 부담해야 할 비용은 커지게 되고, 경영자는 주주의 관점에서 의사결정을 하게 된다. 따라서 경영자의 지분이 높을수록 주주와 경영자의 이해는 일치되어 기업의 성과는 높아질 것으로 예상한다. 반면, Demsetz(1983)와 Fama and Jensen(1983)은 경영자의 소유지분이 증가함에 따라서 발생하는 반대의 비용을 지적한다. 경영자의 지분이 일정 수준 이상이 되면 경영자는 이사회나 인수합병 위협 등과 같은 지배 메커니즘의 위협으로부터 어느 정도 자유로울 수 있기 때문에 자신의 사적이익을 우선시 할 수 있다는 것이다. 이와 유사하게 Stulz(1988)는 지분의 증가는 경영자의 권한과 재량권을 강화시키고 모니터링 메커니즘을 약화시킴으로써 기업가치의 하락에도 불구하고 개인적 이익을 추구하도록 한다고 주장한다.

결국 경영자의 지분보유 정도에 따라 이해일치(alignment of interest) 효과와 이해상충(conflict

of interest) 효과는 동시에 존재하며, 어느 정도의 지분보유 수준에서 어떤 효과가 우세할 것인가 하는 것은 실증적인 문제라고 할 수 있다.<sup>3)</sup> 다수의 기존 실증연구에서도 경영자의 지분율 정도에 따라 경영자와 주주의 이해상충 정도와 경영자의 행위는 달라질 수 있으며, 이에 따라 경영자의 지분율과 기업의 성과 간에는 비선형적인(non-monotonic) 관계가 있음을 주장한다(Morck, Shleifer and Vishny, 1988; Stulz, 1988; McConnell and Servaes, 1990). 국내의 경우에서도 이러한 주장을 지지하는 다수의 실증연구들이 있다(김주현, 1992; 김우택, 장대홍과 김경수, 1993; 방승욱, 1996; 윤영섭과 김성표, 1999; 김영숙과 이재춘, 2000 등).

이러한 경영자와 주주의 이해상충 문제는 기업의 현금보유에 있어서도 나타날 수 있다. 즉, 경영자의 지분보유는 주주의 관점과 일치시키는데 도움을 준다. 그러나 동시에 이러한 지분보유는 경영자로 하여금 외부 압력에 대해 보호해주고, 경영자로 하여금 보다 위험 회피적이도록 만든다. 결국, 현금보유가 비용을 야기하고(cost of carry), 경영자가 주주의 부를 극대화하기 위해 예상되는 적정수준 이상으로 현금을 보유하는 경향이 있다면 현금보유 수준은 경영자의 지분에 따라 감소할 것이다. 그러나 경영자의 지분은 보다 경영자로 하여금 위험 회피적으로 만든다는 점에서 현금보유는 경영자지분에 따라 오히려 증가한다고 기대할 수 있다.

## 2.2.2 지배주주의 존재와 현금보유

경영자와 주주 간에 발생하는 대리인 문제를 통제하는 하나의 방법은 경영자로 하여금 주주의 이해를 위해 행동할 수 있도록 효율적으로 모니터링 하는 것이다. 주식이 소수의 주주에게 집중되어 있으면 경영자의 의사결정행위를 견제할 수 있는 능력이 커진다. 일반적인 소액주주는 경영자에 대한 모니터링의 비용이 이로 인해 돌아오는 이득보다 크기 때문에 경영자를 감시할 유인이 적다. 모니터링에 따른 이득이 그들 각자가 소유한 지분의 크기에 따라 돌아오는 반면에 모니터링에 따른 비용은 전적으로 부담해야 하기 때문이다(Grossman and Hart, 1988). 이와는 반대로 기업의 현금흐름에 대한 상당한 청구권을 지닌 대주주(large shareholder) 또는 지배주주(controlling shareholder)의 경우 경영자의 감시 및 통제에서 오는 이익의 상당 부분을 차지하기 때문에 보다 능동적으로 경영자를 모니터링 할 유인을 갖는다. 필요할 경우에는 직접 기업경영정책에 관여하여 이들을 원하는 방향으로 설득하거나 추가적인 투자를 지원할 수 있고, 극단적인 경우 경영자의 교체를 시도한다. 따라서 대주주 혹은 지배주주가 존재하는 경우 경영자의 기회주의적인 행동은 어느 정도 억제되고, 경영진과 주주간의 대리인비용은 줄어든다(Stiglitz, 1985; Shleifer and Vishny, 1986). 이러한 주장에 따르면 대주주가 존재하는 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 경영자의 현금보유 동기는 낮다고 예상할 수 있다.

3) 한편, 소유구조는 기업성과와 관련이 없다는 실증증거들도 있다. Demsetz(1983)는 실증결과 소유구조와 성과 간에는 관련성이 없는 것으로 나타나 기업의 소유구조는 소유구조에 따른 여러 가지 이득과 손실 측면이 균형점에 도달한 결과의 산물이라고 보았다. 이들의 주장과 유사하게 Demsetz and Lehn(1985)는 미국기업 511개를 대상으로 소유구조와 회계적 수익률과의 관계를 분석한 결과 어떠한 유의적인 결과도 발견하지 못하였다.

한편, 지배주주에 의한 모니터링이 경영자와 관련된 대리인 문제를 어느 정도 완화시킬 수 있지만, 기업에 대한 전적인 통제권을 확보한 지배주주의 경우 소액주주의 이해와는 관계없이 자신의 사적이익을 추구하는 경향이 있다는 주장이 있다.(Shleifer and Vishny, 1997; Faccio, Lang and Young, 2001). 이들은 지배주주와 기타 주주들 간에 발생할 수 있는 이해 상충을 강조한다. 결국, 지배주주는 기타 주주의 이해에 반할 지라도 자신의 이익을 추구하기 위해 그들의 통제권 아래 보다 많은 자원을 축적하려는 유인을 가지며, 이러한 방법 중 하나는 보다 많은 현금을 기업 내에 축적하는 것이라고 볼 수 있다. 이들 논의에 따르면 지배주주의 존재와 현금보유 간에는 정(+ )의 관계가 기대된다.

결국, 지배주주의 존재가 기업의 현금보유에 어떠한 영향을 미치며, 경영자 현금보유 행동에 어떠한 조절작용을 하는 지는 실증적으로 검증되어야 할 것이다.

### 2.2.3 지배주주의 유형과 현금보유

주주의 이해는 모두 일치하는 것이 아니라 개인, 기관투자자, 외국인, 정부 등 주주의 유형에 따라 다르다. 또한 지배주주의 유형에 따라 경영자에 대한 모니터링의 성격도 달라진다고 볼 수 있다. 예를 들면 기관투자자는 투자기업에 대한 전문적인 지식과 정보 수집 및 평가에 있어 규모의 경제를 가진다. 따라서 기관투자자는 다른 주주들에 비해 보다 효율적으로 경영자에 대한 모니터링을 실시할 수 있다. 특히, 낮은 지분을 가진 기관투자자보다 높은 지분을 보유하고 있는 기관지배주주의 경우 모니터링에 따른 효익을 향유할 가능성이 커진다

(Shleifer and Vishny, 1986)는 점에서 경영자에 대한 감시유인은 크다.

국내의 경우 그 동안 기관투자자들의 의결권 제한, 지분보유의 한정 등으로 국내기업에 대한 기관투자자의 기업 감시활동의 유효성이 의문시 되어왔으나(정광선, 1999; 장대홍, 2000), 최근 국내 기관투자자 뿐만 아니라 외국인 투자기관의 지분보유율이 대폭 증대되고 있으며, 이들에 의한 의결권 제한이 완화되어 경영감시활동의 중요성에 대해 관심이 증대되고 있다. 실증결과 국내에서도 기관투자자는 지분 상승과 함께 경영자의 행동에 대한 규제 강도를 높이고 있다고 보고되고 있다(강준구, 박경서와 정균화, 2001). 따라서 지배주주 존재가 경영자의 사적동기에 따른 현금보유 행동을 억제한다면 지배주주의 유형이 기관투자자인 경우가 타 지배주주 유형에 비해 보다 효율적으로 기능할 것으로 기대된다.

한편, 개인이나 그의 가족이 대주주를 구성하는 가족대주주(controlling family owners)의 경우 기관지배주주와 달리 보다 직접적으로 경영에 참여한다고 볼 수 있다. 또한 이들은 비효율적일지라도 오랜 기간 동안 기업의 통제권을 유지하기를 원한다. 이는 곧 대주주와 기타 주주 간에 보다 큰 대리인 비용을 발생시킬 수 있음을 의미한다. 이러한 이유로 가족지배주주 기업이 기관지배주주 기업에 비해 상대적으로 보다 많은 현금을 보유하리라 기대할 수 있다.

### III. 자료 및 분석 모형

#### 3.1 표본의 선정

본 연구에서는 소유구조가 기업의 현금보유에 미치는 영향을 분석하기 위하여 국내 상장 제조업체를 표본으로 하였다. 국내기업의 소유구조가 획기적으로 바뀌기 시작한 1999년부터 2003년까지를 분석대상 기간으로 설정하였으며, 분석기간 동안 실증분석에 필요한 자료의 습득이 가능한 계속상장 기업 372개사가 최종 분석대상으로 선정되었다. 관리대상종목의 경우 분석기간 동안 자료의 추정이 가능할 지라도 이들 기업의 경우는 이미 재무적 곤경으로 유동성 부족에 직면하고 있음을 감안하여 표본에서 제외되었다. 추가적으로 비정상적인 현금보유기업을 통제하기 위하여 상장된 지 최소 3년이 경과하지 않은 기업도 분석 대상에서 제외되었다.

분석에 필요한 재무자료의 경우 사업보고서상 재무제표를 수록하고 있는 한국상장회사협의회 '상장회사 Database'를 이용하였으며, 소유구조의 경우는 동 자료에 수록된 대주주 현황과 소유자별 주식분포 현황 및 주주별 주식분포 현황 자료를 기초로 각사의 사업보고서와 비교하여 추출하였다. 주가관련 자료의 경우 한국증권연구원에서 발간한 "KSRI-Stock Database"를 이용하였다.

#### 3.2 변수의 측정 및 기술통계량

〈표 1〉은 실증분석에 사용될 변수에 대한 구체적인 측정방법을 기술하고 있다. 분석대상인 현금비

율은 대차대조표상에서 현금 및 현금등가물 등을 포함하고 있는 현금계정과 시장성유가증권 계정 금액을 합쳐서 현금성자산으로 정의하고 이를 순자산으로 나눠 측정하였다. 여기서 순자산은 자산총계에서 현금성자산을 제외한 값으로 정의하였다.

현금보유에 영향을 미치리라 기대되는 변수로 먼저, 기업규모의 경우 총자산의 log값으로 측정하였다. 이때, 총자산은 소비자물가지수를 이용하여 불변가치로 환산한 값을 사용하였다. 미래 성장기회의 대리변수로 시장가치 대비 장부가치 비율을 측정하기 위해 시장가치의 경우 모든 기업에 대해 12월말 보통주 시장가치를 사용하였다. 12월 결산 법인이 아닌 경우 재무정보와 증가정보의 이용시점에 차이가 있으나 시장상황에 따른 증가변동의 영향을 제거하기 위하여 모든 기업에 대해 12월말 시가총액을 적용하였다.<sup>4)</sup>

현금흐름은 영업이익에서 감가상각비를 더한 값으로 측정하였으며, 단기에 유동화가 용이한 자산의 비중을 나타내는 순운전자본비율은 유동자산에서 유동부채와 현금성자산을 차감한 값을 순자산으로 나눈 비율로 측정하였다. 현금흐름의 불확실성에 대한 대리변수로 과거 5년간 현금흐름의 표준편차를 사용하였으며, 선행연구에 준하여 R&D집약도, 은행차입비율 및 부채비율을 측정하였다. 한편, 총자산 순위 30대 기업집단에 속하는 지 여부에 따라 그룹 더미를 구성하였다.

소유구조와 관련된 변수의 경우 먼저, 경영자지분율은 사업보고서상 주요 임원들이 보유하고 있는 주식 수 합계가 전체주식 수에서 차지하는 비중으로 측정하였다. 한편, 기업의 현금흐름에 상당한 청구권을 행사할 수 있는 지배주주(controlling

4) 분석자료 중 11%인 207개가 12월 결산이 아니었으며, 해당 결산월 말일 주가를 적용시에도 분석결과에는 변화가 없었다.

〈표 1〉 변수명 및 변수 측정방법(1999년 ~ 2003년)

변수명	측정 방법
현금비율	$\frac{\text{현금성자산}}{\text{순자산}}$ $= \frac{(\text{현금 및 현금등가물} + \text{시장성 유가증권})}{(\text{총자산} - \text{현금성자산})}$
기업규모	$\text{LOG}(\text{불변가치 기준 총자산})$ <p>* 2000년 소비자물가지수 100을 기준으로 각 년도 총자산을 표준화</p>
시가/장부가치비율	$\frac{\text{시장가치}}{\text{장부가치}}$ $= \frac{(\text{총자산} - \text{보통주 장부가치} + \text{보통주 시장가치})}{\text{총자산}}$
현금흐름비율	$\frac{\text{현금흐름}}{\text{순자산}}$ $= \frac{(\text{영업이익} + \text{유형감가상각비} + \text{무형감가상각비})}{\text{순자산}}$
순운전자본비율	$\frac{\text{순운전자본}}{\text{순자산}}$ $= \frac{(\text{유동자산} - \text{유동부채} - \text{현금성자산})}{\text{순자산}}$
R&D집중도	$\frac{\text{연구개발비} + \text{매출액}}{\text{매출액}}$ $= \frac{(\text{연구개발비} + \text{이연개발비} + \text{경상연구비})}{\text{매출액}}$
은행차입비율	$\frac{\text{차입금}}{\text{총부채}}$ $= \frac{(\text{단기차입금} + \text{유동성장기차입금} + \text{장기차입금})}{\text{총부채}}$
부채비율	$\text{레버리지} = \frac{\text{총부채}}{\text{총자산}}$
현금흐름변동성	$\text{현금흐름비율의 표준편차} = \text{STD}(\text{현금흐름}_{t-4}, \dots, \text{현금흐름}_t)$ <p>* 해당 연도를 기준으로 과거 5년 간 현금흐름비율의 표준편차</p>
그룹 더미	<p>자산총계 기준 30대 기업집단 계열사인 경우 1, 그렇지 않을 경우 0</p>
경영자지분율	$\frac{(\text{등기임원들의 지분 합계} + \text{전체 지분})}{\text{총자산}} * 100$
지배주주 더미	<p>최대주주 1인의 지분총계가 30% 이상인 경우 1, 그렇지 않을 경우 0</p>

shareholder)의 존재 유무를 식별하기 위하여 특수 관계인의 지분을 포함한 최대주주 1인의 지분 총계를 사용하였다. 최대주주의 지분총계가 30% 이상인 기업을 지배주주가 존재하는 기업으로 정의하여 실증분석에 사용한다.<sup>5)</sup>

지배주주가 존재할 경우 1대 주주의 성격에 따라 가족지배주주, 기관지배주주, 법인지배주주 및 기타지배주주로 유형을 구분하였다. 최대주주 1인 지분을 구성하는 주주들 중 1대 주주가 개인명이고

친족에 의해 나머지 지분이 소유되고 있는 경우를 가족지배주주로 분류하였으며, 외국인투자자 혹은 금융기관이 1대 주주인 경우 기관지배주주로, 1대 주주가 다른 법인기업일 경우 법인지배주주로 구분하였다. 그 외 연금, 재단 및 정부 등이 1대 주주인 경우 기타 지배주주로 분류하였다.

〈표 2〉는 본 연구에 사용된 주요 변수들의 기초 통계량을 요약 정리한 것이다. 주요 변수들의 기초 통계를 살펴보면, 국내 상장 제조기업은 평균적인

5) 주주총회 결의상 정관변경, 영업양수도, 이사와 감사의 해임 등 특별결의에는 총발생주식의 1/3 이상을, 이사와 감사의 선임과 보수, 재무제표 승인, 배당금 지급시기, 외부감사인 선임 등 보통결의에는 총발생주식의 1/4 이상을 기본으로 하고 있다.

〈표 2〉 변수별 기술 통계량

변수명	평균값	최소값	Q1	중위수	Q3	최대값	표준편차
현금비율	0.127	0.001	0.035	0.077	0.168	1.097	0.149
기업규모	7.812	4.571	6.827	7.584	8.577	13.39	1.405
시장/장부가치	1.146	0.163	0.995	1.078	1.204	4.977	0.353
현금흐름비율	0.102	-0.358	0.061	0.096	0.137	0.857	0.089
순운전자본비율	-0.014	-0.685	-0.137	-0.023	0.108	0.655	0.191
R&D집약도	0.008	0.000	0.000	0.001	0.008	0.153	0.017
은행차입비율	0.347	0.000	0.177	0.334	0.505	0.893	0.223
부채비율	0.507	0.085	0.370	0.502	0.641	0.980	0.186
현금흐름변동성	0.042	0.003	0.020	0.032	0.050	0.259	0.038
경영자지분율	0.135	0.000	0.014	0.112	0.217	0.700	0.129

로 순자산의 12% 규모의 현금자산을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 이들 분석대상 기업에 대한 현금비율 분포를 보면 하단 사분위수가 3.5%에서 상단 사분위수가 16.8%로 넓은 분포를 보이고 있다. 한편, 연구개발비 비중이 매우 낮게 나타나 상대적으로 취약한 국내 연구개발 실정을 반영하고 있다. 현금을 제외한 순운전자본비율이 평균적으로 부(-)의 값을 보이고 있어 전반적으로 유동부채를 많이 사용하고 있는 것으로 나타났다. 경영자의 지분율은 평균 13.5%(표준편차 12.9%)로 표본기업 간 넓게 분포되어 있다. 전체적으로 이러한 통계치는 표본으로 선택된 기업들이 다양하게 분포되어 있음을 알 수 있다. 한편, 이들 변수간 상관계수는 크지 않았으며 회귀모형 추정시 다중공선성의 문제는 크지 않는 것으로 나타났다.

〈표 3〉은 지배주주 유형별 지분 분포를 보여주고 있다. 최대주주의 지분총계가 20% 이상인 경우를

기준으로 지배주주 존재의 유무를 판단했을 때 지배주주가 존재하지 않는 소유분산기업이 전체 표본의 15%를 차지하고 있어 전체표본의 85%가 지배주주가 존재하는 기업으로 분류되었다. 한편 최대주주 지분 총계가 30%이상 인 경우를 지배주주 존재 유무의 기준으로 적용했을 때 소유분산기업과 지배주주 존재기업이 전체표본에서 차지하는 비중은 각각 36%, 64%인 것으로 나타났다. 따라서 국내 기업의 경우 상당한 지배권을 행사할 수 있는 소유집중 형태의 지배구조가 일반적인 것으로 나타났다.<sup>6)</sup> 지배주주 유형별 분포를 보면 가족지배주주의 형태가 전체 지배주주 존재 기업의 70% 이상을 차지하고 있다.

### 3.3 분석모형의 설정

본 연구에서는 기업의 현금보유 특성을 분석하기

6) 본 연구에서는 소유분산 기업과 지배주주 존재 기업간 표본수를 고려하여 최대주주 지분총계 30%를 기준으로 지배주주의 존재 유무를 판단한 실증분석 결과를 수록하였다. 최대주주 지분총계 20%를 기준으로 지배주주의 존재 유무를 판단했을 경우에도 실증 분석결과에는 유의적인 차이가 없었다.

〈표 3〉 소유분산 기업 및 지배주주 존재 기업의 분포와 지분율

지배주주 구분		소유분산 기업	지배주주 존재 기업			
			가족지배주주	기관지배주주	법인지배주주	기타
20% 기준시	평균값	0.1361	0.4097	0.4326	0.4174	0.4392
	Q1	0.1020	0.2989	0.2699	0.3129	0.3290
	중위수	0.1424	0.3827	0.4035	0.4126	0.4259
	Q3	0.1774	0.4928	0.5992	0.5007	0.5600
	표본수	275	1,134	82	349	20
30% 기준시	평균값	0.2060	0.4623	0.5064	0.4689	0.4737
	Q1	0.1612	0.3609	0.3626	0.3914	0.3838
	중위수	0.2228	0.4439	0.4467	0.4520	0.5220
	Q3	0.2635	0.5244	0.6162	0.5401	0.5600
	표본수	673	843	59	268	17

위하여 기업규모, 시장/장부가치 비율, 소유구조 변수 등을 설명변수로 사용한 다중회귀분석을 수행하였다. 계량적인 추정방법으로 기업별 개별효과를 고려할 수 있도록 패널자료 분석기법 중 하나인 랜덤효과 모형(random effects model)을 이용하였다.<sup>7)</sup> 또한 시계열횡단면 혼합분석(pooled time-series and cross-sectional analysis)과 각 변수별 5년간 시계열 평균값을 이용한 횡단면분석(cross-sectional regression)을 통해 추정결과를 비교분석 했다.

먼저, Opler et al.(1999) 등에서 쓰인 모형을 참조하여 거래비용 및 자금조달비용 측면에서 현금 보유에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들을 중심으로 추정모형을 설정하였다. 종속변수로 현금비율의 자연대수를 값을 이용하였으며, 독립변수로는 기업규모, 시가/장부가치비율, 현금흐름비율, 순운

전자본비율, R&D집약도, 은행차입비율, 부채비율, 현금흐름변동성 그리고 재벌더미 등을 사용하였다. 추정모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 \text{현금비율}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1(\text{기업규모})_{i,t} \\
 & + \alpha_2(\text{시장/장부가치})_{i,t} + \alpha_3(\text{현금흐름비율})_{i,t} \\
 & + \alpha_4(\text{순운전자본비율})_{i,t} + \alpha_5(\text{R\&D집중도})_{i,t} \\
 & + \alpha_6(\text{은행차입비율})_{i,t} + \alpha_7(\text{부채비율})_{i,t} \\
 & + \alpha_8(\text{현금흐름변동성})_{i,t} + \alpha_9(\text{그룹더미})_{i,t} \\
 & + \varepsilon_{i,t} + \mu_i \quad (3-1)
 \end{aligned}$$

여기서  $i$ 는 분석대상 기업을,  $t$ 는 분석기간을 나타낸다.  $\mu_i$ 는 기업마다 상수항이 서로 다른 값을 갖는 기업별 개별효과(individual effect)다. 시계열횡단면 혼합분석과 횡단면분석에서 개별효과는

7) 패널자료 분석기법 중 랜덤효과분석은 30대 그룹개별 등 시계열적 변화가 거의 없는 변수를 고려하고, 관찰치에 비해 관측기간이 적은 패널자료의 구조에서 자유도 상실을 막아주어 추정량의 효율성을 높일 수 있다는 장점이 있다.

없는 것으로 간주된다.

한편, 이들 회귀식에 경영자지분율과 지배주주 더미를 추가함으로써 기업의 현금보유 특성이 이들 소유구조에 따라 어떠한 영향을 받는지 분석하였다.

$$\begin{aligned} \text{현금비율}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1(\text{기업규모})_{i,t} \\ & + \alpha_2(\text{시장/장부가치})_{i,t} + \alpha_3(\text{현금흐름비율})_{i,t} \\ & + \alpha_5(R\&D\text{집중도})_{i,t} + \alpha_6(\text{은행차입비율})_{i,t} \\ & + \alpha_7(\text{부채비율})_{i,t} + \alpha_8(\text{현금흐름변동성})_{i,t} \\ & + \alpha_9(\text{그룹더미})_i + \alpha_{10}(\text{경영자지분율})_{i,t} \\ & + \alpha_{11}(\text{지배주주더미})_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} + \mu_i \end{aligned} \quad (3-2)$$

기존 연구에 따르면 경영자의 지분보유 정도에 따라 주주의 이해일치 효과와 이해상충 효과는 달리 나타날 수 있으며, 어떠한 효과가 우세한가는 실증적인 문제라고 본다. 따라서 본 연구에서는 경영자지분율과 현금보유간의 비선형성을 고려하기 위하여 아래와 같이 경영자지분율을 3개의 구간별로 재정의하고, 이들 3개의 재정의된 변수를 경영자지분율을 대신해 설명변수로 포함하여 실증분석을 수행한다. 구간별 지분율변수를 정의하는 임계치의 경우 구간별 샘플 수를 고려하고 Opler et al.(1999)의 연구결과와 비교 가능하도록 5%이하; 5~25%, 25%이상의 3개의 구간으로 설정하였다.

경영자지분율(0 to 5) = 경영자지분율, if 경영자지분율 < 5%  
= 5%, if 경영자지분율 ≥ 5%

경영자지분율(5 to 25) = 0% if 경영자지분율 < 5%  
= (경영자지분율 - 5%), if 5% ≤ 경영자지분율 ≤ 25%  
= 20% if 경영자지분율 ≥ 25%

경영자지분율(over 25) = 0% if 경영자지분율 < 25%  
= (경영자지분율 - 25%), if 경영자지분율 ≥ 25%

앞서 문헌연구에서 검토되었듯이 지배주주는 능동적으로 경영자를 모니터링 할 유인을 갖는 등 지배주주의 존재 자체는 경영자지분율과 현금보유간에 나타나는 관계를 조절할 것이라 기대할 수 있다. 이러한 가설을 검증하기 위해 본 연구에서는 경영자지분율과 지배주주 더미의 교차항(interaction term)을 이용하여 지배주주의 존재가 경영자지분율과 현금보유간의 관계에 어떠한 조절기능을 갖는지 분석한다. 추가적으로 지배주주의 유형에 따라 이들 관계에 미치는 영향이 어떻게 나타나는 지 살펴본다.

$$\begin{aligned} \text{현금비율}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1(\text{기업규모})_{i,t} \\ & + \alpha_2(\text{시장/장부가치})_{i,t} + \alpha_3(\text{현금흐름비율})_{i,t} \\ & + \alpha_4(\text{순운전자본비율})_{i,t} + \alpha_5(R\&D\text{집중도})_{i,t} \\ & + \alpha_6(\text{은행차입비율})_{i,t} + \alpha_7(\text{부채비율})_{i,t} \\ & + \alpha_8(\text{현금흐름변동성})_{i,t} + \alpha_9(\text{그룹더미})_i \\ & + \alpha_{10}(\text{경영자지분율}(0\ to\ 5) * \text{지배주주더미})_{i,t} \\ & + \alpha_{11}(\text{경영자지분율}(5\ to\ 25) * \text{지배주주더미})_{i,t} \\ & + \alpha_{12}(\text{경영자지분율}(over\ 25) \\ & * \text{지배주주더미})_{i,t} + \varepsilon_{i,t} + \mu_i \end{aligned} \quad (3-3)$$

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 거래비용, 자금조달비용이 현금보유에 미치는 영향

<표 4>는 거래비용 및 자금조달비용 측면에서 기업의 현금보유 의사결정에 영향을 미치리라 기대되는 변수들을 설명변수로 사용한 다중회귀 분석결과이다. 분석결과 시계열 횡단면분석 및 패널분석 등

〈표 4〉 거래비용, 자금조달비용이 현금보유에 미치는 영향

분석 방법 독립변수	랜덤효과 분석			시계열 횡단면 혼합분석		횡단면분석
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
상수항	-	-	-	-0.957*** (-4.25)	-1.191*** (-4.88)	-0.991** (-2.11)
기업규모	-0.174*** (-5.07)	-0.122*** (-2.94)	-0.109* (-2.57)	-0.190*** (-9.09)	-0.155*** (-6.22)	-0.159*** (-3.19)
시가/장부가치	0.209*** ( 2.87)	0.205*** ( 2.77)	0.266*** ( 3.26)	0.279*** ( 3.06)	0.266*** ( 2.95)	0.177 ( 0.89)
현금흐름/자산	1.338*** ( 4.48)	1.345*** ( 4.43)	1.562*** ( 4.92)	1.913*** ( 6.71)	1.929*** ( 6.72)	2.399*** ( 3.29)
순운전자본/자산	-1.000*** (-5.22)	-1.023*** (-5.40)	-0.768*** (-4.39)	-0.539*** (-3.07)	-0.584*** (-3.36)	-0.409 (-1.11)
R&D집중도	-1.773 (-1.09)	-1.516 (-0.95)		-3.962*** (-3.16)	-3.664*** (-2.95)	-3.996 (-1.58)
은행차입비율	-0.598*** (-4.14)	-0.621*** (-4.29)		-0.716*** (-5.13)	-0.755*** (-5.39)	-0.829*** (-2.65)
부채비율	-0.509*** (-2.64)	-0.484** (-2.51)		-1.153*** (-7.32)	-1.107*** (-6.99)	-1.343*** (-4.20)
현금흐름변동성	1.230 ( 1.41)	1.502* ( 1.71)	1.391 ( 1.56)	3.005*** ( 4.28)	3.326*** ( 4.78)	4.058*** ( 3.10)
30대그룹더미		-0.394*** (-2.69)	-0.388** (-2.55)		-2.253*** (-3.24)	-0.227 (-1.56)
adj R <sup>2</sup>	0.125	0.131	0.088	0.157	0.162	0.212
N	1860	1860	1860	1860	1860	372

주) p<0.1: \*, p<0.05: \*\*, p<0.01: \*\*\*, ( )은 White 이분산성 조정 t-값임.

추정방법에 관계없이 추정계수는 대부분 기존 가설과 일치된 부호를 보여주고 있다.

먼저, 회귀모델 및 추정방법에 관계없이 기업규모, 순운전자본비율, 은행차입비율, 레버리지 변수는 기업의 현금보유에 통계적으로 유의적인 부(-)의 설명력을 갖는 것으로 나타났다. 대기업일수록, 현금 대체자산이 많은 기업일수록 보다 적은 현금을 보유하는 것으로 나타나 현금관리에 규모의 경제가 존재하며 보유 자산의 성격에 따라 현금보유

의 특성이 달라진다는 기존의 가설과 일치된 결과를 보여주고 있다. 또한 은행차입비율과 현금비율 간 강한 부(-)의 관계는 은행차입이 대리인 문제와 정보비대칭과 관련된 비용을 줄이고, 차입기업의 신용가치에 대한 긍정적인 정보를 시장에 전달함으로써 외부자금조달에 보다 쉽게 접근 가능하다는 James(1987), Mikkelson and Parch(1986)의 주장을 지지하는 증거로 볼 수 있다. 한편, 부채비율이 높은 기업일수록 보다 적은 현금을 보유하고

있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 부채의 대리인 비용으로 인해 부채비율이 높은 기업일수록 보다 많은 현금을 보유할 것이라는 기대와는 달리 오히려 John(1993)의 주장과 같이 높은 레버리지는 채권발행에 따른 감시(monitoring)효과로 경영자로 하여금 필요 이상의 현금을 보유하지 못하게 한다는 가설을 보다 지지하고 있다.

시장/장부가치 비율, 현금흐름변동성은 유의적으로 정(+)의 설명력을 갖는 것으로 나타났다. 성장 기회가 큰 기업일수록, 영업 불확실성이 높은 기업일수록 보다 많은 현금을 보유한다는 가설과 일치하는 결과다. 현금흐름비율과 현금비율 역시 유의한 정(+)의 관계를 보이고 있다.<sup>8)</sup> 기업이 외부자금조달보다는 내부자금을 보다 선호한다면 현금흐름이 풍부한 기업은 이들 현금을 내부에 보다 많이 축적하려는 유인을 가진다고 볼 수 있다.

한편, R&D집중도의 경우 현금비율과 부(-)관계를 보여 정보비대칭이 큰 기업일수록 보다 많은 현금을 보유하리라는 기존가설과 상반된 부호를 보였다. 그러나 패널분석 결과의 추정계수의 통계적 유의성은 낮았다.

추정모델 (2), (3), (5), (6)은 국내 기업집단의 운영형태가 소속기업들의 현금보유에 영향을 미치는 지를 살펴보기 위해 30대 그룹 소속기업에 대한 더미변수를 추가한 회귀모델이다. 분석결과 기존 변수의 추정계수에는 변화가 없었으며, 30대 기업집단 더미변수는 1% 유의수준에서 유의적인 부(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 국내의 경우 그룹 소속기업들은 여타 독립계열 기업에 비해 현금부족 문제를 보다 쉽게 극복할 수 있는 금

융상의 이점을 갖는 등 현금보유에 대한 수요가 다르다는 증거로 볼 수 있다.

한편, Opler et al.(1999)는 기업의 현금보유 의사결정은 자금조달, 투자정책과 동시에 결정되는 측면이 있고, 따라서 이러한 경우 이들 변수를 동시에 포함한 추정모델은 비일관된(inconsistent) 추정 통계량을 보일 가능성이 있음을 지적한다. 추정모델 (3)은 R&D집중도, 은행차입비율 및 레버리지를 제외한 추정결과이다. 이들 변수를 제외하여 추정하였을 경우 역시 회귀식 (1)의 결과와 크게 다르지 않았다. 추정모델 (6)은 시계열 변수의 평균치를 이용한 횡단면분석 결과이다. 추정결과 시계열 특성을 반영한 앞서의 분석과 추정계수의 부호는 일치된 결과를 보이고 있다. 다만 시장/장부가치 비율, 순운전자본비율, R&D, 30대 그룹더미 변수의 통계적 유의성은 낮게 나타났다.

#### 4.2 소유구조가 현금보유에 미치는 영향

<표 5>는 기업의 소유구조가 현금보유 의사결정에 미치는 영향에 대한 랜덤효과분석 결과이다.<sup>9)</sup> 추정식 (1)과 (2)는 앞서의 현금보유결정모델에 경영자지분율 변수를 추가한 회귀식이다. 경영자지분율의 추정계수는 각각 -0.48, -0.49로(t-값 -2.13, -2.23) 현금비율에 유의적인 부(-)의 설명력을 갖는 것으로 나타났다. 대리인이론에 따른 경우 경영자는 그들 자신의 목적을 위하여 보다 많은 현금을 보유할 동기를 가진다. 그러나 경영자는 그들의 소유지분이 증가할수록 주주의 관점과 보다 일치된 행동을 보일 것이다. 따라서 현금보유에 따

8) Shyam-Sunder and Myers(1999)는 높은 현금흐름을 갖는 기업은 역시 높은 성장기회를 갖는 기업으로 이들 기업은 수익성 있는 투자기회의 상실에 따른 기회비용을 최소화하기 위해 보다 많은 현금을 보유하는 경향이 있다고 보았다.

9) 지면상 생략하였으나 시계열횡단면 혼합분석 결과에서도 유사한 결과를 보였다.

〈표 5〉 소유구조가 기업의 현금보유에 미치는 영향

독립변수	랜덤효과 분석(Random Effects Model)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
기업규모	-0.094** (-2.28)	-0.122*** (-2.95)	-0.123*** (-2.97)	-0.123*** (2.99)	-0.124*** (-3.00)	-0.125*** (-3.03)
시가/장부가치	0.269*** ( 3.12)	0.203*** ( 2.73)	0.207*** ( 2.77)	0.205*** ( 2.76)	0.209*** ( 2.81)	0.215*** ( 2.88)
현금흐름/자산		1.344*** ( 4.45)	1.362*** ( 4.52)	1.341*** ( 4.42)	1.359*** ( 4.48)	1.383*** ( 4.53)
순운전자본/자산		-1.034*** (-5.45)	-1.027*** (-5.42)	-1.048*** (-5.49)	-1.042*** (-5.47)	-1.023*** (-5.33)
R&D집중도		-1.599 (-1.00)	-1.685 (-1.04)	-1.622 (-1.01)	-1.704 (-1.05)	-1.856 (-1.12)
은행차입비율		-0.611*** (-4.24)	-0.613*** (-4.25)	-0.607*** (-4.22)	-0.609*** (-4.23)	-0.598*** (-4.17)
부채비율		-0.516*** (-2.68)	-0.501*** (-2.60)	-0.551*** (-2.82)	-0.535*** (-2.73)	-0.548*** (-2.78)
현금흐름변동성		1.371 ( 1.56)	1.401 ( 1.59)	1.368 ( 1.56)	1.399 ( 1.59)	1.463* ( 1.65)
30대 그룹더미	-0.346** (-2.29)	-0.432*** (-2.95)	-0.419*** (-2.84)	-0.431*** (-2.95)	-0.417*** (-2.84)	-0.400*** (-2.68)
경영자지분율	-0.479** (-2.13)	-0.491** (-2.23)		-0.457** (-2.06)		
경영자지분율 (5% 이하)			3.359* ( 1.82)		3.424* ( 1.85)	3.120* ( 1.69)
경영자 지분율 (5% to 25%)			-1.596*** (-3.26)		-1.560*** (-3.17)	-1.648*** (-3.33)
경영자 지분율 (25% 이상)			0.319 ( 0.54)		0.343 ( 0.58)	0.336 ( 0.57)
지배주주 더미				-0.063 (-1.10)	-0.064 (-1.11)	
가족지배주주더미						-0.028 (-0.45)
기관지배주주더미						-0.456* (-1.76)
법인지배주주더미						-0.076 (-0.85)
adj R <sup>2</sup>	0.065	0.133	0.137	0.138	0.141	0.142
N	1860	1860	1860	1860	1860	1860

주) p<0.1: \*, p<0.05: \*\*, p<0.01: \*\*\*, ( )은 White 이분산성 조정 t-값임.

른 비용이 존재할 경우 경영자지분율과 현금비율은 부(-)의 관계를 기대할 수 있다.

한편 추정식 (3)은 경영자지분율과 현금보유간 비선형적인 관계를 분석하기 위해 경영자지분의 크기에 따라 3개의 구간별(5%이하, 5%~25%, 25%이상)로 변수를 재정의하고, 이들 3개의 재정의된 변수를 경영자지분율을 대신해 회귀모형에 포함시켜 추정한 결과이다. 분석결과 경영자지분이 현금보유에 미치는 영향은 경영자지분율 구간별 상이한 부호를 보였으며, 통계적으로 유의적인 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 먼저, 경영자지분율이 낮은 구간(5%이하)에서 추정계수는 3.359, t값 1.82로 10% 유의수준에서 경영자지분율은 현금보유에 정(+)의 효과를 갖는 것으로 나타났다. 그러나 경영자지분율이 5%~25% 구간에서는 추정계수가 -1.596, t값 -3.26으로 통계적으로 매우 유의적인 부(-)의 설명력을 보였다.

이러한 결과는 경영자가 그들의 지분이 낮을 경우 단순히 자신의 위험회피 목적이나 사적이익을 위해 보다 많은 현금을 축적할 유인이 강하게 작용하는 반면, 지분이 점차 증가하는 일정구간에서 경영자는 보다 더 주주의 이해와 일치하게 되고 초과 현금보유에 따른 손실이 커지게 됨으로 현금보유와 부(-)의 관계를 갖는 것으로 해석될 수 있다.

한편, 경영자지분율이 25%이상인 구간에서는 더 이상 경영자지분율과 현금비율간의 유의적인 부(-)의 관계는 유지되지 않았으며, 오히려 유의성은 낮으나 정(+)의 계수 값을 보이는 것으로 나타났다.<sup>10)</sup> 이러한 결과는 경영자의 지분이 일정 수준 이상이 되면 경영자는 이사회나 인수합병 위협 등 지배 매커니즘의 위협으로 부터 어느 정도 자유로

울 수 있기 때문에 기업가치의 하락에도 불구하고 개인적 이익을 추구할 유인이 생긴다는 Demsetz (1983), Fama and Jensen(1983)과 경영자는 일정 수준 이상 높은 지분에서 보다 위험회피적인 성향을 보일 것이라는 Stulz(1988)의 주장과 일맥상통하는 것으로 볼 수 있다.

이상의 분석결과에 따르면 경영자지분의 보유 정도에 따라 주주와의 이해일치(alignment of interest) 효과와 이해상충(conflict of interest) 효과는 동시에 존재하는 것으로 보인다.

추정식 (4)와 (5)는 지배주주의 존재가 기업의 현금보유에 미치는 영향을 분석하기 위하여 지배주주 더미 변수를 추가한 회귀결과이다. 추정결과 지배주주 더미 변수는 현금비율에 부(-)의 관계를 보였으나 통계적인 유의성은 낮았다.

추정식 (6)은 지배주주 유형에 따라 현금비율에 미치는 영향을 나타내고 있다. 유형에 관계없이 모든 지배주주 더미 변수의 추정계수는 부(-)의 값이 유지되었으며, 특히, 지배주주가 기관투자자일 경우 추정계수는 -0.456로 가족 또는 법인지배주주의 추정계수 -0.028, -0.076 보다 큰 부(-)의 값을 보였다. 기관지배주주 더미 변수는 통계적으로도 유의적인 설명력을 가졌다. 이러한 추정결과로 볼 때, 지배주주의 존재는 자신의 지위를 이용하여 사적인 이익을 추구하기위해 소유분산기업 보다 많은 현금을 보유하도록 하리라는 가설은 지지되지 않았다. 반면, 지배주주는 소유분산기업에 비해 능동적으로 경영자를 모니터링 할 유인을 갖고 따라서 지배주주의 존재는 경영자로 하여금 사적이익을 위해 보다 많은 현금을 보유하려는 기회주의적인 행위를 억제한다는 가설이 보다 지배적으로 작용하

10) Denis, Denis and Sarin(1997)은 경영자지분이 67.5% 이상의 매우 높은 구간에서 경영자의 사적위험 회피경향이 뚜렷이 나타남을 보였다.

리라 추론해 볼 수 있다. 지배주주의 존재가 경영자의 기회주의적 행위를 감시한다고 할지라도 가족 지배주주 기업은 기관지배주주 기업에 비해 보다 많은 현금을 보유하는 것으로 나타났다. 이는 기관 투자자의 보다 적극적인 경영자 감시활동과 가족지배주주와 기타 주주 간에 발생 가능한 대리인 문제를 간접적으로 시사하는 증거로 볼 수 있다.

〈표 6〉은 경영자의 현금보유 행동에 지배주주의 존재가 구체적으로 어떠한 영향을 미치는 지 보다 직접적인 분석을 위해 기존 현금보유결정모델에 경영자지분율과 지배주주 더미의 교차항을 추가한 분석결과이다. 표에서 생략된 다른 현금보유 설명변

수들의 추정결과는 앞서의 결과와 크게 다르지 않았다.

먼저, 앞의 〈표 5〉 추정식(3)에서 경영자지분율 변수는 5%이하 지분율 구간에서 추정계수 3.359, t값 1.82로 현금보유에 정(+)의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 지분이 낮은 구간에서 경영자는 사적이익을 위해 보다 많은 현금을 축적하려는 유인이 강하게 작용하는 것으로 나타났다. 그러나 〈표 6〉의 추정식(1)에서 보듯이 경영자지분율이 낮은 구간(5%이하)에서 경영자지분율과 지배주주 더미 교차항의 추정계수는 1.611, t값 0.99로 더 이상 유의적인 설명력을 가지지 못

〈표 6〉 지배주주의 존재가 경영자의 현금보유 행동에 미치는 영향

독립변수	분석 방법	랜덤효과 분석		시계열횡단면 혼합분석	
		(1)	(2)	(3)	(4)
30대 그룹 더미		-0.416*** (-2.84)	-0.393*** (-2.68)	-0.285*** (-3.62)	-0.237*** (-3.00)
경영자지분율(5%이하) x 지배주주기업 더미		1.611 ( 0.99)		1.022 ( 0.60)	
경영자지분율(5%~25%) x 지배주주기업 더미		-1.205** (-2.16)		-1.361** (-2.42)	
경영자지분율(25%이상) x 지배주주기업 더미		0.301 ( 0.45)		-0.0014 (-0.01)	
경영자지분율(5%이하) x 소유분산기업 더미			4.522** ( 2.17)		7.404*** ( 3.46)
경영자지분율(5%~25%) x 소유분산기업 더미			-1.633** (-1.93)		-1.754** (-1.99)
경영자지분율(25%이상) x 소유분산기업 더미			0.043 ( 0.05)		1.072 ( 0.80)
adj R <sup>2</sup>		0.137	0.136	0.168	0.167
N		1860	1860	1860	1860

주) 모든 추정식에 기업규모, 시가/장부가치비율, 현금흐름비율, 순운전자본비율, R&D집중도, 은행차입비율, 부채비율, 현금흐름변동성 및 30대 그룹더미 변수가 포함됨.  
p<0.1: \*, p<0.05: \*\*, p<0.01: \*\*\*, ( )은 White의 이분산성 조정 t-값임.

했으며, 추정계수의 크기도 크게 줄어들었다. 반면, 같은 표 추정식(2)의 경영자지분율과 소유분산기업 더미 교차항의 추정계수는 4.52,  $t$ 값 2.17로 전체기업에 대한 경영자지분율의 추정계수 3.359와 지배주주 존재기업의 경영자지분율 추정계수 1.611 보다 매우 큰 정(+)의 값을 가지며, 통계적인 유의성도 더욱 커졌다. 지배주주가 존재하지 않은 기업의 경영자는 보다 많은 현금을 축적하고 있었다. 결국, 이러한 결과는 지배주주의 존재가 현금 축적을 통해 사적이익을 추구하려는 경영자의 행동을 완화시킨다는 직접적인 증거로 볼 수 있다.

경영자지분이 5%~25% 구간에서는 지배주주기업 더미와의 교차항이나 소유분산기업 더미의 교차항 모두가 5%수준에서 유의적인 부(-)의 추정계수를 갖는 것으로 나타났다. 따라서 이들 구간에서는 지배주주의 유무에 관계없이 경영자의 지분이 증가함에 따라 경영자의 주주이해일치 효과가 지배적으로 작용하고 있었다. 한편, 이들 지분구간에서 경영자지분율과 지배주주더미 교차항의 추정계수(-1.205)는 소유분산기업 더미와의 교차항 추정계수 -1.633이나 앞서 <표 5>의 전체기업에 대한 경영자지분율 추정계수 -1.596 보다 절대 값이 작은 것으로 나타났다. 이는 앞서 살펴본 바와 같이 Shleifer and Vishny(1997), Faccio, Lang and Young(2001) 등의 지적과 유사하게 지배주주에 의한 모니터링이 경영자와 관련된 대리인 문제를 어느 정도 완화시킬 수 있지만, 기업에 대한 전적인 통제권을 확보한 지배주주의 경우 소액주주의 이해와는 관계없이 자신의 통제권 아래 보다 많은 현금을 축적하려는 유인 역시 존재하고 있음을 간접적으로 시사하고 있다.

경영자지분율이 25%이상인 구간에서는 이들 교차항 변수는 지배주주의 존재 유무에 관계없이 전

체기업에 대한 추정결과와 유사하게 통계적인 유의성이 없었다. 이러한 위의 대부분의 결과는 회귀모형의 추정방법에 관계없이 시계열횡단면 혼합분석에서도 유사한 결과를 보였다.

## V. 결론

본 연구는 국내 372개 기업 자료를 대상으로 기업의 소유구조가 현금보유에 미치는 영향에 초점을 두고 다각도로 실증 분석하였는데 의의가 있다. 즉, 지금까지 다수의 연구에서 주장되어 온 거래비용이나 자본조달비용 측면에서의 변수들뿐만 아니라 추가적으로 경영자 오너십, 지배주주의 존재 유무 및 유형 등 기업의 소유구조 변수들이 현금보유에 어떠한 영향을 미치는 지 분석하였다. 이를 위해 외환위기 이후인 1999년부터 2003년까지 최근 5년간 국내 상장 제조업체의 패널자료를 대상으로 랜덤효과 모형과 시계열횡단면 혼합분석 모형을 사용하여 추정하였다. 경영자지분율, 지배주주의 존재 유무 등 소유구조 관련 변수를 포함한 분석 결과는 상당히 유의미한 시사점을 제시하였다.

소유구조는 국내 기업의 현금보유 수준에 주요한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 먼저, 전체 표본에 대해 현금보유 결정요인에 대한 선형회귀모델의 추정에서 경영자지분율과 현금비율 간에는 부(-)의 관계를 보여 경영자는 그들의 지분이 증가함에 따라 현금보유 비중을 줄이는 것으로 나타났다. 그러나 경영자의 소유지분과 현금보유 사이에는 단순 선형관계라기 보다는 비선형적인 관계가 보다 지배적인 것으로 나타났다. 경영자 지분이 낮은 구간(5%이하)에서는 경영자지분율은 현금보유비율

과 유의적인 정(+)의 관계를 보인 반면, 이보다 지분이 높은 구간(5%~25%)에서는 반대로 부(-)의 유의적인 추정계수를 보였다. 이러한 관계는 경영자의 지분이 일정 수준(25%이상) 이상으로 크게 증가함에 따라 추정계수는 다시 정(+)의 부호로 바뀌었다. 다만 이들 구간에서 추정계수의 통계적인 유의성은 낮았다.

결국 지분이 낮은 구간에서 경영자는 단순히 자신의 위험회피 목적이나 사적이득을 위해 보다 많은 현금을 축적한 유인이 강하게 작용하는 반면, 지분이 점차 증가할수록 경영자는 보다 더 주주의 이해와 일치하게 되고 초과 현금보유에 따른 손실 부담도 커지게 됨으로써 이들 구간에서 경영자지분율과 현금보유 간에는 부(-) 관계를 갖게 된다고 해석할 수 있다. 그러나 경영자는 지분이 일정수준을 넘어설 경우 더 이상 이사회나 인수합병 등과 같은 지배메카니즘으로 부터 어느 정도 자유로워질 수 있고, 보다 더 위험회피적인 성향을 갖게 됨으로써 기업가치의 하락에도 불구하고 보다 많은 현금을 축적하는 것으로 유추된다.

보다 중요한 것은 이들 경영자지분율에 따른 현금비율과의 관계는 통제권을 확보한 지배주주의 존재 유무에 따라 영향을 받는 것으로 나타났다. 지배주주가 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 보다 적은 현금을 보유하고 있다. 지분이 낮은 구간에서 경영자지분율과 현금보유간의 정(+)의 관계는 지배주주 존재에 따라 더 이상 통계적으로 유의적인 값을 보이지 않았으며 특히, 지배주주가 존재하지 않을 경우 경영자지분율과 현금비율 간 정(+)의 관계는 더욱 커지고 통계적 유의성도 보다 높아지는 것으로 나타났다. 이는 지배주주의 존재가 현금보유를 통한 경영자의 사적이익 추구 행동을 완화시키는 것으로 해석될 수 있다. 지배주주

유형별로는 기관지배주주가 가족지배주주나 법인지배주주에 비해 경영자의 현금보유 행위에 보다 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 선진국의 기업 구조와는 다른 국내 기업의 소유구조가 갖는 특징적 결과로 해석될 수 있으며 향후 기업간 비교 사례 연구에서 보다 심층적으로 고려되어야 할 사항이라 하겠다.

기업집단에 소속된 기업의 현금비중이 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타나 그룹소속 기업은 금융상의 이점 등을 통해 현금보유에 대한 수요가 여타 기업과는 다르다는 것을 확인할 수 있었다. 또한 소기업일수록, 성장기회가 큰 기업일수록, 현금흐름의 불확실성이 높은 기업일수록 보다 많은 현금을 보유하고 있었으며, 순순전자본비율과 부채비율이 높은 기업과 부채의 종류 중 은행차입비중이 높은 기업일수록 보다 적은 현금을 보유하는 것으로 나타났다. 통계적 유의성이 확인되지 않은 정보비대칭의 대리변수로 사용된 R&D비율을 제외하면 이러한 분석결과는 앞서 문헌연구에 따라 설정된 가설과 대부분 일치하였다.

한편, 이러한 연구 결과를 일반화하기에는 한계가 있다. 분석 대상이 일부 제조업에 한정되어 있고 분석기간 또한 1999에서 2003년까지 5개년에 국한되어 있다. 최근 들어 선행연구 및 언론을 통해 기업들의 현금보유가 매우 증가하고 있는 것으로 나타나 이들 최근의 자료를 포함하여 분석할 경우 보다 일반화된 결과를 가져 올 수 있다고 본다.

## 참고문헌

강준구, 박경서, 정균화(2001), "한국의 지배구조: 현재와

- 미래," 한국경영학회(편), *경영학 뉴패러다임*, 서울, 박영사, 106-319
- 김영숙, 이재춘(2000), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," *증권학회지*, 26, 173-197
- 김우택, 장대홍, 김경수(1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구," *재무연구*, 6(1), 55-75
- 김주현(1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," *재무연구*, 5(1), 129-154
- 김창수와 조담(1996), "한국기업의 유동성 투자결정요인에 관한 연구," *재무연구*, 12, 187-209
- 방승욱(1996), "기업의 소유집중도에 따른 시장의 기업평가에 관한 연구," *경영학연구*, 25(2), 205-244
- 윤영섭, 김성표(1999), "사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향," *재무연구*, 12(1), 1-37
- 정광선(1999), "기업지배구조와 증권투자기관의 역할," *한국금융학회 추계심포지엄*
- 한국은행(2006), "2005년 기업경영분석 결과," *한국은행 보도자료*
- Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach (2002), "The demand for corporate liquidity: A theory and some evidence," *Working Paper*, Univ. of Illinois and New York Univ.
- Antunovich, P.(1996), "Optimal slack policy under asymmetric information," *Unpublished manuscript*, Northwestern University, Evanston, IL
- Barclay, M. J., C. W. Smith(1995), "The maturity structure of corporate debt," *Journal of Finance*, 50, 609-631
- Baskin, J.(1987), "Corporate liquidity in games of monopoly power," *Review of Economics and Statistics*, 69, 312-319
- Berle, A. A. and G. C. Means(1932), *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan Co.
- Chemmanur, T. G. and P. Fulghieri(1994), "Reputation, renegotiation and the choice between bank loans and publicly traded debt," *The Review of Financial Studies*, 7, 475-506
- Demsetz, H. and K. Lehn(1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177
- Demsetz, H.(1983), "The structure of ownership and theory of the firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin(1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52, 135-160
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith and H. Servaes (2003), "International corporate governance and corporate cash holdings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133
- Faccio, M., H. P. Lang and L. Young(2001), "Dividends and expropriation," *American Economic Review*, 91, 54-78
- Fama, E. and M. Jensen(1983), "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325
- Fazzari, S. M. and B. Petersen(1993), "Working capital and fixed investment: New evidence on financing constraints," *Rand Journal of Economics*, 24, 328-342
- Grossman, S. J. and O. Hart(1988), "One share-one vote and the market for corporate control," *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202
- Harford, J.(1999), "Corporate cash reserves and acquisitions," *Journal of Finance*, 54, 1969-1997

- James, C.(1987), "Some evidence on the uniqueness of bank loan," *Journal of Financial Economics*, 19, 217-235
- Jensen, M. C.(1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- John, T. A.(1993), "Accounting measures of corporate liquidity, leverage and costs of financial distress," *Financial Management*, 22, 91-100
- Jung, K., Y. Kim and R. Stulz(1996), "Timing, investment opportunitism, managerial discretion, and the security issue decision," *Journal of Financial Economics*, 42, 159-185
- Kim, C., D. C. Mauer, and A. E. Sherman(1998), "The determinants of corporate liquidity: theory and evidence," *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 33, 305-334
- Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(1999), "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance*, 54(2), 471-517
- McConnell, J. J. and H. Servaes(1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, 46, 671-688
- Mikkelson, W. H. and M.M. Partch(1986), "Valuation effects of security offerings and the issuance process," *Journal of Financial Economics*, 15, 31-60
- (2003), "Do persistent large cash reserve lead to poor performance?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 275-294
- Miller, M. H., and D. Orr(1966), "A model of the demand for money by firms," *Quarterly Journal of Economics*, 80, 413-435
- Morck, R., S.Shleifer and R.Vishny(1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315
- 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, S. C.(1977), "Determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175
- Myers, S. C., and N. S. Majluf(1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and Williamson (1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46
- Opler, T. and S. Titman(1994), "Financial distress and corporate performance," *Journal of Finance*, 49, 1015-1040
- Ozkan, A. and N. Ozkan(2003), "Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies," *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103-2134
- Pinkowits, L., and R. Williamson(2001), "Bank power and cash holdings: Evidence from Japan," *Review of Financial Studies*, 14, 1059-1082
- Shleifer, A. and R. Vishny(1986), "Large share-

- holders and corporate control," *Journal of Political Economy*, 95, 461-488
- \_\_\_\_\_ (1993), "Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach," *Journal of Finance*, 47, 1343-1366
- \_\_\_\_\_ (1997), "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52, 737-784
- Shyam-Sunder, L. and S. C. Myers(1999), "Testing static trade-off against pecking order models of capital structure," *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244
- Smith, C. and R. L. Watts(1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies," *Journal of Financial Economics*, 20, 263-292
- Stiglitz, J.(1985), "Credit markets and the control of capital," *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 133-152
- Stulz, R.(1988), "Managerial control of voting rights, financing policies and market for corporate control," *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54
- Whited, T. M.(1992), "Debt, liquidity constraints and corporate investment: Evidence from panel data," *Journal of Finance*, 47, 1425-1460

## The Influence of Corporate Ownership Structure on Cash Holdings

Sung Pyo Kim\*

### Abstract

This paper investigates the influence of ownership structure and other firm characteristics on corporate cash holdings. Specifically, I investigate the nature of the relationship between managerial ownership and cash holdings and whether this relationship is affected by other characteristics of ownership structure of firms. Using data from 372 listed companies in Korea from 1999 to 2003, I find that the ownership structure of firms plays an important role in determining the level of cash holdings.

The level has a non-monotonic relationship with the managerial ownership: Cash holdings are positively related at lower levels of ownership(0% to 5%) but the relationship is reversed at higher levels of ownership(5% to 25%). The relation becomes positive again at high levels of ownership(over 25%), which is however, statistically insignificant. These results suggest that management move from entrenchment to alignment, and to entrenchment again as their ownership in the firm increase: Managers are entrenched at lower levels of ownership and can hold more cash to pursue their own interests at the expense of other shareholders and/or managers may wish to protect their human capital with a cash buffer at lower levels. However, cash holdings are negatively related at higher levels of ownership since the incentive alignment effect of increased managerial ownership dominates the entrenchment effect.

Furthermore, the findings indicate that the nature of managerial ownership and the cash holdings' relationship changes in the presence of a large shareholder with significant control rights. The strong positive relationship between managerial ownership and cash holdings at lower levels of ownership is not significant in the firms with controllers. However, this

---

\* Research Fellow, Samsung Economic Research Institute

positive relationship is more prevail in widely-held firms. This indicates that the large shareholder with significant control rights mitigates managerial discretion accumulating large amount of cash for private benefits. In addition, the identity of a controlling shareholder seems to have different impacts on managerial attitude towards cash holding decisions. Financial institutions as controllers have more impact on firm's choices of cash holdings than families and companies.

I also find that the cash-holding level, compared with non-group corporations, tends to be significantly lower in the case of the affiliated firms in conglomerates, an additional advantage over unaffiliated firms. Finally, the results reveal that firms tend to hold more cash when they are smaller, as well as having larger growth opportunities and more volatile cash flows, while firms with more net working capital and bank debt tend to maintain less cash holdings. These results are consistent with those suggested by previous empirical studies.

Key words: cash holding, ownership structure, managerial ownership, controlling shareholder, business group