

기업투명성과 현금보유 수준

고운성 (제1저자)
 홍익대학교 상경대학 전임강사
 (max0907@hongik.ac.kr)
 라채원
 연세대학교 경영학과 박사
 (chaewon@yonsei.ac.kr)
 신현한
 연세대학교 경영학과 교수
 (hanshin@yonsei.ac.kr)

본 연구는 2001년부터 2004년 동안 총 2,256개 기업-년도 표본을 사용하여 기업투명성과 기업의 현금보유수준의 관련성을 검증하였다. 기업의 과도한 현금보유는 경영자의 사적편의 추구의 산물일 가능성이 있으며, 기업가치에도 부정적인 영향을 줄 수 있음이 선행연구를 통해 검증되고 있다. 따라서 본 연구는 기업투명성이 개선될수록 기업의 내부와 외부 정보이용자간의 정보불균형 문제가 해소되며, 경영자에 대한 감시 및 통제비용 등이 감소하여 대리인 문제 역시 완화될 것으로 기대됨에 따라 기업의 현금보유수준도 감소할 것으로 예상을 하였다. 분석결과는 다음과 같다.

기업의 투명성을 소유구조 투명성, 사업현황 투명성, 이사회 투명성, 회계 투명성과 4가지 투명성의 총평균 투명성지수를 사용하여 측정한 지수와 현금보유수준간의 관계를 검증한 결과 사업현황투명성, 이사회투명성지수, 그리고 총평균 투명성 지수가 기업의 현금보유와 음(-)의 유의한 관련성을 보였다. 이는 해당 기업의 사업 및 산업의 현황이 특히 기업의 현금보유수준에 중대한 영향을 미치고 있음을 의미하고, 또한 경영자를 효율적으로 감시/감독의 기능을 맡고 있는 이사회가 기능이 경영자의 현금보유 의사결정에 많은 영향을 미치고 있음을 나타낸다고 할 수 있을 것이다. 나머지 소유구조투명성 및 회계투명성 역시 현금보유수준과 음(-)의 관련성을 보이기는 하였으나 유의적이지는 못했다. 이는 기업의 투명성이 개선될수록 대리인 문제가 감소되고, 경영자가 사적편의를 위한 과도한 현금 보유가 억제되기 때문이라고 판단된다. 또한 투명성이 개선됨에 따라 정보의 불균형 문제도 완화됨에 따라서 기업의 자금조달비용이 감소하여 기업은 원하는 시기에 상대적으로 저렴한 비용을 지불하고 자금을 조달받을 수 있기 때문에 예비적 동기를 위한 과도한 현금보유가 불필요하기 때문이라고도 해석 가능할 것이다.

주제어: 기업투명성, 현금보유수준, 정보불균형, 대리인문제

1. 연구 동기

기업들은 여러 가지 이유로 인하여 현금을 보유하게 된다. Opler et al.(1999)은 기업은 거래비용동기(transaction cost motive)와 예비적 동기(precautionary motive)에 의하여 현금을 보유하게 된다고 주장하였다. 전자는 현금을 보유하고

있을 경우에는 기업 경영에 필요한 자금을 추가로 조달할 경우 발생하게 되는 자금조달비용을 절감할 수 있기 때문에 기업이 현금을 보유하고 있을 동기가 존재함을 의미하고, 후자는 수익성이 좋을 것으로 기대되는 투자안이 존재할 때 필요한 자금을 충분히 조달하지 못하거나 혹은 매우 높은 조달비용으로 인하여 손실이 발생할 가능성을 방지하기 위하여 현금을 보유하고자 하는 동기를 의미한다. 즉

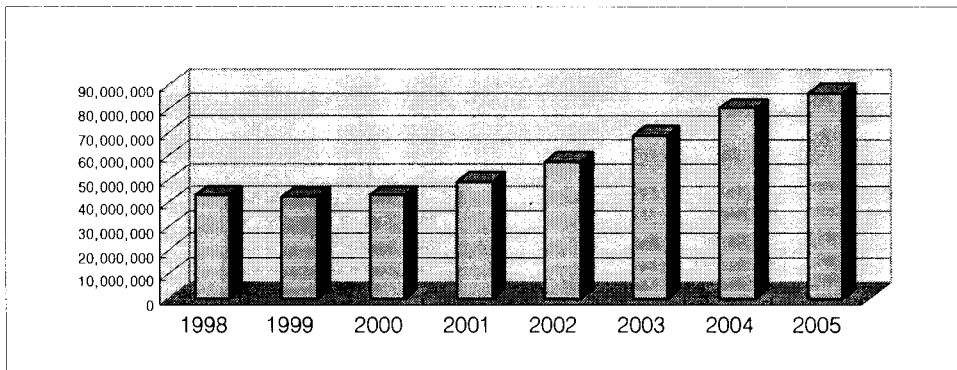
기업은 필요한 자금을 적절한 시기에 원활하게 사용하기 위하여 일정수준의 현금을 보유하게 된다. 특히 우리나라 기업들의 경우 외환위기를 겪으면서 기업이 충분한 자산을 가지고 있음에도 불구하고 유동성 문제로 인하여 커다란 위기를 경험함으로써 유동성이 얼마나 중요한 사항인지를 실감하게 되었다. 따라서 일정 수준의 현금을 보유하는 경영전략을 세우게 되었을 것으로 보인다.

그러나 최근의 기업들의 현금보유 수준은 적정수준을 넘어서서 과도하다는 지적이 제기되고 있다. 최근 신문기사에 의하면 2001년 32조원이었던 제조업체의 현금 보유액이 2005년 73조원으로 급증하였다. 현금보유의 증가는 그 절대금액뿐만 아니라 총자산에서 차지하는 비율 역시 꾸준히 증가하고 있다.¹⁾ 이러한 현금보유의 증가 추세는 12월 결산 상장제조업체의 현금보유수준을 나타낸 <그림 1>에서도 확인할 수 있다. 외환위기 직후인 1998년부터 2000년까지는 현금보유의 커다란 변화 추세가 보이지 않으나 2001년 이후부터는 매년 커다란 폭으로 현금보유수준이 증가하고 있음을 알 수

있다.

우리나라의 기업들은 왜 이렇게 많은 현금을 보유하고 있는 것일까? 기업의 현금보유는 향후 좋은 투자 안을 포기하지 않고 투자할 수 있는 기회를 제공함으로써 기업가치에 긍정적인 역할을 제공할 수 있다. 또한 외환위기를 겪으면서 유동성으로 인한 심각한 위기를 경험한 경영자들은 불확실한 경제 상황에 대처하기 위하여 유동성 확보를 중시하게 되었고, 수익성이 나쁜 사업을 정리하고, 무분별한 투자를 억제함으로써 기업의 현금보유가 증가하게 되었다. 이러한 기업 내외부적 상황에 따라 기업의 현금보유는 점차 증가하였고, 그 추세는 지속되고 있는 상황이다.

그러나 기업이 과도한 현금을 보유하고 있다는 것은 마땅한 투자처를 찾지 못하고 있다는 부정적인 신호로 받아들여질 수 있다. 그리고 마땅한 투자처가 없을 경우에 기업은 과도한 현금을 보유만 하고 있을 것이 아니라 배당 혹은 자사주 매입 등의 방법을 통하여 주주에게 배분하는 것이 올바른 주주가치 경영일 것이다. 그러나 오늘날의 기업들



<그림 1> 연도별 현금보유수준²⁾

1) 매일경제 2006.5.17

2) 현금+현금성자산+단기금융상품을 합한 값임(단위: 천원)

은 현금 보유수준을 증가시키고 있을 뿐 주주에게 성과를 배분하는 데는 상당히 인색한 것으로 보인다.³⁾ 이는 대주주나 경영주 입장에서는 성과를 배분하는 것보다는 내부 유보하는 것이 보다 그들의 입맛에 적합하기 때문일 수 있다. 대주주의 입장에서 보면 기업 내부에 존재하는 현금 역시 자신들의 것이라고 생각한다면 굳이 배당을 실시함으로써 세금비용을 증가시키고 싶지 않을 것이다. 또한 경영자 입장에서도 기업의 내부자금이 많을수록 경영상의 편리성이 크기 때문에 배당을 통한 외부유출보다는 현금의 내부유보를 선호할 것으로 판단된다.

또한 Jensen(1986)의 잉여현금흐름 가설에 의하면 기업에 과도한 여유현금흐름이 존재하면 경영자는 차선의 투자안을 선택하거나, 자신의 사적편익을 증가시키기 위하여 기업가치에 반하는 의사결정을 할 가능성이 높다고 주장하였다. 즉 기업의 과도한 현금보유는 대리인 비용을 증가시키고, 궁극적으로 기업가치에 부정적인 영향을 주게 된다. 따라서 경영자의 사적편익 및 대리인 비용을 감소시키고, 정보 불균형을 해소함으로써 외부자금 조달 비용을 절감할 수 있다면 기업의 현금보유는 감소할 것으로 예상된다.

Bhattacharya et al.(2003)은 회계불투명성은 정보 불균형 및 위험을 증가시켜 자본비용을 높인다고 주장하였다. 1985년부터 1998년까지 34개국의 자료를 사용하여 국가별로 회계불투명성과 자본비용 및 주식거래량과의 관계를 연구한 결과 회계투명성이 떨어질수록 자본비용은 증가하고, 거래량은 감소함을 발견하였다. 즉 회계투명성을 포함하는 기업 투명성의 증가는 정보 불균형 및 위험을 감소시킴에 따라 자본비용을 감소시키게 된다는 것

이다. 또한 기업의 투명성이 증가한다는 것은 주주와 경영자간의 대리인문제가 감소한다는 것을 의미한다. 주주와 경영자간의 대리인 문제가 발생하는 주요 요인 중의 하나가 정보 불균형이므로 기업투명성의 증가로 정보 불균형이 감소하는 것은 경영자에 대한 효율적인 감시/감독이 이루어진다는 뜻이고, 그에 따라 대리인문제도 완화됨을 의미할 것이다. 즉 본 연구에서는 기업의 투명성이 증가할수록 정보 불균형 및 대리인문제가 해소됨에 따라 기업의 현금보유 수준이 감소하는가를 검증하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 선행연구를 검토하고, 제III장에서는 이론적 배경 및 연구가설에 대해 알아본다. 제IV장에서는 연구방법 및 표본을 살펴보고, 제V장에서는 실증분석 결과를 논의하고, 마지막 제VI장에서는 연구의 결론 및 한계점을 정리하고자 한다.

II. 선행연구

Opler et al.(1999)은 1971년부터 1994년까지 미국상장기업을 대상으로 거래비용이론, 정보 불균형, 그리고 대리인비용이론을 이용하여 현금보유의 결정요인과 그 의미를 분석하였다. 분석 결과 기업의 성장기회, 현금흐름의 변동성이 클수록 총비현금성자산 중 현금보유 비율이 증가하며, 또한 기업규모가 클수록 자본시장 접근성이 용이하기 때문에 현금보유 비율은 감소하는 것으로 나타났다. Nguyen(2006)은 1992년부터 2002년까지 일본

3) 한국 상장회사 협의회의 자료(2003)에 의하면 당기순이익 증가폭에 비하여 배당 증가폭이 오히려 감소하고 있음을 나타내고 있다.

비금융 상장기업을 대상으로 하여 예비적 동기와 영업성과의 변동성 완화 목적을 위한 현금보유 동기를 검증하였다. 분석 결과 현금보유수준은 기업 규모, 부채비율과 음(-)의 관련성을 보였고, 수익성, 성장성, 배당성향과는 양(+)의 관련성을 보임으로써 기존 연구와 일치하는 결과를 나타냈다. 또한 예비적 동기의 현금보유성향을 검증함에 있어서 재벌기업의 경우 현금보유수준이 감소하는 것으로 나타났다. 이는 재벌기업의 경우 자본시장 접근성 및 재벌집단간의 상호보증 및 자금제공이 가능하기 때문인 것으로 해석하였다.

Pinkowitz et al.(2005)은 1988년부터 1998년까지 우리나라를 포함한 35개국의 자료를 이용하여 대리인 이론에 기초하여 투자자 보호 장치가 미흡한 나라일수록 지배주주의 사적편익을 위한 현금보유가 증가함에 따라 기업가치에도 부정적인 영향을 주고 있지는 않은가를 검증하였다. 연구 결과 투자자 보호가 약한 국가일수록 현금보유와 기업가치간에 음(-)의 관련성이 존재함을 검증하였다. Kusnadi(2005)는 230개 싱가포르 상장기업을 대상으로 이사회 구성특성, 내부소유 집중도, 감사위원회 구성 특성 등의 기업지배구조가 현금보유와 관련성을 가지는가를 검증하였다. 연구결과 이사회 규모와 사내이사비율이 클수록 현금보유가 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대리인이론 관점에서 살펴보면 기업지배구조가 취약할수록 경영자의 현금보유를 통한 사적편익 추구가 증가하기 때문인 것으로 해석할 수 있을 것이다.

김병기(2004)는 1992년부터 2003년까지 상장기업의 현금보유수준에 영향을 미치는 요인들과 외환위기에 따른 현금보유수준 결정요인의 변화를 분석하였다. 분석결과 현금보유수준은 현금흐름, 영업이익변동성, 부채비율, 성장성과 양(+)의 관련

성을 보였고, 유형자산비율, 투자지출수준 및 현금순환시간과는 음(-)의 관련성을 보였다. 또한 현금보유수준에 영향을 미치는 요인이 외환위기를 전후하여 변화하였는데 현금흐름, 부채비율, 성장성은 외환위기 이후에만 현금보유수준과 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 이는 외환위기 이후 자금 확보와 위험관리에 기업들이 보다 신경을 쓰면서 현금관리를 하고 있음을 나타낸다고 저자는 해석하였다. 박순식(2003)은 1995년부터 2000년까지 비금융 상장기업을 대상으로 하여 기업의 유동성 결정요인이 무엇인가를 검증하였다. 연구결과 현금과 시장성 유가증권을 총자산으로 나누어 측정한 유동성과 성장기회는 양(+)의 관련성을 보였다. 이는 성장기회가 큰 기업일수록 향후 투자를 위하여 현금을 많이 보유하기 때문이며, 기업규모와 음(-)의 관련성을 보인 것은 기업규모가 적을수록 외부자본 시장으로부터의 자금조달이 어렵기 때문에 현금을 많이 보유하고 있는 것으로 보인다. 레버리지와는 외환위기 전에는 음(-)의 관련성을 보였으나, 외환위기 이후에는 양(+)의 관련성을 보였다. 박순식(2003)은 이에 대한 추가적인 해석을 실시하지 않았으나, 본 저자의 의견으로는 외환위기 이전에는 부채비율이 높은 기업의 경우 금융기관과의 긴밀한 유대관계를 통하여 추가자금 조달이 원활하였기 때문에 현금을 많이 보유할 필요가 없었으나, 외환위기 이후에는 이러한 유대관계가 약화되었고, 부채비율이 높은 기업의 경우 향후 자본조달비용이 오히려 높기 때문에 현금보유수준을 높인 것으로 해석된다.

김영산과 윤형덕(2001)은 1981년부터 1998년까지 상장회사를 대상으로 재벌소속기업과 비재벌소속기업간에 유동성 보유비율에 차이가 존재하는가를 분석하였다. 재벌소속기업의 경우 비재벌소속

기업에 비하여 금융상의 이점을 누리고 있으며, 계열사간의 내부거래를 통하여 지출과 수입의 흐름을 보다 잘 통제할 수 있으므로 유동성 보유비율 역시 낮을 것으로 예상하였다. 분석결과 30대 재벌에 속하는 기업의 유동성 보유비율은 비재벌 소속 기업의 유동성 보유비율에 비하여 유의적으로 낮은 것을 발견하였고, 이러한 관계는 5대 재벌을 대상으로 분석한 결과에서 보다 강하게 나타났다.

III. 이론적 배경 및 연구가설

본 연구는 기업의 현금보유를 설명하는 여러 가지 이론들 중에서 잉여현금흐름, 대리인이론, 정보 불균형이론을 통하여 기업투명성이 기업의 현금보유수준에 어떠한 관련성을 가지는가를 설명하려고 한다. 기업 투명성은 경영자들의 도덕적 해이(Kofman and Lawarree, 1993; Tirole, 1986, 1992)와 대리인 비용, 금융시장에서의 거래비용(Yu, 2002; Duffie and Lando 2001; Gelos and Wei 2002; Bushman, Piotroski and Smith, 2001) 및 역 선택 문제와 직접적으로 관련이 있다. 즉 기업의 투명성은 구성원들 사이의 정보 비대칭을 완화하고 기업 소유권의 특성으로부터 오는 경영자의 사적편익 추구 행위를 방지한다(박헌준 외 3인, 2006).

이러한 기업투명성은 기업의 현금보유를 설명하는 여러 이론과 다음과 같이 밀접한 관련성을 가지고 있다. 첫째, 유동성이 부족한 기업은 운영 및 투자 자원을 확보하기 위하여 배당 및 투자를 감소시킬 뿐만 아니라 비유동자산을 유동자산으로 전환하거나, 외부 신규자본을 통하여 필요한 자금을 조

달하여야만 한다. 그러나 이러한 유동자산 전환 및 외부자금조달에는 거래비용이 발생한다. 이러한 거래비용 중 특히 외부자금조달을 위해서는 자본조달 비용을 지불하여야 하는데 이는 기업의 재무 및 신용상태 등을 고려하여 결정된다.

Autunovich(1996)는 정보의 비대칭성이 큰 기업들은 자본시장 접근성이 감소하기 때문에 여유자금을 보다 많이 보유하고자 할 것이라고 하였다. 이때 기업의 투명성은 외부투자자로 하여금 기업이 제공한 정보의 신뢰성을 증진시키며 정보 불균형을 해소함에 따라 자본조달비용을 절감할 수 있다. 따라서 기업 투명성이 증진됨에 따라 자본조달비용은 감소하고, 기업은 원하는 시기에 합리적인 비용을 지불하고 자금을 조달할 수 있게 된다. 따라서 기업은 유동성 프리미엄을 지불하면서까지 과도한 현금을 보유할 필요성이 감소하게 된다.

둘째, Jensen(1986)의 잉여현금흐름 가설에 의하면 기업이 과도한 잉여현금을 보유하게 되는 경우 주주의 부가 아닌 경영자의 사적편익을 위하여 사용할 가능성이 증가한다고 한다. 이러한 경영자의 사적편익추구 행위는 대리인이론과도 관련성을 가지고 있다. 김영산·윤형덕(2001)은 경영자는 자신의 목적을 추구하기 위한 유연성을 확보하기 위하여 유동자산을 많이 보유하려고 할 것이라고 주장하였다. 즉 대리인 문제가 증가할수록 기업의 현금보유수준은 증가하고, 또한 현금보유수준이 증가할수록 대리인문제는 더욱 심각해 질 수 있다. 그러나 대리인문제 역시 기업 투명성을 증가시킴에 따라 완화될 수 있다. 즉 기업 투명성이 증가할수록 경영자의 의사결정과정에서 보다 명확하게 공개되며, 그에 따라 주주에 의한 경영자의 통제가 용이하게 됨에 따라 대리인문제는 감소하게 된다. 따라서 경영자의 사적편익을 추구하기 위한 기업의 과

도한 현금보유 수준 역시 감소하게 될 것이다.

이상의 내용을 정리하면 다음과 같다. 기업의 투명성이 증가됨에 따라 기업의 정보비대칭으로 인한 자본조달비용이 절감됨으로써 기업은 과도한 현금보유의 필요성이 감소할 것으로 예상된다. 또한 기업의 투명성이 증진됨에 따라 경영자에 대한 통제가 보다 수월하고 명확하므로 대리인비용은 감소하여 경영자의 사적편의 추구를 위한 과도한 현금보유 역시 감소할 것이다.

이러한 기업의 투명성은 기업의 복합적인 의사결정과정과 관련되어 있다. 따라서 본 연구에서는 박헌준 외 3인(2006)의 연구에 기반을 두어 경영과정에서 일어나는 의사결정의 단계에 따라 기업투명성을 소유구조 투명성, 사업현황의 투명성, 이사회 투명성 및 회계 투명성으로 구분하여 측정하였고, 이들 투명성이 각기 기업의 현금보유 수준과 관련성이 존재하는가를 살펴보고자 한다. 이를 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 기업의 투명성이 증가할수록 현금보유수준은 감소할 것이다.

가설 1-1: 소유구조 투명성이 증가할수록 현금보유수준은 감소할 것이다.

가설 1-2: 사업구조 투명성이 증가할수록 현금보유수준은 감소할 것이다.

가설 1-3: 이사회 투명성이 증가할수록 현금보유수준은 감소할 것이다.

가설 1-4: 회계 투명성이 증가할수록 현금보유수준은 감소할 것이다.

IV. 연구방법 및 표본

4.1 투명성 측정

기업은 내부 메커니즘과 외부 메커니즘으로 나눌 수 있는데, 내부 메커니즘은 기업 내부의 구조로 투자자와 의사 발의 및 실행의 경영자와 이를 비준 및 감시하는 감사로 구성되어 있고, 외부 메커니즘은 기업의 외부 환경으로서 자본시장, 노동시장 및 법과 행정력 등이 있다. 따라서 이러한 모든 환경을 고려하여 지수화 하는 것은 현실적으로 매우 어려운 문제이다. 그리고 본 연구에서는 기업 내부 환경만을 대상으로 하는 기업 투명성 지수가 필요하므로, 기업 내부 환경만을 대상으로 하여 기업 투명성 지수를 측정하였다.

조사 대상은 증권거래소 상장기업을 대상으로 소속기업의 투명성에 대해 조사를 실시하였으며, 대상 년도는 2001년부터 2004년이다. 특히 본 연구는 기업 투명성의 문제가 기업을 구성하는 경제 주체들 사이에 일어나는 정보의 불균형의 문제이므로, 기업 투명성을 측정할 수 있는 중요 항목들을 개발하였다. 따라서 본 연구는 기업 투명성을 측정하기 위하여 4개의 영역의 총 104개 항목을 조사하였으며 이를 지수화 하여 투명성 지수를 산출하였다. 4개의 투명성 영역과 투명성 산정 시 중요 고려 사항은 <표 1>와 같다.⁴⁾

4.2 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위하여 다음과 같은

4) 본 연구에서 개발하여 사용한 투명성지수 산출 세부항목에 대한 상세한 내역은 부록에 첨부하였다.

〈표 1〉 투명성 분류 및 세부 항목

대분류	세부항목(총 104개 항목)
I. 소유구조 투명성(29개 항목)	1. 주식의 분포, 종류, 소유자 정보(18개 항목) 2. 주주의 권리 보호 및 주주총회 관련 정보 (11개 항목)
II. 사업 현황 투명성(21개 항목)	1. 기업 사업 현황 정보(9개 항목) 2. 동 업계의 현황 및 전망 정보(4개 항목) 3. 일반적 혹은 자세한 수익 예측 정보(3개 항목) 4. 설비 투자 계획 정보(5개 항목)
III. 이사회 투명성(39개 항목)	1. 이사회에 관한 정보(16개 항목) 2. 경영진에 관한 정보(7개 항목) 3. 감사 위원회에 관한 정보(16개 항목)
IV. 회계 투명성(15개 항목)	1. 회계 기준 및 계정 정보(6개 항목) 2. 관계회사 관련 정보(5개 항목) 3. 회계 감사에 대한 정보(4개 항목)

출처: 박현준 외 3인(2006)

모형식을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 CASH_{1(2)} = & \alpha + \beta_1 SCORE_1 + \beta_2 SCORE_2 \\
 & + \beta_3 SCORE_3 + \beta_4 SCORE_4 \\
 & + \beta_5 MTB + \beta_6 SIZE + \beta_7 LEV \\
 & + \beta_8 CF + \beta_9 RND + \beta_{10} SM \\
 & + \beta_{11} DPR + \beta_{12} MSH + \beta_{13} FSH \\
 & + \beta_{14} YD + \beta_{15} ID + \varepsilon
 \end{aligned}$$

〈종속변수〉

CASH₁: 현금보유수준1(현금과 현금성자산/(총자산-유동자산))

CASH₂: 현금보유수준2((현금과 현금성자산+단기금융상품)/(총자산-유동자산))

〈독립변수〉

SCORE₁: 소유구조 투명성

SCORE₂: 사업현황 투명성

SCORE₃: 이사회 투명성

SCORE₄: 회계 투명성

MTB: 성장 및 투자기회((보통주주식수*보통주종가+부채)/총자산)

SIZE: 기업규모(ln(총자산))

LEV: 부채비율(타인자본/자기자본)

CF: 현금흐름((당기순이익+감가상각비-순운전자본증가액)/총자산)

RND: 연구개발비((연구비+경상개발비+비경상개발비)/매출액)

SM: 매출액변동성(과거 3년치 매출액의 표준편차/과거 3년치 매출액 평균)

DPR: 전기 배당성향 (연간배당액/당기순이익*100)

MSH: 대주주지분율(대주주1인 및 특수관계자 지분율 합)

FSH: 외국인지분율

YD: 연도더미

ID: 산업더미

위 모형식의 종속변수는 기업의 현금보유수준을 나타낸다. 본 연구에서는 연구 결과의 신뢰성을 확보하기 위하여 두 가지 현금보유 측정치를 사용하였다. 하나는 현금 및 현금성자산을 총자산에서 유동자산을 차감한 값으로 나누어 측정한 CASH₁이

고, 다른 하나는 현금 및 현금성자산에 단기금융상품을 합한 것을 총자산에서 유동자산을 차감한 값으로 나누어 측정한다. 현금보유수준을 측정함에 있어서는 현금보유액을 총자산으로 나누어 측정하여 하는 방법을 사용할 수도 있으나, 현금 등이 포함된 유동자산 보다는 기업이 보유하고 있는 투자 혹은 사용 목적의 자산인 고정자산을 사용하여 현금보유수준을 측정하는 것이 보다 합리적으로 판단되어 총자산에서 유동자산을 차감한 값으로 현금 및 현금성자산을 나누어 현금보유수준을 측정하였다. 김병기(2004)의 연구에서 역시 동일한 방법으로 현금보유수준을 측정하여 연구를 진행한 바 있다.

투명성 지수는 상장 기업의 연간 및 반기 보고서로부터 104개 항목에 대해 '0'과 '1'로 분류 및 조사하여 지수화 하였다. 먼저 투명성을 4개 투명성분야, 즉 소유구조의 투명성, 사업현황의 투명성, 이사회 투명성 및 회계투명성으로 나누었다. 소유구조의 투명성은 29개 항목, 사업 현황의 투명성은 21개 항목, 이사회 투명성은 39개 항목, 그리고 회계의 투명성은 15개 항목으로 세분화 하였다. 개별 기업의 투명성 지수는 개별 기업이 공개한 항목 수(D_j)를 개별 기업(j)에 해당되는 항목의 수(N_j)로 나누어 계산하였다. 예를 들면, 전체 항목 104개 중 10개의 항목이 해당 사항이 없고, 정보가 주어진 항목이 57개인 경우 지수는 57/(104-10)과 같이 계산하였다. 각각의 투명성지수 값(SCORE_{ij})도 다음과 같은 방법으로 계산하였다.

$$SCORE_{ij} = (D_j/N_j)_i$$

(i= 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성, 회계투명성, j=개별 기업)

통제변수로 사용한 변수는 다음과 같다. 기업의 성장기회가 높을수록 미래 투자기회가 증가함에 따라 현금성 자산을 보유함으로써 외부자금 조달 시 발생하는 거래비용을 절감하고, 투자기회상실을 막을 수 있을 것이다(Harford et al., 2004; Han S.J. and Qiu J., 2006). 따라서 성장기회가 높을수록 현금보유수준은 증가할 것으로 예상된다. 성장기회(MTB)는 '(보통주 주식수*보통주 증가+부채 장부가치)/총자산'으로 측정하였다.⁵⁾

기업규모에 따라서 자본시장 접근가능성이 증가하고, 담보 제공력이 증가함에 따라 과도한 현금을 보유하려는 동기가 감소할 것으로 예상된다. 따라서 기업규모와 현금보유수준과는 음(-)의 관련성을 가질 것으로 보인다. 기업규모(SIZE)는 총자산에 자연로그를 취하여 측정하였다. 부채비율이 높은 기업의 경우에는 추가자본조달이 어렵고, 자본조달 비용 역시 높음에 따라 높은 현금보유수준을 유지하려는 동기가 작용할 수 있다. 그러나 박순식(2003)의 연구에 의하면 외환위기를 전후하여 부채비율과 현금보유수준의 관련성이 서로 상반되게 나타났다. 따라서 본 연구에서는 부채비율이 현금보유수준에 어떠한 관련성이 있는가를 통제하기 위하여 타인자본을 자기자본으로 나누어 측정된 부채비율(LEV)을 모형에 추가하였다.

현금흐름이 좋은 기업의 경우 기본적으로 현금보

5) 성장기회(MTB)를 측정함에 있어서 시장가치는 보통주와 우선주의 가치의 합으로 구성되어 있다. 그러나 우선주 시가를 산정함에 있어서 구형 우선주와 신형 우선주 모두를 가지고 있는 기업의 경우 우선주 시가 산정 시 그 둘을 구분하여 측정을 하여야만 정확한 우선주의 시가를 산정할 수 있다. 그러나 기업이 보유하고 있는 우선주의 종류를 구주와 신주로 구분하는 것이 현실적으로 매우 까다로운 작업이고, MTB 혹은 Tobin's Q를 측정함에 있어서 상당수의 선행연구들 역시 우선주를 배제하고 보통주만을 가지고 기업가치 혹은 성장기회를 측정하여 연구한 바 있어서 본 연구에서도 우선주를 배제하고 보통주만을 가지고 성장기회를 측정하였다.

유수준이 자연스럽게 증가될 가능성 존재하나, 향후 예비적인 동기(precautionary motive)에 따른 현금보유 동기가 감소할 가능성 또한 존재한다. 이러한 현금흐름을 통제하기 위하여 본 연구에서는 당기순이익에 감가상각비를 합하고 순운전자본 증가액을 차감하여 측정된 영업활동에서의 현금흐름(CF)을 사용하였다. 또한 연구개발 투자비율이 높을수록 미래의 새로운 수익창출기회가 증가할 것이고 이에 따라 현금보유수준 역시 증가할 가능성과 당기 연구개발비의 과다 지출로 인하여 현금보유수준은 감소할 가능성이 존재한다. 본 연구에서의 연구개발비(RND)는 손익계산서상의 연구비와 경상개발비 및 비경상개발비를 합한 값을 매출액으로 나누어 측정하였다. 비경상개발비는 기말 비경상연구개발비에서 기초 비경상연구개발비를 차감한 후 기준 연구개발비 상각액을 합하여 측정하였다.

영업위험이 증가할수록 기업은 보다 많은 현금을 보유하고자 할 것이다. 본 연구에서는 이러한 영업위험을 통제하기 위하여 이계화·박현수(2005)의 연구에서 사용한 매출액 변동성을 사용하였다. 즉 매출액 변동성이 클수록 미래에 대한 불확실성이 증가하게 되므로 예비적 동기에 따른 현금보유가 증가할 것으로 예상하였다. 본 연구에서의 매출액 변동성(SM)은 과거 3년간의 매출액의 표준편차를 동일기간의 매출액의 평균으로 나누어 측정하였다. Opler et al.(1999)에 의하면 기업의 배당과 현금보유수준이 관련성이 있음을 제시하였다. 따라서 본 연구에서 역시 배당수준을 통제하기 위하여 연간배당액이 당기순이익에서 차지하는 비율인 배당성향(DPR)을 모형에 추가하였다. 그리고 당해연도 배당은 익년 도에 지급되므로 현금보유수준을 연도 말 수치를 사용할 경우 배당은 전년도 배당과

대응시켜야 될 것임으로 전년도 배당성향을 사용하였다. 기업의 현금보유수준은 소유구조와도 매우 밀접한 관련성을 가질 것으로 보인다. 대주주지분을 혹은 외국인투자자 지분율의 정도에 따라 적대적 M&A의 위협수준에도 차이가 존재할 것이고, 그에 따라 이를 대비하기 위하여 현금보유를 늘릴 가능성도 존재하며, 또한 대주주 및 외국인의 지분율에 경영자의 사적편익추구 성향이 달라질 것이다. 즉 대리인비용이 상이함에 따라 현금보유수준 역시 관련성을 가질 것으로 판단된다. 따라서 모형에 대주주1인 및 특수관계자의 지분을 합하여 측정된 대주주지분율(MSH)변수와 외국인투자자지분율(FSH)변수를 모형에 추가하였다. 마지막으로 연도 간 차이와 산업간 차이를 통제하기 위하여 연도 dummy와 산업 dummy를 모형에 추가하였다.

4.3 표본

본 연구는 2001년부터 2004년까지 다음의 요건을 만족하는 2,256개 기업-년수를 표본으로 선정하였다.

- 1) 상장 비금융업 12월 결산법인으로 표본기간 동안 결산기 변경을 하지 않은 기업
- 2) 자본잠식 및 보고서 미제출 기업 제외
- 3) 분석을 위한 재무자료를 구할 수 있는 기업

2001년부터 2004년까지를 분석기간으로 설정한 이유는 변수를 측정하는 과정에서는 과거 3년간의 일부 재무자료가 필요하였기 때문에 외환위기 이후인 1998년부터 자료를 추출하기 위하여 2001년을 분석 초기년도로 설정하였다. 또한 본 연구에서는 회귀분석을 실시함에 있어서 극단치로 인한 영향력

을 배제하기 위하여 5% winsorization⁶⁾ 기법을 사용하였다. 그리고 회계처리기준 및 회계계정 등과 업종의 특성이 매우 상이한 금융업은 표본에서 제외하였고, 결산기가 상이함에 따라 발생 가능한 차이를 통제하기 위하여 12월 결산법인만으로 표본을 한정하였다. 또한 검증결과의 왜곡을 방지하기 위하여 자기자본이 음(-)인 자본잠식 기업은 표본에서 제외하였다.

V. 실증분석

5.1 기술통계 및 상관분석

본 연구에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계는 <표 2>와 같다. 종속변수인 현금보유수준 CASH₁과 CASH₂의 평균값은 각각 0.048과 0.104로 비유동자산 대비 약 4.8%와 10.4% 정도의 현금성자산을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 본 연구의 설명변수인 투명성지수의 경우 평균값이 사업현황투명성(SCORE₂), 소유구조투명성(SCORE₁), 회계투명성(SCORE₄), 이사회투명성(SCORE₃) 순으로 나타났다. 기업의 성장기회를 의미하는 시장가치대 장부가치 비율(MTB)은 평균값이 0.892로 나타났고, 기업규모(SIZE)는 평균값이 18.148로 나타났다. 부채비율(LEV)의 평균값은 1.315로써 외환위기 이후 정부의 부채비율 감축정책에 따라 상당히 감소한 것으로 보이거나 최대값이 매우 높게

나타난 것으로 보아 아직까지 일부기업들은 높은 부채수준을 유지하고 있는 것으로 보인다. 연구개발비(RND)는 평균값이 0.007로 매출액 대비 매우 미비한 수준만을 연구개발비로 지출하고 있음을 알 수 있다. 기업의 배당성향(DPR)은 평균값이 0.237로 나타났다. 또한 대주주지분율(MSH)의 평균값은 0.312이고 외국인지분율(FSH)의 평균값은 0.075이나 중위수가 0.006로서 외국인 투자자의 경우 특정기업에 편중된 투자성향을 보이고 있는 것으로 나타났다.

<표 3>은 회귀분석에 사용된 주요변수들의 피어슨 상관분석 결과표이다. 본 연구의 종속변수인 CASH₁(1)⁷⁾과 CASH₂(2)는 주된 관심변수인 투명성 지수 소유구조투명성(SCORE₁(3)), 사업현황투명성(SCORE₂(4)), 이사회투명성(SCORE₃(5)), 회계투명성(SCORE₄(6))과 대체로 유의적인 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 투명성이 증가될수록 기업의 현금보유수준이 감소할 것이라는 예상과 일치하는 결과라고 할 것이다. 즉 투명성이 높을수록 기업의 현금보유수준은 감소하는 것으로 나타났다.

또한 CASH₁(1)과 CASH₂(2)는 회귀 모형의 통제변수로 설정한 시장가치대 장부가치(MTB(7)), 현금흐름(CF(10)), 연구개발비(RND(11)), 매출액변동성(SM(12)), 외국인지분율(FSH(15))과 유의한 양(+)의 상관관계를 보였고, 기업규모(SIZE(8)), 부채비율(LEV(9)), 배당성향(DPR(13)), 대주주지분율(MSH(14))과는 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 현금보유수준과 현금흐름(CF)의

6) 표본의 극단치를 조정하기 위해 극단치를 제거하는 절단(truncation)기법보다는 표본수를 축소하지 않고 변수 분포의 양쪽 끝 5% 이내에서 그 값을 초과하는 경우에는 양쪽 5%에 해당하는 값을 부여하는 winsorization 기법이 우월하다는 평가를 받고 있다(Kennedy et al., 1992). winsorization 방법을 사용하여 극단치 조정을 함에 있어서 5%뿐만 아니라 1%를 사용하여 분석을 실시하였으나 동일한 결과를 확인할 수 있었다.

7) 변수 뒤 괄호()안의 숫자는 <표 3>의 상관분석표 상의 숫자를 의미한다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
CASH ₁	0.048	0.098	0.002	0.017	0.469
CASH ₂	0.104	0.194	0.008	0.084	0.895
SCORE ₁	0.517	0.099	0.345	0.520	0.690
SCORE ₂	0.608	0.145	0.333	0.619	0.826
SCORE ₃	0.481	0.171	0.205	0.467	0.786
SCORE ₄	0.512	0.179	0.242	0.500	0.846
MTB	0.892	0.254	0.426	0.751	1.449
SIZE	18.148	1.307	17.274	17.274	22.080
LEV	1.315	0.972	0.188	0.922	4.944
CF	0.005	0.007	0.000	0.002	0.117
RND	0.007	0.054	0.001	0.001	0.0511
SM	0.079	0.101	0.025	0.025	0.484
DPR	0.237	0.802	0.000	0.132	6.670
MSH	0.312	0.189	0.000	0.308	0.910
FSH	0.075	0.141	0.000	0.006	0.827

CASH₁: 현금보유수준1(현금과 현금성자산/(총자산-유동자산))

CASH₂: 현금보유수준2((현금과 현금성자산+단기금융상품)/(총자산-유동자산))

SCORE₁: 소유구조 투명성

SCORE₂: 사업현황 투명성

SCORE₃: 이사회 투명성

SCORE₄: 회계 투명성

MTB: 성장 및 투자기회((보통주주식수*보통주증가+부채)/총자산)

SIZE: 기업규모(ln(총자산))

LEV: 부채비율(타인자본/자기자본)

CF: 현금흐름((당기순이익+감가상각비-순운전자본증가액)/총자산)

RND: 연구개발비((연구비+경상개발비+비경상개발비)/매출액)

SM: 매출액변동성(과거 3년 치 매출액의 표준편차/과거 3년 치 매출액 평균)

DPR: 전기배당성향(연간배당액/당기순이익*100)

MSH: 대주주지분율(대주주1인 및 특수관계자 지분율 합)

FSH: 외국인지분율

경우 양(+) 혹은 음(-)의 관련성을 가질 가능성 중 현금흐름이 좋은 기업일수록 현금보유수준이 증가될 가능성 더 높음을 지지하는 결과이며, 연구개발비(RND) 또한 현금보유수준과 양(+) 혹은 음(-)의 관련성을 가질 가능성 중 연구개발 투자비율이 높을수록 미래의 새로운 수익창출기회가 증가하

기 때문에 양(+)의 관련성을 가질 가능성을 지지하는 결과이다. 시장가치대 장부가치(MTB), 매출액변동성(SM), 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 배당성향(DPR)과 현금보유수준과의 관련성 역시 예상과 일치하는 결과를 보였다.

그러나 단순상관관계는 현금보유수준에 영향을

〈표 3〉 피어슨 상관분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1)	1.0	0.826 (<.0001)	-0.026 (0.067)	-0.030 (0.031)	-0.048 (0.001)	-0.021 (0.132)	0.123 (<.0001)	-0.287 (<.0001)	-0.247 (<.0001)	0.079 (0.000)	0.017 (0.004)	0.243 (<.0001)	-0.016 (0.068)	-0.043 (0.042)	0.083 (<.0001)
(2)		1.0	-0.034 (0.017)	-0.036 (0.012)	-0.042 (0.003)	-0.023 (0.098)	0.130 (<.0001)	-0.290 (<.0001)	-0.236 (<.0001)	0.131 (<.0001)	0.017 (0.001)	0.150 (<.0001)	-0.017 (0.027)	-0.051 (0.016)	0.121 (<.0001)
(3)			1.0	0.141 (<.0001)	0.219 (<.0001)	0.129 (<.0001)	0.007 (0.627)	0.025 (0.074)	-0.014 (0.310)	0.0765 (0.176)	0.035 (0.102)	-0.009 (0.525)	-0.046 (0.038)	0.054 (0.010)	0.033 (0.117)
(4)				1.0	0.156 (<.0001)	0.187 (<.0001)	0.008 (0.551)	0.022 (0.126)	0.013 (0.371)	-0.032 (0.133)	-0.012 (0.269)	-0.004 (0.769)	-0.008 (0.023)	0.052 (0.014)	0.015 (0.489)
(5)					1.0	-0.324 (<.0001)	-0.009 (0.514)	0.007 (0.643)	-0.003 (0.827)	-0.002 (0.043)	-0.001 (0.031)	0.001 (0.957)	-0.030 (0.177)	0.043 (0.043)	0.022 (0.295)
(6)						1.0	-0.034 (0.016)	-0.028 (0.045)	-0.044 (0.002)	-0.035 (0.097)	-0.029 (0.175)	-0.057 (<.0001)	0.021 (0.343)	0.048 (0.021)	0.036 (0.091)
(7)							1.0	0.182 (<.0001)	0.216 (<.0001)	0.093 (<.0001)	0.085 (<.0001)	0.205 (<.0001)	0.032 (0.010)	-0.110 (<.0001)	0.318 (<.0001)
(8)								1.0	0.284 (<.0001)	0.063 (0.003)	0.058 (0.006)	0.191 (<.0001)	0.083 (<.0001)	-0.015 (0.470)	0.452 (<.0001)
(9)									1.0	0.121 (<.0001)	0.049 (0.022)	0.184 (<.0001)	0.068 (0.002)	-0.145 (<.0001)	-0.161 (<.0001)
(10)										1.000	0.079 (0.000)	0.142 (<.0001)	0.044 (<.0001)	-0.014 (0.213)	0.009 (0.173)
(11)											1.000	0.300 (<.0001)	0.014 (<.0001)	-0.057 (0.007)	0.004 (0.250)
(12)												1.0	0.024 (<.0001)	-0.077 (0.000)	0.014 (0.507)
(13)													1.000	0.027 (0.225)	0.067 (0.002)
(14)														1.000	-0.035 (0.101)
(15)															1.000

* 표에 보고된 상관계수는 피어슨상관계수임

** 괄호 안은 p값임(양측검증)

- (1) CASH₁ 현금보유수준 1
- (3) SCORE₁ 소유구조 투명성
- (5) SCORE₃ 이사회 투명성
- (7) MTB 시장가치대 장부가치
- (9) LEV 부채비율
- (11) RND 연구개발비
- (13) DPR 전기 배당성향
- (15) FSH 외국인지분율

- (2) CASH₂ 현금보유수준 2
- (4) SCORE₂ 사업 투명성
- (6) SCORE₄ 회계투명성
- (8) SIZE 기업규모
- (10) CF 현금흐름
- (12) SM 매출액변동성
- (14) MSH 대주주 지분율

미칠 수 있는 다른 요인들을 통제하지 않은 상태에서의 결과이므로 이러한 결과만을 가지고 판단을 하기에는 다소 무리가 있을 것이다. 따라서 다변량 회귀분석을 통하여 현금보유수준에 영향을 미칠 것으로 판단되는 변수들을 통제한 후에 주된 설명변수인 투명성 지수와 현금보유 수준간의 관련성을 검증하고자 한다.

5.2 다변량분석

〈표 4〉는 현금보유수준을 '(현금+현금성자산)/

(총자산-유동자산)'으로 측정된 종속변수 CASH₁을 사용하여 분석한 모형의 회귀분석 결과이다. 〈표 4〉의 Panel A는 연도 및 산업을 통제하기 이전의 모형을 사용한 결과이고, Panel B는 연도더미 및 산업더미를 모형에 포함하여 통제한 후의 분석결과이다. 〈표 4〉의 Panel A와 Panel B의 분석결과는 동일하였다. 즉 연도특성과 산업특성을 고려한 후에도 투명성 지수와 현금보유수준간의 관련성은 동일함을 확인하였으며 그 결과에 대한 상세한 설명은 다음과 같다.

분석결과 본 연구에서 살펴본 4가지 투명성 중에

〈표 4〉 기업투명성과 현금보유수준1 (CASH₁)

(Panel A) 기본 모형(N=2,256)00

종속변수	CASH ₁ : (현금+현금성자산)/(총자산-유동자산)											
	모형1		모형2		모형3		모형4		모형5		모형6	
모형	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값
절편	0.346	<.0001	0.354	<.0001	0.355	<.0001	0.334	<.0001	0.333	<.0001	0.355	<.0001
SCORE ₁	-0.018	0.478									-0.019	0.537
SCORE ₂			-0.027	0.013							-0.015	0.048
SCORE ₃					-0.038	0.014					-0.038	0.073
SCORE ₄							0.014	0.338			0.002	0.919
TSCORE									-0.018	0.057		
MTB	0.040	0.002	0.040	0.002	0.039	0.002	0.040	0.002	0.047	0.000	0.039	0.002
SIZE	-0.014	<.0001	-0.014	<.0001	-0.014	<.0001	-0.015	<.0001	-0.014	<.0001	-0.015	<.0001
LEV	-0.003	0.299	-0.003	0.311	-0.003	0.312	-0.003	0.314	-0.005	0.065	-0.003	0.326
CF	0.106	<.0001	0.105	<.0001	0.105	<.0001	0.105	<.0001	0.104	<.0001	0.105	<.0001
RND	0.072	0.134	0.073	0.126	0.072	0.130	0.073	0.127	0.075	0.117	0.074	0.124
SM	0.045	0.047	0.044	0.050	0.046	0.040	0.045	0.046	0.027	0.242	0.046	0.042
DPR	0.000	0.953	0.000	0.937	0.000	0.983	0.000	0.920	0.000	0.994	0.000	0.962
MSH	0.000	0.252	0.000	0.258	0.000	0.257	0.000	0.236	0.000	0.092	0.000	0.255
FSH	0.001	<.0001	0.001	<.0001	0.001	<.0001	0.001	<.0001	0.001	<.0001	0.001	<.0001
F(p값)	20.640	<.0001	20.820	<.0001	21.250	<.0001	20.680	<.0001	19.940	<.0001	16.380	<.0001
adj R ²	0.086		0.087		0.089		0.086		0.087		0.088	

(표 4) 기업투명성과 현금보유수준1 (CASH₁)(계속)

(Panel B) 연도 및 산업 통계 모형(N=2,256)

종속변수	CASH ₁ : (현금+현금성자산)/(총자산-유동자산)											
	모형1		모형2		모형3		모형4		모형5		모형6	
모형	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값
절편	0.402	<.0001	0.400	<.0001	0.414	<.0001	0.392	<.0001	0.383	<.0001	0.355	<.0001
SCORE ₁	-0.022	0.406									-0.019	0.537
SCORE ₂			-0.013	0.053							-0.015	0.045
SCORE ₃					-0.035	0.087					-0.038	0.073
SCORE ₄							0.000	0.984			0.002	0.919
TSCORE									-0.006	0.065		
MTB	0.060	<.0001	0.059	<.0001	0.058	<.0001	0.059	<.0001	0.067	<.0001	0.039	0.002
SIZE	-0.018	<.0001	-0.018	<.0001	-0.018	<.0001	-0.018	<.0001	-0.017	<.0001	-0.015	<.0001
LEV	-0.069	<.0001	-0.069	<.0001	-0.069	<.0001	-0.068	0.000	-0.082	<.0001	-0.003	0.326
CF	0.083	<.0001	0.083	<.0001	0.083	<.0001	0.083	<.0001	0.082	<.0001	0.105	<.0001
RND	0.060	0.202	0.062	0.189	0.063	0.183	0.063	0.186	0.066	0.159	0.074	0.124
SM	0.031	0.159	0.031	0.162	0.032	0.150	0.032	0.158	0.013	0.556	0.046	0.042
DPR	0.000	0.936	0.000	0.963	0.000	0.926	0.000	0.964	0.000	0.901	0.000	0.962
MSH	0.000	0.112	0.000	0.109	0.000	0.110	0.000	0.104	0.000	0.029	0.000	0.255
FSH	0.001	<.0001	0.001	<.0001	0.001	<.0001	0.001	<.0001	0.001	0.002	0.001	<.0001
YD	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
ID	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
F(p값)	17.280	<.0001	17.260	<.0001	17.430	<.0001	17.230	<.0001	16.890	<.0001	16.380	<.0001
adj R ²	0.117		0.117		0.118		0.117		0.119		0.088	

*변수는 (표 2) 참조

서 사업투명성(SCORE2)과 이사회투명성(SCORE3)이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 해당 기업의 사업 및 산업의 현황이 특히 기업의 현금보유수준에 중대한 영향을 미치고 있음을 의미하고, 또한 경영자를 효율적으로 감시/감독의 기능을 맡고 있는 이사회가 경영자의 현금보유 의사결정에 많은 영향을 미치고 있음을 나타낸다고

할 수 있을 것이다. 그리고 4가지 투명성 점수의 평균값을 사용하여 측정된 TSCORE 역시 유의한 음(-)의 결과를 보였다. 이는 기업의 투명성이 개선될수록 대리인 문제가 감소되고, 경영자가 사적 편익을 위한 과도한 현금 보유가 억제되기 때문이라고 판단된다. 또한 투명성이 개선됨에 따라 정보의 불균형 문제도 완화됨에 따라서 기업의 자금조

달비용이 감소하여 기업은 원하는 시기에 상대적으로 저렴한 비용을 지불하고 자금을 조달받을 수 있기 때문에 예비적 동기를 위한 과도한 현금보유가 불필요하기 때문이라고도 해석 가능하다.

통제변수로 사용한 기업의 성장기회를 의미하는 시장가치대 장부가치(MTB)는 선행연구의 결과와 동일하게 현금보유수준과 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 이는 기업의 성장기회가 많을수록 향후 투자를 위한 현금을 보유하려는 경향이 높기 때문인 것으로 해석된다. 기업규모(SIZE)는 음(-)의 유의한 결과를 보였는데 이는 기업규모가 클수록 자본시장 접근가능성이 증가하고, 담보력이 크기 때문에 외부자금조달이 수월하므로 향후 투자 등을 위하여 과도한 현금을 보유할 필요성이 기업규모가 작은 기업에 비하여 상대적으로 낮기 때문인 것으로 보인다.

부채비율(LEV)과는 음(-)의 유의한 관련성을 나타내고 있다. 이는 기업의 부채비율이 높을수록 외부자금조달이 어렵고 조달비용 역시 높기 때문에 현금보유수준을 높게 유지하려고 하는 동기가 존재할 수 있으나, 반면 부채비율이 높다는 것은 그만큼 금융기관과의 연관관계가 좋다는 의미가 될 수도 있으므로 현금보유를 많이 하지 않을 가능성 또한 존재한다고 할 것이다. 그리고 외부자금을 많이 조달 받았다는 것은 그만큼 자금의 사용처가 많이 존재한다는 의미로 해석할 수도 있으므로 현금보유수준과는 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 해석된다. 현금흐름(CF)은 유의한 양(+)의 결과를 보였다. 이는 현금흐름이 우수할수록 향후 현금 확보가 안정적이기 때문에 현금보유수준과는 음(-)의 관련성을 가질 가능성과 현금흐름이 좋은 기업의 경우에는 현금보유수준이 높을 가능성 즉 양(+)의 관련성을 가질 가능성 중 후자로 인한 결과라고 판단

된다.

매출액변동성(SM)과는 양(+)의 유의한 관련성을 보였다. 이는 매출액변동성, 즉 영업위험이 클수록 예비적 동기에 따라 현금을 많이 보유하고자 할 것이므로 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 판단되며 선행연구와도 일치하는 결과이다. 그 외에 통제변수로 사용한 연구개발비(RND), 배당성향(DPR), 대주주지분율(MSH)은 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다. 그러나 외국인지분율(FSH)의 경우 현금보유수준과 양(+)의 유의한 결과를 보였다. 이는 외국인투자자가 많을 경우 적대적 M&A 위협 등에 대비하기 위하여 현금보유를 늘린다는 주장과 일치하는 결과라고 할 것이다.

〈표 5〉는 현금보유수준을 '(현금+현금성자산+단기금융상품)/(총자산-유동자산)'으로 측정된 종속변수 CASH₂를 사용하여 분석한 결과이다. 〈표 5〉의 Panel A는 연도 및 산업을 통제하기 이전의 모형을 사용한 결과이고 Panel B는 연도더미 및 산업더미를 모형에 포함하여 통제 후의 분석결과이다.

〈표 5〉의 Panel A와 Panel B의 분석결과는 현금보유수준 1을 종속변수로 사용하여 분석한 〈표 4〉의 결과와 일치함을 확인할 수 있었다. 지금까지 분석 결과를 정리하면 기업의 투명성은 현금보유수준과 음(-)의 관련성을 가진다. 즉 기업의 투명성이 증가될수록 경영자의 사적편익을 추구할 가능성이 높고, 유동성 프리미엄으로 인해 수익성이 낮은 현금보유수준이 감소한다는 것을 발견할 수 있었다. 또한 〈표 4〉와 〈표 5〉의 4가지 투명성 지수를 모두 포함하여 분석한 모형 6의 분석결과 역시 투명성지수를 개별로 모형에 포함하여 분석한 결과와 동일함을 확인할 수 있었다.

그리고 〈표 4〉와 〈표 5〉의 모든 모형의 F값은

통계적으로 유의하게 나타나 모형설정상의 문제는 없다고 판단되며, 변수들 간의 다중공선성의 문제는 없는지를 VIF(Variance Influence Factor) 값으로 확인해 보았으나 최대값으로 부채비율(LEV)의 VIF값이 1.484로 나타나 변수들 간의 다중공선성은 심각하지 않은 것으로 보인다.

Ⅶ. 결론 및 한계점

현금프리미엄이 존재함에 따라 현금성자산의 수익성이 다른 자산으로 얻을 수 있는 수익성이 비하여 낮음에도 불구하고 최근의 기업의 현금보유수준이 과도하다는 지적에 나오고 있다. 따라서 본 연구는 기업의 과도한 현금보유의 원인 및 해결방안을 모색하기 위하여 기업투명성과 기업의 현금보유수준의 관련성을 검증하였다. 기업의 과도한 현금

〈표 5〉 기업투명성과 현금보유수준2 (CASH₂)

(Panel A) 기본모형(N=2,256)

종속변수	CASH ₁ : (현금+현금성자산)/(총자산-유동자산)											
	모형1		모형2		모형3		모형4		모형5		모형6	
모형	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값
절편	0.800	<.0001	0.812	<.0001	0.806	<.0001	0.764	<.0001	0.779	<.0001	0.355	<.0001
SCORE ₁	-0.052	0.261									-0.019	0.537
SCORE ₂			-0.058	0.087							-0.015	0.085
SCORE ₃					-0.061	0.028					-0.038	0.073
SCORE ₄							0.043	0.103			0.002	0.919
TSCORE									-0.020	0.039		
MTB	0.054	0.019	0.053	0.021	0.052	0.022	0.054	0.019	0.057	0.014	0.039	0.002
SIZE	-0.033	<.0001	-0.034	<.0001	-0.034	<.0001	-0.034	<.0001	-0.033	<.0001	-0.015	<.0001
LEV	0.000	0.955	0.000	0.988	0.000	0.989	0.000	0.998	-0.002	0.626	-0.003	0.326
CF	0.377	<.0001	0.375	<.0001	0.376	<.0001	0.376	<.0001	0.373	<.0001	0.105	<.0001
RND	0.184	0.035	0.188	0.031	0.186	0.032	0.187	0.031	0.198	0.023	0.074	0.124
SM	0.040	0.323	0.039	0.340	0.042	0.298	0.041	0.315	0.007	0.863	0.046	0.042
DPR	0.000	0.939	0.000	0.967	0.000	0.927	0.000	0.992	0.000	0.893	0.000	0.962
MSH	0.000	0.549	0.000	0.553	0.000	0.545	0.000	0.507	0.000	0.285	0.000	0.255
FSH	0.004	<.0001	0.004	<.0001	0.004	<.0001	0.004	<.0001	0.003	<.0001	0.001	<.0001
F(p값)	52.130	<.0001	52.340	<.0001	52.580	<.0001	52.310	<.0001	49.580	<.0001	16.380	<.0001
adj R ²	0.197		0.198		0.198		0.198		0.196		0.088	

〈표 5〉 기업투명성과 현금보유수준2 (CASH₂)(계속)

(Panel B) 연도 및 산업 통제 모형(N=2,256)

종속변수	CASH ₁ : (현금+현금성자산)/(총자산-유동자산)											
	모형1		모형2		모형3		모형4		모형5		모형6	
모형	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값	계수	P값
절편	0.889	<.0001	0.900	<.0001	0.890	<.0001	0.857	<.0001	0.859	<.0001	0.355	<.0001
SCORE ₁	-0.068	0.150									-0.019	0.537
SCORE ₂			-0.065	0.080							-0.015	0.085
SCORE ₃					-0.050	0.013					-0.038	0.073
SCORE ₄							0.006	0.889			0.002	0.919
TSCORE									-0.031	0.017		
MTB	0.087	0.000	0.087	0.000	0.085	0.000	0.086	0.000	0.092	0.000	0.039	0.002
SIZE	-0.037	<.0001	-0.037	<.0001	-0.037	<.0001	-0.037	<.0001	-0.035	<.0001	-0.015	<.0001
LEV	-0.107	0.001	-0.106	0.001	-0.106	0.001	-0.105	0.001	-0.121	0.000	-0.003	0.326
CF	0.345	<.0001	0.343	<.0001	0.345	<.0001	0.345	<.0001	0.341	<.0001	0.105	<.0001
RND	0.150	0.082	0.155	0.073	0.157	0.068	0.157	0.069	0.170	0.049	0.074	0.124
SM	0.018	0.654	0.017	0.677	0.019	0.635	0.019	0.649	-0.014	0.744	0.046	0.042
DPR	0.000	0.933	0.000	0.979	0.000	0.950	0.000	0.983	0.000	0.895	0.000	0.962
MSH	0.000	0.359	0.000	0.357	0.000	0.339	0.000	0.326	0.000	0.147	0.000	0.255
FSH	0.003	<.0001	0.003	<.0001	0.003	<.0001	0.003	<.0001	0.003	<.0001	0.001	<.0001
YD		포함		포함		포함		포함		포함		포함
ID		포함		포함		포함		포함		포함		포함
F(p값)	34.100	<.0001	34.170	<.0001	34.080	<.0001	33.940	<.0001	32.580	<.0001	16.380	<.0001
adj R ²		0.213		0.213		0.212		0.212		0.212		0.088

* 변수 설명은 〈표 2〉를 참조할 것

보유는 경영자의 사적편익 추구의 산물일 가능성이 있으며, 기업가치에도 부정적인 영향을 줄 수 있음이 선행연구를 통해 검증되고 있다. 따라서 본 연구는 기업투명성이 개선될수록 기업의 내부와 외부 정보이용자간의 정보 불균형 문제가 해소되며, 경영자에 대한 감시 및 통제비용 등이 감소하여 대리인 문제 역시 완화될 것으로 기대됨에 따라 기업의

현금보유수준도 감소할 것으로 예상을 하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 기업의 투명성을 소유구조 투명성(SCORE₁), 사업현황 투명성(SCORE₂), 이사회 투명성(SCORE₃), 회계투명성(SCORE₄)으로 구분하여 측정하여 각 개별 투명성 지수와 4가지 투명성의 총평균투명성지수(TSCORE)를 사용하여 검증을 실시한 결과 사업

현황투명성(SCORE₂), 이사회투명성지수(SCORE₃), 그리고 총평균투명성지수(TSCORE)가 기업의 현금보유와 음(-)의 유의한 관련성을 보였다. 이는 해당 기업의 사업 및 산업의 현황이 특히 기업의 현금보유수준에 중대한 영향을 미치고 있음을 의미하고, 또한 경영자를 효율적으로 감시/감독의 기능을 맡고 있는 이사회가 기능이 경영자의 현금보유 의사결정에 많은 영향을 미치고 있음을 나타낸다고 할 수 있을 것이다. 나머지 소유구조투명성 및 회계투명성 역시 현금보유수준과 음(-)의 관련성을 보이기에는 하였으나 유의적이지는 못했다. 이는 기업의 투명성이 개선될수록 대리인 문제가 감소되고, 경영자가 사적편익을 위한 과도한 현금 보유가 억제되기 때문이라고 판단된다. 또한 투명성이 개선됨에 따라 정보의 불균형 문제도 완화됨에 따라서 기업의 자금조달비용이 감소하여 기업은 원하는 시기에 상대적으로 저렴한 비용을 지불하고 자금을 조달받을 수 있기 때문에 예비적 동기를 위한 과도한 현금보유가 불필요하기 때문이라고도 해석 가능할 것이다.

이러한 연구결과는 최근의 기업채 및 학계에서 관심을 가지고 추진하고 있는 기업투명성 개선 작업의 당위성을 보다 명확하게 부여하는 것이라고 할 수 있으며, 궁극적으로 기업가치에도 긍정적인 영향을 미치는 기업투명성 개선 사업이 지속적이고 광범위하게 이루어져야함을 나타내는 결과라 할 것이다. 다만 본 연구에서 사용한 기업투명성 지수 측정의 정확성 및 그 검증결과의 신뢰성을 확보하기 위해서는 관련 후속연구가 신속하게 이루어져야 할 것으로 보인다.

참고문헌

- 김병기(2004), "상장기업의 현금보유수준에 관한 실증분석," *금융공학연구*, 제3권 제2호, 147-170.
- 김영산·윤형덕(2001), "한국 기업의 유동성 보유비율 분석: 재벌과 비재벌 기업의 비교," *응용경제*, 제3권 제1호, 49-76.
- 박순식(2003), "기업의 유동성 결정요인에 관한 연구," *경영교육논총* 제33집, 제2호, 267-286.
- 박영석·신현한(1998), "기업집단의 내부자본시장과 투자 의사결정," *재무연구*, 제16호, 1-21.
- 박현준·신현한·강동관·권인수(2006), "기업투명성과 기업가치," *경영학연구*, 제35권 제5호, 1361-1391.
- 이계화·박현수(2005), "기업 현금보유수준의 진단 및 시사점," 삼성경제연구소, Issue Paper.
- Autunovich, P., (1996), "Optimal Slack Policy under Asymmetric Information," Unpublished mammscript, Northwestern University.
- Bhattacharya, U., H. Daouk, M. Welker, (2003), "The World Price of Earnings Opacity," *The Accounting Review*, 78, 641-678.
- Duffie, D., and Lando, D., (2001), "Term structure of credit spreads with incomplete accounting information," *Econometrica*, 69, 633-664.
- Gelos, R. G. and Wei, S., (2002), "Transparency and international investor behavior," NBER Working paper No. 9260.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and D. Scharfstein, (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Han S.J. and Qiu J.(2006) Corporate Precautionary Cash Holdings, working paper.

- Kennedy, P. A.(1992), "Guide to Econometrics," Boston, The MIT Press, 3rd edition.
- Kofman, F. and Lawarree, J. (1933), "Collusion in hierarchical agency," *Econometrica*, 61, 629-656.
- Kusnadi, Y., (2004), "Corporate Governance Mechanisms and Corporate Cash Holdings," EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
- Nguyen, P., (2006), "How Sensitive are Japanese Firms to Earnings Risk? Evidence from Cash Holdings," working paper.
- Opler T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and R. Williamson, (1999), "The Determinants and Implications Of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Tirole, J., (1992), "Collusion and the theory of organizations," in *Advances in Economic Theory: Proceedings of the Sixth World Congress of Econometrics Society*, J.J. Laffont, Cambridge University Press, 151-213.
- Yu, F. (2002), "Accounting transparency and the term structure of credit spreads," University of California Working Paper.

〈부록〉 투명성지수 측정 항목

소유구조(29개 항목)

- 전환사채의 유무
- 전환 사채 공개 여부
- 전환 사채 소유자 공시 여부
- 신주인수권부사채의 유무
- 신주인수권부사채의 공개 여부
- 신주인수권부사채 소유자 지분 공시 여부
- 주식 종류에 대한 설명 제공 여부 (cf. 보통주, 우선주)
- 자사주 매입 유무
- 자사주 매입 여부 공개
- 주식 종류(소유자)에 따른 투표권리 공시 여부
- 주주들의 의사 제안에 대한 안내 유무
- 집중 투표제 도입하고 있는가?
- 서면 투표제를 도입하고 있는가?
- 계열회사의 소유 지분 및 상호 소유 지분 공시
- 1%이상 주주의 주식소유 현황 공시 여부
- 5%이상 주주의 주식소유 현황 공시 여부
- 소유자별(기관, 외국인투자, 정부 etc.) 지분 공시 여부
- 최대주주+특수관계인 소유 지분 공시 여부
- 등기 임원의 소유 지분 공시 여부
- 각 이사회 소유 지분 공시 여부(내/외부 이사)
- 대주주=경영자 여부(소유와 경영의 분리)
- 주요 주주의 회합에 대한 연차 목록(일람) 존재 여부
- 정관 공개 유무
- 기업지배구조 헌장(원칙) 도입 여부
- 임직원 윤리 규정 도 여부
- 주주 총회의 참고 서류 유무
- 주주 미팅의 안전 절차에 대한 설명 유무
- 주주들의 임시 총회 소집 안내 유무
- 경영권 보호 규정(이사회가 아닌 주총에 의한 경영진 교체 규정)

사업현황(21개 항목)

- 제품이나 서비스의 거래 내용에 대해 세부 설명 공개 여부
- 제품별 시장 ranking을 밝힌지의 여부
- 제품별 시장 점유율 공개 여부
- 제품별 생산 및 판매 현황 공개 여부
- 주요 제품 가격 동향 공시 여부
- 원자재 가격 동향 공시 여부
- 주요 판매처 현황 공개 여부
- 주요 구매처 현황 공개 여부
- 제품별 수급 동향 공개 여부
- 생산 능력 공개 여부
- 생산 실적 공개 여부
- 투자 계획에 대한 세부적인 공시 여부(계획사업비용, 총 소요자금, 착공예정일, 소요자금, 조달내역 etc)
- 월별 또는 분기별 생산 공시여부
- 제품별 매출액 및 매출 원가 공개 여부
- 사용된 자산의 특성(characteristics of assets employed)의 공시
- 장기 차입금 현황
- 장기 차입금 상환계획
- 단기 차입금 현황
- 단기 차입금 상환 계획
- 생산 판매(내수 및 수출) 계획 공시 여부

이사회(39개 항목)

- 이사회 운영 규정 혹은 정관의 존재 유무
- 사장의 상임 이사 추천과 해임 건의 동의권 여부
- 경영권 보호 규정(이사회가 아닌 주주총회에 의한 경영진 교체 규정) 여부
- 사장의 경영 평가 보수 결정권 유무 여부
- 사장 선임을 위한 추천 위원회 구성 권한 여부
- 이사회 명부 공시 유무
- 이사회 주요활동 내역의 공개 유무(이사회의 의결 사항 포함)
- 이사회 임원의 회의 참석률 공시 여부
- 이사회 임원들 보상(고정급, 성과급, 스톡옵션) 내용 공시 여부
- 이사회외의 외부 이사 비율 공시 여부

- 이사회 회장과 최고 경영자(CEO)와의 관계 공시 여부
- 외부 전문 인력 활용(제공) 여부
- 이사회 개최 건수 공시 여부
- 주주들의 이사회 임원을 지명 방법 명시 유무
- 감사위원회 운영 규정 혹은 정관의 존재 유무
- 감사위원회 명부 공시 유무
- 감사위원회 임원의 이력서 공개
- 감사위원회 임원의 업무, 역할, 직무 공개 유무
- 감사위원회 임원의 임기 공시 유무
- 감사위원회 회의록(보고서) 공개 유무
- 감사위원회 임원의 회의 참석률 공개
- 감사위원회 임원들 보상(고정급, 성과급, 스톡옵션) 내용 공개
- 감사위원회 내/외부 이사 비율 (공개)
- 상근 감사의 존재(100억 이상 상장 법인)
- 보수/보상(compensation committee)의 존재 여부
- 보수/보상 위원회의 임원 공시
- 추천위원회(nomination committee)의 존재 여부
- 추천 위원회의 임원 공시
- 다른 내부 감사위원회의 기능 존재 여부(strategy/investment/finance committee의 존재 여부)
- 이사회 임원의 이력서 공개 여부
- 이사회 임원의 업무, 역할, 또는 직무 공시 유무
- 전(前) 이사회 임원의 직위에 대한 정보 제공 여부
- 이사회 임원의 임기 공시 유무
- 최고 경영인 대한 자세한 정보(이력) 유무
- 경영인의 보수 지급 결정 과정의 공개
- 경영인(not on board)의 보수 공시
- 경영인(not on board)의? salary? 지급 형태 공개
- 경영인의 성과 관련 지급의 형태 (예)고정급, 성과급, 스톡옵션) 공개 유무
- 최고경영인의 계약 세부 내용 공시

회계(15개 항목)

- 자 회사의 계정(accounts)에 사용하는 회계기준을 공시 여부
- 국내 회계 기준에 의한 계정 제공 유무
- 국제적으로 인정된 회계 기준에 의한 다른 계정 정보의 제공 여부-국내 회계 기준에 의한 accounts가 국제적으로 인정된 회계 기준에 의한 계정과의 호환성 정보 제공
- 자산 평가 방법의 공시 여부
- 고정자산 감가상각 방법에 관한 정보를 공개
- 결합 재무제표(consolidated financial statement)를 작성 여부
- 회계 감사 회사의 이름을 공시
- 회계 감사 결과의 사업보고서상 재공시여부
- 회계 감사료 공시 여부
- 회계 감사에게 제공된 non-audit fee를 공시 여부
- 관계회사의 목록 공시
- 관계회사와의 거래 내역 공시
- 그룹 내의 거래 내역 공시
- 관계회사의 주요 업종 제품, 자산, 매출 공시 여부
- 관계회사에 대한 지급 보증 혹은 담보 제공액 공시

Corporate Transparency and Cash holdings

Yun Sung Koh* · Chae Won Ra** · Hyun Han Shin***

Abstract

In this paper, we investigate the impact of corporate transparency on cash holdings by corporate (using firm-year 2,256 samples). We focus on cash, in particular cash holdings, since it is not needed for investments or operations which represent a large fraction of corporate assets and can easily be spent by management. Also excessive cash holdings have negative effect on corporate value.

Therefore, we expect that the clear corporate transparency effects on information asymmetry, monitoring cost, and agency problems and it is projected to reduce all. As a result, we expect that the higher corporate transparency is the less level of corporate cash holdings. That is to say, the level of corporate transparency is regarding as one of the indicators of corporate governance ability.

We used to measure corporate transparency followed Standard & Poor's methodology which evaluate the level of transparency and disclosure and assessed the level of transparency by searching company annual reports for the inclusion of 98 possible information items broadly divided into three sub-categories. These three dimensions include ownership structure and investor relations, financial transparency and information disclosure, and board and management structure and process. We basically followed Standard & Poor's methodology but changed its three dimensions to four dimensions: transparency of ownership structure, transparency of corporate practice, transparency of the board of directors, and transparency of accounting. The score of corporate transparency in Korean listed company is measured using binary evaluation method.

* Full time lecturer, College of Business Management, Hongik University

** Ph.D. School of Business, Yonsei University

*** Professor, School of Business, Yonsei University

We find that corporate transparency has a substantial impact on level of cash holding. That is, there is a negative association between both transparency of corporate practice and transparency of the board of directors and level of cash holding. It means that firms with good corporate transparency reduce excess cash more quickly than those with poor governance.

These findings provide direct evidence of how corporate transparency can reduce information asymmetry, monitoring cost, and agency problems. As a result level of excess cash holding with good corporate transparency firms will be reduced and insight into the importance of corporate transparency in determining corporate cash policy.

Key words: Corporate transparency, Cash holding