

기업의 사내유보가 투자에 미치는 영향: 국제비교

강선민(주저자)
중앙대학교 경영학부 부교수
(skang@cau.ac.kr)
황인태(교신저자)
중앙대학교 경영학부 교수
(ithwang@cau.ac.kr)

.....
매년 기업들의 재무보고서가 공시되면 여러 매체와 기관들에서는 우리나라 기업들의 유보율이 천문학적으로 높고, 이는 기업들이 현금보유를 늘리고 투자를 하지 않기 때문이라는 보도가 적지 않다. 그렇다면 실제로 유보율 증가는 기업의 현금보유를 증가시키고 투자를 감소시키는 것일까? 본 연구는 기업의 사내유보 증가가 현금성 자산, 투자자산 등 기업의 자산 구성에 미치는 영향을 실증분석하였다. 총자산을 크게 6가지로 구분하여 회귀분석을 실시한 후 그 결과를 다른 나라들과 비교하여 살펴보았다.

이를 위해 우선 본 연구는 유보율 계산과 관련한 회계 이론적 관점의 논의 전개를 통하여 유보율 계산의 문제점을 지적하고 유보율의 국제비교를 실시하였다. 다만 본 연구에서 제시한 수정 유보율은 새로운 유보율 지표의 이용을 촉구하기 보다는 유보율에 대한 올바른 이해를 돕고자 하는 것이다. 유보율의 국제비교에 앞서 올바른 유보율 지표의 사용이 선행되어야 하기 때문이다.

회계이론적 관점에서 유보율 산식은 주식발행초과금과 재평가적립금을 고려하여 수정할 필요가 있다. 그 이유는 유보율 산식을 변경하는 경우 기업 유보율의 절대값은 크게 감소하여 사회적으로 큰 문제가 되지 않는다는 것을 확인할 수 있었다. 국내 기업을 대상으로 유보율을 분석한 결과 일반적인 예상과는 달리 과거 10년간 유보율의 중앙값은 중기업이 대기업보다 높거나 비슷하였다. 유보율의 국제간 비교에서도 우리기업들의 유보율은 대기업의 경우 독일, 일본, 영국, 미국에 이어 우리나라는 5위였으며, 중기업의 경우엔 영국, 일본에 이어 3위인 것으로 나타났다. 반면 우리나라 소기업의 경우에는 일본에 이어 2위로 나타나 대기업과 중기업과 비교해서는 우리나라 소기업의 유보율이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 따라서 국제간 비교결과에서는 우리나라 소기업의 유보율이 상대적으로 높게 나타났다.

유보금증가와 각 자산항목간의 회귀분석결과를 살펴보면 유보금은 현금성자산뿐 아니라 당좌자산, 채고자산, 투자자산, 유형자산, 그리고 무형자산의 형성에 기여하고 있다. 다만, 대기업의 경우 유보금은 현금성자산의 증가에 기여하지 못하고 있는 것으로 나타났다. 대기업의 투자자산 증가는 유보금 증가와 관련이 있고 유동부채, 비유동부채와는 음(-)의 관계를 보였다. 유형자산의 경우에는 기업규모와 관련없이 유보금, 유동부채, 그리고 비유동부채 증가는 모두 유형자산의 증가와 밀접한 관련성이 있는 것으로 나타났다. 결과적으로 기업의 유보금이 증가한다고 하여 반드시 현금성자산이 증가하는 것은 아니며, 유보금은 부채와 같이 현금뿐만 아니라 토지, 기계설비 등 모든 자산에 이미 투자되어 기업의 경영활동에 기여하고 있다. 이러한 결과는 국가별 회귀분석 결과에서도 유사하였다. 따라서 유보금을 투자하라는 일각의 주장은 이미 투자한 자금을 다시 투자하라는 모순된 것이다.

향후에는 유보율에 대한 사회적 인식이 재정립될 필요가 있다. 또한 기업의 투자를 유도하고 그러한 환경을 조성하기 위해서는 기업의 투자활동을 평가할 수 있는 보다 적합한 지표를 사용하는 것이 우선되어야 한다. 본 연구는 기업의 투자재원의 조달 및 그 운용 현황에 대한 직접적인 실증분석결과를 제시한 데 연구의 의의와 차별성이 존재한다. 따라서 본 연구가 유보율에 대한 잘못된 시각을 개선하기 위한 기초자료로 활용될 수 있기를 기대한다.

주제어: 사내유보, 유보율, 현금성자산, 주식발행초과금, 재평가적립금

.....

1. 연구배경 및 연구목적

최근 대기업들이 정부의 친기업 정책의 수혜만 받고 투자와 고용에는 인색하다는 주장이 끊임없이 제기되고 있다. 이러한 주장의 근거로서 대기업들의 높은 유보율(reserve ratio) 수준과 해마다 증가하는 유보율이 자료로 제시되고 있다. 많은 매체들은 유보율은 영업활동 혹은 자본거래를 통해 벌어들인 자금을 얼마나 사내에 쌓아두고 있는지를 나타내는 지표로 높은 유보율은 투자 등 생산적인 부분으로 자금이 흘러가지 않는다는 것을 반증하는 것이라고 보도하고 있다.¹⁾

구체적으로 2011년 5월 한국거래소에 따르면 자산총액 기준 국내 10대 그룹의 사내유보율은 2010년 1,219%로 높은 수준이고, 이는 2004년 600% 이상, 2007년 700% 이상, 2008년 900% 이상, 2009년 1,122%에서 2010년 1,219%까지 해마다 증가하였다. 이는 2004년 600% 기준 2배에 가까

운 수치이다. 한편 10대 그룹 상장 계열사의 자본금은 25조 9천억원으로 2009년보다 8% 늘어나는데 그쳤지만, 이익잉여금은 242조 1천억원으로 23% 증가하였다고 보고하고 있다. 이와 같은 유보율 관련 수치는 기업의 투자 위축과 소비저하, 고용 감소를 의미하는 것으로 해석하고 있다.

그러나 유보율과 유보율 지표를 이용하여 기업의 투자를 평가하는 사회적인 시각에 대하여 다시 생각해 볼 필요가 있다. 외환위기 이후의 유보율 증가와 관련하여 기업들이 재무건전성을 중시하고 현금경영을 중시한 결과로 해석하는 것은 우리 사회의 유보율에 대한 왜곡된 시각이 존재한다는 것을 의미한다. 왜냐하면 기업의 유보율이 높기 때문에 기업의 투자를 촉구하는 것은 이미 투자한 자금을 다시 투자하라는 것이기 때문이다.

유보율은 기업의 이익잉여금과 자본잉여금을 합한 잉여금을 납입자본금으로 나눈 값으로 정의하고 있다.²⁾ 따라서 현재의 유보율의 계산은 다음과 같은 문제점이 존재한다.

- 1) 대한상공회의소(2007)는 기업의 유보율 급증이 투자 저하로 이어져 기업의 성장잠재력을 훼손시킨다는 의견을 제시한 바 있다. 많은 언론기사들도 재벌들이 사상 최고의 유보율로 현금을 쌓아두고 있는 상황을 재벌 중심의 양극화 현상의 심화로 해석하였다(경향신문 2011.6.6.). 실제로 대기업들은 투자보다는 현금 쌓기에 주력하는 모습이다. 10대 그룹 상장 계열사 72곳의 지난해 말 내부유보율은 전년 보다 96.54%포인트 증가한 평균 1,219.45%로 사상 최대를 기록했다(한국일보 2011.5.27). 현재 상장사들의 현금 유보율, 기업 내 공간에 돈을 쌓아두는 비율이 사상 최고로 치닫고 있다(SBS경제 2011.5.16). 유보율은 영업활동 혹은 자본거래를 통해 벌어들인 자금을 얼마나 사내에 쌓아두고 있는지를 나타내는 지표다. 유보율이 지나치게 높다는 것은 투자 등 생산적인 부분으로 자금이 흘러가지 않고 있다는 뜻(주간경제 2011.4.21). 대기업의 공간은 돈더미가 쌓여 터지기 직전이다. 사상 최대 실적을 올린 10대 기업들의 자금 유보율은 지난해 말 기준으로 1,210%다. 2004년의 600%에 비해 2배나 높아졌다. 통상적으로 이 비율이 높으면 재무구조가 좋다는 의미지만, 달리 보면 신규투자를 하지 않고 있다는 뜻으로도 해석된다(내일신문 2011.4.15). 막대한 유보금 투자채원으로 활용돼야(내일신문 2011.4.6). 10대 그룹, 쌓아둔 돈 비율 사상 최고 투자에는 인색·유보율 1,200% 돌파(MBC TV 2011.4.5) 대기업은 신규사업 투자를 통한 고용창출 보다는 사내 현금유보율을 사상 최대수준으로 쌓아놓기 바빴다(폴리뉴스 2010.12.6). 12월 법인의 유보율도 1,150%로 유보율이 높다는 것은 기업들이 이익을 배당이나 투자 등에 배분하기보다 현금으로 쌓아 놓고 있다는 것을 의미한다(문화일보 2010.5.17). 관련 내용을 종합하면 첫째, 유보금이 자본금에 비하여 과다하다. 둘째, 유보율의 증가로 벌어들인 자금을 사내에 쌓아두고 있다. 셋째, 유보율증가가 투자 등 생산적인 부분으로 흘러가지 않고 있다로 요약할 수 있다.
- 2) 한국거래소(Korea Exchange: KRX)의 용어설명에 따르면 유보율(reserve ratio)은 잉여금(자본잉여금+이익잉여금)을 합한 금액을 납입자본금으로 나눈 비율로서, 기업의 설비확장 또는 재무구조의 안정성을 위해 어느 정도의 사내유보가 되어 있는가를 나타내는 지표라고 설명하고 있다. 그러나 기업의 경영성과나 재무상태를 보여주기 위하여 사용되는 재무비율은 크게 수익성, 안정성, 성장성, 활동성 지표로 구분되는 바, 이 중 기업의 안정성을 나타내는 대표적인 재무비율로는 부채비율, 유동비율, 이자보상비율 등이 있다. 따라서 유보율의 개념은 기업의 안정성을 측정한다는 차원에서 보완적인 수단으로 개발되어진 지표로 보여 지나, 유보율은 기업분석을 위한 일반적인 재무비율로 보기는 어렵다.

주주와의 거래는 크게 자본거래와 손익거래로 구분된다. 자본거래란 기업에 투하된 자본이 증자나 감자로 인하여 변동되는 것이며, 경영활동에 따라 증감되는 것을 손익거래라고 한다. 이와 같이 자본거래와 손익거래가 혼동되는 경우에는 증자된 자본이 이익과 혼합되어 배당으로 사외 유출되므로 자본잠식이 생기게 되며, 반대로 이익이 자본에 혼합되어 비밀적립금이 될 수 있어 기업회계에서는 양 거래를 명확히 구분하고 있다. 또한 자본거래로 발생한 잉여금인 자본잉여금은 배당을 하지 못하도록 하고 있다.³⁾ 따라서 시가발행이 일반화되어 있는 우리 현실에서 납입자본은 자본금과 주식발행초과금(자본잉여금)을 합친 금액으로 보아야 한다. 또한 재평가적립금의 경우 현금이 발생한 것이 아니므로 납입자본으로 보아야 한다. 따라서 기업의 설비확장 또는 재무구조의 안정성을 위해 기업의 사내유보의 정도를 측정한다는 측면에서 등장한 유보율 계산은 회계상의 납입자본의 개념에도 부합하고 있지 않다.

본 연구는 기존 유보율 계산의 문제점을 지적함으로써 유보율에 대한 왜곡된 사회적 인식을 개선하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 구체적으로 유보금액의 증감이 기업의 총자산 중 어떠한 세부항목의 증감을 초래했는지를 실증적으로 규명한다.

사내유보금 또는 잉여금은 당기순이익에서 주주배당을 차감한 금액을 기업이 창립된 이래로 매년 합산한 것과 자본거래에서 발생한 잉여금을 회계학적으로 기록한 것이다. 즉 잉여금은 기업이 외부가 아니라 기업내부에서 투자에 필요한 자금을 조달한 금액을 의미한다. 이와 같이 내부에서 조달한 유보금은 현금뿐만 아니라 토지 기계설비 등에 이미 투자되어 있는 것이다. 따라서 본 연구에서는 유보금의

변화율과 개별자산 즉 현금성자산, 재고자산, 무형자산, 그리고 유형자산의 변화율간의 회귀분석을 통하여 이러한 유보금과 개별자산간의 관계를 실증적으로 입증하고자 한다.

II. 선행연구

이한득(2006)은 외환위기 이후 기업들은 수익성보다는 안전성을 중시하고 현금보유성향 증가는 대기업에 의해 주도된다고 해석하였다. 현금성자산이 시가총액의 40%를 초과하는 기업이 103개로서 전체기업의 17.8%를 차지하며, 과도한 현금보유는 경영권방어에 양날의 칼로서 바람직하지 않다고 주장하였다. 구체적으로 2006년 9월말 유가증권시장 581개 비금융 상장기업의 현금성자산 규모는 64조원에 달하며 그 중 현금 및 현금등가물 31.6조원(49.3%), 유가증권은 7.3조원(11.5%)이라는 연구결과를 제시하였다. 반면 1990년 자산규모 상위 첫 번째 및 두 번째 그룹의 현금성자산 비율은 연평균 각각 5.1%, 8.7%에서 2000년 연평균 7.5%, 11.0%로 급격히 상승하고, 하위 첫 번째 및 두 번째 그룹은 1990년대의 12.4%, 11.7%에서 2000년대의 12.5%, 11.6%로 일정한 수준을 유지하였다.

우리나라 기업들의 현금자산비율이 늘어났는지를 살펴보기 위하여 김우찬(2009)은 자산총계 대비 현금자산비율 및 매출액 대비 현금자산비율을 분석하였다. 그 결과 1991부터 2008년 동안 유가증권시장 비금융 상장회사의 자산총계 대비 현금자산비율의 평균 및 중위값은 모두 감소하였다는 연구결과를

3) 자본금, 자본잉여금, 자본조정(주주 또는 소유주와의 거래 즉, 자본거래의 산물로서 발생한다. 이 중 자본잉여금은 크게 주식발행초과금, 감자차익, 자기주식처분이익, 재평가적립금으로 구분된다.

제시하였다. 또한 매출액기준 현금자산 비율은 중위 값만 감소한 것으로 나타났다. 그러나 국제비교 분석결과에서는 우리나라의 평균 현금자산비율은 16.2%로 기타 29개 국가 중 10번째를 나타냈으며, 이는 현금자산비율이 급격히 늘어났다는 정부의 주장과는 다르다고 주장하였다. 특히, 2002년 이후부터 자산 규모 상위 25% 대기업들을 중심으로 현금자산 비율이 늘어났으나, 이는 우리나라에만 국한된 것이 아니라라는 결과를 제시하였다. 즉 현금자산비율의 증가는 기타 24개 국가에서 모두 발생하고 있는 일반적인 현상으로 설명하고 있다. 그러므로 대기업들이 과도하게 현금자산을 늘이고 실물투자를 줄여 국가경쟁력이 저하되었다는 주장은 맞지 않다고 해석하였다.

한편, 2005년부터 2009년까지 585개 비금융 유가증권 기업을 대상으로 자산규모 및 현금성자산 비중 상위 10개 기업을 집중분석한 이한득(2010)은 다음과 같은 연구결과를 제시하였다. 자산규모 10대 기업들은 현금흐름 창출능력이 높지만 투자지출도 많아, 현금성자산 규모 자체는 크지만, 현금성자산 비중은 높지 않다. 구체적으로 영업현금흐름 비율은 13.2%로 전체 상장기업(중앙값)의 4.6%보다 훨씬 높았으나 자산 대비 투자지출액비율도 8.1%로서 전체 상장기업(중앙값)의 3.8%보다 월등히 높아, 결과적으로 자산규모 10대 기업의 현금성자산 비중은 9.9%로 전체 상장기업의 8.8%보다 약간 높다. 그러나 현금성자산 규모기준 10대 기업들은 현금성자산 비중이 49.9%로 자산의 절반 정도를 차지하는 것으로 나타났다. 특히 이들 기업들은 대부분 규모가 작고 실적의 변동성이 큰 기업들이므로 분석되었다. 즉 규모가 작은 기업일수록 현금 보유성향이 높다는 연구결과를 제시하고 있다.

더 나아가 이한득(2011)은 2010년 기업들의 매출액증가율과 영업현금흐름비율은 2009년 대비 높

아졌으나, 잉여현금흐름(영업현금흐름-투자현금흐름)은 오히려 적자를 기록하였다고 주장하였다. 즉 분석결과 영업현금흐름은 2009년 62.7조원, 2010년 79.5조원으로 증가세를 보였으나, 투자현금흐름은 2009년 73조원, 2010년 90조원을 기록하여 영업현금흐름 규모를 상회한 것으로 나타났다. 특히 대기업들은 매출의 10.6%를 투자지출에 사용하였으며 유보율이 높은 기업일수록 설비투자규모나 매출 대비 투자수준이 높아진다고 지적하였다. 이병기(2011)도 이한득의 연구결과와 비슷한 결과들을 제시하고 있다. 즉 2001년부터 2010년까지 상장기업 전체와 30대 대규모기업집단간의 유보율, 현금보유비율, 투자증가율에 대한 추세분석을 시도하였다. 그 결과 대기업이 투자는 하지 않고 현금을 쌓아두고만 있다는 비판은 타당하지 않다고 주장하였다. 또한 미국과 아시아의 기타 국가들에 비교하여도 대기업의 현금보유수준이 과도하지 않다고 결론짓고 있다.

본 연구는 기존의 연구들과는 다르게 유보율에 초점을 맞추어 보다 직접적으로 내부에서 조달한 유보금이 현금뿐 아니라 기계설비 등 유형자산에 이미 투자되었다는 것을 증명하고자 한다. 이를 위하여 유보금액의 증감이 기업의 총자산 중 어떠한 세부항목의 증감을 초래했는지를 실증분석을 통하여 규명한다. 따라서 본 연구에서는 기업의 자금조달의 원천인 유보금과 유동부채, 비유동부채의 변화율과 기업의 자금조달의 결과로서 나타난 자산항목들 즉 현금성자산, 채고자산, 무형자산, 그리고 유형자산의 변화율간의 회귀관계 분석을 실시한다. 이것은 자기자본 조달로 대변되는 유보금과 부채로 설명되는 타인자본조달의 결과가 개별기업의 측면에서 구체적으로 어떠한 자산항목에 투자되고 있는지를 실증적으로 입증한다는 점에서 다른 연구들과의 차별성이 존재한다.

이와 더불어 본 연구는 회계학적인 측면에서 유보

을 계산의 문제점을 지적한다. 이는 유보금과 자산 항목들간의 관계에 대한 회귀분석에 앞서, 유보율에 대한 의미와 해석에 대한 사회적 인식의 재정립의 필요성을 제기하기 위함이다.

III. 유보율에 관한 이론적 논의와 유보율 분석

3.1 유보율 산정에 관한 회계학적 논의와 사례

유보율(reserve ratio)은 잉여금(자본잉여금+이익잉여금)을 합한 금액을 납입자본금으로 나눈 비율로서, 이는 기업이 스스로 얼마만큼의 자금을 동원할 수 있는지, 그리고 기업의 설비확정이나 재무구조의 안정을 위해 어느 정도 사내유보가 이루어지고 있는지를 측정하는 지표로 활용되고 있다.

그러나 기업 스스로의 자금조달의 가능성을 측정한다는 차원에서 분모에 해당하는 납입자본에 대하여 생각해 볼 필요가 있다. 기업 스스로의 자금조달의 의미로서 납입자본의 개념을 살펴본다면 현재의 유보율은 자본잉여금을 고려하지 않은 자본금만을 사용함으로써 본래 유보율이 측정하고자 하는 취지를 벗어날 수밖에 없다.

자본잉여금은 자본거래로 발생한 것으로 기업에 투하된 자본의 증자나 감자로 인해 변동된 것이며

배당하지 못하도록 되어 있다. 자본잉여금에는 주식발행초과금, 감자차익, 자기주식처분이익, 전환권대가, 재평가적립금 등이 포함된다.⁴⁾ 이에 반해 이익잉여금은 손익거래로 발생한 것으로 경영활동에 따라 증감되는 것이며, 기업의 가득 금액으로 누적이익에서 주주에게 분배된 금액을 차감한 것이다. 따라서 납입자본은 주주가 투자한 액면금액, 즉 자본금과 주식발행초과금을 합한 금액이 논리적으로 타당하다. K-IFRS(한국채택 국제회계기준)에서도 주주 지분은 '납입자본'과 '이익잉여금', '기타자본요소'로 구분된다.

한편 자본잉여금의 구성항목 중 하나인 재평가적립금은 현금이 발생한 것이 아닐 뿐 아니라 실물자본유지개념에서 본다면 자본이다. 재평가적립금도 배당이 금지되고 자본전입이나 결손보전 이외에는 사용이 금지되어 있다. 따라서 자산재평가적립금도 실물자본 유지개념에 입각하여 납입자본의 경우로 보아 유보율의 계산시 납입자본으로 보아야 한다.

이러한 유보율 산정의 문제점은 다음과 같은 사례를 통하여 쉽게 확인할 수 있다.

[사례 1] (주)한강공업과 (주)북한산공업은 회사를 설립하였다. 두 회사 모두 기계장치를 450,000에 구입하였다. (주)한강과 (주)북한산의 주식의 액면금액은 ₩5,000이었으나 회사의 미래가치를 인정받아 주당 ₩100,000으로 주식을 발행하였다. 또한 부족한 자금을 조달하기 위하여 은행으로부터 300,000을 차입하였다. **다만, 북한산 주식회사는 주식발행초과금 모두를 자본전입하였다.** 두 회사의 당기순이익은 ₩200,000을 실현하였으며 배당을 실시하지 않고 전액을 유보하였다.

4) 1958년 1월에 자산재평가법을 규정한 이후 오랜 기간 동안 많은 우리 기업들이 자산재평가를 통하여 자본구조를 개선하여 왔다. 자산재평가법은 1958년에 한시법으로 제정된 후 1962년, 1965년, 1984년, 그리고 외환위기 이후인 1997년에 개정되었다. 그러나 1997년 외환위기 이후 회계기준원 설립, 결합제무제표 도입, 그리고 회계기준의 전면 개정 등 일련의 회계개혁이 이루어 졌으며, 자산재평가제도 역시 회계개혁의 일환으로 폐지되었다. 즉 자산재평가는 다른 선진국에는 존재하지 않으며, 회계이론에도 부합하지 않는다는 비판 하에 2000년 12월 31일까지 1회에 한하여 재평가를 허용한 이후 자산재평가법은 실질적으로 폐지되었다(강신민·황인태, 2011). 따라서 본 연구와 관련한 재평가적립금은 과거 자산재평가법에 의하여 자산재평가가 이루어진 경우에 발생한 재평가적립금이 자본잉여금에 현재 남아 있는 금액에 해당한다.

[사례 1]의 내용을 반영한 두 회사의 회계처리를 제시하면 다음과 같다. 두 회사는 부채조달과 주식 발행 그리고 기계장치 구입이라는 동일한 경제적 사건이 발생하였다. 그 결과 총자산과 부채와 자본 총합은 각각 600,000원으로 나타나고 있다. 다만, (주)북한산공업은 액면가액을 초과한 주식 발행으로 발생한 주식발행초과금을 (주)한강공업과 달리 자본으로 전입한 것만 차이가 있을 뿐이다. 따라서 (주)북한산공업은 주식발행초과금의 잔액이 없으며, 자본전입으로 자본금은 5,000원이 아닌 100,000원으로 기록되었다.

경제적 실질이 동일한 두 회사에 대하여 유보율을 계산하게 되면 (주)한강공업은 5,900%이다. 그러나 (주)북한산공업은 증자 후 발생한 주식발행초과금을 자본전입한 결과 유보율이 200%이다. 따라서 (주)한강공업은 주식발행초과금을 자본전입하지 않았기 때문에 유보율이 (주)북한산공업보다 5,700% 과대 계산된다.

[사례 2]는 [사례 1]의 내용과 동일하나, (주)한강공업이 자본전입을 하지 않고 이후 동일 기계장치에 대하여 자산재평가를 실시한 경우 유보율의 변화를 보여주고 있다. 자산재평가는 기업의 자율적 의

사결정이므로, (주)북한산공업은 자산재평가를 하지 않은 것으로 가정한다.

[사례 2] (주)한강공업과 (주)북한산공업은 회사를 설립하였다. 두 회사 모두 기계장치를 450,000에 구입하였다. 한강과 북한산의 주식의 액면금액은 ₩5,000이었으나 회사의 미래가치를 인정받아 주당 ₩100,000으로 주식을 발행하였다. 또한 기계장치 구입을 위한 부족한 자금을 조달하기 위하여 은행으로부터 300,000을 차입하였다.

(주)한강공업은 기계장치를 재평가하여 재평가차액 ₩100,000이 발생하였다. (주)북한산공업은 주식발행초과금 모두를 자본전입하였다.

두 회사의 당기순이익은 ₩200,000을 실현하였으며 배당을 실시하지 않고 전액을 유보하였다.

[사례 2]의 내용을 근거로 한 두 회사의 회계처리 결과는 다음과 같다.

위의 회계처리 결과에서 알 수 있듯이 (주)한강공업은 기계장치의 자산재평가를 통하여 자본잉여금으로 구분되는 재평가적립금 100,000원이 추가적으로 발생하게 된다. 따라서 자산재평가까지 고려한 (주)한강공업의 유보율은 [사례 1]에서 계산된 5,900%보다 2,000%가 증가한 7,900%로 다시 재계산된다. 반면 자본전입과 자산재평가를 하지 않

구분	(주)한강공업		(주)북한산공업	
차입시	차) 현금 150,000	대) 차입금 300,000	차) 현금 150,000	대) 차입금 300,000
주식 발행시	차) 기계장치 450,000	대) 자본금 5,000 주식발행초과금 95,000 이익잉여금 200,000	차) 기계장치 450,000	대) 자본금 100,000 이익잉여금 200,000
합계	총자산 600,000	부채와자본 600,000	총자산 600,000	부채와자본 600,000
유보율	$(95,000 + 200,000) / 5,000 = 5,900\%$		$200,000 / 100,000 = 200\%$	

구분	(주)한강공업		(주)북한산공업	
차입	차) 현금 150,000	대) 차입금 300,000	차) 현금 150,000	대) 차입금 300,000
주식 발행	차) 기계장치 550,000	대) 자본금 5,000	차) 기계장치 450,000	대) 자본금 100,000
		주식발행초과금 95,000		
		재평가적립금 100,000		
		이익잉여금 200,000		이익잉여금 200,000
합계	총자산 700,000	부채와자본 700,000	총자산 600,000	부채와자본 600,000
유보율	(95,000+200,000+100,000)/5,000=7,900%		200,000/100,000 = 200%	

은 (주)북한산공업의 유보율은 여전히 200%인 것을 알 수 있다.

[사례 1]과 [사례 2]를 통하여 살펴본 유보율의 계산결과는 동일한 경제적 사건이 발생한 두 개 회사의 유보율이 자본전입 또는 자산재평가라는 회사의 재정적 의사결정에 따라 커다란 차이가 발생한다는 사실을 보여준다. 따라서 경제적 실질이 같은 동일한 사건의 경우에도 단지 회계계정 과목상의 분류에 따라 혹은 현금유입이 없는 자산재평가만으로 기업간 유보율 계산차이가 크다는 것을 알 수 있다. 이것은 현재의 유보율 계산에 상당한 오류가 존재한다는 것을 의미한다.

따라서 본 연구는 납입자본 대비 기업의 유보정도를 측정하기 위한 유보율은 최소한 다음과 같이 수정될 필요가 있음을 제안한다. 즉 최소한 납입자본의 개념에 입각한다면, 유보율 계산시 납입자본에 해당하는 분모는 주식발행초과금이 포함되어야 하고, 동시에 분자의 잉여금에서는 주식발행초과금을 제외하여 수정해야 한다(유보율2). 또는, 재평가적립금까지 조정할 필요가 있다(유보율3). 이는 향후에도 유보율이라는 측정지표를 사용하고자 한다면 기존의 잘못된 유보율(유보율1=(자본잉여금+이익

잉여금)/자본금) 지표를 사용하는 것은 지속적으로 왜곡된 정보를 산출할 수 있기 때문이다. 따라서 유보율(유보율2, 유보율3) 계산시 최소한 주식발행초과금과 재평가적립금을 조정할 필요성이 있다.

$$\text{유보율1} = \frac{(\text{자본잉여금} + \text{이익잉여금})}{\text{자본금}} \times 100(\%) \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{유보율2} = \frac{(\text{잉여금} - \text{주식발행초과금})}{(\text{자본금} + \text{주식발행초과금})} \times 100(\%) \dots\dots\dots (2)$$

$$\text{유보율3} = \frac{(\text{잉여금} - \text{주식발행초과금} - \text{재평가적립금})}{(\text{자본금} + \text{주식발행초과금} + \text{재평가적립금})} \times 100(\%) \dots\dots\dots (3)$$

3.2 유보율(Reserve Ratio) 분석

본 장에서는 앞서 제시한 유보율의 측정방법을 달리할 때 우리나라 기업들의 유보율이 어느 정도인지를 분석한다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 현재와 같은 방식의 유보율 계산은 왜곡된 값을 도출하기 때문에, 본 연구는 3가지 방법으로 측정된 유보율

계산값을 모두 사용하여 분석을 실시한다.

3.2.1 표본기업

본 연구는 KIS-Value 데이터를 활용하여 2001년부터 2010년까지 유가증권상장 및 코스닥상장법인을 대상으로 앞서 제시된 3가지의 유보율 분석을 실시하였다. 다만, 본 연구는 업종의 특성상 금융업 종과 정상적인 경영상태로 볼 수 없는 관리종목을 제외한 10년 동안 계속 상장된 제조업을 대상으로 분석을 하였다. 그 결과 총 5,890개의 기업이 산출되었으며, 표본기업에 대한 일반적인 현황을 살펴보면 다음과 같다.

〈표 1〉의 Panel A는 표본기업에 포함된 자본잠식 기업의 분포를 나타낸다. 자본잠식 상태에 있는 45개 기업이 표본에 포함된 것을 알 수 있다. 이러한 자본잠식 상태에 있는 기업들은 유보율 산정시 음

(-)의 부호로 나타나게 될 것이라는 것을 예상할 수 있다. 그러나 2001년 총 20개 기업이 자본잠식의 상태로 나타났으나, 2002년 이후 2010년까지 자본잠식 상태에 있는 기업의 숫자는 미미한 것으로 조사되었다.

〈표 1〉의 Panel B는 선정된 총 5,890개 표본기업의 중소기업기본법상 대기업과 중소기업의 분포를 보여준다. 이와 함께 본 연구에서 이후의 유보율 분석에서 기업의 규모를 자산총액으로 구분한 기준과의 타당성을 제시하기 위하여 본 연구의 대,중,소기업의 구분결과와 비교한 분포를 제시한다. 본 연구는 자산총액 1조와 1,000억원을 기준으로 기업의 규모를 대, 중, 소로 구분한다. 그 결과 본 연구에서 기업의 총자산을 기준으로 기업의 규모를 분류한 것이 관련법에서 대·중소기업을 구분하고 있는 내용과 크게 다르지 않다는 것을 알 수 있다. 즉 본 연구에서 총자산 1조원이상으로 대기업으로 분류된 734

〈표 1〉 표본기업 현황

Panel A: 연도별 자본잠식기업

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	총합
자본총계 < 0	20	7	1	7	1	2	0	3	3	1	45
	44.4%	15.6%	2.2%	15.6%	2.2%	4.4%	0.0%	6.7%	6.7%	2.2%	100%
자본총계 ≥ 0	569	582	588	582	588	587	589	586	586	588	5,845
	9.7%	10.0%	10.1%	10.0%	10.1%	10.0%	10.1%	10.0%	10.0%	10.1%	100%

Panel B: 기업규모

중소기업 기본법기준	총자산기준			
	대기업	중기업	소기업	합계
대기업	734	2,209	417	3,360
	21.85%	65.74%	12.41%	100%
중소기업	0	561	1,969	2,530
	0%	22.17%	77.83%	100%

개 기업은 모두 중소기업기본법상에서도 모두 대기업으로 분류되고 있다. 반면 자산총액 1,000억미만으로 소기업으로 분류된 2,386개(417+1,969) 기업 중 약 83%는 관련법에서도 중소기업으로 구분되고 있는 것을 알 수 있다. 또한 자산총액 1,000억 원이상 1조원미만에 해당하는 중기업 2,770개 기업 중 약 80%는 관련법상 대기업으로, 나머지 약 20%는 중소기업으로 분류되고 있다. 따라서 본 연구의 자산총액기준에 의한 기업규모의 구분 결과는 대·중소기업 간의 분석결과에 타당성을 제시할 것으로 생각한다.

3.2.2 국내 기업의 유보율 분석

〈표 2〉는 표본기업에 대한 유보율의 측정결과를 나타낸다. 이하의 설명에서는 유보율 계산시 극단치에 해당하는 기업이 상당수 존재하기 때문에 왜곡된

평균값보다는 중앙값을 사용하여 기술한다. 우선 현재의 유보율 계산방식대로 유보율을 측정 한 결과, 유보율1의 중앙값은 383%로 나타나고 있다. 그러나 주식발행초과금을 조정 한 유보율2의 중앙값은 174%로 감소하였다. 다시 주식발행초과금과 재평가적립금을 고려하여 수정한 유보율3의 중앙값은 74%로 크게 감소하는 것을 알 수 있다.

그러나 이를 대중소기업으로 구분하여 살펴보게 되면, 〈표 2〉에서 보는 바와 같이 유보율1과 유보율2는 중기업이 대기업보다 약간 더 높은 것으로 나타나고 있다. 즉 대기업의 유보율1은 497%, 유보율2는 222%였으며, 중기업의 유보율1은 510%, 유보율2는 231%이다. 유보율3으로 측정 한 결과에서는 대기업의 유보율3은 91%, 중기업은 89%로 큰 차이가 없었다. 이에 반해 우리나라 소기업의 유보율은 대기업과 중기업에 비하여 어느 측정치를 기준으로 하더라도 낮았다. 이를 그림으로 나타내면 다음

〈표 2〉 산식에 따른 유보율차이

(단위:%)

유보율(Reserve Ratio)	기업규모	평균	표준편차	최소값	1%값	중앙값	99%값	최대값
1. 유보율1 =(이익잉여금+자본잉여금) /자본금	대기업	1,934	4,800	-1,054	-140	497	26,286	36,385
	중기업	897	1,282	-1,773	-113	510	5,500	17,609
	소기업	397	784	-7,351	-116	240	2,634	11,522
전체		824	2,029	-7,351	-121	383	8,275	36,385
2. 유보율2 =(잉여금-주식발행초과금) /(자본금+주식발행초과금)	대기업	837	2,330	-578	-135	222	11,809	20,713
	중기업	516	949	-1,773	-110	231	4,410	13,673
	소기업	263	764	-7,351	-114	94	2,538	11,522
전체		454	1,171	-7,351	-116	174	5,394	20,713
3. 유보율3 =(잉여금-주식발행초과금-재평가적립금) /(자본금+주식발행초과금+재평가적립금)	대기업	191	585	-578	-135	91	1,335	10,380
	중기업	186	340	-1,773	-110	89	1,780	4,041
	소기업	126	378	-7,351	-114	48	1,324	6,763
전체		162	395	-7,351	-115	74	1,565	10,380

* 총 5,890개 표본기업 중 대기업은 734개, 중기업은 2,770개, 소기업은 2,386개임.

** 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억~1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

의 <그림 1>과 같다.

<그림 2>는 현재의 유보율 산정방법에 따라 측정
한 유보율1의 대·중·소 기업별 매년 추세를 나타
낸다(중앙값기준).

2001년부터 2010년까지 대기업의 유보율1은 급

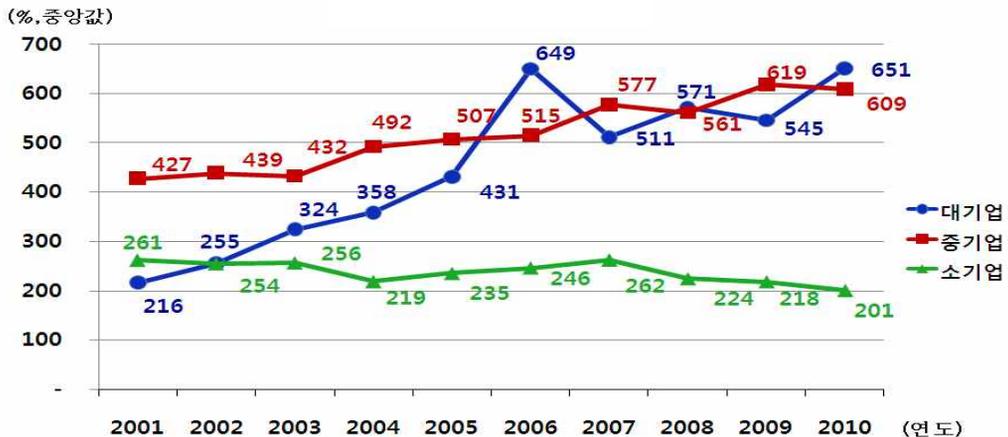
격히 증가한 것으로 나타났다. 중기업의 유보율1은
대기업보다 높은 수준에서 완만히 증가하고 있는 것
을 알 수 있다. 반면 소기업의 유보율1은 낮은 수준
에서 감소의 추세를 보이는 것으로 나타나고 있다.

유보율1을 연도별로 살펴보다더라도 대체적으로 대



** 대기업: 총자산 1조 이상/ 중기업: 총자산 1,000억~1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

<그림 1> 산식에 따른 유보율 차이



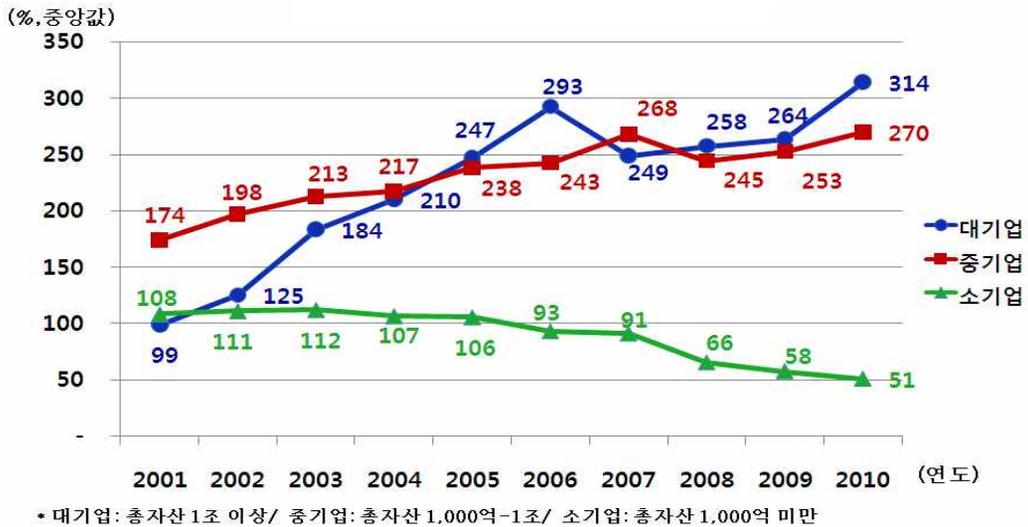
* 대기업: 총자산 1조 이상/ 중기업: 총자산 1,000억~1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

<그림 2> 유보율1 변화

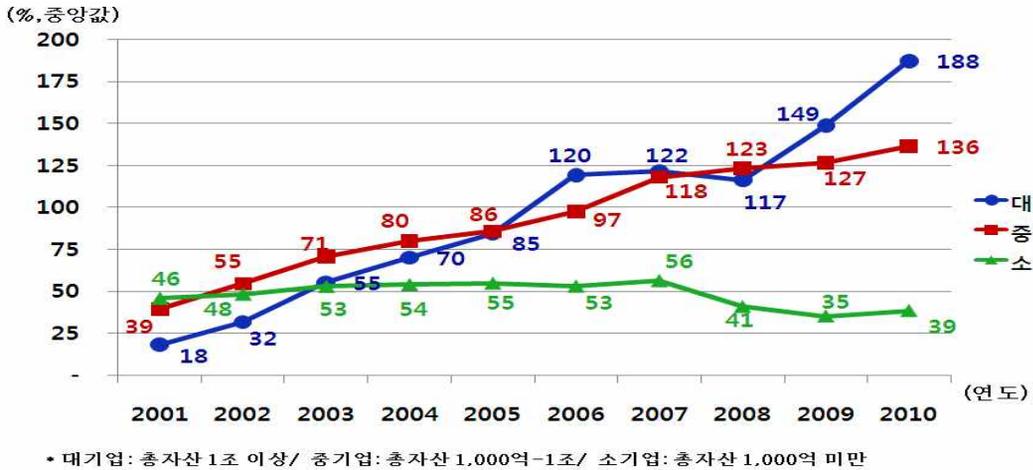
기업보다는 중기업에 해당하는 기업들의 유보율이 더 높다는 것을 알 수 있다. 그러나 외환위기 이후 대기업의 유보율은 소기업 유보율 261%보다도 낮은 216%였으나 2010년에는 중기업 609%보다 높은 651%로 그 수치가 급격하게 증가한 것을 나타

낸다. 이러한 현상은 유보율2와 유보율3으로 측정된 연도별 추세분석에서도 비슷한 결과를 보여준다 (<그림 3>과 <그림 4>).

이는 외환위기 이후 대기업들의 수익성 개선과 주식시장에서의 기업가치 상승을 그 원인으로 생각할



<그림 3> 유보율2 변화: 주식발행초과금



<그림 4> 유보율3 변화: 주식발행초과금, 재평가적립금

수 있다. 특히 유보율3의 산식으로 미루어 볼 때, 토지 등 유형자산의 금액이 큰 대기업의 주식발행초과금과 재평가적립금이 중기업과 소기업보다 크기 때문에 <그림 4>와 같이 분석기간 초기인 2001년 외환위기 직후는 수익성은 크게 증가하지 않아 분자는 적는데 분모가 커 유보율 3은 가장 적은 수치를 나타낸다. 그러나 2008년 이후 기업의 체질 개선, 정부의 고율환정책 등으로 대기업의 수익성이 크게 증가하여 대기업의 유보율이 크게 증가한 것으로 추측된다.

<표 3>의 Panel A는 유보율1이 상위 10개사에 해당하는 기업⁵⁾과 하위10개사에 해당하는 기업들에 대하여 납입자본개념에 입각한 수정된 유보율2와 유보율3을 나타낸다. 모든 기업들의 유보율은 유보율1에서 유보율3으로 수정하면 유보율이 크게 감소하는 것을 알 수 있다.

구체적으로 태광산업(주)은 현재의 방식에 따라 유보율을 계산하면 36,385%로 나타난다. 그러나 유보율2와 유보율3으로 계산하면 유보율은 각각 14,809%, 201%로 크게 감소하는 것을 알 수 있다. 따라서 태

광산업(주)은 주식발행초과금 이외에 많은 재평가적립금이 존재함으로 인하여 유보율이 과대 계상된 것임을 알 수 있다. 또한 SK텔레콤, 롯데제과 등 많은 기업들의 유보율도 주식발행초과금과 재평가적립금을 조정한 유보율2와 유보율3에 의하면 합리적인 수치로 조종된다. 다만, SK텔레콤, 롯데칠성음료, 삼성전자는 재평가적립금이 계정과목으로 남아 있지 않은 관계로 유보율2와 유보율3이 동일한 것을 알 수 있다. 재평가적립금이 없다는 것은 해당 기업들이 재평가를 하지 않았을 수도 있지만 그 보다는 과거 상당수 기업들이 자산재평가를 실시하였기 때문에 재평가적립금의 자본전입으로 그 잔액이 남아 있지 않은 것으로 추측할 수 있다.

유보율의 충실한 개념에 입각하여 유보율1과 유보율2와 3을 비교한 결과 언론보도에 소개된 바 있는 이들 기업들의 유보율은 상당히 왜곡되어 있다는 것을 알 수 있다. 즉 단순히 자본잉여금과 이익잉여금의 합에서 액면가액에 해당하는 자본금으로 나누어 계산한 결과는 납입자본에 해당하는 주식발행초과금이 상대적으로 많은 기업이나 자산재평가를 실시한

5) 언론보도(중앙일보 2011.4.6)에 소개된 유보율이 높은 상위 10개사와 본 연구의 표본기업 중 유보율이 높은 상위 10개사의 리스트가 거의 대동소이하다. 또한 해당 기업들의 유보율과 유보금은 본 연구에서 추출한 상위 10개 기업에 대하여 직접 산출한 값과 동일한 것을 알 수 있다. 이는 본 연구의 표본기업에 대한 객관성을 보여주는 것이라 할 수 있다.

사내 유보금 및 유보율 상위 10개사

(단위: 원, 2010년말 기준)

순위	회사명	유보율	유보금
1위	태광산업	3만6,385%	2조255억
2위	SK텔레콤	3만0,740%	13조7,220억
3위	롯데제과	2만4,666%	1조7,530억
4위	남양유업	1만7,609%	7,806억
5위	롯데칠성음료	1만6,904%	1조1,471억
6위	영풍	1만3,137%	1조2,099억
7위	삼성전자	9344%	83조8,667억
8위	포스코	7437%	35조8,739억
9위	BYC	6649%	2,793억
10위	고려제강	6158%	8,005억

자료: 한국거래소, 한국상장회사협의회

〈표 3〉 유보율산식에 따른 유보율 변화

Panel A: 상위10개사

유보율 순위	기업 규모	회사명	유보율1 (%)	유보율2 (%)	유보율3 (%)	유보금1 (억원)	유보금2 (억원)	유보금3 (억원)
1	대	태광산업	36,385%	14,809%	210%	20,256	20,175	13,766
2	대	SK텔레콤	30,740%	365%	365%	137,220	108,061	108,061
3	대	롯데제과	24,666%	20,713%	563%	17,530	17,517	14,945
4	중	남양유업	17,609%	13,673%	1,439%	7,806	7,794	7,341
5	대	롯데칠성음료	16,904%	10,380%	10,380%	11,471	11,429	11,429
6	대	영풍	13,137%	10,965%	349%	12,099	12,081	9,477
7	대	삼성전자	9,344%	1,499%	1,499%	838,667	794,628	794,628
8	대	포스코	7,437%	3,742%	783%	358,739	354,101	322,373
9	중	BYC	6,649%	3,620%	2,231%	2,793	2,759	2,713
10	대	고려제강	6,158%	6,158%	519%	8,005	8,005	6,821

Panel B: 하위10개사

유보율 순위	기업 규모	회사명	유보율1 (%)	유보율2 (%)	유보율3 (%)	유보금1 (억원)	유보금2 (억원)	유보금3 (억원)
580	소	아큐텍	-50%	-50%	-50%	-88	-88	-88
581	대	남광토건	-51%	-65%	-65%	-883	-1,575	-1,575
582	소	신우	-55%	-55%	-55%	-81	-81	-81
583	소	유니켄	-56%	-56%	-56%	-223	-223	-223
584	대	벽산건설	-58%	-64%	-64%	-1,164	-1,496	-1,496
585	중	엠비성산	-63%	-79%	-79%	-171	-373	-373
586	중	세하	-79%	-79%	-79%	-266	-266	-266
587	소	터보테크	-81%	-82%	-82%	-212	-225	-225
588	대	동양	-132%	-132%	-132%	-5,656	-5,656	-5,656
589	대	대우자동차판매	-319%	-304%	-181%	-7,182	-7,354	-11,023

* 유보율(중앙값 기준)

** 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억~1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

해당 기업들의 유보율을 상당히 왜곡된 값으로 평가할 수밖에 없다. 유보금의 경우에도 태광산업의 경우 20,256억원에서 각각 20,175억원, 13,766억원으로 크게 감소하게 된다.

또한 〈표 3〉의 Panel B는 현재의 유보율 산식 기준 하위 10개사에 대해서도 유보율을 재계산한 값

을 보여준다. 유보율이 낮은 하위 10개사는 유보율을 세가지 방법으로 모두 수정하더라도 크게 달라지지 않는다. 즉 음(-)의 유보율을 보인다는 것은 기업의 수익성이 낮아서 잉여금이 없기 때문에 주식발행초과금이 생길 여지가 없다. 따라서 재평가적립금 또한 이미 자본충실화를 위하여 자본전입이 이루어

진 상태로 추측되기 때문에 유보율2와 유보율3으로 재계산을 하더라도 기존의 유보율 측정지표와 크게 차이가 없다.

이상의 결과는 단순히 잉여금을 자본금으로 나누어 측정하는 유보율은 납입자본개념에 부합하지 않을 뿐만 아니라, 주식발행초과금과 재평가적립금이 존재하는 기업들의 유보율을 크게 왜곡시키고 있다는 것을 보여 준다.

또한 일반적인 예상과는 달리 과거 10년간 유보율의 중앙값은 어떤 값으로 분석을 하더라도 중기업이 대기업보다 높거나 비슷하다. 반면 소기업은 유보율이 지속적으로 증가하여 자본이 건설해지고 있는 대기업, 중기업과는 달리 유보율이 낮아지고 있어 투자여력이 감소하고 있다.

3.3 유보율 분석(Reserve Ratio): 국제비교

본 장에서는 우리나라의 유보율 수준을 파악하기 위하여 유보율의 국제비교 분석결과를 제시한다. 이를 위한 표본기업 선정과정은 다음과 같다.

3.3.1 표본기업

우리나라를 포함한 총 7개 국가의 유보율을 비교 분석한다. 이들 국가는 한국, 미국, 중국, 일본, 독일, 영국, 프랑스였으며, 이를 위해 본 연구에서는 OSIRIS 데이터 시스템을 활용하였다. 연구기간은 KIS-Value 데이터를 활용한 국내기업들을 대상으로 분석한 결과와 일관성을 유지하기 위하여 2001년부터 2010년까지 동일한 기간으로 설정하였다.

10년 동안 계속 상장되어 있는 비금융 상장제조업으로서 분석을 위한 필수 회계항목이 존재하는 경우로 한정하였다. 다만, 국제간 재무제표의 비교가능성을 제고하기 위하여 연결재무제표를 작성·공시하는 기업으로 한정하였다. 그 결과 한국은 앞서 KIS-Value 데이터를 이용한 표본수와 비교할 때 연결재무제표를 작성하지 않는 소기업의 숫자가 상대적으로 감소한 측면이 있다. 선정된 최종 표본기업은 다음 장에서 실시하는 국가별 회귀분석에서도 동일하게 적용된다.

국가별 표본수와 총자산 기준에 의한 대, 중, 소기업의 분포를 <표 4>에 제시한다.⁶⁾

미국과 일본, 중국의 표본기업 수가 각각 17,380개, 12,610개, 7,760개였으며, 나머지 한국, 독일, 영국, 프랑스의 상장기업 수는 상대적으로 적었다. 또한 국가별로 소기업의 숫자가 상대적으로 대기업과 중기업보다는 적은 것으로 나타났다. 특히 미국과 일본의 경우 대기업의 숫자가 크게 나타나고 있는 바 이는 국가별 표본기업 수와 총자산에 의한 기업규모에 대한 기업분포에 대한 일반적인 예상과 크게 다르지 않다.

3.3.2 국가별 유보율 분석

국제비교에서는 유보율1과 유보율3만을 이용하여 분석을 실시한다. 다만, 국가별로 자본잉여금을 주식발행초과금, 재평가적립금 등으로 세분하여 구분, 공시하고 있지 않은 관계로 국제 데이터 시스템상에서도 자본잉여금에 대하여 세분화된 자료를 얻을 수 없었다. 따라서 본 연구에서는 현재의 유보율 산식

6) 국제비교 분석에서도 기업규모를 총자산에 이용하여 대, 중, 소로 구분하였다. 따라서 국내비교와 국제비교와의 일관성을 유지하기 위하여 원화기준 1조원, 1,000억원에 대하여 평균적인 환율을 고려하여 US \$기준 총자산 1billion, 100million을 기준으로 국가별로 기업규모를 대, 중, 소로 구분하였다.

〈표 4〉 국가별 표본수

국가	기업규모	대기업	중기업	소기업	전체
한국		807	1,202	161	2,170
미국		6,164	6,001	5,215	17,380
중국		971	5,345	1,444	7,760
일본		5,040	6,852	718	12,610
독일		691	1,190	959	2,840
영국		887	1,335	1,118	3,340
프랑스		683	875	802	2,360

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million~1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

을 이용하여 국제비교를 하고, 이것의 대안으로 유보율3에서는 자본잉여금 전체를 납입자본으로 간주하여 분자에서 제외하고 분모에 가산한 값으로 측정하였다. 따라서 국제비교에서 사용한 유보율3은 앞서 국내비교를 위하여 사용한 유보율3과는 약간의 차이가 존재한다.⁷⁾

이하의 분석결과에 대한 설명에 앞서 국내기업들의 유보율에 대한 분석결과와 동일하게 극단치에 의한 유보율 평균값의 왜곡이 존재하기 때문에 중앙값을 기준으로 설명한다. 〈표 5〉와 〈표 6〉은 국가별 유보율에 대한 분석결과를 나타낸다.

유보율1에 대한 국제비교 결과를 나타내는 〈표 5〉에서 보듯이 미국은 전체기업의 중앙값이 12,274%로 가장 높게 나타났다. 이어 영국 659%, 한국 566%, 일본 348%, 프랑스 213% 등의 순이었다. 미국과 다른 국가들, 그리고 미국을 제외한 다른 국가들간에도 유보율1은 상당한 편차가 존재하였다. 그러나 〈표 6〉의 유보율3은 〈표 5〉의 유보율1과 비교하면 상대적으로 그 편차가 상당한 수준으로 감소

했다. 미국의 경우에도 유보율3의 중앙값은 전체 미국 기업 평균 중앙값이 61%로 〈표 5〉의 유보율1 기준 12,274%와는 커다란 차이를 보이고 있다. 이는 모든 국가들의 유보율3을 유보율1과 비교할 때 동일하게 나타나는 현상이다. 따라서 유보율3에 의한 측정지표가 국가별 비교시 그 차이가 합리적인 수준으로 조정되는 것을 알 수 있다.

이러한 결과는 기존의 유보율1을 이용하여 국제비교를 하는 것에 큰 오류가 존재한다는 것을 의미한다. 왜냐하면 우리나라의 경우 액면주식만을 발행하지만, 미국의 경우 무액면주식도 존재하기 때문에 주식발행초과금의 회계처리가 다르다. 따라서 유보율1을 사용하여 국가를 비교하는 것은 왜곡된 결과를 도출할 수 있다.

〈표 6〉의 유보율3을 이용하여 국가별로 대·중·소기업의 유보율 순위를 살펴보면 다음과 같다. 유보율이 큰 순서대로 살펴보면 대기업의 경우 독일 214%, 일본 146%, 영국 136%, 미국 133%, 한국 64%, 프랑스 40%, 중국 38%로 한국의 대기업

7) 우리나라 기업들이 경우 자본잉여금 중 주식발행초과금과 재평가적립금의 평균비율은 각각 47.5%, 35.5%였다. 따라서 자본잉여금액 전체에서 주식발행초과금과 재평가적립금이 차지하는 비율은 평균 83%로 상당한 비중을 차지한다. 국제비교를 위하여 자료상의 한계로 자본잉여금 전체를 납입자본으로 간주하여 유보율을 재측정하는 것에 큰 무리가 없을 것으로 판단한다. 유보율3은 다음과 같이 측정하였다. 유보율3=이익잉여금/(자본금+자본잉여금)

〈표 5〉 유보율1의 국가별 비교

단위 : %

기업규모	변수	한국	미국	중국	일본	독일	영국	프랑스
대기업	평균	1,600	261,899	237	624	943	4,554	1,521
	중앙값	614	10,110	193	405	597	948	481
	표본수	807	6,164	971	5,040	691	887	683
중기업	평균	951	344,791	135	421	295	2,766	791
	중앙값	590	36,899	120	321	171	760	198
	표본수	1,202	6,001	5,345	6,852	1,190	1,335	875
소기업	평균	366	60,794	-5	301	92	832	326
	중앙값	321	5,599	18	252	24	365	115
	표본수	161	5,215	1,444	718	959	1,118	802
전체	평균	1,149	230,177	121	495	384	2,593	844
	중앙값	566	12,274	110	348	166	659	213
	표본수	2,170	17,380	7,760	12,610	2,840	3,340	2,360

* 유보율1 = (이익잉여금 + 자본잉여금) / 자본금

** 대기업: 총자산 1billion 이상 / 중기업: 총자산 100million ~ 1billion / 소기업: 총자산 100million 미만

〈표 6〉 유보율3의 국가별 비교

단위 : %

기업규모	변수	한국	미국	중국	일본	독일	영국	프랑스
대기업	평균	103	1,297	57	253	459	1,208	114
	중앙값	64	133	38	146	214	136	40
	표본수	807	6,164	971	5,040	691	887	683
중기업	평균	143	1,010	12	169	160	553	73
	중앙값	83	80	14	110	63	128	38
	표본수	1,202	6,001	5,345	6,852	1,190	1,335	875
소기업	평균	99	381	-55	112	34	196	42
	중앙값	44	-39	-13	59	0	32	14
	표본수	161	5,215	1,444	718	959	1,118	802
전체	평균	125	923	6	200	190	608	74
	중앙값	74	61	12	122	58	96	28
	표본수	2,170	17,380	7,760	12,610	2,840	3,340	2,360

* 유보율3 = 이익잉여금 / (자본금 + 자본잉여금)

** 대기업: 총자산 1billion 이상 / 중기업: 총자산 100million ~ 1billion / 소기업: 총자산 100million 미만

은 5번째로 유보율이 높은 것으로 분석되었다. 중기업은 영국 128%, 일본 110%, 한국 83%, 미국 80%, 독일 63%, 프랑스 38%, 중국 14%로 한국

중기업은 3위에 해당하였다. 마지막으로 소기업은 일본 59% 다음으로 한국이 44%로 나타나 소기업의 경우엔 한국이 2번째로 높은 것으로 분석되었다.

이상의 결과를 종합해 보면, 연결재무제표를 이용한 7개국 유보율의 국제간 비교결과 우리 기업들의 유보율은 높지 않은 것으로 나타났다. 요약하면 대기업은 독일, 일본, 영국, 미국에 이어 5위였으며, 중기업은 영국, 일본에 이어 3위로, 소기업은 일본에 이어 2위로 나타났다. 우리나라의 경우 유보율의 절대수치는 대기업이 일반적으로 높았으나, 국제간 비교에서는 오히려 상대적으로 소기업이 높은 것으로 나타났다.

IV. 회귀분석

Myers(1977) 및 Myers and Majluf(1984)은 정보비대칭의 존재는 외부자금조달 비용을 발생시키기 때문에 기업은 이익잉여금(retained earnings), 안전한 부채(safe debt), 위험한 부채(risky debt), 주식(equity)의 순서로 자금을 조달한다고 주장하였다. 본 장에서는 기업의 자금조달과 그 운용결과에 대한 회귀분석결과를 제시한다. 이를 위해 본 연구는 자본조달을 크게 유보금, 유동부채, 비유동부채로 구분하여, 구체적으로 자기자본 조달에 해당하는 유보 증감이 유형자산을 포함한 각각의 어떠한 자산항목의 증감을 가져오는지 분석한다.

자금조달 운영의 결과에 해당하는 자산항목은 크게 6가지로 구분하여 각각에 대하여 회귀모형을 설정하였다. 따라서 자산항목은 현금성자산, 현금성자산을 제외한 당좌자산, 재고자산, 투자자산, 유형자산, 무형자산으로 구분하여 이러한 자산항목들이 어떠한 자

본조달의 결과로 증가, 감소하는지를 회귀분석한다.⁸⁾

• 연구모형

$$\Delta \text{현금성자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t$$

$$+ \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

$$\Delta \text{당좌자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t$$

$$+ \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

$$\Delta \text{재고자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t$$

$$+ \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

$$\Delta \text{투자자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t$$

$$+ \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

$$\Delta \text{유형자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t$$

$$+ \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

$$\Delta \text{무형자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t$$

$$+ \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

변수설명:

$\Delta \text{현금성자산}_t$: 현금성자산_t-현금성자산_{t-1}

$\Delta \text{당좌자산}_t$: 당좌자산(현금성자산제외)_t-당좌자산(현금성자산제외)_{t-1}

$\Delta \text{재고자산}_t$: 재고자산_t-재고자산_{t-1}

$\Delta \text{투자자산}_t$: 투자자산_t-투자자산_{t-1}

$\Delta \text{유형자산}_t$: 유형자산_t-유형자산_{t-1}

$\Delta \text{무형자산}_t$: 무형자산_t-무형자산_{t-1}

$\Delta \text{유보금}_t^{1)}$: 유보금_t-유보금_{t-1}

$\Delta \text{유동부채}_t$: 유동부채_t-유동부채_{t-1}

$\Delta \text{비유동부채}_t$: 비유동부채_t-비유동부채_{t-1}

1) 유보금=잉여금 - 주식발행초과금-재평가적립금.

단, 이하의 'V. 추가분석: 국제비교'는 유보금=이익잉여금(구체적인 내용은 주석7 참조)

8) 재무상태표는 결산시점의 기업의 자금운용(자산)과 조달상태(부채, 자본)를 나타낸다. 왼쪽부분의 차변은 자산을, 오른쪽 대변에는 부채와 자본을 각각 나타내며, 이는 '자산=부채+자본'이라는 회계의 일반적인 복식부기 원리를 보여준다. 자산은 재산의 운용 결과를 보여주는 것으로 1년내에 현금화가 가능한 것은 현금, 당좌자산, 재고자산 등 유동자산, 1년안에 현금화가 어려운 것은 토지, 건물, 기계장치, 투자부동산, 영업권 등 비유동자산으로 구분할 수 있다. 본 연구의 연구모형은 기업의 자금운용과 자금 조달에 관한 복식부기원리에 근거한다.

유보금의 증감과 현금성자산의 증감간의 회귀분석 결과는 <표 7>에 제시한다.⁹⁾ 분석 결과 대기업의 경우엔 유보금의 증감과 현금성자산의 증가와는 관련이 없는 것으로 나타났다. 그러나 중기업과 소기업은 유보금과 현금성자산간의 변화는 관련성이 있는

것으로 나타났다(1% 유의수준). 또한 유동부채와 비유동부채는 현금성자산의 변화에 기여하는 것으로 나타났다.¹⁰⁾

<표 8>은 당좌자산에 대한 회귀분석결과를 나타낸다. 당좌자산의 증가는 모든 자본조달의 원천 즉 유

<표 7> 회귀분석: 현금성자산

$$\Delta \text{현금성자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t + \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
대 (n=743)	-0.01 (-0.43)	0.05 (4.34) ^{***}	-0.03 (-2.44) ^{**}	2.50%
중 (n=2,770)	0.04 (4.92) ^{***}	0.10 (12.59) ^{***}	0.08 (8.01) ^{***}	7.29%
소 (n=2,386)	0.05 (7.70) ^{***}	0.03 (4.35) ^{***}	0.04 (4.01) ^{***}	2.63%
전체 (n=5,890)	0.00 (0.00)	0.06 (12.76) ^{***}	-0.03 (-6.21) ^{***}	3.02%

* 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억-1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

<표 8> 회귀분석: 당좌자산(현금성자산 제외)

$$\Delta \text{당좌자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t + \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
대 (n=743)	0.14 (10.61) ^{***}	0.40 (16.25) ^{***}	0.10 (3.25) ^{***}	40.85%
중 (n=2,770)	0.14 (11.86) ^{***}	0.35 (33.03) ^{***}	0.20 (14.77) ^{***}	31.11%
소 (n=2,386)	0.21 (23.41) ^{***}	0.23 (21.36) ^{***}	0.22 (15.31) ^{***}	25.99%
전체 (n=5,890)	0.14 (31.21) ^{***}	0.40 (46.43) ^{***}	0.10 (9.66) ^{***}	42.25%

* 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억-1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

9) 회귀분석관련 기술통계와 상관관계 분석은 생략되었으나, 연구결과를 왜곡할 수준의 수치는 발견되지 않았다.

10) 빈기범 등(2007)은 부채비율은 기업의 현금보유에 서로 다른 두 가지 방향으로 영향을 줄 수 있다고 설명하였다. 기업에 자금경색이 발생한다면 추가적인 자금조달이 어려울 것이고 기업은 추가적 자금조달의 부담을 줄이기 위해 현금을 많이 보유하려고 한다. 이 경우에 부채비율은 기업의 현금보유에 양의 영향을 미친다. 반면, 부채비율은 외부자금조달능력에 대한 대용변수(proxy)로 볼 수도 있다. 기업의 외부자금조달능력이 클수록 현금을 많이 보유할 유인은 줄어든다. 이 경우에는 부채비율이 기업의 현금보유에 음의 영향을 미친다.

보금, 유동부채, 비유동부채의 증가와 통계적으로 유의한 결과를 나타내고 있다. 이 중 당좌자산의 증가에 가장 큰 기여를 하는 것은 유동부채라는 것을 알 수 있다. 이는 당좌자산의 대표적인 항목에 해당하는 매출채권과 대비되는 것은 매입채무와 대응적 관계에 있기 때문에 가장 크게 당좌자산의 증가에 기여하는 원인으로 볼 수 있다.

투자와 가장 관련이 있는 유형자산의 회귀분석결과를 살펴보면 유동부채, 비유동부채, 유보금과 모

두 통계적으로 유의한 관계를 나타낸다(표 11). 특히 대기업의 경우에는 비유동부채의 조달은 모두 유형자산의 증가에 기여하는 것으로 나타났다(t 값 = 1.00, 1%유의수준).

이상의 회귀분석결과를 요약하면 다음과 같다.

대기업의 경우 유보금 1원이 증가하면 예상과는 달리 현금성자산은 변화가 없는 것으로 나타났다. 반면 유보금 1원 증가는 당좌자산 0.14원, 재고자

〈표 9〉 회귀분석: 재고자산

$$\Delta \text{재고자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t + \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
대 (n=743)	0.02 (2.88)***	0.11 (10.10)***	0.01 -0.92	15.41%
중 (n=2,770)	0.05 (6.84)***	0.17 (24.49)***	0.07 (8.20)***	19.24%
소 (n=2,386)	0.08 (17.60)***	0.12 (22.25)***	0.07 (9.29)***	20.92%
전체 (n=5,890)	0.02 (8.73)***	0.11 (28.97)***	0.01 (2.91)***	16.37%

* 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억-1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

〈표 10〉 회귀분석: 투자자산

$$\Delta \text{투자자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t + \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
대 (n=743)	0.15 (6.99)***	-0.09 (-2.21)**	-0.40 (-8.81)***	15.85%
중 (n=2,770)	0.14 (12.01)***	0.13 (12.68)***	0.16 (12.52)***	11.98%
소 (n=2,386)	0.13 (14.12)***	0.08 (7.07)***	0.12 (8.50)***	8.73%
전체 (n=5,890)	0.17 (21.99)***	-0.07 (-5.16)***	-0.38 (-23.40)***	15.89%

* 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억-1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

〈표 11〉 회귀분석: 유형자산

$$\Delta \text{유형자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t + \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
대 (n=743)	0.12 (4.47)***	0.42 (8.80)***	1.00 (18.19)***	41.54%
중 (n=2,770)	0.20 (16.27)***	0.26 (23.28)***	0.38 (27.02)***	32.06%
소 (n=2,386)	0.17 (19.25)***	0.28 (26.49)***	0.31 (21.58)***	31.17%
전체 (n=5,890)	0.11 (12.36)***	0.42 (24.86)***	0.99 (51.30)***	41.64%

* 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억-1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

〈표 12〉 회귀분석: 무형자산

$$\Delta \text{무형자산}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta \text{유보금}_t + \alpha_2 \cdot \Delta \text{유동부채}_t + \alpha_3 \cdot \Delta \text{비유동부채}_t$$

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
대 (n=743)	0.01 (2.53)**	0.06 (10.08)***	-0.01 (-0.17)	14.50%
중 (n=2,770)	0.01 (7.09)***	0.01 (5.23)***	0.01 (4.42)***	2.70%
소 (n=2,386)	0.05 (12.01)***	0.06 (12.11)***	0.05 (7.77)***	9.02%
전체 (n=5,890)	0.01 (74.24)***	0.06 (28.39)***	0.00 (-0.40)	14.80%

* 대기업: 총자산 1조이상/ 중기업: 총자산 1,000억-1조/ 소기업: 총자산 1,000억 미만

산 0.02원, 투자자산 0.15원, 유형자산 0.12원, 무형자산 0.01원을 증가시키는 것으로 나타났다. 중기업의 경우에는 유보금 1원 증가는 현금성자산 0.04원, 당좌자산 0.14원, 재고자산 0.05원, 투자자산 0.14원, 유형자산 0.20원, 무형자산 0.01원만큼을 증가시킨다.

마지막으로 소기업의 유보금 1원 증가는 현금성자산 0.05원, 당좌자산 0.21원, 재고자산 0.08원, 투

자자산 0.13원, 유형자산 0.17원, 무형자산 0.05원을 증가시키는 결과를 보여준다. 따라서 유보금의 변화는 대기업의 경우엔 투자자산, 중기업의 경우엔 유형자산, 소기업의 경우엔 당좌자산에 가장 큰 영향을 주는 것으로 나타났다.

한편 유동부채의 경우에는 대기업의 경우 유동부채 1원 증가는 현금성자산 0.05원, 당좌자산 0.40원, 재고자산 0.11원, 유형자산 0.42원, 무형자산

0.06원만큼을 증가시킨다. 그러나 투자자산은 0.09원만큼 감소시키는 결과를 나타낸다. 중기업의 유동부채 1원 증가는 현금성자산 0.10원, 당좌자산 0.35원, 재고자산 0.17원, 투자자산 0.13원, 유형자산 0.26원, 무형자산 0.01원만큼의 증가를 가져온다. 소기업의 경우에는 유동부채 1원 증가는 현금성자산 0.03원, 당좌자산 0.23원, 재고자산 0.12원, 투자자산 0.08원, 유형자산 0.28원, 무형자산 0.06원만큼 증가시키는 것으로 나타났다.

비유동부채는 대기업의 경우 비유동부채 1원이 증가하면 현금성자산은 0.03원, 투자자산은 0.40원 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 재고자산과 무형자산은 변화가 없다. 이 밖에 당좌자산은 0.10원, 유형자산 1.00원 증가하는 것으로 나타났다. 중기업과 소기업의 비유동부채의 증가는 모든 자산항목의 증가를 가져온다. 구체적으로 중기업의 비유동부채 1원 증가는 현금성자산 0.08원, 당좌자산 0.20원, 재고자산 0.07원, 투자자산 0.16원, 유형자산

0.38원, 무형자산 0.01원만큼 증가시키는 것으로 나타났다. 또한 소기업의 경우엔 비유동부채가 1원 증가하면 현금성자산 0.04원, 당좌자산 0.22원, 재고자산 0.07원, 투자자산 0.12원, 유형자산 0.31원, 무형자산 0.05원이 증가하는 것으로 나타났다.

V. 추가분석: 국제비교

본 장은 앞서 국내기업을 대상으로 실시한 회귀분석모형을 다른 국가들에 대해서도 적용한 결과를 제시한다. 앞서 유보율 분석시 제시된 7개 국가들에 대하여 국가별 상장기업을 대기업과 중기업, 소기업으로 구분하여 6개의 자산항목에 대하여 회귀분석을 실시하였다. 그에 대한 회귀분석 결과는 다음과 같다(〈표 13〉 ~ 〈표 18〉).¹¹⁾

〈표 13〉에서 보듯이 현금성자산의 경우에는 한국

〈표 13〉 현금성자산 국가별 회귀계수

기업규모 국가	대기업			중기업			소기업		
	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채
Korea	-	0.10	0.06	0.07	0.06	0.08	0.07	-	-
U.S.	0.07	0.07	0.01	0.18	0.20	0.13	0.22	0.13	0.11
China	-0.08	0.16	0.08	0.32	0.19	0.11	0.06	0.04	0.09
Japan	0.13	-	0.10	0.17	0.14	0.15	0.14	0.37	0.19
Germany	-0.03	0.06	0.14	0.14	0.07	0.04	0.09	0.10	0.06
U.K.	-	0.08	-	0.18	0.10	0.04	0.14	0.16	0.18
France	0.10	-	0.06	0.23	0.07	0.04	0.22	0.04	0.16

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

11) 본 장에서는 7개 국가에 대한 자산항목별 회귀분석결과의 요약표만을 제시한다. 〈표 13〉부터 〈표 18〉은 유보금, 유동부채, 비유동부채로 구분한 자본조달의 유형에 대한 회귀계수는 명확한 이해를 돕기 위하여 통계적으로 유의한 경우만 값을 제시하였다. 국가별 운영자산에 대한 구체적인 회귀분석결과는 〈부록 1〉~〈부록 7〉로 제시한다.

〈표 14〉 당좌자산(현금성자산 제외) 국가별 회귀계수

기업규모 국가	대기업			중기업			소기업		
	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채
Korea	0.11	0.39	0.08	0.21	0.33	0.21	0.25	0.51	0.38
U.S.	-0.02	0.48	0.24	0.10	0.31	0.10	0.06	0.35	0.15
China	0.13	0.19	-0.12	0.15	0.28	0.09	0.71	0.69	0.25
Japan	-0.03	0.45	0.12	0.22	0.47	0.23	0.14	0.25	0.06
Germany	0.10	0.44	0.04	0.12	0.43	0.25	0.08	0.29	0.13
U.K.	0.01	0.27	0.11	0.08	0.41	0.21	0.08	0.37	0.09
France	0.14	0.18	0.09	-	0.53	0.13	0.15	0.60	0.28

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈표 15〉 재고자산 국가별 회귀계수

기업규모 국가	대기업			중기업			소기업		
	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채
Korea	0.03	0.20	0.02	-	0.19	0.12	0.05	0.17	0.07
U.S.	0.02	0.07	0.03	0.08	0.14	0.07	0.04	0.09	0.05
China	0.07	0.24	-	0.13	0.27	0.17	0.05	0.07	0.11
Japan	0.03	0.18	-	0.10	0.17	0.09	0.03	0.16	0.05
Germany	0.03	0.10	0.07	0.06	0.17	0.14	0.04	0.09	0.12
U.K.	0.01	0.09	0.04	0.08	0.14	0.10	0.07	0.13	0.05
France	0.04	0.10	0.03	0.04	0.29	0.13	0.03	0.12	0.14

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈표 16〉 투자자산 국가별 회귀계수

기업규모 국가	대기업			중기업			소기업		
	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채
Korea	0.04	-0.14	0.30	0.06	0.02	-0.02	0.06	-	-
U.S.	-	0.06	-0.01	0.02	-0.01	0.02	0.01	-	0.01
China	-	0.03	-	0.09	-	0.05	0.09	-	0.05
Japan	0.06	0.20	0.05	0.06	0.03	0.05	0.06	0.04	0.11
Germany	-	0.11	-	0.05	-	-	0.01	-	-
U.K.	-0.01	0.08	-	0.05	-	0.05	-	-	-
France	-	-	0.02	-0.03	-	-	-	-0.01	-

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈표 17〉 유형자산 국가별 회귀계수

기업규모 국가	대기업			중기업			소기업		
	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채
Korea	0.40	0.44	0.18	0.17	0.40	0.53	0.14	0.29	0.38
U.S.	0.10	0.24	0.14	0.14	0.12	0.18	0.04	0.12	0.15
China	1.18	0.38	0.89	0.21	0.23	0.62	0.01	0.12	0.26
Japan	0.21	0.18	0.35	0.28	0.19	0.38	0.11	0.12	0.49
Germany	-0.05	0.18	0.30	0.06	0.19	0.29	0.03	0.04	0.27
U.K.	0.04	0.16	0.41	0.15	0.19	0.24	0.20	0.18	0.20
France	-	0.23	0.10	0.10	0.13	0.33	0.04	0.09	0.20

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈표 18〉 무형자산 국가별 회귀계수

기업규모 국가	대기업			중기업			소기업		
	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채	유보금	유동부채	비유동부채
Korea	0.02	0.06	0.02	0.02	0.03	-	0.03	-0.03	-0.03
U.S.	0.73	0.19	0.27	0.29	0.19	0.23	0.15	0.12	0.17
China	-0.02	-	0.09	0.04	0.02	0.02	0.01	0.03	0.05
Japan	0.01	0.04	0.15	0.02	0.02	0.07	0.03	0.02	0.04
Germany	0.12	-	0.30	0.15	0.17	0.27	0.21	0.44	0.36
U.K.	0.12	0.44	0.33	0.43	0.22	0.23	0.17	0.23	0.16
France	0.45	0.65	0.84	0.06	0.17	0.32	0.04	0.15	0.32

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

과 영국의 대기업은 유보금 변화와 현금성자산의 변화와는 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 중국과 독일의 경우에는 오히려 유보금 증가와 현금성자산과는 음(-)의 결과를 보여줌으로써 유보금의 증가는 현금성자산의 감소로 나타나고 있다. 그러나 미국과 일본의 대기업의 경우엔 유보금이 증가할 때 현금성자산이 각각 0.07과 0.13만큼 증가하는 것으로 나타났다. 반면 중기업과 소기업의 경우엔 유보금의 증가는 7개 국가 모두 현금성자산의 증가에 기여하는 것으로 나타났다.

한편 기업투자와 가장 관련이 깊은 유형자산의 증가는 유보금 증가와 깊은 관련이 있는 것으로 나타났다(〈표 17〉). 특히 한국의 경우엔 다른 나라보다 유형자산에 대한 투자의 원천인 비유동부채(t 값 = 0.18)보다는 자기자본조달에 의한 증가($t=0.40$)와 더 관련성이 큰 것으로 나타나고 있다. 독일과 프랑스를 제외한 다른 나라들의 경우에도 유보금의 증가는 유형자산의 증가와 밀접한 관계가 있는 것으로 나타났다.

VI. 결론

해마다 연례행사처럼 기업들의 재무보고서가 공시된 직후 여러 매체와 기관들에서는 우리나라 기업들의 유보율이 천문학적으로 높고, 이는 기업들이 현금보유를 늘리고 투자를 하지 않기 때문으로 해석하고 있다. 그러나 이는 유보율에 대한 잘못된 사회적 시각에서 비롯된 결과로서 이에 대한 올바른 이해가 필요하다.

본 연구는 기존 유보율 계산과 관련하여 회계 이론적 관점의 논의 전개를 통하여 유보율 계산의 문제점을 지적하고 유보율의 국제비교를 실시하였다. 현재의 유보율 계산의 문제점을 지적하고 다른 유보율 지표를 제시하는 이유는 유보율의 국제비교시 잘못된 지표를 사용하는 것은 결국 왜곡된 결과를 제시할 수밖에 없기 때문이다. 본 연구에서 제시한 수정 유보율은 새로운 유보율 지표의 이용을 촉구하기 보다는 유보율에 대한 올바른 이해를 돕고자 하는 것이다. 따라서 본 연구는 우리 기업들의 유보율 수준을 다른 국가들과 비교하기 위하여 현재의 유보율 지표와 본 연구에서 제시한 다른 유보율 지표를 활용한 국제비교 결과를 제시하였다.

또한 유보율 증가가 결과적으로 기업의 현금증가를 가져오는지 나아가 기업의 투자부진으로 해석할 수 있는지를 회귀분석을 통하여 실증분석 결과를 제시하였다. 내부에서 조달한 유보금이 이미 현금뿐만 아니라 토지, 기계설비 등 여러 자산에 이미 투자되어 있다는 사실을 증명하기 위하여, 6개로 구분한 자산항목의 변화를 유보금액 및 부채항목의 변화로 설명하는 회귀분석을 실시하였다.

회계 이론적 관점에서 유보율 산식은 주식발행초과금과 채평가적립금을 고려하여 수정할 필요가 있

다. 연구 결과 유보율산식 변경의 필요성은 유보율 국제간 비교를 보면 더욱 명확하다. 유보율 산식을 변경하는 경우 기업 유보율의 절대값은 크게 감소하여 사회적으로 큰 문제가 되지 않는다는 것을 확인할 수 있었다.

또한 일반적인 예상과는 달리 과거 10년간 유보율의 중앙값은 중기업이 대기업과 비교하여 높거나 비슷하였다. 한편 유보율이 지속적으로 증가하여 자본이 건실해지고 있는 대기업, 중기업과는 달리 소기업의 경우 유보율이 낮아지고 있어 투자여력이 감소하고 있다.

연결재무제표를 이용한 7개국 유보율의 국제간 비교에서도 우리기업들의 유보율은 높지 않은 것으로 나타났다. 구체적으로 보면 대기업의 경우 독일, 일본, 영국, 미국에 이어 우리나라는 5위였으며, 중기업의 경우엔 영국, 일본에 이어 3위인 것으로 나타났다. 반면 우리나라 소기업의 경우에는 일본에 이어 2위로 나타나 대기업과 중기업과 비교해서는 우리나라 소기업의 유보율이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 따라서 유보율의 절대수치는 대기업이 높지만, 국제간 비교결과를 살펴보면 우리나라 소기업의 상대적인 유보율은 높은 것으로 나타났다.

유보금증가와 각 자산항목간의 회귀분석결과를 살펴보면 유보금은 현금성자산뿐 아니라 당좌자산, 채고자산, 투자자산, 유형자산, 그리고 무형자산의 형성에 기여하고 있다. 다만, 대기업의 경우 유보금은 현금성자산의 증가에 기여하지 못하고 있다. 결국 유보금의 증가는 기업의 투자활동과 밀접하게 관련이 있으며, 유보금뿐 아니라 유동부채와 비유동부채도 현금성자산, 당좌자산, 채고자산, 투자자산, 유형자산, 그리고 무형자산 등 모든 기업의 자산 형성에 기여하고 있다.

대기업의 경우 투자자산의 증가는 유보금 증가와

관련이 있고 유동부채, 비유동부채와는 음(-)의 관계를 보인다. 기업규모와 관련없이 유보금, 유동부채, 그리고 비유동부채는 유형자산의 증가와 관련이 있으나, 그 중에서도 비유동부채와의 관련성이 가장 높았다. 연결재무제표를 이용한 국제비교에서도 유사한 분석결과를 얻었다.

유보금을 투자하라는 일각의 주장은 이미 투자한 자금을 다시 투자하라는 것을 의미한다. 그러나 이러한 주장은 본 연구의 회귀분석 결과를 통하여 유보율에 대한 잘못된 시각에서 비롯됐다는 것을 확인할 수 있다. 즉 기업의 자금조달의 형태에 따라 구분된 유동부채, 비유동부채 그리고 유보금은 이미 여러 자산항목들에 투자·배분되어 있다는 것을 분석 결과를 통하여 확인할 수 있다.

이미 유보금은 당기순이익에서 주주배당을 차감한 금액을 기업이 창립한 이래 매해 흡산한 것(손익거래)과 자본거래에서 발생한 잉여금(자본거래)을 단순히 회계적으로 기록한 것에 불과하다. 즉 유보금은 기업이 외부가 아닌 내부에서 투자자금을 조달했다는 의미인 것이다. 다시 말해 본 연구의 실증분석 결과는 유보금은 현금뿐만 아니라 토지, 기계설비 등에 이미 투자되어 기업의 경영활동에 기여하고 있다.

마지막으로 기업의 투자를 유도하고 그러한 환경을 조성하기 위해서는 보다 타당한 지표를 사용한 기업 평가가 선행되어야 한다. 따라서 향후에는 유보율에 대한 사회적 인식의 재정립이 필요하다.

본 연구는 기업의 투자재원의 조달 및 사용현황에 대한 직접적인 실증분석결과를 제시한 데 그 의의와 차별성이 존재한다. 따라서 본 연구가 유보율에 대한 잘못된 시각을 개선하기 위한 기초자료로 활용될 수 있기를 기대한다.

참고문헌

- 강선민·황인태(2011), "IFRS 도입과 재평가제도: 자산재평가법, 기업회계기준서 제5호, K-IFRS 제1016호 비교," **회계와 감사연구**, 53, 1-35.
- 강선민·황인태(2011), **기업의 사내유보와 현금성 자산 어떻게 볼 것인가**, 서울, 한국경제연구원.
- 김우찬(2009), **기업들의 현금보유 '과잉' 주장에 대한 비판: 국제비교 및 결정요인 분석**, EERRI 경제개혁연구소.
- 대한상공회의소 연구보고서(2007), **기업유보율 비율과 시사점**, 서울, 대한상공회의소.
- 빈기범·서은숙·송민규(2007), "기업 현금성 자산 보유가 기업가치에 미치는 영향," **한국경제연구**, 19, 5-37.
- 이병기(2011), **대기업의 현금보유 및 투자 변화 추이와 시사점**, 서울, 한국경제연구원.
- 이한득(2006), **국내기업의 현금보유 과도한가**, 서울, LG경제연구원.
- 이한득(2010), **한국기업의 현금보유 수준 평가: 규모가 작은 기업이 현금보유 성향 높다**, 서울, LG경제연구원.
- 이한득(2011), **국내 상장기업 현금흐름 분석: 현금창출 능력 개선되었지만 투자증가로 현금흐름 다소 악화**, 서울, LG경제연구원.
- 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*, 20, 293-315.

〈부록 1〉 국가별 회귀분석- Korea

기업규모	Δ 유보금(a_1)	Δ 유동부채(a_2)	Δ 비유동부채(a_3)	AdjR ²
Panel A : 현금성자산				
대 (n=807)	0.01 (1.25)	0.10 (8.93)***	0.06 (9.24)***	26.84%
중 (n=1,202)	0.07 (6.17)***	0.06 (6.77)***	0.08 (7.09)***	12.15%
소 (n=161)	0.07 (2.27)**	0.01 (0.18)	0.03 (1.29)	2.29%
전체 (n=2,170)	-0.01 (2.31)**	0.10 (14.82)***	0.06 (15.29)***	27.75%
Panel B: 당좌자산(현금성자산 제외)				
대 (n=807)	0.11 (7.43)***	0.39 (22.07)***	0.08 (7.96)***	55.92%
중 (n=1,202)	0.21 (11.46)***	0.33 (25.25)***	0.21 (11.48)***	47.58%
소 (n=161)	0.25 (5.25)***	0.51 (12.85)***	0.38 (10.35)***	70.92%
전체 (n=2,170)	0.12 (12.48)***	0.40 (36.44)***	0.09 (13.18)***	56.82%
Panel C: 재고자산				
대 (n=807)	0.03 (3.83)***	0.20 (22.39)***	0.02 (4.33)***	51.06%
중 (n=1,202)	0.01 (0.31)	0.19 (28.10)***	0.12 (12.97)***	49.82%
소 (n=161)	0.05 (2.57)**	0.17 (11.04)***	0.07 (5.37)***	55.59%
전체 (n=2,170)	0.03 (6.43)***	0.20 (36.94)***	0.02 (7.19)***	51.06%
Panel D: 투자자산				
대 (n=807)	0.04 (2.73)***	-0.14 (-8.13)***	0.30 (29.71)***	53.07%
중 (n=1,202)	0.06 (4.33)***	0.02 (2.59)***	-0.02 (-1.80)*	1.79%
소 (n=161)	0.06 (2.70)***	0.01 (0.47)	0.01 (0.23)	3.16%
전체 (n=2,170)	0.04 (4.41)***	-1.34 (-13.40)***	0.29 (48.73)***	53.18%
Panel E: 유형자산				
대 (n=807)	0.40 (16.80)***	0.44 (15.99)***	0.18 (11.17)***	58.21%
중 (n=1,202)	0.17 (8.63)***	0.40 (28.87)***	0.53 (28.05)***	64.88%
소 (n=161)	0.14 (3.42)***	0.29 (8.70)***	0.38 (12.39)***	65.65%
전체 (n=2,170)	0.39 (27.62)***	0.44 (26.29)***	0.18 (18.33)***	58.82%
Panel F: 무형자산				
대 (n=807)	0.02 (2.78)***	0.06 (8.54)***	0.02 (5.62)***	19.88%
중 (n=1,202)	0.02 (3.44)***	0.03 (6.96)***	0.01 (1.49)	5.27%
소 (n=161)	0.03 (1.72)*	-0.03 (-2.14)**	-0.03 (-2.37)**	7.65%
전체 (n=2,170)	0.02 (4.69)***	0.06 (14.12)***	0.02 (9.29)***	20.60%

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈부록 2〉 국가별 회귀분석 - U.S.

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
Panel A : 현금성자산				
대 (n=6,164)	0.07 (9.05)***	0.07 (9.05)***	0.01 (2.01)**	1.93%
중 (n=6,001)	0.18 (26.77)***	0.20 (14.79)***	0.13 (17.08)***	15.36%
소 (n=5,215)	0.22 (37.18)***	0.13 (12.42)***	0.11 (7.89)***	22.66%
전체 (n=17,380)	0.02 (7.97)**	0.07 (15.43)***	0.01 (3.83)***	2.13%
Panel B: 당좌자산(현금성자산 제외)				
대 (n=6,164)	-0.02 (-3.15)***	0.48 (45.85)***	0.24 (44.45)***	40.41%
중 (n=6,001)	0.1 (26.19)***	0.31 (43.52)***	0.10 (25.59)***	34.22%
소 (n=5,215)	0.06 (15.77)***	0.35 (48.06)***	0.15 (16.98)***	34.28%
전체 (n=17,380)	-0.02 (-5.44)***	0.47 (76.94)***	0.24 (74.58)***	40.46%
Panel C: 재고자산				
대 (n=6,164)	0.02 (12.31)***	0.07 (28.20)***	0.03 (18.79)***	20.31%
중 (n=6,001)	0.08 (24.37)***	0.14 (23.95)***	0.07 (24.37)***	19.45%
소 (n=5,215)	0.04 (14.69)***	0.09 (19.38)***	0.05 (9.00)***	10.71%
전체 (n=17,380)	0.02 (21.21)***	0.07 (47.45)***	0.03 (31.84)***	20.71%
Panel D: 투자자산				
대 (n=6,164)	-0.01 (-1.26)	0.06 (5.59)***	-0.01 (-2.34)**	0.57%
중 (n=6,001)	0.02 (5.95)***	-0.01 (-2.40)***	0.02 (6.21)**	0.92%
소 (n=5,215)	0.01 (4.52)***	0.01 (0.69)	0.01 (2.69)**	0.44%
전체 (n=17,380)	-0.01 (-2.21)**	0.05 (9.36)***	-0.01 (-4.00)***	0.60%
Panel E: 유형자산				
대 (n=6,164)	0.10 (19.72)***	0.24 (24.43)***	0.14 (26.8)***	26.29%
중 (n=6,001)	0.14 (32.04)***	0.12 (14.50)***	0.18 (36.75)***	25.65%
소 (n=5,215)	0.04 (15.39)***	0.12 (24.40)***	0.15 (24.50)***	20.31%
전체 (n=17,380)	0.10 (33.91)***	0.24 (41.19)***	0.14 (45.58)***	26.93%
Panel F: 무형자산				
대 (n=6,164)	0.73 (85.42)***	0.19 (11.22)***	0.27 (30.69)***	63.01%
중 (n=6,001)	0.29 (50.94)***	0.19 (17.28)***	0.23 (37.14)***	36.95%
소 (n=5,215)	0.15 (32.89)***	0.12 (13.59)***	0.17 (15.88)***	21.33%
전체 (n=17,380)	0.73 (142.67)***	0.19 (18.53)***	0.27 (50.99)***	62.86%

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈부록 3〉 국가별 회귀분석 - China

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
Panel A : 현금성자산				
대 (n=971)	-0.08 (-3.45)***	0.16 (7.54)***	0.08 (2.57)***	9.68%
중 (n=5,345)	0.32 (29.71)***	0.19 (26.87)***	0.11 (10.56)***	26.49%
소 (n=1,444)	0.06 (6.64)***	0.04 (4.92)***	0.09 (3.86)***	5.01%
전체 (n=7,760)	-0.08 (-0.924)***	0.17 (22.51)***	0.08 (7.74)***	11.77%
Panel B: 당좌자산(현금성자산 제외)				
대 (n=971)	0.13 (8.45)***	0.19 (14.85)***	-0.12 (-6.60)***	34.86%
중 (n=5,345)	0.15 (14.73)***	0.28 (42.12)***	0.09 (8.91)***	29.66%
소 (n=1,444)	0.71 (43.48)***	0.69 (44.63)***	0.25 (6.43)***	73.61%
전체 (n=7,760)	0.13 (23.03)***	0.21 (44.30)***	-0.11 (-16.82)***	37.89%
Panel C: 재고자산				
대 (n=971)	0.07 (4.06)***	0.24 (16.66)***	0.02 (0.80)	41.63%
중 (n=5,345)	0.13 (11.30)***	0.27 (37.53)***	0.17 (15.34)***	26.92%
소 (n=1,444)	0.05 (6.49)***	0.07 (8.71)***	0.11 (5.64)***	8.44%
전체 (n=7,760)	0.07 (11.16)***	0.25 (48.97)***	0.03 (3.56)***	45.16%
Panel D: 투자자산				
대 (n=971)	-0.01 (-1.39)	0.03 (4.31)***	-0.01 (-0.45)	1.95%
중 (n=5,345)	0.09 (8.55)***	0.01 (1.39)	0.05 (5.09)***	1.98%
소 (n=1,444)	0.09 (8.55)***	0.01 (1.39)	0.05 (5.09)***	0.96%
전체 (n=7,760)	-0.01 (-3.38)***	0.03 (12.89)***	0.00 (0.06)	3.00%
Panel E: 유형자산				
대 (n=971)	1.18 (37.27)***	0.38 (13.86)***	0.89 (23.6)***	87.83%
중 (n=5,345)	0.21 (16.51)***	0.23 (28.12)***	0.62 (49.30)***	42.53%
소 (n=1,444)	0.01 (1.32)***	0.12 (13.45)***	0.26 (11.53)***	14.89%
전체 (n=7,760)	0.17 (102.05)***	0.35 (36.10)***	0.87 (64.06)***	87.44%
Panel F: 무형자산				
대 (n=971)	-0.02 (-2.23)**	0.01 (0.55)	0.09 (8.43)***	9.53%
중 (n=5,345)	0.04 (9.10)***	0.02 (7.87)***	0.02 (3.99)***	3.24%
소 (n=1,444)	0.01 (1.22)***	0.03 (5.06)***	0.05 (4.29)***	2.33%
전체 (n=7,760)	-0.02 (-6.07)***	0.01 (3.19)***	0.09 (24.21)***	11.43%

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈부록 4〉 국가별 회귀분석 - Japan

기업규모	Δ 유보금(α_1)	Δ 유동부채(α_2)	Δ 비유동부채(α_3)	AdjR ²
Panel A : 현금성자산				
대 (n=5,040)	0.13 (14.43)***	0.01 (1.34)	0.10 (12.27)***	14.21%
중 (n=6,852)	0.17 (18.90)***	0.14 (21.57)***	0.15 (15.62)***	16.30%
소 (n=718)	0.14 (7.81)***	0.37 (16.85)***	0.19 (5.55)***	36.55%
전체 (n=12,610)	0.13 (23.46)***	0.01 (2.04)**	0.10 (19.54)***	14.84%
Panel B: 당좌자산(현금성자산 제외)				
대 (n=5,040)	-0.03 (-2.17)**	0.45 (30.16)***	0.12 (8.65)***	26.36%
중 (n=6,852)	0.22 (23.61)**	0.47 (70.38)***	0.23 (24.56)***	51.61%
소 (n=718)	0.14 (11.26)**	0.25 (15.82)***	0.06 (2.38)**	35.15%
전체 (n=12,610)	-0.03 (-2.78)***	0.45 (47.58)***	0.12 (13.92)***	26.71%
Panel C: 재고자산				
대 (n=5,040)	0.03 (4.75)***	0.18 (30.79)***	0.01 (0.31)	27.66%
중 (n=6,852)	0.1 (16.01)***	0.17 (37.32)***	0.09 (13.79)***	24.74%
소 (n=718)	0.03 (3.79)***	0.16 (18.42)***	0.05 (3.94)***	36.23%
전체 (n=12,610)	0.03 (7.91)***	0.18 (48.65)***	0.01 (0.61)	54.04%
Panel D: 투자자산				
대 (n=5,040)	0.06 (5.62)***	0.20 (18.56)***	0.05 (5.37)***	17.12%
중 (n=6,852)	0.06 (9.80)***	0.03 (6.34)***	0.05 (7.31)***	3.28%
소 (n=718)	0.06 (6.68)***	0.04 (2.95)***	0.11 (5.87)***	11.16%
전체 (n=12,610)	0.06 (8.74)***	0.20 (29.44)***	0.05 (8.45)***	17.17%
Panel E: 유형자산				
대 (n=5,040)	0.21 (19.52)***	0.18 (16.68)***	0.35 (36.58)***	50.91%
중 (n=6,852)	0.28 (34.70)***	0.19 (32.03)***	0.38 (44.35)***	42.04%
소 (n=718)	0.11 (7.34)***	0.12 (6.47)***	0.49 (16.58)***	36.80%
전체 (n=12,610)	0.21 (31.49)***	0.18 (26.36)***	0.35 (58.03)***	51.53%
Panel F: 무형자산				
대 (n=5,040)	0.01 (1.77)*	0.04 (4.87)***	0.15 (20.00)***	13.06%
중 (n=6,852)	0.02 (7.09)***	0.02 (10.48)***	0.07 (26.82)***	11.87%
소 (n=718)	0.03 (9.58)***	0.02 (4.09)***	0.04 (5.97)***	17.01%
전체 (n=12,610)	0.01 (2.94)***	0.04 (7.69)***	0.15 (31.73)***	13.29%

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈부록 5〉 국가별 회귀분석 - Germany

기업규모	Δ 유보금(a_1)	Δ 유동부채(a_2)	Δ 비유동부채(a_3)	AdjR ²
Panel A : 현금성자산				
대 (n=691)	-0.03 (-1.83)*	0.06 (3.11)***	0.14 (11.70)***	46.08%
중 (n=1,190)	0.14 (8.83)***	0.07 (4.35)***	0.04 (2.24)**	8.24%
소 (n=959)	0.09 (7.11)***	0.10 (8.84)***	0.06 (1.73)*	11.73%
전체 (n=2,840)	-0.03 (-3.50)***	0.06 (6.47)***	0.14 (23.70)***	46.35%
Panel B: 당좌자산(현금성자산 제외)				
대 (n=691)	0.10 (4.37)***	0.44 (17.39)***	0.04 (2.45)**	61.30%
중 (n=1,190)	0.12 (5.87)***	0.43 (21.70)***	0.25 (10.41)***	33.76%
소 (n=959)	0.08 (6.70)***	0.29 (27.14)***	0.13 (4.33)***	45.99%
전체 (n=2,840)	0.10 (8.65)***	0.44 (35.18)***	0.04 (5.03)***	61.38%
Panel C: 재고자산				
대 (n=691)	0.03 (5.01)***	0.10 (15.68)***	0.07 (18.00)***	81.02%
중 (n=1,190)	0.06 (4.66)***	0.17 (13.17)***	0.14 (8.71)***	18.20%
소 (n=959)	0.04 (5.71)***	0.09 (13.97)***	0.12 (6.72)***	23.03%
전체 (n=2,840)	0.03 (10.42)***	0.10 (31.99)***	0.07 (36.49)***	81.14%
Panel D: 투자자산				
대 (n=691)	-0.03 (-1.14)	0.11 (4.33)***	-0.01 (-0.61)	5.55%
중 (n=1,190)	0.05 (5.38)***	0.01 (0.84)	0.02 (1.54)	2.54%
소 (n=959)	0.01 (2.29)**	0.01 (0.38)	0.01 (0.40)	0.26%
전체 (n=2,840)	-0.03 (-2.21)**	-0.01 (-1.27)	0.12 (8.87)***	5.93%
Panel E: 유형자산				
대 (n=691)	-0.05 (-2.63)***	0.18 (8.86)***	0.30 (23.53)***	80.12%
중 (n=1,190)	0.06 (4.09)***	0.19 (13.32)***	0.29 (17.40)***	28.66%
소 (n=959)	0.03 (3.47)***	0.04 (5.02)***	0.27 (13.70)***	19.98%
전체 (n=2,840)	-0.05 (-5.27)***	0.18 (18.09)***	0.30 (47.80)***	80.23%
Panel F: 무형자산				
대 (n=691)	0.12 (6.15)***	-0.01 (-0.39)	0.30 (21.44)***	65.28%
중 (n=1,190)	0.15 (9.68)***	0.17 (11.19)***	0.27 (14.96)***	27.56%
소 (n=959)	0.21 (14.40)***	0.44 (34.73)***	0.36 (10.01)***	61.92%
전체 (n=2,840)	0.13 (12.89)***	-0.01 (-0.58)	0.29 (43.40)***	65.50%

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈부록 6〉 국가별 회귀분석 - U.K.

기업규모	Δ 유보금 (a_1)	Δ 유동부채 (a_2)	Δ 비유동부채 (a_3)	AdjR ²
Panel A : 현금성자산				
대 (n=887)	-0.00 (-0.17)	0.08 (2.41)**	0.01 (0.05)	0.51%
중 (n=1,335)	0.18 (12.91)***	0.10 (5.50)***	0.04 (2.61)***	16.37%
소 (n=1,118)	0.14 (12.79)***	0.16 (9.00)***	0.08 (3.84)***	21.45%
전체 (n=3,340)	-0.01 (-0.21)	0.08 (4.87)***	0.01 (0.33)	0.87%
Panel B: 당좌자산(현금성자산 제외)				
대 (n=887)	0.01 (2.81)***	0.27 (9.07)***	0.11 (6.20)***	20.18%
중 (n=1,335)	0.08 (6.54)***	0.41 (26.45)***	0.21 (14.04)***	46.58%
소 (n=1,118)	0.08 (7.94)***	0.37 (23.43)***	0.09 (4.92)***	40.56%
전체 (n=3,340)	0.01 (5.48)***	0.27 (17.73)***	0.11 (12.12)***	20.86%
Panel C: 재고자산				
대 (n=887)	0.01 (2.40)**	0.09 (9.34)***	0.04 (7.51)***	81.02%
중 (n=1,335)	0.08 (8.00)***	0.14 (11.51)***	0.10 (8.81)***	21.20%
소 (n=1,118)	0.07 (9.96)***	0.13 (12.25)***	0.05 (3.69)***	22.24%
전체 (n=3,340)	0.01 (4.71)***	0.09 (18.26)***	0.04 (14.72)***	23.93%
Panel D: 투자자산				
대 (n=887)	-0.01 (-4.98)***	0.08 (5.62)***	-0.01 (-1.41)	5.73%
중 (n=1,335)	0.05 (4.19)***	0.01 (0.57)	0.05 (3.27)***	2.12%
소 (n=1,118)	-0.01 (1.22)	-0.01 (-0.55)	0.01 (0.78)	0.10%
전체 (n=3,340)	-0.01 (-9.70)***	0.08 (10.86)***	-0.01 (-2.81)	5.92%
Panel E: 유형자산				
대 (n=887)	0.04 (5.94)***	0.16 (4.56)***	0.41 (18.95)***	40.86%
중 (n=1,335)	0.15 (12.10)***	0.19 (12.18)***	0.24 (16.77)***	35.05%
소 (n=1,118)	0.20 (16.94)***	0.18 (9.66)***	0.20 (8.83)***	31.56%
전체 (n=3,340)	0.04 (11.70)***	0.16 (9.05)***	0.41 (37.27)***	42.08%
Panel F: 무형자산				
대 (n=887)	0.12 (8.47)***	0.44 (5.33)***	0.33 (6.64)***	18.61%
중 (n=1,335)	0.43 (23.76)***	0.22 (9.37)***	0.23 (10.71)***	42.00%
소 (n=1,118)	0.17 (14.00)***	0.23 (12.24)***	0.16 (6.96)***	29.52%
전체 (n=3,340)	0.12 (16.42)***	0.43 (10.28)***	0.33 (12.83)***	18.92%

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

〈부록 7〉 국가별 회귀분석 - France

기업규모	△유보금(a ₁)	△유동부채(a ₂)	△비유동부채(a ₃)	AdjR ²
Panel A : 현금성자산				
대 (n=683)	0.10 (5.88)***	0.01 (1.00)	0.06 (6.02)***	8.40%
중 (n=875)	0.23 (12.08)***	0.07 (5.26)***	0.04 (2.52)**	18.24%
소 (n=802)	0.22 (11.38)***	0.04 (2.33)**	0.16 (5.01)***	15.78%
전체 (n=2,360)	0.11 (11.40)***	0.02 (2.32)**	0.06 (11.72)***	9.58%
Panel B: 당좌자산(현금성자산 제외)				
대 (n=683)	0.14 (7.38)***	0.18 (13.67)***	0.09 (8.60)***	32.07%
중 (n=875)	0.01 (0.13)	0.53 (31.16)***	0.13 (5.86)***	53.91%
소 (n=802)	0.15 (7.63)***	0.6 (31.14)***	0.28 (8.07)***	57.55%
전체 (n=2,360)	0.13 (13.97)***	0.18 (25.76)***	0.09 (16.29)***	33.27%
Panel C: 재고자산				
대 (n=683)	0.04 (4.17)***	0.10 (12.81)***	0.03 (5.11)***	23.87%
중 (n=875)	0.04 (1.65)*	0.29 (16.95)***	0.13 (5.45)***	27.47%
소 (n=802)	0.03 (3.10)***	0.12 (11.75)***	0.14 (7.59)***	20.04%
전체 (n=2,360)	0.05 (7.91)***	0.1 (24.07)***	0.03 (9.69)***	24.74%
Panel D: 투자자산				
대 (n=683)	0.01 (0.59)	0.01 (1.33)	0.02 (3.76)***	2.02%
중 (n=875)	-0.03 (-2.51)**	0.01 (0.94)	-0.01 (-0.33)	0.45%
소 (n=802)	0.01 (1.05)	-0.01 (-3.00)**	-0.01 (-0.36)	0.09%
전체 (n=2,360)	0.01 (1.35)	0.01 (2.74)***	0.02 (7.30)***	2.61%
Panel E: 유형자산				
대 (n=683)	0.01 (0.51)	0.23 (17.55)***	0.10 (9.39)***	38.71%
중 (n=875)	0.1 (4.71)***	0.13 (9.25)***	0.33 (16.8)***	32.18%
소 (n=802)	0.04 (3.55)***	0.09 (8.22)***	0.20 (10.49)***	18.69%
전체 (n=2,360)	0.01 (1.28)***	0.23 (33.04)***	0.10 (17.91)***	39.78%
Panel F: 무형자산				
대 (n=683)	0.45 (7.66)***	0.65 (15.39)***	0.84 (25.93)***	59.77%
중 (n=875)	0.06 (2.80)***	0.17 (10.71)***	0.32 (15.15)***	29.65%
소 (n=802)	0.04 (2.52)**	0.15 (9.22)***	0.32 (10.91)***	20.45%
전체 (n=2,360)	0.44 (14.09)***	0.65 (28.53)***	0.84 (48.24)***	60.10%

* 대기업: 총자산 1billion이상/ 중기업: 총자산 100million-1billion/ 소기업: 총자산 100million미만

The Effect of Internal Reserve on Investment Decisions: International Comparison

Sun Min Kang* · In Tae Hwang**

Abstract

When financial reports of companies are published every year, the reserve ratio of the companies in Korea is found to be astronomically high, and various media and institutions give an interpretation that this is so because companies do not invest but increase the cash reserves. In this study, the problem in the calculation of the reserve ratio was pointed out and an international comparison of the reserve ratios conducted through developing discussions from the viewpoint of the accounting theory in relation to the conventional calculation of the reserve ratio. However, the modified reserve ratio presented in this study is intended to help correct understanding of the reserve ratio rather than encouraging the use of new indicator of the reserve ratio. It is because the use of a correct indicator of the reserve ratio should precede the international comparison of the reserve ratios. Also, in order to empirically analyze whether an increase in the reserve ratio results in an increase in the cash amount of the companies, a regression analysis was conducted for the effect of an increase in the company's internal reserve on the entire assets structure of the company such as cash holdings and investment assets.

From the perspective of the accounting theory, the reserve ratio formula needs to be modified by taking into account the paid in capital in excess of par and revaluation reserve. The reason is that the change in the reserve ratio formula was found to lead to substantial decrease in the absolute value of the company's reserve ratio, which did not cause a major problem in society. The analysis of the reserve ratio for domestic companies showed that medium-sized companies have had median value of the reserve ratio higher than or similar to that of large companies for the past 10 years on the contrary to general expectations. In international comparison of the reserve ratios, Korea was ranked fifth for the reserve ratio of the large companies following

* Associate professor, School of Business Administration, Chung-Ang University, First Author

** Professor, School of Business Administration, Chung-Ang University, Corresponding Author

Germany, Japan, the United Kingdom and the United States, and third for the reserve ratio of the medium-sized companies after the United Kingdom and Japan. On the other hand, Korea was ranked second after Japan in case of small companies, indicating that the reserve ratio of small companies was relatively high compared to large and medium-sized companies. Therefore, the reserve ratio of small companies in Korea showed relatively high in international comparison.

The regression analysis between the increase in the reserve and each asset suggests that the reserve contributes not only to the formation of cash holdings but also to the formation of quick assets, inventories, investment assets, tangible assets and intangible assets. In large companies, however, it was found that the reserve did not contribute to the increase in cash holdings. It was shown that the increase in investment assets for large companies was associated with the increase in the reserve, and had a negative correlation with current and non-current liabilities. Also, the increase in tangible assets was shown to be closely associated with the increase in the reserve, current and non-current liabilities regardless of the company size. As a result, the increase in the company's reserve does not necessarily lead to the increase in cash holdings, and the reserve, along with liabilities, has been invested not only in cash holdings but also in all assets including land, machine and facilities, thereby contributing to the business activities of the companies. Similar results were obtained from the regression analysis for each country. Therefore, an argument that the reserve should be invested is contradictory since it means the re-investment of the funds that have already been invested.

Social awareness of the reserve needs to be reestablished in the future. In addition, using more appropriate indicators to assess a company's investment activities must be a priority in order to encourage the company's investments and create an environment for investment. This study has significance and distinctiveness in presenting direct empirical analysis results on the status of finding and operating the company's investment source. Thus, it is expected that this study will be used as basic data to improve the wrong perspective on the reserve ratio.

Key words: Internal Reserve, Reserve Ratio, Cashable Asset, Revaluation Reserve, Paid-in capital in excess of par value

- 저자 강선민은 현재 중앙대학교 경영학부 회계학전공 부교수로 재직 중이다. 중앙대학교 경영대학을 졸업하였으며, 동대학원에서 경영학 석사와 박사학위를 취득하였다. 박사학위 취득이후에는 한국경제연구원에서 근무하였다. 주요연구분야는 재벌, 상장폐지, 감사인지정 등이다.
- 저자 황인태는 현재 중앙대학교 경영학부 회계학 전공 교수로 재직 중이다. 서울대학교 경영대학 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, 미국 뉴욕주립대학(Buffalo)에서 경영학박사를 취득하였다. 주요연구분야는 경영자보상, 부실기업, 감사인 조직구조 등이다.