

# 지속적인 현금보유와 영업성과

김병모\*

## 〈요 약〉

본 연구는 1999년부터 2002년까지 지속적으로 많은 현금성 자산을 보유하고 있는 56개의 상장 기업을 표본으로 하여 그 영업성과를 평가한다. 이를 위해 동종산업내의 유사한 자산규모를 가진 기업들과, 일시적으로 많은 현금자산을 보유한 기업들로 구성된 두 개의 비교표본을 이용한다. 결과에 따르면, 표본기업들의 향후 4년간, 즉 2003년부터 2006년까지의 영업성과는 두 비교표본에 비하여 평균적으로 우수함이 확인된다. 그리고 보유현금이 영업성과에 기여하는 정도는 소유구조와 정보비대칭의 정도에 따라 횡단면적 차이를 보인다. 먼저, 기업의 정보비대칭의 정도가 클 수록 현금보유가 영업성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었는데 이는 현금자산이 정보비대칭에 따른 외부자본조달 비용의 추가부담을 감소시켰기 때문으로 판단된다. 한편, 외국인 지분이 큰 기업의 경우는 지속적인 현금보유가 영업성과 개선에 기여하지 못하는 것으로 나타났는데 이는 외국인 투자자들이 잉여현금문제를 감소시켜 현금자산의 기여도를 높이리라는 기대와는 일치하지 않는 결과이다. 오히려 외국인 투자자는 높은 배당을 요구하거나 적대적 M&A의 가능성을 높여 현금자산의 유용성을 저해한 것으로 생각된다. 반면, 최대주주 지분은 영업성과에 유의적인 영향을 보이지 않았다. 이 같은 결과는 보편적 기대와는 달리, 지속적인 현금자산 유지 정책이 평균적으로 영업성과에 긍정적인 영향을 가짐을 의미하며 그렇지만, 소유구조에서 기인하는 대리인 문제와 정보비대칭의 정도에 따라 그 유효성에는 횡단면적 차이가 있음을 시사하는 것이다.

주제어 : 현금보유, 영업성과, 잉여현금흐름 문제, 소유구조, 정보비대칭

## I. 서 론

최근 기업들의 현금자산이 크게 증가하면서 이에 대한 투자자들의 관심과 우려가 커지고 있다. 현금자산 증가의 원인들로는 수익성 있는 투자안의 부재, 각종 투자 규제, 적대적 M&A의 방어, 외국인 투자자를 위한 배당준비금 등 여러 가지 요인들이 짐작되고 있다. 이러한 요인들은 기업의 현금보유에 대하여 다소 부정적인 입장을 견지하고 있는데, 그 이유는 일반적으로 과도한 현금을 보유함에 따라서 투자가 감소하거나 잉여현금흐름의 문제(free cash flow problem ; Jensen, 1986)가 발생하여 영업성과를 저해하리라는 논리에 기인한 것으로 여겨진다.

분명, 현금자산은 외부 자본시장의 감시로부터 경영자를 자유롭게 하고 경영자의 이익을 위해 수익성이 결여된 투자안을 선택하게 하는 등의 잉여현금흐름 문제의 가능성을 내포한다. 그러나 현금자산은 투자자금의 조달을 원활하게 하여 정보비대칭에서 기인하는 외부자본비용의 추가적인 부담을 회피할 수 있다는 이점 또한 가지고 있다. 따라서 기업의 현금보유가 영업성과에 과연 어떠한 영향을 미치는가에 대한 해답은 실증적으로 검증되어야 하는 문제이다.

기업의 현금보유 정책과 관련하여 기존의 연구들은 적절한 현금수준의 결정요인, 초과현금을 보유한 기업 경영자의 의사결정 행태, 지배구조와 현금자산의 시장가치와의 관계 등 중요한 이슈들에 대한 해답을 제시해 왔다.<sup>1)</sup> 이러한 연구들의 공통점은 기업들이 가변적으로 유동성의 수준을 변경할 수 있음을 전제로 하여, 특정 시점에서의 일시적인 현금자산의 결정요인과 영향 분석에 초점을 맞추어 왔다는 것이다. 그러나 이와는 달리 본 연구는 기업이 지속적으로 현금자산을 보유하는 정책을 따르는 경우 그 성과에 미치는 영향을 분석하는데 목적을 둔다.

일시적인 현금자산의 증가가 아니라, 지속적인 현금보유와 영업성과의 상관성에 주목하는 이유는 다음과 같다. 일시적인 현금자산의 증가는 경영진의 정책적 결과이기 보다는 여타 경영·재무상의 여건에 의해 발생할 확률이 크지만 이에 반하여, 지속적인 현금보유 현상은 경영진의 정책적 의사결정의 산물일 가능성이 크기 때문이다. 따라서 본 연구는 기존연구와는 차별적으로 지속적인 현금보유 정책에 초점을 두어 분석을 진행한다. 미국 기업을 대상으로 한 Mikkelson and Partch(2003)의 분석에 따르면 현금을 지속적으로 보유하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 영업성과가 낮지 않

1) Kim et al.(1998), Opler et al.(1999), Ozkan and Ozkan(2004), Harford(1999), Faleye(2004), Dittmar and Mahrt-Smith(2007), Dittmar et al.(2003), 공재식(2006), 김미형(2007).

음을 검증하여, 현금보유가 영업성과를 저해하리라는 보편적 기대와는 다른 결과를 보고한 바 있다.

본 연구는 유가증권시장에 상장된 기업 중 1999년부터 2002년까지 지속적으로 많은 현금성 자산을 보유하고 있는 56개의 기업을 대상으로 두 종류의 비교표본을 설정하여 2003년부터 2006년까지의 영업성과를 비교한다. 결과에 따르면 지속적으로 많은 현금 자산을 보유하고 있는 표본기업들의 영업성과가 두 비교표본 기업들에 비하여 유의적으로 우수함이 확인된다. 기업들의 적정현금 보유수준을 고려하여 초과현금을 계산한 경우와 표본간 현금보유성향의 차이를 고려한 경우에도 이 같은 결과는 지속적으로 나타난다. 아울러, 지속적인 현금보유가 영업성과에 기여하는 방향과 정도는 기업의 소유구조와 정보비대칭의 수준에 따라 차이가 있음이 검증된다. 먼저, 기업의 정보비대칭의 정도가 클 수록 현금보유가 영업성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었는데 이는 현금자산이 정보비대칭에 따른 외부자본조달 비용의 추가부담을 감소시켰기 때문으로 판단된다. 한편, 외국인 지분이 큰 기업의 경우는 지속적인 현금보유가 영업성과 개선에 기여하지 못하는 것으로 나타났는데 이는 외국인 투자자들이 잉여현금문제를 감소시켜 보유자산의 기여도를 높이리라는 기대와는 일치하지 않는 결과이다. 오히려 외국인 투자자는 높은 배당을 요구하거나 적대적 M&A의 가능성을 높여 현금자산 보유의 유용성을 저해한 것으로 생각된다. 반면, 최대주주 지분은 영업성과에 유의적인 영향을 보이지 않았다. 이 같은 결과들은, 지속적인 현금자산 유지 정책이 평균적으로 영업성과에 긍정적인 영향을 가져오며, 소유구조에서 기인하는 대리인 문제와 정보비대칭의 정도에 따라 그 유효성에는 횡단면적 차이가 있음을 시사하는 것이다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제 II장은 현금보유와 관련된 기존연구들과 함께 지속적인 현금보유의 유인과 영업성과와의 관련성에 대한 검증가설을 설명한다. 제 III장은 표본과 비교표본의 설정방법과 그 기초통계량을 보인다. 제 IV장은 현금보유와 영업성과의 상관성에 대한 실증분석 결과를 설명하고, 제 V장은 표본과 비교표본간 현금의 사용에 대한 차이를 비교한다. 제 VI장은 결론을 맺는다.

## II. 기존연구 및 검증가설

기업의 현금자산 보유에 대하여 일찍이 Keynes(1936)는 현금보유의 유인으로 두 가지 동기를 제시하였다. 첫째는 거래적 동기(transaction cost motive)로서 기업은 자본조달 시 거래비용의 절감과 기존자산의 불필요한 처분을 막기 위해 현금을 보유한다는

것이며, 둘째는 외부 자본조달이 용이하지 않은 경우 미래 투자를 위해 현금을 비축하려 한다는 예비적 동기(precautionary motive)이다. 이후 최근 기업들의 현금자산이 증가함에 따라 투자자들의 관심이 높아지면서 Opler et al.(1999)과 Kim et al.(1998)은 앞선 이론에 근거하여 기업의 적절한 현금보유 수준의 결정요인에 대한 실증적 모형을 제시하였다. 특히 Opler et al.(1999)은 그들의 실증모형을 통해 기업의 성장성과 이익의 변동성이 클수록 그리고 자산의 크기와 부채비율이 작을수록 보유 현금이 많음을 보고하였다. 그리고 공재식(2006)은 1991년부터 2004년까지의 우리나라 상장기업들을 대상으로 하여 현금보유 수준의 결정요인을 분석하였다. 그 결과, 시장가-장부가 비율이 높을수록, 기업규모가 작거나 부채비율이 작을수록 현금보유 수준이 높음을 검증하였으며 재벌기업의 경우 내부자본시장으로 인해 현금자산 수준이 상대적으로 낮음을 보고한 바 있다. 한편, Ozkan and Ozkan(2004)과 김성표(2007)는 각각 영국기업과 한국기업을 대상으로 하여 경영자지분과 현금보유 수준간의 비선형적 관계를 검증하는 등 소유구조에 따라 현금자산의 보유수준에 차이가 있음을 보고하였다.

이러한 연구들에 근거할 때, 기업이 지속적으로 현금을 보유하려는 동기는 크게 두 가지로 구분된다. 첫째는 잉여현금의 관점에 근거한 것으로서, 경영자(혹은 지배주주)는 개인적인 효용 증대의 수단으로 이용하기 위해 상대적으로 사용이 용이한 내부자금을 축적하려는 유인을 가지고 있다. Jensen(1986)에 따르면 경영자는 배당으로 투자자들에게 이익을 분배하는 것 보다 자신의 영향력 아래에 보존하려는 성향이 있기 때문에, 현금으로 내부에 유보하거나 혹은 수익성 없는 투자안에 투자하려는 유인을 가지고 있다. 이렇게 이익을 유보하거나 혹은 과투자(overinvestment)하려는 행태를 보이는 이유는 자산의 크기와 성장성이 경영자의 금전적·사회적 지위와 직간접적으로 연계되어 있기 때문이며, 동시에 현금의 사내 유보는 기업이 재무적 곤경(financial distress)에 당면할 가능성을 감소시켜 경영자 지위의 안전성을 확립하는데 도움이 되기 때문이다.

초과적인 현금자산을 보유하는 경우 발생하는 잉여현금(free cash)의 문제를 지적하는 연구로서, Blanchard et al.(1994)는 기업이 외생적으로 많은 현금자산을 보유하게 된 경우 배당보다는 내부유보나 혹은 수익성이 결여된 투자안에 투자하려는 성향이 강함을 보고한 바 있다. 마찬가지로, Harford(1999)는 기업이 초과현금을 보유하는 경우 가치를 감소시키는 인수 활동에 참여할 가능성이 크다는 검증결과를 제시하였으며, Faleye(2004)는 초과현금을 보유한 기업의 경우 위임장투쟁(Proxy fight)을 통한 투자자들의 인수 시도가 활발해지는 현상을 보고하였다. 그리고 Dittmar and Mahrt-Smith(2007)와 김미형(2007)은 지배구조의 건전성이 클수록 기업이 보유하고 있는 현금자산의

시장가치가 유의적으로 증가함을 보고하였는데 이는 지배구조가, 유보현금이 경영자에 의해 자의적으로 오용될 가능성을 감소시키는 역할을 하고 있음을 시사하는 것이다. 이 같은 연구들은 현금자산을 잉여현금의 관점에서 인식하는 것으로서, 기업이 일시적으로 초과적인 현금자산을 보유한 경우 대리인 비용의 발생으로 인해 기업의 영업성과는 악화될 수 있으며 따라서 일반투자자의 이익이 감소하는 효과가 있음을 보여주고 있다.

기업이 지속적인 현금자산 보유 정책을 선택한 경우에도 이러한 대리인 문제의 가능성은 존재한다. 즉, 지속적인 현금보유는 외부에서 자본을 조달하기 위해 거쳐야 하는 의사결정 감시나 검증으로부터 경영자(혹은 지배주주)를 자유롭게 하고 동시에 경영자가 영업활동의 수익성을 유지하여 재무적 곤경을 회피해야만 하는 중압감을 완화시킨다. 따라서 기업이 충분한 현금자산을 지속적으로 보유하는 경우에는 상대적으로 영업활동의 효율성이 낮아지고 그 성과가 좋지 않으리라는 예측이 가능하다. 그리고 유사한 현금보유 정책을 선택한 기업들이라도 대리인문제의 잠재가능성에 따라 보유현금의 유용성에 횡단면적 차이가 있음을 예측할 수 있다. 이에 본 연구에서는 최대 주주지분과 외국인지분을 이용해 소유구조에 따른 대리인비용을 측정하고 그 차이에 따라 기업이 보유하고 있는 현금이 영업성과에 기여하는 정도에 차이가 있는가를 검증한다. 이때, 최대주주지분은 지배주주의 기업가치 증진 유인에 대한 측정치이다. 그리고 외국인 투자자는 일반적으로 지배주주의 경영의사결정에 대한 감시자로서 잉여현금문제의 잠재적 가능성을 감소시키는 역할을 기대할 수 있으며(박경서, 이은정, 2006), 이와 동시에 적대적 M&A의 위협이나 고배당 요구와 같이 기업의 현금자산 활용에 제약적인 요인으로 작용할 수 있어 그 지분을 이용하여 상관성을 검증한다.

현금보유의 부정적 관점과는 대조적으로, 기업이 지속적으로 충분한 유동성을 유지하는 경우 외부자본비용이 감소하고 따라서 주주들의 이익 증진에 기여할 것이라는 주장 또한 공존한다. 채권과 주식의 발행을 통해 외부자본을 조달하는 경우 기업에게는 법적·행정적 수수료와 같은 직접적인 비용뿐 아니라 기업 내부자와 외부투자자들간에 존재하는 정보비대칭에서 기인하는 간접비용의 부담이 가중된다(Myers and Majluf, 1984). 이 경우 현금자산을 통한 자본조달은 추가적인 비용부담을 줄이고 기업의 과소투자문제(underinvestment problem)를 완화시키는 역할을 통해 주주의 이익에 기여하게 된다.

실제로, Smith(1977)와 Mikkelson and Partch(1986)는 외부자본의 조달 시 내부자본에 비해 추가적인 비용의 부담이 불가피함을 검증하였다. 그리고 Opler et al.(1999)는 현금흐름과 자본지출의 변동성이 클수록 현금자산에 대한 수요가 커지며 아울러 현금자산 보유와 헷지(hedge) 활동이 상호 보완적인 관계에 있음을 보고하였는데, 이는 모

두 현금자산이 외부자본을 대체하는 완충 역할을 하고 있음을 의미하는 결과이다.

이처럼 기업이 지속적으로 상당한 현금자산을 유지하는 이유가, 자본비용의 감소를 통해 수익성 있는 투자안을 외면하지 않고 결과적으로 영업이익을 유지 및 증진하기 위함이라면, 현금보유 기업들은 이외의 기업과 비교하여 더 우수한 영업성과를 달성하리라는 기대를 할 수 있다. 그리고 특히 정보비대칭이 큰 기업의 경우는 외부자본의 대체재로서 유보된 현금자산의 역할이 더욱 중요시 되므로 영업성과의 개선효과 또한 더 크리라는 예측이 가능하다. 이에 본 연구는 Easley et al.(1997)의 시장미시구조 모형에 근거하여 추정된 정보거래확률(Probability of information-based trading ; PIN)을 이용해 정보비대칭 수준과 현금자산의 영업성과 기여도와의 상관성을 검증한다.

### Ⅲ. 자료와 표본

본 연구는 많은 현금성 자산을 계속해서 유지하는 정책을 선택한 기업들을 표본으로 한다. 이를 위해 한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 비금융기업 중 회계월이 12월인 기업을 선정하였고 그 중 상장사협의회 TS2000과 DataGuide에 1999년부터 2006년 사이에 재무자료가 누락된 기업과 자기자본이 음인 기업을 제거하였다. 이렇게 선정된 기업은 총 423개이다. 그 중 지속적으로 많은 현금자산을 보유하는 기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(총자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의한다. 이렇게 선정된 총 60개의 기업에서 통제 기업을 찾을 수 없는 경우를 제외하여 최종표본은 56개의 기업으로 구성된다.<sup>2)</sup> 이 때 현금자산은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성 유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의된다.

본 연구는 현금보유 정책 이외의 기업 특성들이 영업성과에 미치는 영향을 제거하기 위하여 두 개의 비교표본과 비교하는 방식을 통하여 표본기업 영업성과의 유의성을 검증한다. 첫 번째 비교표본은, 먼저 표본기업을 제외한 총 363개의 기업 중 각각의 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 가지는 기업들을 가려낸 후 이 중에서 해당되는 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성하였다. 이 때, 산업의 분류는 상장사협의회 6자리의 소분류 산업코드를 기준으로 하는데 표본기업의 산업코드와 6자리가 일치한 경우는 모두 37개이며 5자리, 3자리가 일치한 경우

2) 15%는 4년 평균 현금자산의 (평균 + 0.58σ)에 해당하며, 4년간 계속해서 15% 이상을 유지해야 하므로 해당되는 기업 수는 급감한다. 기준점을 25%, 20%, 10%로 사용하는 경우 표본기업의 수가 각각 28개, 40개, 97개이나 결과의 방향성에는 차이가 없다. Mikkelsen and Partch(2002)는 25%를 기준점으로 사용하였다.

는 각각 12개, 7개이다. 산업코드가 일치하는 기업이 없거나 1~2자리만이 일치하는 경우(4개)는 표본에서 제거하였다. 그 결과 첫 번째 비교표본은 모두 113개의 기업으로 구성된다. 두 번째 비교표본은 지속적인 현금보유 기업과는 대조적으로 일시적으로 다량의 현금자산을 보유한 기업들로 구성된다. 이를 위해 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간에 최대 현금자산의 50% 이상이 감소된 경험이 있는 기업들을 선정하였다. 그 결과, 두 번째 비교표본은 모두 81개의 기업으로 구성된다.<sup>3)</sup>

<표 1> 표본과 비교표본의 현금자산

본 연구는 한국증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 비금융기업 중 회계월이 12월이며 상장사협의회 의 T/S2000과 DataGuide에 1999년부터 2006년 동안 재무자료가 누락되지 않고 자산이 음이 아닌 기업을 그 대상으로 한다. 그 중 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50% 이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. 비표본기업은 전체 기업 중 표본기업을 제외한 모든 기업으로 구성된다. CASH<sub>t</sub>(현금자산)는 t년의 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의되며 CASH<sub>9902</sub>는 1999년과 2002년간의 현금자산의 평균값이다. 표본기업과 비교표본간 현금자산의 평균(t-test) 및 중간값(Wilcoxon's ranksum test)의 차이는 모든 경우에 있어 1% 수준에서 유의하다.

		CASH <sub>1999</sub>	CASH <sub>2000</sub>	CASH <sub>2001</sub>	CASH <sub>2002</sub>	CASH <sub>9902</sub>
표본기업(지속적 현금보유기업) (n = 56)	평균	0.457	0.390	0.369	0.383	0.400
	중간값	0.377	0.333	0.325	0.354	0.353
	표준편차	0.296	0.231	0.186	0.174	0.180
비교표본 1(동일 규모·산업 기업) (n = 113)	평균	0.129	0.103	0.106	0.097	0.109
	중간값	0.090	0.082	0.083	0.073	0.096
	표준편차	0.120	0.085	0.104	0.098	0.080
비교표본 2(일시적 현금보유 기업) (n = 81)	평균	0.184	0.120	0.129	0.118	0.138
	중간값	0.164	0.106	0.103	0.105	0.128
	표준편차	0.133	0.073	0.127	0.071	0.045
비표본기업 (n = 363)	평균	0.114	0.091	0.089	0.090	0.096
	중간값	0.079	0.063	0.056	0.064	0.075
	표준편차	0.120	0.082	0.097	0.090	0.073

3) 비교표본 선정의 기준을 2/3이상 현금자산이 감소한 경우로 한정하면, 해당되는 통제기업의 수는 총 47개로 감소한다.

<표 1>은 표본과 비교표본의 현금자산을 보여준다. 표본기업의 평균 현금자산은 매해 순자산의 37% 이상이며 표본기업들이 1999년부터 2002년까지 평균적으로 보유하고 있는 현금자산(CASH<sub>9902</sub>)은 40%에 달한다. 반면 비교표본 1의 경우에는 약 11%, 그리고 비교표본 2의 경우에는 순자산의 약 13.8%에 해당되는 현금자산을 보유하고 있어 표본기업들과는 현저한 차이가 있음이 확인된다.

<표 2>는 표본기업과 비교표본들과의 기초통계량을 보여준다. 2002년을 기준으로 한 평균 순자산(NA<sub>2002</sub>)의 크기는 표본의 경우 2,020억이고 비교표본 1의 경우는 2,540억으로 큰 차이를 보이지 않으나 비교표본 2의 경우에는 4,560억으로 유의적인 차이를 보인다. 1999년부터 2002년까지 영업이익률(영업이익/순자산)의 평균값을 나타내는 ROA<sub>9902</sub>는 표본기업이 유의적으로 높다. 이것은 표본기업의 현금자산이 주로 영업이익의 축적에 의한 것임을 짐작하게 한다. 표본기업이 통제기업에 비해 수익성이 유의적으로 높았음에도 불구하고, 같은 기간 매출액의 증가율(DSALE<sub>9902</sub>)은 유의적인 차이를 보이지 않았다. 이 때 DSALE<sub>9902</sub>은 2002년 매출액/1999년 매출액으로 정의되며, 매출액 증가의 비율을 나타낸다. 마찬가지로 현금보유 기간 동안 자본지출/순자산(CPX<sub>9902</sub>)은 표본과 비교표본과의 차이가 없는 것으로 나타난다. 그리고 2002년을 기준으로 한 자산의 시장가/장부가 비율(MB<sub>2002</sub>) 또한 유의적인 차이를 보이지 않아 일반적으로 투자기회 높은 기업들이 자본지출을 위해 내부자금을 유보하리라는 기대와는 일치하지 않는 결과를 보이고 있다. 부채비율(부채/순자산; DT)의 경우는 표본기업들이 비교표본기업에 비해 유의적으로 낮다. 이는 기존연구의 결과와 일치하는 것으로서(Kim et al., 1998; Minton and Wruck, 2001), 보유 현금을 이용한 투자자본 조달이 가능하므로 타인자본에 대한 수요가 비교적 적었다는 해석이 가능하다. 과거 5년간의 영업이익의 표준편차를 나타내는 SDROA<sub>2002</sub>는 평균값의 경우 표본기업이 다소 높으나 중간값의 경우 유의적인 차이가 없다. 그리고 현금자산을 제외한 운전자본(운전자본/순자산; NWC<sub>2002</sub>)은 표본기업이 비교표본기업에 비해 유의적으로 높은 것으로 나타난다. 연구개발비지출(R&D<sub>2002</sub>)은 그 크기가 크지 않으며 표본간에도 유의적 차이가 없다. 한편 2002년을 기준으로 최대주주지분율(대주주 1인과 특수관계인)은 표본과 비교표본간에 차이가 없으나, 외국인 지분율은 표본기업이 현저히 높은 것으로 확인된다. 이는 외국인투자자들이 단기간에 현금배당을 획득하기에 유리한 전략적 투자처로서 현금자산이 풍부한 표본기업을 선택한 결과일 수 있고, 한편으로는 외국인투자자들의 지배구조 개선 역할이 영업수익에 긍정적 요인으로 작용했으리라는 추측이 가능하다. 그리고 재벌기업은 표본에 비해 비교표본들에 더 많이 포함되어 있으며 비교표본 2의 경우에는 제



<표 2> 기초통계량

표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA ; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당하는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50% 이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. 각 변수의 정의는 다음과 같다. NA(순자산)는 총자산 - 현금자산 ; ROA(영업이익률)는 영업이익/순자산 ; DSALE(매출액증가율)은 매출액<sub>2002</sub>/매출액<sub>1999</sub> ; CPX(자본지출)은 자본지출/순자산 ; MB(시장가/장부가)는 총자산의 시장가(= 부채 장부가 + 자기자본 시장가)/총자산의 장부가 ; DT(부채비율)은 총부채/순자산 ; SDROA(이익변동성)는 영업이익이익률의 과거 5년간 표준편차 ; NWC(운전자본)는 현금자산을 제외한 운전자본/순자산 ; R&D는 연구개발비지출액/매출액 ; LAR는 최대 주주지분(대주주 1인 및 특수관계인) ; FGN은 외국인지분 ; CH는 30대 개별기업 더미변수 ; PIN은 Easley et al.(1997)의 시장미시모형에 근거하여 추정된 정보거래확률(probability of information-based trading).

	표본기업(n = 56) (지속적 현금보유 기업)		비교표본 1(n = 113) (동일 규모 · 산업 기업)		비교표본 2(n = 81) (일시적 현금보유 기업)	
	평균	중간값	평균	중간값	평균	중간값
NA <sub>2002</sub> (십억)	202	90.5	254	106	456*	174***
ROA <sub>9902</sub>	0.110	0.084	0.062***	0.052***	0.054***	0.051***
DSALE <sub>9902</sub>	1.256	1.229	1.251	1.209	1.312	1.257
CPX <sub>9902</sub>	0.062	0.056	0.047	0.050	0.029	0.034
MB <sub>2002</sub>	0.760	0.687	0.743	0.740	0.761	0.716
DT <sub>2002</sub>	0.435	0.357	0.517**	0.495**	0.513**	0.499**
SDROA <sub>2002</sub>	4.616	3.459	3.865*	3.617	4.589	3.598
NWC <sub>2002</sub>	0.077	0.102	0.011*	-0.029**	0.001**	-0.010**
R&D <sub>2002</sub>	0.003	0.000	0.004	0.000	0.004	0.001
LAR <sub>2002</sub>	31.533	30.160	30.915	28.900	30.053	29.370
FGN <sub>2002</sub>	11.396	2.010	3.998***	0.250***	6.427**	1.020
CH	0.054	-	0.115	-	0.235***	-
PIN <sub>2002</sub>	11.604	11.584	12.979	13.560	11.692	12.250

주) PIN<sub>2002</sub>은 표본기업, 비교표본 1과 비교표본 2에서 각각 51개, 101개, 68개의 관측치에 근거하여 계산됨.

별기업 수에 유의적인 차이가 있음을 알 수 있다. 이 때 재별기업은 2002년 한국공정거래위원회의 30대 대규모집단 분류를 기준으로 선정되었다. 마지막으로, 정보거래확률(PIN<sub>2002</sub>)은 표본기업이 다소 낮으나 통계적인 차이는 없다. 이 때, 정보거래확률(PIN)은 유가증권시장본부에서 제공하는 ‘주식시장 호가정보 및 체결자료’의 거래자료를 이용하여 분기별로 추정한 후 이전 4분기의 평균값을 사용한다. 단, 추정의 신뢰성을 위해 3개월간 최소 30일 이상 체결내역이 있는 관측치만을 대상으로 하였다. 정보거래확

률은 거래에 반영된 역선택위험에 대한 추정치로서 정보비대칭 수준을 나타낸다. 하지만, 기대와는 달리 현금자산이 풍부한 표본기업의 정보비대칭의 수준이 비교표본에 비하여 크지는 않은 것으로 나타난다.

<표 3> 현금자산의 결정요인

본 표는 2002년 현금자산을 종속변수로 하는 회귀분석의 결과를 보여준다. 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50% 이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. 각 변수의 정의는 <표 2>를 참조. 각 추정계수에 대하여 White's heteroskedasticity-consistent t 값을 보고하며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	표본 + 비교표본 1 (지속적 현금보유 기업 + 동일 규모·산업 기업)				표본 + 비교표본 2 (지속적 현금보유 기업 + 일시적 현금보유 기업)			
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
Ln(NA <sub>2002</sub> )	0.0084	0.61	-0.0170	-1.21	0.0041	0.25	-0.0222	-1.51
ROA <sub>9902</sub>			1.2280	7.02***			1.2686	7.55***
DSALE <sub>9902</sub>	-0.0470	-1.14	-0.0440	-1.12	-0.0363	-1.13	-0.0348	-1.23
R&D <sub>2002</sub>	0.3385	0.30	-0.7000	-0.78	0.0799	0.07	-1.0512	-1.13
CPX <sub>9902</sub>	0.2105	1.07	0.0492	0.26	0.1128	0.83	0.0998	1.12
SDROA <sub>2002</sub>	0.0125	2.11**	0.0016	0.43	0.0029	0.45	0.0005	0.14
MB <sub>2002</sub>	0.1207	1.49	0.0732	0.98	0.0995	1.36	0.0578	0.89
DT <sub>2002</sub>	-0.1190	-1.11	-0.0210	-0.22	-0.0861	-0.84	0.0242	0.27
CH	-0.0860	-2.08**	-0.0630	-1.58	-0.0809	-1.78*	-0.0688	-1.89*
NWC <sub>2002</sub>	0.1049	1.07	-0.0330	-0.37	0.0803	0.87	-0.1236	-1.44
CONS	0.0031	0.01	0.4213	1.56	0.1540	0.48	0.5474	1.88*
Adj-R <sup>2</sup>	0.10		0.27		0.03		0.28	
Obs.	169		169		137		137	

한편, 표에 표기되지 않았으나 표본기업들은 6자리 산업코드를 기준으로 모두 31개의 산업에 분포되어 특정산업에 편중되지 않는 것으로 나타난다. 5개의 기업이 속한 산업으로는 반도체 및 기타전자부품 제조업, 기초화학물 제조업이고 4개의 기업이 속한 산업은 자동차부품 제조업이다. 그리고 3개의 기업이 속한 산업은 플라스틱 제조업, 곡

물가공품·전분 및 사료제조업, 의약품 제조업의 3개 산업이며, 이외의 산업에는 2개 이하의 기업만이 속해 있다.

이 같은 재무적 특성의 차이에 근거하여, <표 3>은 2002년 현금자산을 종속변수로 하여 현금자산 보유 수준의 결정요인에 대한 분석결과를 보여준다. 결과에 따르면, 과거 영업성과( $ROA_{9902}$ )가 현금자산 축적의 주요 요인임을 알 수 있다. 영업성과를 식에서 제거하면, 영업이익의 변동성( $SDROA_{2002}$ )이 클수록 그리고 재벌기업(CH)이 아닌 경우에 현금자산에 대한 수요가 높음이 확인된다. 한편, 앞선 기초통계량 분석결과와는 달리 투자기회( $MB_{2002}$ )가 높을수록 현금의 보유가 큰 것을 알 수 있는데 이는 투자기회가 많은 기업이 내부투자자본으로 사용하기 위해 현금자산을 보유하리라는 기대와 일치한다(공재식, 2006 ; 김성표, 2007). 그러나 과거 자본지출( $CPX_{9902}$ )과 연구개발비지출( $R\&D_{2002}$ ), 그리고 운전자본( $NWC_{2002}$ ) 등은 현금자산 수요에 대하여 유의적인 설명력을 갖지 못하고 있다.

## IV. 실증분석

### 1. 영업성과의 비교

<표 4>는 표본 구성 이후 4년간 즉, 2003년부터 2006년까지의 표본기업과 비교표본기업과의 영업이익률( $ROA$ )을 비교한다. 표본기업들은 비교표본에 비하여 매년 지속적으로 높은 영업수익을 달성하고 있으며, 그 차이는 2005년을 제외하고는 모두 통계적으로 유의하다. 4년간 영업이익률의 평균( $ROA_{0306}$ )을 기준으로 해서도 표본기업의 영업이익률은 비교표본 1과 비교표본 2에 비해 각각 1.66배, 1.76배로 나타난다. 그리고 표본기업과 비교표본과의 영업이익률의 차이는 4년 동안 일정 수준을 유지하고 있다.

이 같은 결과는 지속적인 현금자산 보유 정책이 영업성과에 긍정적으로 작용하리라는 가설과 일관되며, 따라서 잉여현금 문제로 인해 보유현금이 영업활동에 기여하지 못하고 경영자의 이익을 위해 오용되리라는 가설과는 일치하지 않는다.

### 2. 회귀분석

하지만, 영업성과는 과거 영업실적의 모멘텀 현상이나 평균회귀현상에 의해 영향을 받는다. 따라서 본 절에서는 회귀분석을 통해 과거 영업성과( $ROA_{2002}$ )의 영향을 제거하고 표본기업의 미래 영업성과( $ROA_{0306}$ )가 여전히 우수한가를 판단한다(Mikkelsen and

<표 4> 영업성과의 비교

본 표는 2003년부터 2006년까지 표본기업과 비교표본의 영업이익률을 비교한다. 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA ; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50% 이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. ROA<sub>t</sub>(영업이익률)는 t년의 영업이익/순자산으로 정의되며 ROA<sub>0306</sub>은 2003년부터 2006년 동안 ROA의 평균값이다. 표본기업과 비교표본간 ROA의 평균 및 중간값의 차이는 각각 t-test와 Wilcoxon's ranksum test로 검증되며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	표본기업(n = 56)		비교표본 1(n = 113)		비교표본 2(n = 81)	
	지속적 현금보유 기업		동일 규모 · 산업 기업		일시적 현금보유 기업	
	평균	중간값	평균	중간값	평균	중간값
ROA <sub>2003</sub>	0.087	0.078	0.058***	0.051**	0.045***	0.047***
ROA <sub>2004</sub>	0.082	0.076	0.045**	0.049**	0.039***	0.046**
ROA <sub>2005</sub>	0.062	0.062	0.040	0.047	0.039***	0.047
ROA <sub>2006</sub>	0.074	0.064	0.041**	0.044*	0.051*	0.046
ROA <sub>0306</sub>	0.076	0.065	0.046***	0.047**	0.043**	0.043**

Partch, 2003). 아울러 본 연구는 현금자산이 많은 기업들의 영업성과가 비교표본과 차이가 나는 원인을 파악하기 위해 대리인비용을 측정하는 변수로서 2002년 말을 기준으로 한 최대주주지분(LAR), 외국인지분(FGN)과 정보비대칭의 수준을 나타내는 정보거래확률(PIN)을 회귀식에 포함한다.<sup>4)</sup> 그 모형은 다음과 같다.

$$ROA_{0306i} = \alpha + \beta_1 ROA_{2002i} + \beta_2 DSMPL_i + \beta_3 LAR_i + \beta_4 LAR_i \times DSMPL_i + \beta_5 FGN_i + \beta_6 FGN_i \times DSMPL_i + \beta_7 PIN_i + \beta_8 PIN_i \times DSMPL_i + \epsilon_i \quad (1)$$

이 때, DSMPL<sub>i</sub>은 표본기업의 경우 값이 1이며, 비교표본기업의 경우 0인 더미변수이다.

<표 5>의 패널 1은 표본과 비교표본 1(즉, 동일 규모 · 산업 기업)을 포함한 회귀분석 결과를 나타내며, 패널 2는 표본과 비교표본 2(즉, 일시적 현금보유 기업)를 대상으

4) Ozkan and Ozkan(2004)과 김성표(2007)는 소유지분과 같은 지배구조 요인에 따라 경영자의 현금보유 유인에 차이가 있음을 보고하였다. 그러나 본 연구는 축적된 현금의 사용 건전성에 초점을 맞춘다는 점에서 그 방향을 달리한다.

<표 5> 회귀분석

본 표는 2003년부터 2006년까지의 영업성과의 평균(ROA<sub>0306</sub>)을 종속변수로 하는 회귀분석의 결과를 보여 준다. 패널 1은 표본기업과 비교표본 1을 대상으로 한 결과를, 패널 2는 표본기업과 비교표본 2를 대상으로 한 결과를 나타낸다. 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기매매증권과 단기매도가능증권)으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50% 이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. DSMPL은 표본기업일 경우 1의 값을 갖고 아닐 경우 0의 값을 갖는 더미변수이다. 각 변수의 정의는 <표 2>를 참조. 각 추정계수에 대하여 White's heteroskedasticity-consistent t 값을 보고하며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

패널 1 : 표본 + 비교표본 1(지속적 현금보유 기업 + 동일 규모·산업 기업)

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
DSMPL	0.0155	1.76*	0.0279	1.16	-0.0112	-0.38	-0.0173	-0.51
ROA <sup>2002</sup>	0.4774	5.30***	0.4377	4.76***	0.4694	4.98***	0.4578	4.76***
LAR			0.0003	0.91	0.0005	1.52	0.0015	1.30
LAR×DSMPL			-0.0001	-0.16	-0.0004	-0.54	-0.0003	-0.15
LAR <sup>2</sup>							0.0000	-1.03
LAR <sup>2</sup> ×DSMPL							0.0000	-0.02
FGN			0.0017	2.60**	0.0016	2.33**	0.0015	2.17**
FGN×DSMPL			-0.0018	-1.88*	-0.0019	-1.91*	-0.0018	-1.80*
PIN					-0.0011	-1.16	-0.0013	-1.32
PIN×DSMPL					0.0040	2.51**	0.0043	2.73***
CONS	0.0131	1.32	0.0004	0.02	0.0043	0.19	-0.0042	-0.16
Adj-R <sup>2</sup>		0.31		0.33		0.37		0.37
Obs.		169		169		152		152

패널 2 : 표본 + 비교표본 2(지속적 현금보유 기업 + 일시적 현금보유 기업)

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
DSMPL	0.0179	1.65*	0.0214	0.84	-0.0089	-0.27	-0.0185	-0.47
ROA <sub>2002</sub>	0.3973	4.50***	0.3630	4.14***	0.4221	4.81***	0.4211	4.78***
LAR			0.0000	-0.12	-0.0001	-0.23	0.0006	0.44
LAR×DSMPL			0.0003	0.41	0.0003	0.38	0.0007	0.36
LAR <sup>2</sup>							0.0000	-0.62
LAR <sup>2</sup> ×DSMPL							0.0000	-0.21
FGN			0.0017	2.84***	0.0016	2.39**	0.0015	2.43**
FGN×DSMPL			-0.0017	-1.82*	-0.0018	-1.83*	-0.0018	-1.83*
PIN					0.0001	0.08	0.0001	0.09
PIN×DSMPL					0.0028	1.66*	0.0030	1.76*
CONS		1.84*	0.0113	0.62	0.0051	0.19	-0.0019	-0.06
Adj-R <sup>2</sup>	0.0187	0.28		0.30		0.36		0.35
Obs.		137		137		119		119

로 한 결과를 보여준다. 결과에 따르면, 과거 영업성과를 고려한 후에도 표본기업의 미래 영업성과가 통제기업에 비해 유의적으로 나온 것이 확인된다. 패널 1(패널 2)의 경우 표본기업의 영업성과가 비교표본 기업에 비하여 약 1.55%(1.79%) 높음을 보여준다. 이는 비교표본 기업들의 영업이익률의 평균인 4.6%(4.3%)의 34%(41%)에 달하는 높은 수치이다.

한편, 최대 주주지분(LAR)은 영업성과와 유의적인 상관성을 보이지 않으며 표본기업과의 교차변수(LAR×DSMPL) 또한 유의한 관계를 보이지 않는다. 그리고 최대 주주지분과 영업성과의 비선형적 관계를 검증하기 위해 포함한 최대주주지분<sup>2</sup>(LAR<sup>2</sup>)과 표본과의 교차변수(LAR<sup>2</sup>×DSMPL)도 영업성과와 유의적인 관계를 보이지 않는다. 반면, 외국인지분(FGN)의 추정계수는 유의한 양의 값으로서, 평균적으로는 외국인투자자들이 기업의 영업성과 개선에 기여하는 것으로 나타난다(박경서, 이은정, 2006). 하지만, 표본기업과의 교차변수인 FGN×DSMPL의 추정계수는 유의한 음의 값을 보이는데, 이는 현금자산을 지속적으로 보유한 기업의 경우에는 외국인지분이 영업성과에 부정적인 영향을 미치고 있음을 의미한다. 이 같은 결과는 패널 1과 패널 2에서 공통적으로 나타나고 있으며, 외국인지분이 많은 기업일수록 축적된 현금자산을 영업성과 개선에 효율적으로 사용하지 못함을 의미한다. 이에 대하여 첫째, 외국인 투자자들의 지분이 클수록 적대적 인수합병의 가능성이 커서 자사주회득과 같은 방어 수단에 활용하기 위해 현금자산을 영업활동에 사용하지 못한다는 설명이 가능하고, 둘째로는 외국인 투자자들이 유보현금의 자율적 사용을 저해하고 고배당을 요구하는 성향이 있어 현금자산의 영업활동 개선을 저해한다는 설명이 가능하다.

정보거래확률(PIN)은 영업성과와 직접적인 상관관계를 보이지는 않으나, 표본기업과의 교차변수(PIN×DSMPL)의 추정계수는 패널 1과 패널 2에서 모두 유의한 양의 값을 보인다. 이 같은 결과는 정보비대칭이 큰 기업인 경우 외부자본비용의 추가적 부담이 크고 따라서 내부투자자본으로서 현금자산의 역할이 부각되기 때문에 지속적인 현금보유 정책이 영업성과 개선에 있어 더욱 효과적이라는 기대와 일치한다.

한편, <표 6>은 각 회귀변수들간의 상관계수를 보여준다. 결과에 따르면, 외국인지분과 영업이익률과의 상관계수가 비교표본 1(비교표본 2)을 기준으로 0.40(0.34)으로 유의하나 이외의 변수들간에는 상관계수가 크지 않은 것으로 확인된다. 그리고 이와 일관되게 회귀분석에서 동 변수들의 분산팽창계수(Variance inflation factor)의 최대값이 1.28(1.22)로 충분히 작아 앞선 결과에 있어 다중공선성 문제의 가능성은 크지 않은 것으로 여겨진다.

&lt;표 6&gt; Pearson 상관계수

본 표는 회귀분석 설명변수들의 상관계수와 P-value를 나타낸다. 각 변수의 첫째 줄에는 표본 + 비교표본 1을 대상으로 한 결과를, 둘째 줄에는 표본 + 비교표본 2를 대상으로 한 결과를 보여준다. 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA ; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50% 이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. DSMPL은 표본기업일 경우 1의 값을 갖고 아닐 경우 0의 값을 갖는 더미변수이다. 각 변수의 정의는 <표 2>를 참조. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	ROA2002		LAR		FGN		PIN	
	상관계수	P-value	상관계수	P-value	상관계수	P-value	상관계수	P-value
DSMPL	0.180	0.02*	0.016	0.84	0.280	0.00***	-0.111	0.18
	0.161	0.14	0.107	0.33	0.163	0.13	-0.049	0.67
ROA2002			0.034	0.66	0.400	0.00***	0.062	0.45
			0.147	0.09*	0.340	0.00***	0.055	0.55
LAR					-0.019	0.80	0.225	0.01***
					0.013	0.88	0.256	0.01***
FGN							-0.004	0.96
							0.033	0.72

### 3. 2단계 회귀분석

기업의 현금보유정책을 결정하는 요인이 동시에 미래 영업성과에 유의적인 영향을 미치는 경우 내생성(endogeneity)의 문제가 발생한다. 따라서 본 연구에서는 이를 제거하기 위해 Mikkelson and Partch (2003)와 같은 2단계 회귀분석을 실시한다. 먼저 1단계에서는, <표 3>의 현금자산식의 유의변수에 근거한 회귀식을 이용하여 기업의 정상적인 현금자산의 수준을 추정하고, 2단계에서는 <표 5>와 같이 미래 영업성과를 종속변수로 하고 1단계 회귀분석의 잔차항(residual or prediction error)을 설명변수로 하여 그 상관관계를 검증한다. 이 때, 잔차항은 영업 및 투자활동에서 일상적으로 요구되는 현금을 차감한 후 기업이 초과적으로 보유한 현금자산을 의미한다.

<표 7>의 패널 1(패널 2)은 표본기업과 비교표본 1(비교표본 2)을 대상으로 한 결과를 보여준다. 패널 1의 결과에 따르면, 제 1단계의 경우 영업이익의 변동성(SDROA<sub>2002</sub>)이 크고 부채비율(DT<sub>2002</sub>)이 작고, 재벌기업(CH)이 아닌 경우 현금자산의 보유수준이 높아짐이 확인된다. 투자기회(MB<sub>2002</sub>)도 현금수준과 양의 상관관계를 보이나 그 유의성

<표 7> 2단계 회귀분석

본 표는 2단계 회귀분석의 결과를 보여준다. 1단계는 <표 3>을 근거로 하여 현금자산의 결정요인을 분석하며, 2단계는 2003년부터 2006년까지의 영업성과의 평균( $ROA_{0306}$ )을 종속변수로 하고 1단계 회귀식의 잔차항을 설명변수(PECASH)로 하는 회귀분석의 결과를 보여준다. 패널 1은 표본기업과 비교표본 1을 대상으로 한 결과를, 패널 2는 표본기업과 비교표본 2를 대상으로 한 결과를 나타낸다. 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15%이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50%이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. 각 변수의 정의는 <표 2>를 참조. 각 추정계수에 대하여 White's heteroskedasticity-consistent t 값을 보고하며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

패널 1 : 표본 + 비교표본 1(지속적 현금보유 기업 + 동일 규모·산업 기업)

1단계 :	Coef.	t
Ln( $NA_{2002}$ )	0.0043	0.31
$MB_{2002}$	0.1093	1.42
$SDROA_{2002}$	0.0137	2.34**
$DT_{2002}$	-0.1839	-2.22**
CH	-0.0877	-2.12**
CONS	0.0728	0.28
Adj-R <sup>2</sup>		0.10
Obs.		169

2단계 :	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
PECASH	0.0484	2.15**	0.0737	1.94*	-0.0792	-1.50	-0.0731	-1.49
$ROA_{2002}$	0.4650	5.17***	0.4425	4.83***	0.4770	5.04***	0.4681	4.87***
LAR			0.0003	0.89	0.0005	1.67*	0.0016	1.56
LAR×PECASH			-0.0001	-0.16	-0.0004	-1.02	-0.0010	-1.05
LAR <sup>2</sup>							0.0000	-1.26
LAR <sup>2</sup> ×PECASH							0.0000	0.71
FGN			0.0019	2.83***	0.0018	2.47**	0.0016	2.25**
FGN×PECASH			-0.0020	-2.14**	-0.0019	-1.97*	-0.0018	-1.70*
PIN					0.0003	0.41	0.0002	0.24
PIN×PECASH					0.0150	4.12***	0.0152	4.20***
CONS	0.0192	2.12**	0.0101	0.69	-0.0010	-0.06	-0.0087	-0.44
Adj-R <sup>2</sup>		0.32		0.33		0.39		0.39
Obs.		169		169		152		152



패널 2 : 표본 + 비교표본 2(지속적 현금보유 기업 + 일시적 현금보유 기업)

1단계 :		Coef.		t	
Ln(NA <sub>2002</sub> )		0.0060		0.40	
MB <sub>2002</sub>		0.0880		1.17	
SDROA <sub>2002</sub>		0.0045		0.72	
DT <sub>2002</sub>		-0.1435		-1.57	
CH		-0.0897		-2.11*	
CONS		0.1100		0.40	
Adj-R <sup>2</sup>				0.04	
Obs.				137	

  

2단계 :	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
PECASH	0.0668	2.10**	0.0377	0.72	-0.0768	-0.85	-0.0501	-0.56
ROA <sub>2002</sub>	0.3777	4.33***	0.3486	3.96***	0.4607	3.60***	0.4734	3.74***
LAR			-0.0001	-0.31	-0.0001	-0.35	0.0004	0.33
LAR×PECASH			0.0005	1.10	0.0005	0.88	-0.0012	-0.93
LAR <sup>2</sup>							0.0000	-0.62
LAR <sup>2</sup> ×PECASH							0.0000	1.27
FGN			0.0012	1.59	0.0011	1.48	0.0009	1.26
FGN×PECASH			-0.0009	-0.90	-0.0011	-1.01	-0.0009	-0.80
PIN					0.0008	1.04	0.0009	1.04
PIN×PECASH					0.0109	1.98**	0.0107	1.87*
CONS	0.0275	3.19***	0.0215	1.56	0.0025	0.13	0.0024	0.10
Adj-R <sup>2</sup>		0.29		0.29		0.33		0.32
Obs.		137		137		119		119

은 부족하다. 회귀식에 <표 3>에서 유의한 과거 영업성과(ROA<sub>9902</sub>)를 포함하지 않은 이유는 과거 영업성과가 현금자산의 축적요인으로 유의하지만 미래의 현금사용의 수요에 대한 정보는 부족하기 때문이며, 동시에 2단계 회귀식에 통제변수로 포함되기 때문이다(Mikkelsen and Partch, 2003).<sup>5)</sup> 제 2단계 식의 추정결과에 따르면, 초과적 현금보유(PECASH)가 많을수록 영업성과(ROA<sub>0306</sub>)는 더 우수하다. 그리고 모형 3의 경우 최대주주지분(LAR)이 증가할수록 영업성과가 개선되는 것으로 나타나나 그 유의수준은 한계적이다. 외국인지분(FGN) 그리고 외국인지분과 초과현금과의 교차변수(FGN×PECASH)는 각각 영업성과와 지속적으로 유의적인 양과 음의 상관관계를 보인다. 정보거래확률과 초과현금과의 교차변수(PIN×PECASH)는 미래 영업성과와 1% 수준에서

5) 1단계 회귀식에 과거 영업성과(ROA<sub>9902</sub>)를 포함하여 추정된 결과도 <표 6>과 다르지 않다. 즉, 모형 1의 경우 PECASH의 추정계수(t값)은 0.043(1.86)이고, 모형 4의 LAR, FGN, FGN×PECASH, PIN×PECASH의 추정계수(t값)은 각각 0.0013(1.35), 0.0018(3.50), -0.0021(-2.39), 0.0108(2.68)이다.

유의한 양의 상관관계를 보인다. 한편, 패널 2의 경우 유의수준은 감소하지만 결과의 형태는 일관된다.

이 같은 결과들은 <표 5>의 경우와 일관되는 것으로 현금자산의 보유가 영업성과에 긍정적인 효과를 미치며, 그 유효성의 정도는 기업의 외국인지분과 정보비대칭의 수준에 따라 횡단면적 차이가 있음을 의미한다. 즉, 외국인 투자자는 오히려 현금자산이 영업성과를 개선하는 효과를 저해하며, 정보비대칭의 수준이 높은 기업에게는 현금자산이 영업활동을 영위하는데 더욱 긍정적인 역할을 함을 시사한다.

#### 4. 현금보유성향과 영업성과

표본과 비교표본 내 기업들의 특성의 차이를 제거하여 두 그룹간 상호 유사성이 클수록 내생성에서 기인하는 추정편의의 문제는 감소하게 된다(Dehejia and Wahba, 1999). 따라서 본 절에서는 내생성 문제를 완화하기 위한 추가적 방안으로서, 기업을 현금보유성향에 따라 재분류한 후 유사한 현금보유성향을 지닌 표본기업과 비교표본기업만을 대상으로 영업성과를 비교한다. 예컨대 현금을 일시적 혹은 지속적으로 보유할 것인가에 대한 결정이 우연적인 것이 아니고 현금보유의 성향을 결정짓는 기업의 특성에 따라 내생적으로 결정된 것이라면, 지속적으로 현금을 보유하는 표본기업들의 현금보유성향이 비교표본 2(일시적 현금보유 기업) 기업들에 비하여 체계적으로 높을 것이다. 그렇다면 앞서 보여진 표본과 비교표본간의 영업성과의 차이는 현금자산의 보유 여부에 의한 것이 아니라 현금보유성향을 결정짓는 기업특성에 기인한 것일 가능성이 있다. 그러므로 이러한 생략된 변수의 문제(omitted variable problem)를 완화하기 위해 현금보유성향이 비슷한 기업들만을 그룹화 하여 영업성과의 차이를 재검증 한다.

현금보유성향(propensity score)의 추정은 표본 및 비교표본 2의 총 137개의 기업을 대상으로 하며, 1999년부터 2002년까지 지속적으로 현금을 보유했는지의 여부를 종속 변수로 하는 로짓모형(logit model)을 사용한다. 현금보유성향의 결정 요인들로는 <표 7>에서 제시된 변수들과 함께 현금자산/매출액 비율(CS)을 사용한다. 각 변수는 1999년부터 2002년까지의 평균값으로 정의되며, CS의 경우는 4년 중 현금자산이 순자산의 15% 이상이었던 해들만의 평균치를 사용한다. 로짓모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{High cash from 1999 to 2002} = & \alpha + \beta_1 \text{Ln}(NA_{9902})_i + \beta_2 MB_{9902i} + \beta_3 SDR_{2002i} \\ & + \beta_4 DT_{9902i} + \beta_5 CH_i + \beta_6 CS_i + \epsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

추정된 로짓모형의 계수들과 각 기업의 변수값들을 이용하여 1999년부터 2002년까지 지속적으로 현금을 보유할 가능성 즉, 현금보유성향을 계산한다.

추정 결과에 따르면, 표본기업들의 추정된 현금보유성향은 0.07부터 0.99사이에 분포한다. 한편, 비교표본기업들 중에서 추정된 현금보유성향이 표본기업의 최소 현금보유성향보다 작거나 최대 현금보유성향보다 큰 경우 비교대상에서 제외하였으며, 해당되는 기업의 수는 4개이다. 따라서 비교표본기업들의 현금보유성향은 0.07과 0.97사이에 분포된다. 표본기업과 비교표본기업들간의 현금보유성향의 차이를 제거하기 위해서 먼저 표본기업을 현금보유성향에 따라 4분위 그룹(quartile)로 나눈다. 그리고 비교표본기업들도 현금보유성향의 값에 따라 해당되는 그룹으로 분류한다. 예를 들어, 네 번째

<표 8> 현금보유성향과 영업성과

본 표는 기업을 현금보유성향에 따라 재 분류한 후, 유사한 현금보유 성향을 지닌 표본과 비교표본기업만을 대상으로 영업성과를 비교한다. 현금보유성향(propensity score ; PS)의 추정에는 표본기업과 비교표본 2로 구성된 총 137개의 기업을 대상으로 하며, 1999년부터 2002년까지 지속적으로 현금을 보유했는지의 여부를 종속변수로 하는 로짓모형(logit model)을 사용한다(식 (2) 참조). 추정된 로짓모형의 계수들을 이용하여 1999년부터 2002년까지 지속적으로 현금을 보유할 가능성 즉, 현금보유성향을 계산한다. 비교표본2의 기업들 중 추정된 현금보유성향이 표본기업의 최소 현금보유성향보다 작거나 최대 현금보유성향보다 큰 경우 비교대상에서 제외한다. 표본기업과 비교표본기업들간의 현금보유성향의 차이를 제거하기 위해서 표본기업을 현금보유성향에 따라 4분위 그룹(quartile)로 나눈다. 그리고 비교표본 기업들도 현금보유성향의 값에 따라 해당되는 그룹으로 분류한다. 예를 들어, 넷째 그룹에 속한 표본기업들의 현금보유성향의 범위가 0.69~0.99이므로, 현금보유성향이 0.97인 비교표본 기업은 네 번째 4분위 그룹으로 분류된다. 현금자산(CASH<sub>15%</sub>)은 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지했던 해의 현금자산/순자산 비율의 평균을 나타낸다. 영업성과(ROA<sub>0306</sub>)는 2003년부터 2006년까지의 ROA의 평균값을 의미한다.

	현금보유성향(PS)의 4분위 그룹			
	1	2	3	4
<u>기업수(N)</u>				
표본 (지속적 현금보유 기업)	14	14	14	14
비교표본 2(일시적 현금보유 기업)	59	8	3	7
<u>현금보유성향(PS)</u>				
표본(지속적 현금보유 기업)	0.307	0.444	0.586	0.817
비교표본 2(일시적 현금보유 기업)	0.252**	0.448	0.559	0.785
<u>현금자산(CASH<sub>15%</sub>)</u>				
표본 (지속적 현금보유 기업)	0.346	0.331	0.316	0.606
비교표본 2(일시적 현금보유 기업)	0.234***	0.268	0.324	0.512
<u>영업성과(ROA<sub>0306</sub>)</u>				
표본(지속적 현금보유 기업)	0.083	0.074	0.067	0.081
비교표본 2(일시적 현금보유 기업)	0.055*	0.039	0.009	-0.057***

4분위 그룹에 속한 표본기업들의 현금보유성향의 범위가 0.69~0.99이므로 비교표본기업 중 현금보유성향이 0.97인 기업은 네 번째 4분위 그룹으로 분류한다.

<표 8>은 각 4분위 그룹 내에서 표본기업과 비교표본기업의 특성을 비교한 결과를 보여준다. 예상대로, 비교표본 기업들의 현금보유성향(PS)은 표본기업에 비하여 작으며, 따라서 77개의 기업들 중 59개가 첫 번째 4분위 그룹에 속해있다. 그리고 둘째, 셋째, 넷째 4분위 그룹에는 비교표본기업의 개수가 각각 8개, 3개, 7개로 감소한다. 표본과 비교표본 기업들과의 현금보유성향(PS)의 차이를 보면, 첫 번째 4분위 그룹에서는 평균값에 유의적인 차이가 있으나 나머지 그룹에서는 유의적 차이가 없다. CASH<sub>15%</sub> 즉, 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지했던 해들의 현금자산/순자산의 평균 값도 이와 마찬가지로이다. 첫 번째 4분위 그룹에서는 표본기업의 평균값이 비교표본 기업들보다 다소 높으나 나머지 그룹에서는 큰 차이가 없다. 무엇보다도 2003년부터 2006년까지의 영업성과 즉, ROA<sub>0306</sub>의 평균값은 모든 4분위 그룹에서 표본기업이 비교표본기업에 비해 높은 것을 알 수 있다. 이는, 표본과 비교표본기업을 현금보유성향이 유사한 수준으로 재 분류한 경우에도 여전히 표본기업의 영업성과가 비교표본기업에 비하여 우수함을 의미한다. 각 그룹내의 자료의 수가 통계적인 의미를 부여하기에는 충분치 않지만, 이와 같은 결과는 앞선 결과들과 일관성 있게 표본기업들의 영업성과가 비교표본기업에 비하여 우수하다는 가설을 뒷받침 한다.

## 5. 표본기업 영업성과의 횡단면 분석

지금껏 기업의 지속적인 현금자산의 보유 여부에 따라서 표본과 비교표본 기업들간에 영업성과의 차이가 존재하고 있음을 검증하였다. 한편, 본 장에서는 표본기업 즉, 4년간 지속적으로 충분한 현금자산을 보유한 기업(즉, 표본기업)만을 대상으로 하여 영업성과에 대한 횡단면적 분석을 실시한다. 이는 대리인문제와 정보비대칭에서 기인하는 투자문제가 현금이 충분한 표본기업들간의 영업성과(ROA<sub>0306</sub>)에도 대하여 횡단면적 설명력을 가지는가를 검증하고자 함이다.

설명변수로는 과거의 현금보유수준(CASH<sub>9902</sub>)과 영업성과(ROA<sub>9902</sub>), 그리고 자산규모(Ln(NA<sub>2002</sub>))와 함께, 대주주지분(LAR)과 외국인지분(FGN)을 대리인문제를 측정하기 위한 변수로 포함한다. 그리고 기업의 투자활동과 영업성과의 관련성을 검증하기 위해서, 1999년부터 2002년까지 4년간의 총자본지출(자본지출의 합/순자산의 합; ALLINV)과 자본지출/영업현금흐름 비율의 평균(CFINV)을 포함한다. 이는 필요 투자자금이 클수록 그리고 투자자금의 규모가 현금의 유입액을 초과할 수록 현금자산의 유용성이 부각되

리라는 논리에 근거한다. 마지막으로, 투자기회 및 정보비대칭의 수준을 측정하기 위하여 자산의 시장가/장부가 비율(MB<sub>2002</sub>)과 정보거래확률(PIN)을 포함한다.

<표 9>의 결과에 따르면, 외국인지분(FGN<sub>2002</sub>)의 계수값은 음으로 추정되는데 이는 다른 조건이 동일하다면 충분한 현금을 보유하는 정책을 선택한 기업들 중 외국인지분이 큰 기업의 영업성결과 상대적으로 열등함을 의미하는 것이다. 그러나 통계적 유의성은 부족하다( $t = -0.70$ ). 대주주지분(LAR)은 영업성결과 유의적인 상관관계를 보이지 않는다( $t = 0.70$ ). 반면, 투자기회(MB<sub>2002</sub>)가 많고, 정보비대칭(PIN)이 클수록 지속적으로 현금자산을 보유하고 있는 표본기업들의 영업성 결과는 우수한 것으로 확인된다. 하지만, 과거의 투자규모와 관련된 변수들 즉, ALLINV와 CFINV는 영업성결과 횡단면적 차이를 설명하지 못한다. 이 때, 설명변수의 분산팽창계수(variance inflation factor)는 최대 1.90(FGN), 평균 1.45로서 다중공선성의 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다.

#### <표 9> 표본기업 영업성결과 횡단면 분석

본 표는 표본기업을 대상으로 하여, 2003년부터 2006년까지의 영업성결과 평균(ROA<sub>0306</sub>)을 종속변수로 하는 회귀분석의 결과를 보여준다. 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기매매증권과 단기매도가능증권)으로 정의된다. 이외의 변수의 정의는 다음과 같다. NA(순자산)는 총자산-현금자산; ROA(영업이익률)는 영업이익/순자산; MB(시장가/장부가)는 총자산의 시장가(=부채 장부가 + 자기자본 시장가)/총자산의 장부가; ALLINV는 1999년부터 2002년까지의 자본지출의합/순자산의합 비율; CFINV는 자본지출/영업현금흐름 비율; LAR는 최대주주지분(대주주 1인 및 특수관계인); FGN은 외국인지분; PIN은 Easley et al.(1997)의 시장미시모형에 근거하여 추정된 정보거래확률(probability of information-based trading). 각 추정계수에 대하여 White's heteroskedasticity-consistent t 값을 보고하며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	Coef.	t
CASH <sub>9902</sub>	-0.1006	-1.41
ROA <sub>9902</sub>	0.3395	2.12**
Ln(NA <sub>2002</sub> )	0.0049	0.32
MB <sub>2002</sub>	0.1060	2.77***
ALLINV	-0.2701	-1.45
CFINV	-0.0040	-0.50
LAR	0.0004	0.70
FGN	-0.0005	-0.70
PIN	0.0034	2.05**
CONS	-0.1229	-0.44
Adj-R <sup>2</sup>	0.26	
Obs.	51	

## 6. 연구개발비지출(R&amp;D)과 정보비대칭

본 장에서는 정보비대칭 수준을 가늠하기 위한 변수로서 정보거래확률(PIN)이 아닌 연구개발비지출(R&D)을 사용하여 추가적인 검증을 시도한다. 정보거래확률이 거래자료에 기반하여 정보거래자와 무정보거래자 사이에 존재하는 정보의 불균형 정도에 대한 측정치인 것에 반하여, 연구개발비지출은 재무자료에 근거한 자료로서 기업의 내부자와 외부투자자와의 정보비대칭의 정도를 가늠하기에 유용한 자료로서 빈번히 사용된다(Aboody and Lev, 2000). 따라서 자본조달의 용이성 관점에서의 정보비대칭 수준을

&lt;표 10&gt; 연구개발비지출과 정보비대칭

본 표는 2003년부터 2006년까지의 영업성과의 평균( $ROA_{0006}$ )을 종속변수로 하는 회귀분석의 결과를 보여 준다. 표본기업은 1999년부터 2002년까지 순자산(NA; 총 자산 중 현금자산을 제외한 자산)의 15%에 해당되는 현금자산을 4년간 계속해서 보유하는 기업으로 정의된다. 현금자산(CASH)은 현금 및 현금성자산 + 단기예금 + 시장성유가증권(단기 매매증권과 단기 매도가능증권)으로 정의된다. 비교표본 1은 표본기업 순자산 크기의 70%에서 130% 이내에 해당되는 순자산을 갖는 기업들 중 해당 표본기업과 동일한 산업에 속한 기업들로 구성된다. 비교표본 2는 1999년부터 2002년까지 1~2년 동안만 현금자산이 순자산의 15% 이상을 차지한 적이 있으며 동기간 최대 현금자산의 50% 이상을 감소한 경험이 있는 기업들로 구성된다. DSMPL은 표본기업일 경우 1의 값을 갖고 아닐 경우 0의 값을 갖는 더미변수이다. 각 변수의 정의는 <표 2>를 참조. 각 추정계수에 대하여 White's heteroskedasticity-consistent t 값을 보고하며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	표본 + 비교표본 1 (지속적 현금보유 기업 + 동일 규모·산업 기업)		표본 + 비교표본 2 (지속적 현금보유 기업 + 일시적 현금보유 기업)	
	Coef.	t	Coef.	t
DSMPL	0.0215	0.72	0.0053	0.17
ROA <sub>2002</sub>	0.4381	4.73***	0.3641	3.99***
LAR	0.0013	1.25	0.0007	0.64
LAR×DSMPL	-0.0006	-0.33	0.0003	0.14
LAR <sup>2</sup>	0.0000	-1.14	0.0000	-0.77
LAR <sup>2</sup> ×DSMPL	0.0000	0.37	0.0000	0.12
FGN	0.0016	2.60**	0.0017	3.02***
FGN×DSMPL	-0.0017	-1.74*	-0.0016	-1.72
R&D	-0.8509	-1.26	-1.6736	-1.26
R&D×DSMPL	1.3787	1.40	2.2764	1.51
CONS	-0.0102	-0.45	0.0084	0.35
Adj-R <sup>2</sup>	0.34		0.32	
Obs.	167		135	

측정하고 동시에 정보거래확률 추정상의 잠재적 문제들로부터 결과의 강건성을 확인하기 위해 연구개발비 지출을 통한 재검증을 실시한다.<sup>6)</sup>

<표 10>의 결과에 따르면 모든 변수들의 추정 계수값과 유의수준에는 질적인 변화가 없다. 과거 영업성과( $ROA_{2002}$ )는 여전히 미래 영업성과의 유의적 결정변수이며, 외국인 지분과 표본기업의 교차변수( $FGN \times DSMP$ )는 영업성과와 유의적인 음의 상관관계를 보인다. 연구개발비 지출( $R\&D$ ) 역시 정보거래확률( $PIN$ )을 사용한 경우<표 5>과 유사한 검증결과를 보여준다. 즉, 연구개발비지출과 표본기업의 교차변수( $R\&D \times DSMP$ )는 영업성과와 양의 상관관계를 보인다. 이는 앞선 결과와 마찬가지로, 정보비대칭의 수준이 큰 경우에 현금자산이 영업성과에 더욱 긍정적으로 작용한다는 가설과 일관된 것이다. 하지만, 비교표본 1과 비교표본 2를 대상으로 한 경우  $t$ 값이 각각 1.40와 1.51로서 통계적인 유의수준은 정보거래확률( $PIN$ )을 사용한 경우에 비해 다소 감소한다.

## V. 현금의 사용

본 장에서는 2003년부터 2006년까지 표본기업과 비교표본기업들의 현금자산의 사용을 투자, 자본조달 그리고 성장의 측면으로 구분하여 비교한다. 먼저 투자활동에 의한 변화를 살펴보면<표 11>, 4년간 평균 자본지출(자본지출/순자산)과 연구개발비지출(연구개발비지출/매출액)의 정도는 표본기업과 비교표본기업간에 유의적인 차이가 없다. 그리고 최대 자본지출액과 최소자본지출액의 차이는 표본기업이 유의적으로 작는데 이는 현금자산을 많이 보유한 기업들이 상대적으로 안정적인 투자규모를 유지해 왔음을 반영한다.

자본조달활동과 관련해서는 표본기업의 현금배당(현금배당/순자산)의 평균값이 비교표본 기업들에 비하여 유의적으로 큰 반면, 주식발행을 통한 현금의 유입액(현금유입액/순자산)은 상대적으로 미미한 것으로 확인된다. 타인자본의 경우에도, 표본기업들의 장기성부채((사채의증감+장기차입금의증감)/순자산)의 증가 정도가 비교표본기업들에 비해 유의적으로 낮다. 또한 총 현금유입의 경우, 표본기업은 비교표본기업에 비해 유의적으로 많은 현금을 자본의 상환에 사용한 것으로 확인된다. 이 같은 결과에 비추어 볼 때, 표본기업들은 보유하고 있는 현금자산을 외부자본의 대체수단으로 사용했으며 그 결과로서, 영업성과가 개선되었으리라는 해석이 가능하다. 그러나 성장 정도에 있어서는 순자산( $\text{순자산}_{2006}/\text{순자산}_{2003}$ )과 매출액( $\text{매출액}_{2006}/\text{매출액}_{2003}$ ) 모두 표본과 비교표본 기업들간에 유의적인 차이를 보이지 않는다.

6) 유익한 지적을 해주신 심사자께 감사드립니다.

<표 11> 현금의 사용

본 표는 2003년부터 2006년까지 4년간 표본과 비교표본 기업들의 현금자산의 사용을 투자, 자본조달 그리고 성장의 측면으로 구분하여 비교한다. 자본지출은 자본지출/순자산, 연구개발비지출은 연구개발비/매출액으로 정의된다. 최대(최소) 자본지출은 4년 동안의 최대(최소) 자본지출/순자산 비율을 의미한다. 현금배당과 자기자본을 통한 현금유입은 순자산과의 비율을 나타낸다. 타인자본을 통한 현금유입은 장기성부채의 증감액, (사채의 증감+장기차입금의 증감)과 순자산과의 비율로 정의된다. 총 현금유입은 자본조달활동을 통한 현금증가/순자산의 비율을 나타내며, 순자산 성장률과 매출액 성장률은 각각 순자산<sub>2006</sub>/순자산<sub>2003</sub>, 매출액<sub>2006</sub>/매출액<sub>2003</sub>으로 정의된다. 표본기업과 비교표본간 각 변수의 평균과 중간값의 차이는 각각 t-test와 Wilcoxon's ranksum test로 검증되며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	표본(n = 56)		비교표본 1(n = 113)		비교표본 2(n = 81)	
	평균	중간값	평균	중간값	평균	중간값
(지속적 현금보유 기업)(동일 규모·산업 기업)(일시적 현금보유 기업)						
<b>투자</b>						
자본지출	0.036	0.032	0.032	0.034	0.032	0.027
연구개발비지출	0.007	0.004	0.008	0.003	0.007	0.002
최대 자본지출 -	0.067	0.041	0.110**	0.067**	0.119**	0.062**
최소 자본지출						
<b>자본조달</b>						
현금배당	0.022	0.015	0.009***	0.007***	0.009***	0.007***
자기자본을 통한 현금유입	0.000	0.000	0.006*	0.000	0.018*	0.000
타인자본(장기성부채)를 통한 현금유입	0.011	0.000	0.025**	0.008**	0.028***	0.019***
자본조달을 통한 총 현금유입	-0.027	-0.026	-0.015	-0.019	-0.001**	-0.009*
<b>성장</b>						
순자산 성장률	1.182	1.178	1.119	1.071**	1.359	1.120
매출액 성장률	1.243	1.193	1.209	1.148	1.546	1.209

## VI. 결 론

본 연구는 1999년부터 2002년까지 4년 동안 지속적으로 현금성 자산이 순자산의 15% 이상을 차지하는 기업들의 영업성과를 분석한다. 지속적인 현금보유 정책을 채택한 기업들의 영업성과를 평가하기 위해 동종산업내의 유사한 순자산규모를 가진 기업들과 일시적으로 많은 현금자산을 보유한 기업들로 구성된 비교표본 1과 비교표본 2를 이용하였다.

그 결과 표본기업은 비교표본기업에 비해 향후 4년(2003년~2006년) 동안 유의적으



로 우수한 영업성과를 보이는 것으로 나타난다. 그리고 보유 현금이 영업성과에 기여하는 정도는 소유구조와 정보비대칭의 정도에 따라 횡단면적 차이를 보임이 확인된다. 먼저, 외국인지분이 클수록 표본기업의 영업성과는 감소한다. 이는 외국인 투자자가 많을수록 표본기업이 보유한 현금이 영업성과를 개선하는 데 효율적으로 사용되지 못함을 의미하는데, 적대적 인수합병의 위협, 보유현금의 배당 요구 등이 그 원인으로 판단된다. 그리고 정보비대칭의 정도가 심할수록 보유현금이 영업성과 개선에 더욱 기여하는 것으로 검증된다. 이는 정보비대칭이 큰 기업은 외부자본의 조달 시 추가적인 비용을 부담해야 하므로 현금자산의 내부자본으로서의 역할이 더욱 부각되는 것을 의미한다. 이와 같은 결과들은 기업의 적정현금 수준을 고려하여 추정된 초과현금을 설명변수로 하는 2단계 회귀분석과 현금보유성향의 내생성 문제를 고려한 경우에서도 강건성을 보인다. 한편, 표본기업들만을 대상으로 한 횡단면 분석에서는 기업의 투자기회와 정보비대칭의 수준과 영업성과가 양의 상관관계를 가지고 있음이 확인된다. 마지막으로, 투자규모와 성장성에서는 표본기업과 비교표본기업 간에 유의적 차이가 없으나, 자본조달 활동에 있어서 표본기업의 현금 유입액이 유의적으로 적어 현금자산이 내부자본으로 사용되리라는 추측을 가능케 한다.

본 연구에서 보여준 영업성과와 지속적인 현금보유 정책과의 유의적 상관관계는 지속적인 현금보유 정책이 영업성과를 저해하지 않는다는 보수적 결론에 도달한 Mikkelsen and Partch(2003)의 연구 결과와는 다소 차이가 있다. 이것은 양국간 자본시장 선진화 정도의 차이에서 기인하는 것으로 여겨지는데 즉, 상대적으로 자본비용의 절차 및 비용에 대한 부담이 큰 한국시장에서 현금자산의 내부자본으로서 유용성이 더 크기 때문인 것으로 생각된다.

지금까지 관련 연구들은 기업의 적정현금수준의 결정요인을 분석하고, 초과현금을 주로 잉여현금의 관점에서 부정적으로 인식해 왔다. 더욱이 한국에서는 이제 현금자산의 결정요인에 대한 분석을 시작으로 여러 연구들이 진행되는 시점이다. 본 연구는 기존 가설대로 소유구조에서 기인하는 대리인 문제와 정보비대칭 환경이 현금자산 유용성의 횡단면적 차이를 결정짓는 요인임을 검증하였으며 동시에 현금자산이 평균적으로 영업활동 개선에 기여할 수 있다는 긍정적인 시각을 제시했다는 의미를 지닌다.

## 참 고 문 헌

- 공재식, “우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석”, 재무연구, 제19권, 2006, 1-41.
- 김미형, “기업의 지배구조와 현금보유의 가치”, 경영교육논총, 제46호, 2007, 27-44.
- 김성표, “기업의 소유구조가 현금보유 의사결정에 미치는 영향”, 경영학연구, 제36권, 2007, 739-763.
- 박경서, 이은정, “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구, 제20권, 2006, 73-113.
- Aboudy, D. and B. Lev, “Information asymmetry, R&D, and insider gains,” *Journal of Finance*, 55, (2000), 2747-2766.
- Blanchard, O., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “What do firms do with cash windfalls?,” *Journal of Financial Economics*, 36, (1994), 337-360.
- Dehejia, R. and S. Wahba, “Causal effects in nonexperimental studies : Revaluating the evaluation of training programs,” *Journal of the American Statistical Association*, 94, (1999), 1053-1062.
- Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith, “Corporate governance and the value of cash holdings,” *Journal of Financial Economics*, 83, (2007), 599-634.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, “International corporate governance and corporate cash holdings,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, (2003), 111-134.
- Easley, D., N. M. Kiefer, and M. O’Hara, “One day in the life of a very common stock,” *Review of Financial Studies*, 10, (1997), 805-835.
- Faleye, O., “Cash and corporate control,” *Journal of Finance*, 59, (2004), 2041-2060.
- Harford, J., “Corporate cash reserves and acquisitions,” *Journal of Finance*, 54, (1999), 1969-1997.
- Jensen, M., “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,” *American Economic Review*, 76, (1986), 323-329.
- Keynes, J. M., “The general theory of employment. In : Interest and money,” Harcourt Brace, London, 1936.
- Kim, C., Mauer, D., and Sherman, A., “The determinants of corporate liquidity : Theory and evidence,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, (1998),

335-359.

- Mikkelson, W. and M. Partch, "Valuation effects of security offerings and the issuance process," *Journal of Financial Economics*, 15, (1986), 31-60.
- Mikkelson, W. H. and M. M. Partch, "Do persistent large cash reserves hinder performance?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, (2003), 275-294.
- Minton, B. and K. Wruck, "Financial conservatism : Evidence on capital structure from low leverage firms," Unpublished paper, Ohio State University, 2001.
- Myers, S. C. and N. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13, (1984), 187-221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, 52, (1999), 273-307.
- Ozkan, A., Ozkan, N., "Corporate cash holdings : An empirical investigation of UK companies," *Journal of Banking and Finance*, 28, (2004), 2103-2134.
- Smith, C. "Alternative methods for raising capital : Rights versus Underwritten offerings," *Journal of Financial Economics*, 5, (1977), 273-307.

# Persistent Large Cash Holdings and Operating Performance

Byungmo Kim\*

〈abstract〉

This paper examines the operating performance of firms that for a four-year period, held more than 15% of their assets in cash and cash equivalents. During next four years, operating performance of firms maintaining high cash persistently is greater than the performance of firms matched by size and industry or firms adopting transitory high cash policy. Furthermore, the effect of persistent cash holdings on operating performance depends on the ownership structure and the level of information asymmetry. Foreign investors deteriorate the operating performance of high cash firms, suggesting that potential M&A and the pressure of excessive dividend reduce the usefulness of cash. The level of information asymmetry enhances the operating performance for the firms adopting persistent high cash policy. It suggests that cash holdings reduce the costly external financing and underinvestment problem for firms with high information asymmetry.

Keywords : Cash, Operating Performance, Free Cash Flow Problem, Ownership Structure,  
Information Asymmetry

---

\* School of Business Administration, Dankook University