

# 대리인문제가 보유현금의 가치에 미치는 영향에 관한 연구

박순홍\* · 연강흠\*\*

## 〈요 약〉

본 연구는 2002년부터 2007년까지 유가증권시장에 상장한 기업들을 대상으로 기업이 보유하고 있는 현금성자산의 비중이 해당 기업의 가치에 미치는 영향을 상대적으로 연구가 많이 이루어지지 않았던 대리인이론에 근거하여 실증적으로 분석하였다. 특히, 본 연구에서는 경영자나 외국인 지분율 등 소유구조 자료를 주로 사용한 기존의 선행연구와는 달리 개별기업들의 지배구조적 특성을 다방면으로 평가한 기업지배구조점수를 활용하여 보유현금의 가치가 대리인비용 발생가능성에 따라 차이가 있는지 살펴보았다.

기초분석에서는 기업의 보유현금 증가가 기업가치를 유의적으로 증가시키는 것을 발견하였다. 기업지배구조점수를 통해 대리인문제 발생 가능성을 고려해 본 결과, 기업지배구조가 우수해 향 후 대리인문제가 발생할 가능성이 낮은 기업군이 그렇지 않은 기업군보다 보유현금이 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타나 대리인이론의 주장을 지지하는 결과를 확인하였으며 지배구조의 내생성을 고려한 이후에도 이와 동일한 결과를 얻었다. 따라서 기업이 미래 불확실성 등으로 보유현금을 증가시키더라도 기업지배구조가 좋을 경우 기업의 경영자가 자신의 사적이익을 추구하기 보다는 주주가치를 증가시키는 의사결정을 하도록 효율적으로 감시할 수 있기 때문에 해당 보유현금은 시장에서 보다 긍정적으로 평가받는 것으로 나타났다.

주제어 : 보유현금, 현금성자산, 대리인문제, 기업지배구조점수, 기업가치

논문접수일 : 2009년 01월 28일    논문최종수정일 : 2009년 11월 22일    게재확정일 : 2009년 12월 01일

\* 한국기업지배구조센터(KCGS) 연구위원, E-mail : 0404@cgs.or.kr

\*\* 교신저자, 연세대학교 경영대학 교수, E-mail : khyon@yonsei.ac.kr

## I. 서 론

최근 국내 기업들이 보유하는 현금성자산이 점차 증가하고 있어 그 원인 및 향후 기업활동에 미치게 될 영향에 대한 관심이 증대되고 있다. 기업 내 현금성자산의 증가는 단지 국내 기업에서만 나타나는 현상은 아니며 Bates, Kahle, and Stulz(2007)이 주장한바와 같이 미국을 비롯한 선진국에서도 나타나고 있다. 기업의 현금성자산에 대한 대표적인 이론은 크게 비용·편익 모형(static trade-off model), 자본조달우선순위이론(pecking order theory), 그리고 대리인이론(agency theory)으로 나눌 수 있는데 기존의 실증연구들은 대부분 기업의 총자산에서 현금성자산이 차지하는 비율인 보유현금수준에 초점을 두고 이루어졌다.

Keynes(1936)의 유동성선호가설(liquidity preference hypothesis)에 근거한 비용·편익 모형에 따르면 기업은 일상적인 영업활동을 수행함에 있어 부족한 자금을 외부에서 조달하거나 보유자산을 유동화하는 과정에서 발생하는 거래비용 등을 절감하기 위해 현금성자산을 보유하고자 한다. 이와 더불어 유동성선호가설에서는 미래에 발생할 수 있는 경영활동상의 불확실성 등에 대비하기 위해서도 기업은 현금성자산을 적극적으로 관리하려는 유인을 가지고 있다고 주장한다.

이와는 대조적으로 자본조달우선순위이론에서는 기업의 현금성자산이 경영활동으로 인한 현금유입에서 투자활동 및 부채상환 등을 우선적으로 고려한 후 최종적으로 남는 부분에 해당된다. 따라서 해당 기업 역시 현금성자산을 적극적으로 관리하려는 동기가 없을 뿐만 아니라 보유현금수준도 단지 수동적으로 결정된다.

상대적으로 관심을 덜 받은 대리인이론에서는 소유와 경영이 분리될 경우 경영자는 주주의 이익보다는 자신의 사적이익(private benefits)을 우선시하는 경향이 강하며 이때 경영자는 기업 내 자산에 대한 재량적 권한(discretionary right)을 높임으로써 이를 달성하고자 한다고 주장한다. 그런데 Myers and Rajan(1998)에 의하면 현금성자산은 경영자가 재량적 권한을 행사하기에 가장 용이하기 때문에 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 기업의 경영자일수록 우선적으로 현금성자산을 더욱 축적하여 재량적 권한을 확대하려는 유인이 크다고 한다. 따라서 대리인이론에서는 대리인문제가 발생할 가능성이 많을 것으로 예상되는 기업일수록 기업 내 보유현금수준은 더욱 높다고 주장하고 있다.

최근의 실증연구인 Opler et al.(1999)과 공재식(2006)에 따르면 규모가 작아 정보비대칭이 높거나 향후 투자 지출 등이 증가할 것으로 예상되어 자금의 수요가 많은 기업,

그리고 현금흐름의 변동성 등이 커 향후 유동성 위험이 증가할 것으로 예상되는 기업일수록 비용·편익 모형 및 자본조달우선순위이론에서의 주장과 동일하게 상대적으로 많은 현금성자산을 기업 내에 보유하고자 한다. 보유현금을 대리인이론 측면에서 분석하려는 시도는 다른 두 이론에 비해 저조하게 진행되었으며 실증결과 또한 일치하지 않고 있다. Opler et al.(1999)은 대리인이론의 주장과는 달리 경영자의 재량적 권한이 높은 기업의 현금성자산 비중은 높지 않음을 보였으며 Mikkelsen and Partch(2003) 역시 기업 내 현금성자산의 비중이 높을수록 대리인문제가 발생할 가능성이 높아 향후 해당 기업의 가치에 부정적인 영향을 미친다는 직접적인 증거를 제시하지 못하였다. 같은 맥락에서 Pinkowitz and Williamson(2005)도 대리인문제가 발생할 가능성이 낮은 국가일수록 기업의 총자산에서 현금성자산이 차지하는 비율은 오히려 더욱 낮다는 실증적 결과를 제시하였다.

이처럼 현금성자산을 분석한 기존 연구들은 대부분 기업 내에서 현금성자산이 차지하는 비율에 중점을 두고 있다. 그런데 일반적으로 경영자에 대한 감시가 제대로 이루어지지 않아 대리인문제가 발생할 가능성이 많은 기업들은 향후 경영위험 또한 상대적으로 높은 특성을 갖고 있기 때문에 미래 불확실성에 대비하기 위한 예비적 동기 차원에서도 현금성자산을 보유하고자 하는 욕구가 크다. 따라서 기존의 연구에서처럼 단순히 기업의 총자산에서 현금성자산이 차지하는 비율에만 초점을 둘 경우 대리인문제의 영향과 미래의 불확실성에 대비하기 위한 예비적 동기를 명확하게 구분할 수 없다는 한계가 있기 때문에 대리인이론에 따른 보유현금 수준을 실증분석하기 위해서는 시장에서 판단하는 기업이 보유하는 현금성자산 비중의 가치에 중점을 둘 필요가 있다.

본 연구에서는 보유현금 수준을 중심으로 이루어진 기존의 실증연구와는 달리 보유현금수준의 가치 측면에서 대리인이론의 주장을 실증적으로 검증해 보았다. 특히, Byun(2007)의 연구를 비롯해 많은 국내외 연구들이 좋은 기업지배구조는 상대적으로 대리인문제가 발생할 가능성을 낮춤으로써 해당 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 일관된 결과들을 제시하고 있음에 착안하여 본 연구에서는 한국기업지배구조센터(KCGS)가 2002년부터 2007년까지 주주권리보호 및 이사회, 공시, 감사기구, 그리고 배당 등에 이르기까지 다양한 측면에서 기업지배구조를 평가한 결과인 개별기업들의 기업지배구조점수를 대리인문제 발생가능성의 대용변수(proxy variable)로 이용함으로써 대리인문제가 현금성자산 비중의 가치에 미치는 영향을 살펴보았다.

기초분석 결과에서 일반적으로 현금성자산의 비중이 클수록 기업가치가 유의적으로

증가하는 것으로 나타났다. 이는 Pinkowitz and Williamson(2005) 및 Pinkowitz et al. (2006) 그리고 Kalcheva and Lins(2007)의 주장과 일치하는 결과이다. 또한 추가적인 분석에서 보유현금 수준이 기업가치에 미치는 영향은 지배구조의 수준에 따라 유의적인 차이를 보이는 것으로 나타났다. 즉, 지배구조 수준이 높은 기업군의 현금성자산 비중이 기업가치에 미치는 영향이 지배구조 수준이 낮은 기업군에서보다 유의적으로 큰 것으로 나타났는데 이는 지배구조가 우수하면 대리인비용이 발생할 가능성이 줄어들어 동일한 보유현금에서도 기업가치에 미치는 영향은 더욱 긍정적이라는 대리인이론의 주장을 지지하는 결과이다. 이로써 기존의 연구들이 대부분 경영자에 대한 감시체제가 상당히 정착되어 있는 선진국을 중심으로 이루어져 연구결과의 일관성을 보이지 않았을 뿐만 아니라 대리인이론의 주장을 지지하는 결과를 제시하지 않았던 것에 반해 본 연구에서는 지배구조적 특성이 비교적 뚜렷한 국내 기업들의 지배구조점수를 이용함으로써 지배구조 수준에 따라 보유현금이 기업가치에 미치는 영향이 유의적인 차이가 난다는 직접적인 증거를 확인할 수 있었다.

## II. 선행 연구 및 가설설정

완전자본시장에서 기업은 투자에 필요한 자본을 아무런 제약 없이 외부자본시장을 통해 쉽게 조달할 수 있기 때문에 현금을 기업 내에 보유하려는 유인이 크지 않다. 따라서 완전자본시장에서는 기업 내 보유현금의 순현재가치(NPV)는 영(0)이 됨과 동시에 현금의 단위당 액면가치와 시장에서 평가되는 단위당 시장가치는 동일할 것이다. 하지만 자본시장의 불완전성으로 인해 정보비대칭(information asymmetry)이나 거래비용(transaction costs) 등이 존재할 경우 기업은 특성에 따라 외부자본시장을 통한 자본조달에 상당한 제약을 받을 수 있기 때문에 이에 대비하기 위해 현금성자산을 적극적으로 관리하려는 유인이 발생하며 보유현금에 대한 단위당 시장가치도 액면가치와 다를 가능성이 높다. 이와 같은 논리를 바탕으로 보유현금이 기업가치에 미치는 영향을 중심으로 해당 보유현금의 가치를 분석하려는 연구들이 최근에 활발하게 진행되고 있다.

초기의 연구들은 비용·편익 모형 및 자본조달우선순위이론에 근거하여 기업 특성 및 재무적 상황에 따라 보유현금의 가치변화를 분석하였는데 대표적으로는 Pinkowitz and Williamson(2005)의 연구가 있다. 이들은 Opler et al.(1999)이 보유현금 수준에 미치는 요소로 제시하고 있는 기업 특성들이 보유현금의 가치에는 어떤 영향을 미치는지

에 초점을 두었다. 분석결과, 장기적으로는 현금의 단위당 가치는 액면가와 동일하지만 미래 투자기회가 많거나 향후 투자계획의 변동성으로 불확실성이 커질수록 그 가치는 더욱 증가한다는 것을 확인하였다. 또한, 부채 사용이 많아 채무불이행 위험이 큰 기업일수록 기업내 보유현금은 오히려 채권자들에게 귀속될 가능성이 증가하게 되어 보유현금에 대한 주주들의 평가가치는 감소하는 것으로 나타났으며 자본시장을 통한 자금조달이 비교적 쉽거나 대리인비용이 발생할 가능성이 높은 기업에서도 현금의 가치는 유의적으로 감소한다는 것을 확인하였다.

특히 Pinkowitz et al.(2006)은 Pinkowitz and Williamson(2005)의 연구결과를 바탕으로 보유현금의 가치에 영향을 미칠 수 있는 여러 요소들 중에서 대리인문제에 더욱 초점을 두었다. 이들은 35개국의 자료를 분석해본 결과, 제도적으로 투자자 보호가 잘되어 있어 대리인문제가 발생할 가능성이 상대적으로 낮은 국가와 그렇지 않은 국가의 단위당 보유현금 가치가 각각 \$0.91과 \$0.33로 유의적인 차이가 존재한다는 것을 발견함으로써 대리인문제는 기업 내 보유현금의 가치에 있어서도 중요한 영향을 미친다는 보다 구체적인 실증적 증거를 제시하였다.

한편, Faulkender and Wang(2006)은 기존 연구들은 기업특성 변수들을 사용하여 분석하였기 때문에 위험요인(risk factors)을 직접적으로 고려하지 않았을 뿐만 아니라 측정오류(measurement errors)로 인해 결과의 왜곡을 초래할 수 있다는 문제점을 제기하였다. 대신 이들은 기업의 수익성, 자본조달활동 및 투자활동과 관련된 변수들을 고려하여 주식수익률을 이용한 모형을 사용하였으며 전반적으로 자본시장을 통한 자금조달이 다소 어려운 기업일수록 보유현금의 가치는 높은 반면 부채가 많은 기업일수록 가치가 하락하는 것으로 나타나 기존의 연구와 유사한 결과를 얻었다. 나아가 Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 지배구조가 우수할수록 해당기업의 보유현금수준은 유의적으로 낮다는 Kalcheva and Lins(2007)의 연구 등을 고려해 지배구조가 좋아 대리인비용이 낮은 기업의 보유현금일수록 그 가치가 유의적으로 높을 것으로 예상하였다. Gompers et al.(2003)과 Bebchuk et al.(2005)의 지배구조 평가결과 및 기관투자자들의 지분율을 활용하여 분석해 본 결과, 지배구조가 좋은 기업의 단위당 현금가치는 그렇지 않은 기업에 비해 약 2배 정도 더욱 높은 것으로 나타났으며 지배구조가 좋지 않은 기업일수록 보유현금을 상대적으로 빨리 처분할 뿐만 아니라 현금사용의 효율성 역시 떨어져 최종적으로 기업의 영업이익에 부정적인 영향을 준다는 결과도 발견하였다. 특히, 이들은 Mikkelson and Partch(2003)가 현금보유에 따른 장기적인 영업성과는 지배구조와 관계가 없다고 주장한 것과는 달리 지배구조가 좋은 기업일수록 보유현금으로 인한 대

리인비용이 감소함으로써 장기적인 기업성과도 더욱 좋아진다고 보고하였다. 이를 통해 이들은 보유현금이 기업에 미치는 효과는 해당 기업의 지배구조 수준에 따라 달라질 수 있다는 직접적인 증거를 제시하면서 대리인비용의 중요성을 더욱 강조하였다.

이처럼 대리인문제는 개별기업의 보유현금의 단위당 가치에도 유의적인 영향을 미칠 수 있다는 결과를 제시하고 있는 최근의 해외 연구와는 달리 국내에서는 관련 연구가 부족한 실정이다. 더욱이 기업이 보유하는 현금성자산에 대한 기존의 국내 연구들은 대부분 보유현금 수준에 초점을 두고 이루어졌을 뿐만 아니라 대리인이론이 미칠 수 있는 영향을 분석한 일부 연구에서조차도 분석결과가 일관되게 제시되지 못하고 있다(공재식(2006), 김성표(2007)). 특히 최근 빈기범, 서은숙, 송민규(2006) 등의 일부 연구에서 해당 기업의 주주 수를 이용하여 대리인이론의 주장을 실증 검증하였지만 다방면적인 요소의 영향을 받는 대리인비용을 지나치게 단순화했을 뿐만 아니라 실증적인 근거가 다소 약한 대응변수(proxy variable)의 사용, 그리고 대리인이론에 중점을 두고 구체적으로 분석하기 보다는 기타 이론의 통제 요소로만 고려하는 등의 일부 한계로 인해 대리인이론의 영향을 직접적으로 확인할 수는 없었다. 한편, 최근 기업지배구조를 통해 대리인문제를 접근한 박순홍, 연강흠(2009)의 연구에서는 지배구조가 좋은 기업이 현금성자산을 적게 보유한다는 결과를 제시하였다.

이상의 선행연구들을 살펴보면 최근 국내에서도 대리인이론 측면에서 보유현금의 가치를 분석하려는 시도가 많이 이루어지고 있지만 대리인비용을 측정하는 방법에 따라 다소 상이한 결과를 제시하고 있다. 그런데 최근에는 경영자 또는 외국인 지분율 등 일부 소유구조 자료를 통해 대리인이론을 분석했던 과거와는 달리 Gompers et al.(2003) 및 박광우, 박래수, 황이석(2005) 등의 연구에서처럼 개별기업의 지배구조를 보다 다각적으로 분석한 자료를 활용하는 연구가 관심을 받고 있다. 특히, Byun(2007)의 연구를 포함해 국내 많은 연구들도 지배구조가 좋은 기업일수록 해당 기업의 대리인비용 발생가능성은 유의적으로 낮고 나아가 기업가치에도 긍정적인 영향을 미친다는 비교적 일관된 결과를 제시하고 있다. 따라서 본 연구에서는 기업지배구조가 좋을수록 대리인비용이 유의적으로 감소한다는 기존의 국내외 많은 연구결과들에 기초하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 : 기업지배구조가 좋을수록 보유현금이 해당기업의 가치에 미치는 영향은 더욱 긍정적이다.

### Ⅲ. 분석 모형 및 표본의 선정

#### 1. 분석 모형

최근 들어 대리인비용이 기업의 보유현금에 미치는 영향을 보다 직접적으로 살펴보기 위해 기업가치에 보유현금 수준이 미치는 영향, 즉 단위당 보유현금의 가치에 관한 연구가 다수 이루어지고 있다(Pinkowitz and Williamson(2005), Pinkowitz et al.(2006)). 이들 연구는 경영활동의 불확실성으로 인해 기업이 많은 현금을 보유하더라도 경영자가 주주의 이익 및 기업가치를 극대화하도록 의사결정을 한다면 해당 기업이 보유하고 있는 현금이 기업가치에 미치는 영향은 높을 것으로 예상하며 주로 Fama and French (1998)가 사용한 식 (1)과 같은 기업가치 평가모형을 이용하여 보유현금의 단위당 가치를 분석하였다.

$$\begin{aligned}
 V_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 dE_{i,t} + \beta_3 dE_{i,t+1} + \beta_4 dA_{i,t} + \beta_5 dA_{i,t+1} \\
 & + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 dRD_{i,t} + \beta_8 dRD_{i,t+1} + \beta_9 I_{i,t} + \beta_{10} dI_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t+1} \\
 & + \beta_{12} D_{i,t} + \beta_{13} dD_{i,t} + \beta_{14} dD_{i,t+1} + \beta_{15} dV_{i,t+1} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (1)$$

Fama and French(1998)는 기업가치는 수익성, 투자활동, 그리고 자본조달활동의 결과에 의해 결정된다고 가정하고 분석모형에서 각 변수들의 해당연도 및 미래 기대변화를 함께 고려할 수 있도록 설정하였고 이후 많은 연구들에서 해당 모형의 설명력이 높다는 실증적 근거를 제시하고 있다. 구체적으로 식 (1)에서 해당 모형을 살펴보면  $X_{i,t}$ 는  $i$ 기업의  $t$ 년도  $X$ 변수를 총자산으로 나눈 값이며  $dX_{i,t}$ 와  $dX_{i,t+1}$ 은 각각  $X$ 변수의  $(t-1)$ 에서  $t$ 년까지의 변화, 그리고  $X$ 변수의  $t$ 에서  $(t+1)$ 년까지의 변화를 총자산으로 나눈 값을 나타낸다. 모형의 종속변수인  $V$ 는 일반적으로 기업가치의 대용변수로 사용되는 토빈 Q(Tobin's Q)로 본 연구에서는 박헌준, 신현한, 최완수(2004) 등과 동일하게 보통주의 시장가치와 우선주의 액면가치 및 총부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눠 계산하였다. 또한  $E$ 는 EBIT에 감가상각비를 더한 값,  $A$ 는 총자산,  $RD$ 는 연구개발비,  $I$ 는 기업이 지급한 지급이자,  $D$ 는 보통주 총배당금이며 모든 변수는 총자산으로 나눠 표준화하였다.

그런데 Pinkowitz et al.(2006)은 식 (1)에서 총자산( $A$ )을 현금성자산( $Cash$ )과 순자산( $NA$ )으로 분류함으로써 식 (2)와 같이 수정하였다. 식 (2)는 현금성자산의 해당연도 및 미래의 변화 정도( $dCash_{i,t}$ ,  $dCash_{i,t+1}$ )가 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 고

려할 수 있도록 식 (1)이 수정된 모형이다.

$$\begin{aligned}
 V_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 dE_{i,t} + \beta_3 dE_{i,t+1} + \beta_4 dNA_{i,t} + \beta_5 dNA_{i,t+1} \\
 & + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 dRD_{i,t} + \beta_8 dRD_{i,t+1} + \beta_9 I_{i,t} + \beta_{10} dI_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t+1} \\
 & + \beta_{12} D_{i,t} + \beta_{13} dD_{i,t} + \beta_{14} dD_{i,t+1} + \beta_{15} dV_{i,t+1} + \beta_{16} dCash_{i,t} \\
 & + \beta_{17} dCash_{i,t+1} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

식 (2)는 현금성자산이 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 확인할 수 있다는 특성으로 인해 보유현금의 가치를 평가하는 연구에서 자주 인용되고 있다. 본 연구에서도 기존 연구와의 비교를 위해 Pinkowitz et al.(2006)의 모형을 기본모형으로 사용하였다. 한편, 본 연구에서는 기업지배구조 수준에 따라 현금성자산이 기업가치에 미치는 정도에 차이가 있는가를 살펴보기 위해서 기업지배구조점수 변수와 재벌기업 등의 특성을 함께 고려한 식 (3)을 추가적으로 고려하였다. 이 때 *Cash*는 현금 및 현금등가물과 시장성 유가증권의 합을 총자산으로 나눠 산출하였다. *CG*는 표본기업이 특정 연도에 취득한 지배구조점수를 해당 연도의 지배구조점수 총점으로 나눈 값이며, *CG(H)*는 연도별로 지배구조점수가 중위값 이상인 경우 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 따라서 *CG(H)*와 *dCash* 변수의 교차항을 통해 지배구조 수준별로 보유현금이 기업가치에 미치는 영향에 뚜렷한 차이가 존재하는지 확인할 수 있다.

식 (3)에서 일차적으로 기업의 현금성자산 비중의 증가는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되므로  $\beta_{17}$ 는 유의적으로 양(+)의 값을 가질 것으로 추측된다. 뿐만 아니라 기업지배구조가 좋은 기업일수록 기업가치도 높을 것으로 예상되므로  $\beta_1$  역시 유의적인 양(+)의 값을 가질 것으로 보인다.

$$\begin{aligned}
 V_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 E_{i,t} + \beta_3 dE_{i,t} + \beta_4 dE_{i,t+1} + \beta_5 dNA_{i,t} + \beta_6 dNA_{i,t+1} \\
 & + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 dRD_{i,t} + \beta_9 dRD_{i,t+1} + \beta_{10} I_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t} + \beta_{12} dI_{i,t+1} \\
 & + \beta_{13} D_{i,t} + \beta_{14} dD_{i,t} + \beta_{15} dD_{i,t+1} + \beta_{16} dV_{i,t+1} + \beta_{17} dCash_{i,t} \\
 & + \beta_{18} (CG(H)_{i,t} \times dCash_{i,t}) + \beta_{19} dCash_{i,t+1} + \beta_{20} Chaebol_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

대리인이론에 의해 기업의 현금성자산 비중의 증가가 기업가치에 미치는 영향은 지배구조점수가 높은 기업일수록 더욱 긍정적일 것으로 예상되므로 지배구조 수준과 보유현금변화간의 교차항( $CG(H) \times dCash$ ) 계수인  $\beta_{18}$ 는 유의적인 양(+)의 값을 가질 것으로 예상할 수 있다. 또한, 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 김영숙, 이재춘(2000) 및 기업지배구조점수를 활용해 지배구조와 배당률과의 관계를 분석한 박광우, 박래수, 황이석(2005)의 연구결과를 토대로 추측해 볼 때 재벌기업일수록 기업



가치가 높을 것으로 예상되어  $\beta_{20}$ 도 유의적인 양(+)의 값을 보일 것이다.

한편, Pinkowitz et al.(2006)은 식 (2)의 보유현금변화( $dCash$ )를 통한 분석과 함께 수준변수( $Cash$ )를 통한 분석도 추가적으로 실시하였다. 이들은 보유현금변화는 향후 기업가치의 변수( $dV_{i,t+1}$ )를 포함한 기타 독립변수에도 간접적으로 영향을 줄 수 있기 때문에 이를 통제하기 위해 보유현금에 대한 기업가치의 직접적인 민감도를 추가적으로 살펴볼 필요성을 언급하였다. 따라서 본 연구에서도 식 (2)와 식 (3)의  $dCash_{i,t}$  변수를  $Cash_{i,t}$  변수로 대체하여 식 (4)와 식 (5)를 설정하였다. 식 (3)과 동일하게 보유현금은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이므로 식 (4)의  $\beta_{16}$ 과 식 (5)의  $\beta_{17}$ 은 유의적인 양(+)의 값을 보일 것으로 추측되며 특히 지배구조 수준이 높을수록 보유현금이 기업가치에 더욱 긍정적인 영향을 미칠 것이므로 식 (5)의  $\beta_{18}$  역시 유의적인 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

$$V_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 dE_{i,t} + \beta_3 dE_{i,t+1} + \beta_4 dNA_{i,t} + \beta_5 dNA_{i,t+1} + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 dRD_{i,t} + \beta_8 dRD_{i,t+1} + \beta_9 I_{i,t} + \beta_{10} dI_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t+1} + \beta_{12} D_{i,t} + \beta_{13} dD_{i,t} + \beta_{14} dD_{i,t+1} + \beta_{15} dV_{i,t+1} + \beta_{16} Cash_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$V_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 E_{i,t} + \beta_3 dE_{i,t} + \beta_4 dE_{i,t+1} + \beta_5 dNA_{i,t} + \beta_6 dNA_{i,t+1} + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 dRD_{i,t} + \beta_9 dRD_{i,t+1} + \beta_{10} I_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t} + \beta_{12} dI_{i,t+1} + \beta_{13} D_{i,t} + \beta_{14} dD_{i,t} + \beta_{15} dD_{i,t+1} + \beta_{16} dV_{i,t+1} + \beta_{17} Cash_{i,t} + \beta_{18} (CG(H)_{i,t} \times Cash_{i,t}) + \beta_{19} Chaebol_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

앞에서 살펴본 Fama and French(1998)가 제시한 식 (1)~식 (5)의 모형은 기존의 연구에서 많이 사용되고 있으며 그 설명력 또한 높은 것으로 나타나고 있지만 경제이론을 바탕으로 도출되지 않았기 때문에 일반적인 기업가치 평가모형이라고 볼 수는 없으며 분석결과 역시 신뢰성에 다소 한계가 있을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 연구결과의 신뢰성을 확보하기 위해 추가적으로 Kalcheva and Lins(2007) 등이 사용한 모형을 고려하여 식 (6)을 설정하였다. 또한 앞의 분석과 유사하게 현금성자산이 기업가치에 미치는 영향이 지배구조 수준에 따라 달라지는지 확인하기 위해 교차항을 포함한 식 (7)도 함께 고려하였다.

$$V_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 E_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 Capex_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t} + \beta_7 \ln(Age)_{i,t} + \beta_8 Advertisement_{i,t} + \beta_9 Chaebol_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$\begin{aligned}
 V_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 E_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 Capex_{i,t} \\
 & + \beta_6 Cash_{i,t} + \beta_7 (CG(H)_{i,t} \times Cash_{i,t}) + \beta_8 \ln(Age)_{i,t} \\
 & + \beta_9 Advertisement_{i,t} + \beta_{10} Chaebol_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

식 (6)과 식 (7) 모형에서 규모효과 및 레버리지 효과를 통제하기 위해서 총자산에 자연로그를 취한 *Size* 변수와 총자산 대비 총부채비율인 *Leverage* 변수를 포함하였다. *Capex*는 전년 대비 해당 년도의 유형고정자산 증가분을 나타내는 것으로 기업의 투자 성향을 나타내는 변수이며 기업가치와는 유의적인 양(+의 관계가 성립할 것으로 예상된다. 이와 함께 박현준, 신현환, 최완수(2004)의 결과를 고려하여 기업 업력(*ln(Age)*)과 매출액 대비 광고선전비(*Advertisement*)도 추가적으로 통제하였는데 이들 변수는 종속변수와 각각 유의적인 음(-)과 양(+의 값을 가질 것으로 예상되고 식 (5)에서와 동일하게 대리인이론의 주장대로 식 (7)의  $\beta_7$ 도 유의적인 양(+의 값을 가질 것으로 추측된다.

한편, 기업지배구조와 기업가치와의 분석에서 내생성의 효과를 통제할 필요성을 강조한 윤봉환, 오재영(2005)의 주장대로 기업의 소유구조와 관련된 연구에서는 일반적으로 내생성 문제(endogeneity problem)가 중요한 영향을 미친다. 따라서 본 연구에서도

<표 1> 모형별 주요 변수의 예상부호

예상 부호는 기업의 보유현금이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위한 각 모형들에서 주요변수들의 회계계수 값의 예상되는 부호를 나타낸다. *dCash*는 현금성자산의 변화정도이고, *CG*는 표본기업이 특정 연도에 취득한 지배구조점수를 해당 연도의 지배구조점수 총점으로 나눈 값이며, *CG(H)*는 *CG*가 증위값 이상일 때 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이다. *Cash*는 총자산 대비 보유현금비율로써 보유현금은 현금 및 현금등가물과 시장성유가증권의 합이다.

모형	주요 변수	예상 부호
식 (2)	<i>dCash<sub>t</sub></i>	$\beta_{16} = +$
식 (3)	<i>CG<sub>t</sub></i>	$\beta_1 = +$
	<i>dCash<sub>t</sub></i>	$\beta_{17} = +$
식 (4)	<i>CG(H)<sub>t</sub> × dCash<sub>t</sub></i>	$\beta_{18} = +$
	<i>Cash<sub>t</sub></i>	$\beta_{16} = +$
식 (5)	<i>CG<sub>t</sub></i>	$\beta_1 = +$
	<i>Cash<sub>t</sub></i>	$\beta_{17} = +$
	<i>CG(H)<sub>t</sub> × Cash<sub>t</sub></i>	$\beta_{18} = +$
식 (6)	<i>CG<sub>t</sub></i>	$\beta_1 = +$
	<i>Cash<sub>t</sub></i>	$\beta_6 = +$
식 (7)	<i>CG<sub>t</sub></i>	$\beta_1 = +$
	<i>Cash<sub>t</sub></i>	$\beta_6 = +$
	<i>CG(H)<sub>t</sub> × Cash<sub>t</sub></i>	$\beta_7 = +$

도구변수(instrumental variables) 선정상의 문제점으로 인해 연구결과에 영향을 미칠 수 있는 가능성을 배제하기 위해 2단계 추정모형(2SLS) 대신 해당 기업의 1시차 전의 지배구조점수( $CG_{t-1}$ )를 사용하여 모든 모형에서 내생성 문제를 추가적으로 통제하였다. 또한, 모든 모형에서 다중공선성(multicollinearity) 문제를 고려하기 위해 분산팽창계수(VIF)를 확인함과 동시에 이분산성(heteroskedasticity)을 통제하여 추정 회귀계수의 통계적 유의성을 검증하였다.

종합적으로 대리인이론에 따라 각 모형별 주요 변수들의 예상되는 부호는 <표 1>과 같다.

## 2. 표본 선정

기존의 연구에서 대리인비용의 대용변수로 사용하고 있는 소유구조 관련 변수들과는 달리 한국기업지배구조센터의 지배구조점수는 주주권리보호 부문을 포함한 소유구조 및 이사회, 감시, 공시 및 경영과실배분 등 다양한 분야에서 국내 모든 상장기업의 지배구조 수준을 매년 평가·반영하고 있기 때문에 대리인문제 발생여부를 보다 직접적으로 살펴볼 수 있다는 장점을 가지고 있다. 따라서 본 연구에서는 일차적으로 2002년부터 2007년까지 한국기업지배구조센터(Korea Corporate Governance Service; KCGS)에서 매년 평가하여 제공하는 지배구조평가점수가 존재하는 기업을 표본대상 기업으로 선정하였으며 표본기업간의 동질성을 확보하기 위해 12월 결산법인의 제조업에 한정하였다. 특히, 지배구조점수 자료의 신빙성을 더욱 높이기 위해 유가증권시장에 상장된 기업들만을 연구대상으로 선정하였고 표본기간동안 자본잠식 및 관리대상종목으로 지정된 기업들은 최종 표본에서 제외하였다.

한편, 한국기업지배구조센터에서 제공하는 연도별 기업지배구조점수는 크게 기업이 공시한 자료들을 종합적으로 고려한 1차 평가와 기업 설문을 통한 2차 평가로 구성되어 있는데 2005년부터는 최종적인 지배구조점수 산출시 설문조사의 답변을 제외하고 있다. 따라서 본 연구에서는 연도별 지배구조점수의 일관성을 고려하여 표본기간동안 기업의 공시자료만을 이용하여 평가한 개별기업의 지배구조점수를 사용하였다. 또한 본 연구에서는 각 연도별로 지배구조점수의 총점 또한 일부 변경된 점을 고려하기 위해 개별 기업이 취득한 원점수를 해당 연도별 총점으로 표준화하여 사용하였다.

그 밖에 개별 기업의 연도별 재무제표 자료 및 추가자료는 KisValue II, FnDataGuide를 통해 수집하였으며 재벌기업여부는 공정거래위원회의 기업집단정보공개 사이트를 이용하여 상호출자제한 대규모기업집단 자료를 활용하였다. 마지막으로 분석과 관련된

<표 2> 주요 변수들의 기초통계

표본은 2002년부터 2007년까지 지배구조평가 점수가 존재하는 유가증권시장 12월 결산 제조업 중 표본기간 동안 자본잠식 및 관리대상종목으로 지정된 기업과 분석과 관련된 자료를 확인할 수 없는 기업들을 제외한 3,138개이다. 기업지배구조점수는 2002년부터 2007년까지 한국기업지배구조센터(Korea Corporate Governance Service; KCGS)에서 매년 평가하여 제공하는 것으로 총점과 하위 5개 영역의 세부 평가항목에 대해 표본기간동안 기업의 공식자료만을 이용한 개별기업의 지배구조 평가점수를 해당 연도별 총점으로 표준화한 것이다. 개별 기업의 연도별 재무제표 및 주가는 KisValue II, FnDataGuide 자료이고, 제벌기업은 공정거래위원회 기업집단정보공개 사이트를 이용한 상호출자제한 대규모기업집단 자료이다. 모든 기업 특성변수는 총자산으로 나눠 표준화하였다.

변수명	기호	평균값	최소값	중위수	최대값	표준편차	
기업 지배구조점수	총점	CG	0.3873	0.1233	0.3767	0.8667	0.0824
	주주권리보호	CG1	0.5515	0.2111	0.5556	0.8778	0.0925
	이사회	CG2	0.2420	0.0000	0.2222	0.8889	0.1191
	공시	CG3	0.3525	0.0000	0.3333	0.9667	0.1476
	감사기구	CG4	0.3556	0.0000	0.3000	1.0000	0.1970
	경영과실배분	CG5	0.2799	0.0000	0.3000	1.0000	0.2382
총자산의 자연 로그값	Size	26.2642	21.2542	26.0133	31.8152	1.4959	
고정자산증가율	Capex	0.0831	-0.6235	0.0241	2.3301	0.3484	
기업업력(년)	Age	33.1920	0	33	111	14.5064	
매출액 대비 광고선전비	Advertisement	0.0084	0.0000	0.0012	0.1519	0.0186	
총자산 대비 총부채	Leverage	0.4566	0.0103	0.4587	2.1407	0.2029	
제벌터미	Chaebol	0.2533	0.0000	0.0000	1.0000	0.4350	
Tobin's Q( $t_0$ )	$V_t$	1.0020	0.3467	0.8721	3.2934	0.4952	
Tobin's Q 증가( $t_0 \sim t+1$ )	$dV_{t+1}$	0.1045	-1.2143	0.0477	2.3616	0.4735	
총자산 대비 영업이익( $t_0$ )	$E_t$	0.0744	-0.2671	0.0760	0.3002	0.0761	
총자산 대비 영업이익증가( $t-1 \sim t_0$ )	$dE_t$	-0.0026	-0.2177	-0.0007	0.2229	0.0547	
총자산 대비 영업이익증가( $t_0 \sim t+1$ )	$dE_{t+1}$	-0.0002	-0.1945	-0.0004	0.2414	0.0594	
총자산 대비 순자산( $t = 0$ )	$NA_t$	0.0283	-0.9962	0.0387	0.5127	0.1826	
총자산 대비 순자산증가( $t_0 \sim t+1$ )	$dNA_{t+1}$	0.0859	-0.5265	0.0540	1.3030	0.2333	
총자산 대비 연구개발비( $t_0$ )	$RD_t$	0.0092	0.0000	0.0020	0.0916	0.0164	
총자산 대비 연구개발비증가( $t-1 \sim t_0$ )	$dRD_t$	0.0009	-0.0274	0.0000	0.0352	0.0069	
총자산 대비 연구개발비증가( $t_0 \sim t+1$ )	$dRD_{t+1}$	0.0009	-0.0356	0.0000	0.0476	0.0087	
총자산 대비 지급이자( $t_0$ )	$I_t$	0.0158	0.0000	0.0122	0.0873	0.0154	
총자산 대비 지급이자증가( $t-1 \sim t_0$ )	$dI_t$	-0.0027	-0.0877	-0.0004	0.0282	0.0120	
총자산 대비 지급이자증가( $t_0 \sim t+1$ )	$dI_{t+1}$	-0.0003	-0.0471	0.0000	0.0296	0.0089	
총자산 대비 보통주총배당액( $t_0$ )	$D_t$	0.0073	0.0000	0.0044	0.0447	0.0092	
총자산 대비 보통주총배당액증가( $t-1 \sim t_0$ )	$dD_t$	-0.0008	-0.0263	0.0000	0.0189	0.0063	
총자산 대비 보통주총배당액증가( $t_0 \sim t+1$ )	$dD_{t+1}$	-0.0010	-0.0298	0.0000	0.0189	0.0062	
총자산 대비 보유현금( $t_0$ )	$Cash_t$	0.1027	0.0011	0.0720	0.4839	0.0995	
총자산 대비 보유현금증가( $t-1 \sim t_0$ )	$dCash_t$	0.0038	-0.2662	0.0011	0.2147	0.0671	
총자산 대비 보유현금증가( $t_0 \sim t+1$ )	$dCash_{t+1}$	0.0067	-0.2192	0.0015	0.2990	0.0735	

<표 3> 연도별 기업지배구조점수 기초통계

표본은 2002년부터 2007년까지 지배구조평가점수가 존재하는 유가증권시장 12월 결산 제조업 중 표본기간 동안 자본잠식 및 관리대상종목으로 지정된 기업과 분석과 관련된 자료를 확인할 수 없는 기업들을 제외한 3,138개이다. 기업지배구조점 수는 2002년부터 2007년까지 한국기업지배구조센터(Korea Corporate Governance Service; KCGS)에서 매년 평가하여 제공하는 것으로 총점과 하위 5개 영역의 세부 평가항목에 대해 표본 기간동안 기업의 공시자료만을 이용한 개별기업의 지배구조 평가점수를 해당 연도별 총점으로 표준화하였다.

연도 (표본수)	표본통계	주주권리 보호	이사회	공시	감사기구	경영과 실배분	총점
2002년 (337개)	평 균	0.5722	0.3511	0.3881	0.3001	0.2326	0.4103
	최소값	0.2742	0.0000	0.1538	0.0000	0.0000	0.2198
	중앙값	0.5806	0.3429	0.3590	0.1875	0.2333	0.4066
	최대값	0.8387	0.7714	0.7692	0.9375	0.8333	0.6703
	표준편차	0.1009	0.1397	0.1207	0.2101	0.1723	0.0721
2003년 (527개)	평 균	0.5475	0.2420	0.3927	0.2694	0.2651	0.4004
	최소값	0.2941	0.0000	0.0625	0.0000	0.0000	0.1737
	중앙값	0.5441	0.2353	0.3750	0.2000	0.2308	0.3952
	최대값	0.8088	0.8235	0.8438	1.0000	0.8462	0.8204
	표준편차	0.0868	0.1112	0.1124	0.2010	0.2238	0.0709
2004년 (542개)	평 균	0.5541	0.1529	0.3942	0.3506	0.3500	0.3935
	최소값	0.2973	0.0000	0.1064	0.0476	0.0000	0.2194
	중앙값	0.5541	0.1364	0.3617	0.2857	0.3000	0.3827
	최대값	0.7973	0.8636	0.9149	1.0000	0.9000	0.8367
	표준편차	0.0979	0.1064	0.1303	0.1811	0.2905	0.0739
2005년 (557개)	평 균	0.5441	0.2480	0.3065	0.4203	0.2770	0.3782
	최소값	0.2333	0.0333	0.0000	0.0800	0.0000	0.2233
	중앙값	0.5444	0.2222	0.2833	0.4000	0.3000	0.3633
	최대값	0.8222	0.8333	0.8833	0.9800	0.9000	0.8200
	표준편차	0.0899	0.0959	0.1530	0.1601	0.2292	0.0817
2006년 (578개)	평 균	0.5493	0.2478	0.3262	0.3835	0.2832	0.3777
	최소값	0.2111	0.0333	0.0667	0.0200	0.0000	0.2100
	중앙값	0.5556	0.2222	0.2833	0.3000	0.3000	0.3567
	최대값	0.8778	0.8444	0.9167	1.0000	1.0000	0.8500
	표준편차	0.0880	0.0968	0.1603	0.1942	0.2402	0.0882
2007년 (597개)	평 균	0.5500	0.2506	0.3268	0.3812	0.2545	0.3747
	최소값	0.2667	0.0444	0.0667	0.0200	0.0000	0.1233
	중앙값	0.5556	0.2222	0.3000	0.3200	0.3000	0.3567
	최대값	0.8000	0.8889	0.9667	1.0000	1.0000	0.8667
	표준편차	0.0925	0.1029	0.1622	0.1999	0.2222	0.0944

자료를 확인할 수 없는 기업들을 제외한 후 최종적인 표본(firm-year)으로 3,138개를 선정하였다.

<표 2>는 주요 변수들의 기초통계량을 정리한 것이다. 우선 지배구조점수 총점(CG)의 전체 평균은 0.3873이고 최소값과 최대값이 각각 0.1233과 0.8667로 나타나 기업별로 지배구조의 차이가 비교적 다양함을 확인할 수 있다. 세부항목별 특성을 살펴보면 주주권리보호(CG1) 부분이 평균 0.5515로 점수가 가장 높은 반면 이사회(CG2)의 점수는 평균 0.2420로 가장 낮았다. 기업의 총자산 대비 보유현금(Cash)은 평균 0.1027이고 최소 0.0011에서 최대 0.4839까지 분포되어 있으며 총자산 대비 보유현금의 변화( $dCash_t, dCash_{t+1}$ )는 각각 평균적으로 0.0038과 0.0067로 나타났다.

이와 더불어 <표 3>은 연도별 지배구조점수를 총점뿐만 아니라 세부 영역별로 구분하여 기초통계량을 정리한 것이다. 가장 뚜렷한 특징은 최근으로 올수록 지배구조의 총점이 다소 하락하는 추세를 보이지만 연도별 변화는 그렇게 크지 않다는 점이다. 특히, 총점을 중심으로 2002년도에 최소값과 최대값의 차이 및 표준편차가 각각 0.4505와 0.0721이었던 것에 비해 2007년에는 각각 0.7434와 0.0944로 더욱 커졌는데 이는 최근으로 올수록 기업별로 지배구조상의 차별적 특성이 점차 뚜렷해지고 있음을 의미한다고 볼 수 있다.

## IV. 실증분석결과

### 1. Fama and French(1998) 모형

기존 연구와의 비교를 위한 기본모형인 식 (2)와 지배구조 수준에 따라 보유현금변화( $dCash$ )가 해당 기업가치에 미치는 영향에 차이가 있는지 살펴보기 위해 관련변수간의 교차항을 추가적으로 고려한 식 (3)의 분석 결과를 <표 4>에 정리하였다. (모형 1)은 기존 연구와의 비교를 위해 식 (2)를 추정한 결과이며 (모형 2)는 재벌기업의 특성을 고려하기 위해 재벌더미(*Chaebol*)변수를, 그리고 (모형 3)과 (모형 4)에서는 지배구조점수의 총점을 기준으로 지배구조의 전체적인 영향을 각각 통제한 후 분석한 결과이다. 그런데 지배구조점수에는 경영과실배분이라는 배당관련 점수가 포함되어 있어 독립변수인 배당 변수들( $D_t, dD_t, dD_{t+1}$ )과 중복되어 다중공선성 문제를 야기할 수 있다.<sup>1)</sup>

1) 주요 변수들의 상관분석을 실시한 결과 대부분 상관계수가 크지 않아 다중공선성 문제가 심각하지는 않은 것으로 나타났다. 상관분석 결과는 지면 관계상 생략하였다.

따라서 (모형 4)에서는 이를 통제하기 위해 (모형 3)에서 배당 변수들을 제외한 후 분석을 실시하였으며 마지막으로 (모형 5)와 (모형 6)에서는 배당 관련 변수의 유무를 고려하면서 지배구조 수준에 따라 보유현금변화가 해당 기업의 가치에 미치는 영향이 유의적으로 차이가 나는지 확인할 수 있도록 지배구조점수 수준이 높은 그룹을 나타내는 더미변수와 보유현금변화간의 교차항( $CG(H) \times dCash$ )을 추가하여 분석하였다.

<표 4> 보유현금변화와 기업가치의 관계 분석결과

보유현금의 변화( $dCash$ )가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과로써 종속변수인 기업가치( $V$ )는 연말 기준 보통주의 시장가치와 우선주의 장부가치 그리고 부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값이다.  $CG$ 는 표본기업이 특정 연도에 취득한 지배구조점수를 해당 연도의 지배구조점수 총점으로 나눈 값이며  $CG(H)$ 는  $CG$ 가 중위값 이상일 때 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이다.  $E$ 는 영업이익과 감가상각비의 합을 총자산으로 표준화한 값,  $NA$ 는 총자산 대비 순자산(=총자산-보유현금) 비율,  $RD$ 는 총자산 대비 연구개발비,  $I$ 는 총자산 대비 지급이자 비율,  $D$ 는 총자산 대비 보통주 배당금 총액비율이다.  $Cash$ 는 총자산 대비 보유현금비율로써 보유현금은 현금 및 현금등가물과 시장성유가증권의 합이다. 또한,  $dX_t$ 와  $dX_{t+1}$ 은 각각  $(t-1)$ 시점에서  $t$ 시점까지와  $t$ 시점에서  $(t+1)$ 시점까지의  $X$ 변수의 변화를 총자산으로 표준화한 값이다.  $Chaebol$ 은 상호출자제한기업일 경우 1의 값을 갖고 나머지는 0의 값을 갖는 제벌더미변수,  $YearDum$ 은 연도별 더미변수를 나타낸다. 2002년부터 2007년까지 지배구조평가점수가 존재하는 유가증권시장 12월 결산 제조업 중 한국기업지배구조센터(KCGS)에서 제공하는 지배구조점수가 존재하는 기업 중 자본잠식 또는 관리대상종목으로 지정되지 않은 기업들을 표본으로 선정했다. ( )은 이분산성을 고려하기 위해 white correction한 후의 p-value이며 VIF는 분산팽창계수를 나타낸다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 표시한다.

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4		모형 5		모형 6	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$CG_t$					0.416 (0.000)***	1.66	0.409 (0.000)***	1.33	0.372 (0.000)***	1.53	0.457 (0.000)***	1.22
$E_t$	0.158 (0.478)	1.74	0.093 (0.674)	1.79	-0.134 (0.537)	1.79	0.348 (0.097)*	1.45	-0.116 (0.369)	1.81	0.243 (0.052)*	1.39
$dE_t$	0.500 (0.039)**	1.31	0.591 (0.013)**	1.31	0.664 (0.005)***	1.31	0.531 (0.021)**	1.22	0.698 (0.000)***	1.31	0.277 (0.086)*	1.20
$dE_{t+1}$	0.454 (0.033)**	1.24	0.368 (0.083)*	1.25	0.422 (0.044)**	1.25	0.540 (0.011)**	1.16	0.373 (0.007)***	1.25	0.418 (0.006)***	1.17
$dNA_t$	0.124 (0.149)	1.54	0.078 (0.361)	1.55	0.069 (0.425)	1.56	0.039 (0.648)	1.52	0.067 (0.178)	1.56	0.088 (0.096)*	1.46
$dNA_{t-1}$	0.755 (0.000)***	1.61	0.739 (0.000)***	1.62	0.670 (0.000)***	1.65	0.636 (0.000)***	1.60	0.670 (0.000)***	1.64	0.523 (0.000)***	1.86
$RD_t$	8.106 (0.000)***	1.30	7.600 (0.000)***	1.31	6.873 (0.000)***	1.33	6.933 (0.000)***	1.33	6.559 (0.000)***	1.34	7.025 (0.000)***	1.34
$dRD_t$	0.192 (0.910)	1.33	0.975 (0.567)	1.34	1.463 (0.383)	1.34	1.975 (0.258)	1.34	1.718 (0.162)	1.34	2.051 (0.127)	1.34
$dRD_{t-1}$	6.489 (0.000)***	1.05	6.549 (0.000)***	1.05	7.096 (0.000)***	1.06	6.710 (0.000)***	1.05	6.878 (0.000)***	1.06	7.003 (0.000)***	1.07
$I_t$	5.207 (0.000)***	1.64	5.494 (0.000)***	1.65	6.149 (0.000)***	1.66	4.926 (0.000)***	1.42	6.617 (0.000)***	1.68	5.195 (0.000)***	1.48

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4		모형 5		모형 6	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$dI_t$	-1.074 (0.225)	1.18	-1.825 (0.040)**	1.20	-2.244 (0.011)**	1.20	-2.689 (0.003)***	1.19	-2.761 (0.000)***	1.22	-1.584 (0.022)**	1.16
$dI_{t+1}$	3.132 (0.069)*	1.65	3.229 (0.059)*	1.66	2.590 (0.132)	1.67	1.864 (0.287)	1.65	2.733 (0.011)**	1.67	2.317 (0.055)*	1.66
$D_t$	6.083 (0.000)***	2.10	6.857 (0.000)***	2.11	6.290 (0.000)***	2.13			6.414 (0.000)***	2.13		
$dD_t$	-4.445 (0.022)**	1.60	-3.730 (0.050)**	1.60	-1.911 (0.306)	1.66			-1.554 (0.287)	1.63		
$dD_{t+1}$	-4.168 (0.017)**	1.21	-2.627 (0.120)	1.23	-0.002 (0.999)	1.39			0.742 (0.578)	1.30		
$dV_{t+1}$	-0.375 (0.000)***	1.65	-0.382 (0.000)***	1.65	-0.343 (0.000)***	1.67	-0.326 (0.000)***	1.56	-0.351 (0.000)***	1.68	-0.194 (0.000)***	1.87
$dCash_t$	0.402 (0.017)**	1.09	0.369 (0.026)**	1.09	0.289 (0.078)*	1.10	0.293 (0.072)*	1.08	0.214 (0.061)*	1.11	0.238 (0.087)*	1.37
$CG(H)_t \times dCash_t$									0.656 (0.000)***	1.24	0.514 (0.074)*	1.30
$dCash_{t+1}$	0.793 (0.000)***	1.18	0.735 (0.000)***	1.18	0.684 (0.000)***	1.18	0.635 (0.000)***	1.18	0.690 (0.000)***	1.19	0.680 (0.000)***	1.20
$Chaebol$			0.154 (0.000)***	1.05	0.085 (0.000)***	1.16	0.081 (0.000)***	1.13	0.084 (0.000)***	1.14	0.061 (0.002)***	1.12
$Constant$	0.731 (0.000)***		0.721 (0.000)***		-1.205 (0.000)***		-1.060 (0.000)***		-0.949 (0.000)***		-1.304 (0.000)***	
$YearDum$	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
F-value	30.54***		41.38***		51.06***		59.11***		73.18***		54.94***	
Adj.R <sup>2</sup>	0.2488		0.2887		0.3329		0.3200		0.3345		0.2710	

(모형 1)을 포함한 모든 분석 결과에서 보유현금변화( $dCash_t$ )는 종속변수인 기업 가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 기업의 보유현금이 증가할 경우 일반적으로 해당 기업의 가치가 증가한다는 Pinkowitz and Williamson(2005) 및 Pinkowitz et al.(2006)의 연구와 일치하는 결과를 제시하고 있다. 또한 기업의 수익성을 나타내는 영업이익( $E_t, dE_t, dE_{t+1}$ ), 총자산에서 현금성자산을 제외한 순자산( $dNA_t, dNA_{t+1}$ ) 및 연구개발비( $RD_t, dRD_t, dRD_{t+1}$ ) 등에 의한 투자활동, 그리고 자본조달활동과 관련된 변수( $I_t, dI_t, dI_{t+1}, D_t, dD_t, dD_{t+1}$ ) 등은 대부분 일관된 결과를 제시하고 있어 대체로 Pinkowitz and Williamson(2005) 및 Pinkowitz et al.(2006)과 유사하게 기업가치에 유의적인 영향을 주는 것을 확인할 수 있다. 특히 재벌기업이 기업가치에 미치는 영향에 대해 다소 논란의 여지가 있음에도 불구하고 (모형 2)를 비롯한 모든 모형에서 재벌더미( $Chaebol$ )의 회귀계수가 유의적인 양(+)의 값을 보였는데 이는 김영숙, 이재춘(2000)과 박광우, 박래수, 황이석(2005)등 관련된 기존 연구와 일치하는 결과이다.



(모형 3)과 (모형 4)를 살펴보면 총점기준으로 지배구조점수( $CG$ )와 기업가치가 유의적인 양(+의) 관계를 보여 기존의 연구결과와 일관되게 우수한 지배구조는 기업가치를 증가시키는 것으로 나타났으며 지배구조 효과를 통제한 이후에도 보유현금변화는 유의적인 양(+의) 값을 가지는 것으로 나타났다. 이와 더불어 기업지배구조 수준에 따라 기업내 보유현금변화가 기업가치에 미치는 영향이 다를 수 있는지 확인하기 위해 분석한 결과인 (모형 5)과 (모형 6)를 살펴보면 지배구조 수준이 높지 않을 경우 (모형 5)와 (모형 6)에서 보유현금변화( $dCash_t$ )의 계수가 각각 0.214와 0.238인데 반해 지배구조 수준이 높을 경우 각각 추가로 0.656과 0.514가 더해진 0.870 및 0.752로 모두 유의적으로 높은 값을 보여 보유현금수준변화가 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 지배구조 수준이 높을수록 유의적으로 크다는 대리인이론에서의 주장을 지지하는 결과를 보인다. 이는 소유와 경영이 분리될수록 기업내 보유현금이 증가함에 따라 경영자는 주주의 이익보다는 자신의 사적 이익을 위해 보유현금에 대해 재량적 권한을 더욱 행사하는 등 대리인문제가 발생할 가능성이 높아짐에도 불구하고 지배구조 수준이 높은 기업에서는 이런 경영자나 대주주의 의사결정 행위를 적절히 감시함으로써 보유현금의 증가가 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 더 크다는 것을 보여주는 것이다.

한편, <표 4>의 모든 모형에서 각 변수들의 분산팽창계수(variance inflation factor; VIF)<sup>2)</sup>가 최대 2.5를 넘지 않는 것으로 나타나 다중공선성 문제(multicollinearity problem)가 분석결과에 심각하게 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

그런데 <표 4>의 경우 지배구조와 기업가치간의 내생성(endogeneity)으로 인해 왜곡된 결과가 나타날 수 있음을 고려하지는 않고 있다. 따라서 본 연구에서는 개별 기업의 1시차 전의 지배구조점수( $CG_{t-1}$ )를 사용하여 지배구조의 내생성을 통제한 후 추가적인 분석을 실시하였으며 그 결과를 <표 5>에 정리하였다.<sup>3)</sup>

<표 5>의 결과는 <표 4>의 (모형 3)~(모형 6)을 지배구조점수의 내생성을 고려하여 분석한 것으로 지배구조 및 재벌효과를 통제한 이후에도 모든 모형에서 보유현금의 변화( $dCash_t$ )는 기업가치에 유의적인 양(+의) 영향을 미치는 것으로 나타나 <표 4>의 결과와 일치하는 것을 확인할 수 있다. 특히, (모형 3)과 (모형 4)에서는 교차항인  $CG(H) \times$

2) 일반적으로 VIF가 10이상일 경우 다중공선성 문제가 심각한 것으로 판단한다.

3) 내생성을 통제하기 위해 2단계 추정모형(2SLS)을 사용할 수 있지만 도구변수(instrumental variables) 선정상의 문제점 등으로 인해 본 연구에서는 1시차 전의 지배구조점수를 사용하였다. 도구변수로 기업규모, 수익성, 부채비율, 재벌여부, 기업연혁 등을 모두 고려한 2단계 추정모형(2SLS)을 이용한 추가적인 분석에서도 지배구조수준이 높을수록 보유현금의 가치가 높다는 일관된 결과를 확인할 수 있었다. 해당 결과는 지면관계상 생략하였다.

$dCash$ 의 회귀계수가 모두 유의적인 양(+)의 값을 보여 내생성을 고려한 이후에도 기업지배구조 수준이 높을수록 보유현금변화가 기업가치에 미치는 영향은 유의적으로 크게 나타난다는 앞의 결과를 역시 지지하고 있다. 이와 함께 모든 모형에서 지배구조가 우수한 기업일수록 기업가치 역시 유의적으로 높다는 결과를 얻었고, 재벌기업(*Chaebol*) 변수도 유의적인 양(+)의 값을 보이는 것을 재확인할 수 있으며, 다중공선성 문제도 크지 않은 것으로 나타났다.

한편, Pinkowitz et al.(2006)이 언급한 바와 같이 보유현금에 대한 기업가치의 직접적인 민감도를 확인하기 위해 <표 4>와 동일한 모형을 사용하되 보유현금의 변화( $dCash_t, dCash_{t+1}$ ) 대신 보유현금의 수준변수(*Cash*)를 이용한 추가적인 분석을 실시한 결과는 <표 6>에 정리하였다.

분석 결과, 모든 모형에서 보유현금(*Cash*)은 기업가치에 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났으며 <표 4> 및 <표 5>의 결과와 동일하게 재벌기업(*Chaebol*)일수록 기업가치가 더욱 높은 것을 확인할 수 있다. 특히 지배구조가 기업가치에 미치는 전반적인 영향을 살펴본 (모형 3)~(모형 6) 모두에 있어 회귀계수가 유의적인 양(+)의 값을 보여 지배구조가 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤다. 또한 (모형 5)과 (모형 6)에서  $CG(H) \times Cash$ 는 배당변수의 포함 여부와 무관하게 모두 유의적인 양(+)의 값을 보였다. <표 4>에서와 같은 방식으로 해석해 보면 기업지배구조가 우수한 기업군의 보유현금수준변수의 회귀계수가 0.579 및 0.678에서 각각 0.907 및 0.988로 증가하여 앞의 결과와 동일하게 대리인 이론에서의 주장을 지지하고 있다.

한편, <표 5>에서의 분석과 동일하게 보유현금의 수준변수를 사용하는 경우에도 지배구조변수의 내생성은 존재할 수 있으므로 <표 7>에서는 1시차 전의 지배구조점수( $CG_{t-1}$ )를 이용해 추가적인 분석을 하였다. 그 결과, 배당 관련 변수의 고려 여부와 무관하게 모든 모형에서 보유현금(*Cash*)은 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 주었으며 내생성을 고려한 지배구조점수( $CG_{t-1}$ ) 역시 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 앞의 결과와 일관되게 지배구조 수준이 높은 기업일수록 보유현금 수준이 기업가치에 미치는 영향( $CG(H) \times Cash$ )이 더욱 긍정적인 것으로 나타나 <표 4>~<표 6>의 결과들을 대부분 지지하고 있다.

개별기업의 지배구조 총점을 이용한 전반적인 효과뿐만 아니라 지배구조점수를 구성하는 하부 영역, 즉 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구 및 경영과실배분 각각의 효과도 추가적으로 분석한 결과는 보유현금의 변화( $dCash$ ) 및 수준(*Cash*) 변수를 이용한 모든 모형에서 지배구조점수를 구성하는 5개 하부영역이 일관되게 보유현금의 가치에

유의적인 양(+)<sup>4)</sup>의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기존의 국내외연구가 경영권방어수단(anti-takeover provision)이나 소유구조에 주로 중점을 둔 것과는 대조적으로 국내에서는 이사회 및 감사기구 등을 포함해 기업의 투명성에 영향을 미칠 수 있는 모든 영역이 해당 기업의 보유현금 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하는 것이다.<sup>4)</sup>

따라서 <표 4>에서 <표 7>의 결과를 종합해 볼 때, 독립변수들 간의 다중공선성 및 이분산성을 고려한 이후에도 보유현금은 변화변수와 수준변수 모두에서 기업가치를 유의적으로 증가시키는 것으로 나타났으며 특히 국내에서도 지배구조 수준이 높아 경영자의 의사결정이 효율적으로 감시할 수 있는 기업일수록 대리인비용의 감소로 인해 해당 보유현금이 기업가치에 미치는 영향은 유의적으로 높다는 대리인이론을 대부분 지지하는 것으로 나타났다.

한편, <표 4>~<표 7>에서 분석에 사용한 Fama and French(1998) 모형은 기존 연구들에서 설명력이 뛰어난 것으로 알려져 있지만 해당 모형의 신뢰성에 다소 한계가 있는 것은 사실이다. 따라서 Kalcheva and Lins(2007) 등과 유사하게 일반적인 기업가치 분석에 사용한 모형을 고려해 분석하였으며 그 결과는 <표 8>에 정리되어 있다.

<표 5> 1시차 전의 지배구조점수를 통한 보유현금변화와 기업가치의 관계 분석결과

보유현금의 변화(*dCash*)가 기업가치에 미치는 영향을 1시차 전의 지배구조점수를 이용하여 내생성을 통제 한 후 분석한 결과로써 종속변수인 기업가치(*V*)는 연말 기준 보통주의 시장가치와 우선주의 장부가치, 그리고 부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값이다. *CG*는 표본기업이 특정 연도에 취득한 지배구조점수를 해당 연도의 지배구조점수 총점으로 나눈 값이며 *CG(H)*는 *CG*가 중위값 이상일 때 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이다. *E*는 영업이익과 감가상각비의 합을 총자산으로 표준화한 값, *NA*는 총자산 대비 순자산(=총자산-보유현금) 비율, *RD*는 총자산 대비 연구개발비, *I*는 총자산 대비 지급이자 비율, *D*는 총자산 대비 보통주 배당금 총액비율이며 *Cash*는 총자산 대비 보유현금비율로써 보유현금은 현금 및 현금등가물과 시장성유가증권의 합이다. 또한,  $dX_t$ 와  $dX_{t+1}$ 은 각각 ( $t-1$ )시점에서  $t$ 시점까지와  $t$ 시점에서 ( $t+1$ )시점까지의  $X$ 변수의 변화를 총자산으로 표준화한 값이다. *Chaebol*은 상호출자제한기업일 경우 1의 값을 갖고 나머지는 0의 값을 갖는 제별더미변수, *YearDum*은 연도별 더미변수이다. 2002년부터 2007년까지 지배구조평가점수가 존재하는 유가증권시장 12월 결산 제조업 중 한국기업지배구조센터(KCGS)에서 제공하는 지배구조점수가 존재하는 기업 중 자본잠식 또는 관리대상종목으로 지정되지 않은 기업들을 표본으로 했다. ( )은 이분산성을 고려하기 위해 white correction한 후의 p-value이며 VIF는 분산팽창계수를, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 표시한다.

	OLS - Lag(CG)							
	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
<i>CG</i> <sub><i>t-1</i></sub>	0.113 (0.007)***	3.23	0.393 (0.000)***	1.32	0.288 (0.000)***	1.63	0.286 (0.000)***	1.72

4) 지배구조점수를 구성하는 5개 하부 영역별 효과를 구체적으로 분석한 결과는 지면관계상 생략하였다.

	OLS-Lag(CG)							
	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$E_t$	-0.156 (0.210)	1.91	0.024 (0.911)	1.42	-0.186 (0.183)	1.80	0.209 (0.377)	1.47
$dE_t$	0.412 (0.003)***	1.32	0.406 (0.089)*	1.20	0.347 (0.038)**	1.32	0.302 (0.210)	1.21
$dE_{t+1}$	0.443 (0.001)***	1.33	0.432 (0.056)*	1.18	0.162 (0.303)	1.30	0.246 (0.319)	1.17
$dNA_t$	0.043 (0.341)	1.48	0.058 (0.478)	1.44	0.107 (0.042)**	1.50	0.101 (0.267)	1.46
$dNA_{t+1}$	0.541 (0.000)***	1.95	0.616 (0.000)***	1.87	0.611 (0.000)***	1.87	0.593 (0.000)***	1.86
$RD_t$	7.118 (0.000)***	1.31	7.174 (0.000)***	1.31	7.054 (0.000)***	1.34	7.069 (0.000)***	1.34
$dRD_t$	1.503 (0.208)	1.30	1.032 (0.575)	1.29	0.455 (0.732)	1.33	1.172 (0.548)	1.33
$dRD_{t+1}$	7.687 (0.000)***	1.06	6.581 (0.000)***	1.06	6.692 (0.000)***	1.07	6.059 (0.000)***	1.07
$I_t$	6.747 (0.000)***	2.11	4.964 (0.000)***	1.76	7.244 (0.000)***	1.78	5.449 (0.000)***	1.51
$dI_t$	-2.101 (0.000)***	1.24	-1.486 (0.063)*	1.17	-1.191 (0.088)*	1.21	-1.445 (0.130)	1.17
$dI_{t+1}$	2.251 (0.023)**	1.97	2.434 (0.106)	1.88	4.240 (0.000)***	1.68	3.129 (0.100)*	1.66
$D_t$	8.980 (0.000)***	2.09			6.777 (0.000)***	2.04		
$dD_t$	3.962 (0.016)**	1.38			3.575 (0.057)*	1.40		
$dD_{t+1}$	4.204 (0.002)***	1.76			-1.134 (0.382)	1.28		
$dV_{t+1}$	-0.236 (0.000)***	2.16	-0.263 (0.000)***	1.94	-0.254 (0.000)***	1.93	-0.235 (0.000)***	1.90
$dCash_t$	0.184 (0.086)*	1.11	0.280 (0.080)*	1.09	0.228 (0.069)*	1.13	0.306 (0.094)*	1.11
$CG(H)_{t-1} \times dCash_t$					0.756 (0.000)***	1.22	0.841 (0.000)***	1.19
$dCash_{t+1}$	0.620 (0.000)***	1.19	0.671 (0.000)***	1.19	0.720 (0.000)***	1.20	0.695 (0.000)***	1.20
$Chaebol$	0.097 (0.000)***	1.22	0.056 (0.004)***	1.13	0.075 (0.000)***	1.17	0.069 (0.002)***	1.17
$Constant$	0.001 (0.995)		-1.032 (0.000)***		-0.632 (0.000)***		-0.575 6(0.001)***	
$YearDum$	Yes		Yes		Yes		Yes	
F-value	56.88***		39.25***		46.88***		34.28***	
Adj.R <sup>2</sup>	0.313		0.247		0.282		0.267	

<표 6> 보유현금수준과 기업가치의 관계 분석결과

보유현금수준(*Cash*)이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과로써 종속변수인 기업가치(*V*)는 연말 기준 보통주의 시장가치와 우선주의 장부가치, 그리고 부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값이다. *CG*는 표본기업이 특정 연도에 취득한 지배구조점수를 해당 연도의 지배구조점수 총점으로 나눈 값이며 *CG(H)*는 *CG*가 중위값 이상일 때 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이다. *E*는 영업이익과 감가상각비의 합을 총자산으로 표준화한 값, *NA*는 총자산 대비 순자산(=총자산-보유현금) 비율, *RD*는 총자산 대비 연구개발비, *I*는 총자산 대비 지급이자 비율, *D*는 총자산 대비 보통주 배당금 총액비율이며 *Cash*는 총자산 대비 보유현금비율로써 보유현금은 현금총자산현금등가물과 시장성유가증권의 합이다. 또한,  $dX_t$ 와  $dX_{t+1}$ 들은 각각  $(t-1)$ 시점에서  $t$ 시점까지와  $t$ 시점에서  $(t+1)$ 시점까지의 *X*변수의 변화를 총자산으로 표준화한 값이다. *Chaebol*은 상호출자제한기업일 경우 1의 값을 갖고 나머지는 0의 값을 갖는 제벌더미변수, *YearDum*은 연도별 더미변수이다. 2002년부터 2007년까지 지배구조평가점수가 존재하는 유가증권상장 12월 결산 제조업 중 한국기업지배구조센터(KCGS)에서 제공하는 지배구조점수가 존재하는 기업 중 자본잠식 또는 관리대상 종목으로 지정되지 않은 기업들을 표본으로 했다. ( )은 이분산성을 고려하기 위해 white correction한 후의 p-value이며 VIF는 분산팽창계수를, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 표시한다.

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4		모형 5		모형 6	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
<i>CG<sub>t</sub></i>					0.470 (0.000)***	1.37	0.187 (0.000)***	3.19	0.409 (0.000)***	2.01	0.406 (0.000)***	1.44
<i>E<sub>t</sub></i>	0.540 (0.017)**	1.75	0.362 (0.112)	1.79	-0.054 (0.808)	1.78	0.640 (0.004)***	1.59	-0.059 (0.794)	1.81	0.344 (0.003)***	1.47
<i>dE<sub>t</sub></i>	0.490 (0.041)**	1.30	0.549 (0.023)**	1.31	0.669 (0.007)***	1.31	0.465 (0.047)**	1.21	0.654 (0.008)***	1.31	0.543 (0.000)***	1.21
<i>dE<sub>t+1</sub></i>	0.593 (0.006)***	1.25	0.538 (0.012)**	1.25	0.563 (0.008)***	1.23	0.755 (0.000)***	1.16	0.564 (0.008)***	1.24	0.658 (0.000)***	1.15
<i>dNA<sub>t</sub></i>	0.105 (0.202)	1.56	0.087 (0.292)	1.56	0.097 (0.249)	1.55	0.081 (0.322)	1.52	0.105 (0.214)	1.55	0.079 (0.113)	1.52
<i>dNA<sub>t+1</sub></i>	0.552 (0.000)***	1.74	0.541 (0.000)***	1.74	0.575 (0.000)***	1.63	0.518 (0.000)***	1.65	0.585 (0.000)***	1.64	0.554 (0.000)***	1.59
<i>RD<sub>t</sub></i>	7.352 (0.000)***	1.31	6.970 (0.000)***	1.32	6.508 (0.000)***	1.33	6.794 (0.000)***	1.35	6.484 (0.000)***	1.34	6.479 (0.000)***	1.34
<i>dRD<sub>t</sub></i>	1.875 (0.267)	1.34	2.236 (0.185)	1.34	2.042 (0.221)	1.34	2.465 (0.155)	1.35	1.883 (0.258)	1.34	2.448 (0.048)**	1.34
<i>dRD<sub>t+1</sub></i>	7.074 (0.000)***	1.06	7.061 (0.000)***	1.06	6.863 (0.000)***	1.05	6.731 (0.000)***	1.06	6.852 (0.000)***	1.06	6.474 (0.000)***	1.06
<i>I<sub>t</sub></i>	7.009 (0.000)***	1.75	7.172 (0.000)***	1.75	7.439 (0.000)***	1.76	6.256 (0.000)***	1.56	7.434 (0.000)***	1.76	6.616 (0.000)***	1.55
<i>dI<sub>t</sub></i>	-3.414 (0.000)***	1.21	-3.187 (0.000)***	1.21	-2.267 (0.014)**	1.18	-3.038 (0.001)***	1.20	-2.267 (0.014)**	1.18	-2.662 (0.000)***	1.18
<i>dI<sub>t+1</sub></i>	2.597 (0.130)	1.69	3.339 (0.052)*	1.70	4.362 (0.014)**	1.69	3.137 (0.076)*	1.69	4.307 (0.014)**	1.69	3.836 (0.000)***	1.68
<i>D<sub>t</sub></i>	8.650 (0.000)***	2.23	8.492 (0.000)***	2.23	5.443 (0.000)***	2.12			5.391 (0.000)***	2.13		
<i>dD<sub>t</sub></i>	-0.185 (0.920)	1.78	-0.354 (0.847)	1.78	-1.850 (0.305)	1.59			-2.011 (0.267)	1.60		
<i>dD<sub>t+1</sub></i>	5.662 (0.004)***	1.77	5.297 (0.005)***	1.78	0.793 (0.628)	1.28			0.560 (0.731)	1.29		

	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4		모형 5		모형 6	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$dV_{t+1}$	-0.274 (0.000)***	1.89	-0.276 (0.000)***	1.89	-0.287 (0.000)***	1.52	-0.261 (0.000)***	1.58	-0.295 (0.000)***	1.55	-0.278 (0.000)***	1.43
$Cash_t$	0.500 (0.000)***	1.15	0.595 (0.000)***	1.17	0.661 (0.000)***	1.17	0.722 (0.000)***	1.16	0.579 (0.000)***	1.35	0.678 (0.000)***	1.33
$CG(H)_t \times Cash_t$									0.328 (0.057)*	1.43	0.310 (0.017)**	1.36
$Chaebol_t$			0.165 (0.000)***	1.07	0.100 (0.000)***	1.15	0.137 (0.000)***	1.23	0.103 (0.000)***	1.17	0.100 (0.000)***	1.15
Constant	0.813 (0.000)***		0.773 (0.000)***		-1.471 (0.000)***		-0.099 (0.685)		-1.184 (0.000)***		-1.146 (0.000)***	
YearDum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
F-value	54.58***		57.48***		52.97***		63.71***		48.49***		88.35***	
Adj.R <sup>2</sup>	0.3330		0.3532		0.3282		0.3430		0.3304		0.3293	

<표 7> 1시차 전의 지배구조점수를 통한 보유현금수준과 기업가치의 관계 분석결과

보유현금수준( $Cash$ )이 기업가치에 미치는 영향을 1시차 전의 지배구조점수를 이용하여 내생성을 통제한 후 분석한 결과로써 종속변수인 기업가치( $V$ )는 연말 기준 보통주의 시장가치와 우선주의 장부가치, 그리고 부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값이다.  $CG$ 는 표본기업이 특정 연도에 취득한 지배구조점수를 해당 연도의 지배구조점수 총점으로 나눈 값이며  $CG(H)$ 는  $CG$ 가 중위값 이상일 때 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이다.  $E$ 는 영업이익과 감가상각비의 합을 총자산으로 표준화한 값,  $NA$ 는 총자산 대비 순자산(= 총자산-보유현금) 비율,  $RD$ 는 총자산 대비 연구개발비,  $I$ 는 총자산 대비 지급이자 비율,  $D$ 는 총자산 대비 보통주 배당금 총액비율이며  $Cash$ 는 총자산 대비 보유현금비율로써 보유현금은 현금 및 현금등가물과 시장성유가증권의 합이다. 또한,  $dX_t$ 와  $dX_{t+1}$ 은 각각  $(t-1)$ 시점에서  $t$ 시점까지와  $t$ 시점에서  $(t+1)$ 시점까지의  $X$ 변수의 변화를 총자산으로 표준화한 값이다.  $Chaebol$ 은 상호출자제한기업일 경우 1의 값을 갖고 나머지는 0의 값을 갖는 차별더미변수,  $YearDum$ 은 연도별 더미변수이다. 2002년부터 2007년까지 지배구조평가점수가 존재하는 유가증권시장 12월 결산 제조업 중 한국기업지배구조센터(KCGS)에서 제공하는 지배구조점수가 존재하는 기업 중 자본잠식 또는 관리대상종목으로 지정되지 않은 기업들을 표본으로 했다. ( )은 이분산성을 고려하기 위해 white correction한 후의 p-value이며 VIF는 분산팽창계수를, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 표시한다.

	OLS - Lag(CG)							
	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$CG_{t-1}$	0.351 (0.000)***	1.72	0.402 (0.000)***	1.32	0.298 (0.000)***	1.77	0.381 (0.000)***	1.33
$E_t$	-0.352 (0.137)	1.81	0.035 (0.875)	1.41	-0.178 (0.475)	1.83	0.187 (0.432)	1.43
$dE_t$	0.530 (0.037)**	1.30	0.473 (0.054)*	1.19	0.427 (0.095)*	1.32	0.347 (0.162)	1.19
$dE_{t+1}$	0.393 (0.090)*	1.31	0.519 (0.024)**	1.17	0.213 (0.403)	1.29	0.352 (0.163)	1.16
$dNA_t$	0.072 (0.371)	1.47	0.092 (0.246)	1.44	0.106 (0.236)	1.49	0.129 (0.147)	1.45
$dNA_{t+1}$	0.531 (0.000)***	1.85	0.508 (0.000)***	1.82	0.511 (0.000)***	1.84	0.488 (0.000)***	1.82

	OLS-Lag(CG)							
	모형 1		모형 2		모형 3		모형 4	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$RD_t$	6.954 (0.000)***	1.31	6.936 (0.000)***	1.31	6.938 (0.000)***	1.34	6.882 (0.000)***	1.35
$dRD_t$	0.950 (0.590)	1.29	1.376 (0.453)	1.29	1.227 (0.513)	1.33	1.623 (0.405)	1.33
$dRD_{t+1}$	6.735 (0.000)***	1.06	6.245 (0.000)***	1.06	6.328 (0.000)***	1.07	5.858 (0.000)***	1.07
$I_t$	7.696 (0.000)***	2.19	6.281 (0.000)***	1.89	7.997 (0.000)***	1.86	6.627 (0.000)***	1.61
$dI_t$	-1.624 (0.050)**	1.21	-1.512 (0.072)*	1.16	-1.581 (0.108)	1.20	-1.415 (0.153)	1.15
$dI_{t+1}$	4.932 (0.001)***	1.94	4.063 (0.009)***	1.90	5.646 (0.003)***	1.70	5.059 (0.011)**	1.68
$D_t$	6.622 (0.000)***	2.05			6.497 (0.000)***	2.04		
$dD_t$	3.402 (0.076)*	1.35			3.311 (0.120)	1.38		
$dD_{t+1}$	-1.365 (0.370)	1.27			-0.866 (0.595)	1.27		
$dV_{t+1}$	-0.217 (0.000)***	1.78	-0.206 (0.000)***	1.76	-0.192 (0.000)***	1.73	-0.179 (0.000)***	1.71
$Cash_t$	0.593 (0.000)***	1.16	0.706 (0.000)***	1.15	0.550 (0.000)***	1.33	0.685 (0.000)***	1.31
$CG(H)_{t-1} \times Cash_t$					0.476 (0.011)**	1.35	0.442 (0.025)**	1.31
$Chaebol_t$	0.087 (0.000)***	1.17	0.079 (0.000)***	1.15	0.094 (0.000)***	1.19	0.081 (0.000)***	1.17
Constant	-0.973 (0.000)***		-1.163 (0.000)***		-0.749 (0.000)***		-1.096 (0.000)***	
YearDum	Yes		Yes		Yes		Yes	
F-value	38.30***		45.97***		33.51***		38.29***	
Adj.R <sup>2</sup>	0.2762		0.2575		0.2885		0.2689	

<표 8>은 앞에서와 같은 방식으로 (패널 A)에는 지배구조점수의 내생성을 고려하지 않은 분석 결과를, (패널 B)에는 1시차 전의 지배구조점수를 사용하여 내생성을 통제한 분석결과를 나타낸다. (패널 A)와 (패널 B) 모두에서 보유현금수준( $Cash$ )은 기업가치에 유의적으로 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 기업지배구조 관련 변수들 역시 기업가치와 양(+)의 관계를 가져 Fama and French(1998) 모형에서의 분석결과와 대부분 일치하고 있다. 이와 더불어 지배구조 변수와 보유현금 변수간의 교차항인  $CG(H) \times Cash$ 는 (패널 A)의 (모형 3)과 지배구조의 내생성을 추가적으로 고려한 (패널 B)의 (모형 2) 모두

에서 동일하게 유의적인 양(+)<sup>5)</sup>의 값을 보여 지배구조 수준이 높은 기업일수록 보유현금이 기업가치에 미치는 영향은 유의적으로 크다는 결과를 재확인할 수 있다.

한편, 기업규모(*Size*)가 크고 업력(*ln(Age)*)이 오래된 기업일수록 기업가치는 낮으며 수익성(*E*), 부채비율(*Leverage*), 투자활동으로 인한 고정자산의 증가(*Capex*) 및 매출액 대비 광고선전비(*Advertisement*) 그리고 재벌더미(*Chaebol*)가 유의적인 양(+)<sup>5)</sup>의 값을 보여 박현준, 신현한, 최완수(2004)의 연구와 유사한 결과를 제시하고 있다.<sup>5)</sup>

<표 8> 대안변수를 통한 보유현금수준과 기업가치의 관계 분석결과

보유현금수준(*Cash*)이 기업가치에 미치는 영향을 대안변수를 이용하여 분석한 결과로써 (Panel A)는 기본 분석모형을 분석한 결과이고 (Panel B)는 지배구조의 내생성을 통제하여 분석한 결과이다. 종속변수인 기업가치(*V*)는 연말 기준 보통주의 시장가치와 우선주의 장부가치, 그리고 부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값이다. *CG*는 표본기업이 특정 연도에 취득한 지배구조점수를 해당 연도의 지배구조점수 총점으로 나눈 값이며 *CG(H)*는 *CG*가 중위값 이상일 때 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이다. *Size*는 총자산의 자연로그 값, *E*는 영업이익과 감가상각비의 합을 총자산으로 표준화한 값, *Capex*는 전년 대비 유형고정자산의 증가율, *Cash*는 총자산 대비 보유현금 비율로써 보유현금은 현금 및 현금등가물과 시장성유가증권의 합이다. *ln(Age)*는 기업업력의 자연로그 값, *Advertisement*는 매출액 대비 광고선전비, *Leverage*는 총자산 대비 총부채비율, *Chaebol* 상호출자제한기업일 경우 1의 값을 갖고 나머지는 0의 값을 갖는 재벌더미변수, *YearDum*은 연도별 더미변수이다. 2002년부터 2007년까지 지배구조평가점수가 존재하는 유가증권시장 12월 결산 제조업 중 한국기업지배구조센터(KCGS)에서 제공하는 지배구조점수가 존재하는 기업 중 자본잠식 또는 관리대상종목으로 지정되지 않은 기업들을 표본으로 했다. ( )은 이분산성을 고려하기 위해 white correction한 후의 p-value이며 VIF는 분산팽창계수를, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 표시한다.

(Panel A) : 대안변수를 이용한 분석

	모형 1		모형 2		모형 3	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
<i>CG<sub>t</sub></i>			1.198 (0.000)***	1.79	0.457 (0.000)***	1.56
<i>Size<sub>t</sub></i>	-0.016 (0.056)*	1.85	-0.041 (0.000)***	2.37	-0.051 (0.000)***	2.12
<i>E<sub>t</sub></i>	0.859 (0.000)***	1.27	0.736 (0.000)***	1.30	0.629 (0.000)***	1.28
<i>Leverage<sub>t</sub></i>	0.667 (0.000)***	1.15	0.699 (0.000)***	1.17	0.711 (0.000)***	1.16
<i>Capex<sub>t</sub></i>	0.150 (0.000)***	1.03	0.153 (0.000)***	1.03	0.160 (0.000)***	1.03
<i>Cash<sub>t</sub></i>	0.983 (0.000)***	1.12	0.989 (0.000)***	1.12	0.918 (0.000)***	1.30

5) 한편, 횡단면적인 특성 및 시계열적인 특성을 가진 자료상의 특성을 고려하기 위해 *CG<sub>t</sub>*와 *CG<sub>t-1</sub>* 변수를 이용해 추가적으로 실시한 고정효과모형(fixed-effect model)을 이용한 패널분석에서도 <표 4>~<표 8>의 결과는 동일하게 나타났다.



	모형 1		모형 2		모형 3	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$CG(H)_t \times Cash_t$					0.357 (0.051)*	1.37
$\ln(Age)_t$	-0.005 (0.000)***	1.08	-0.004 (0.000)***	1.10	-0.004 (0.000)***	1.09
$Advertisement_t$	4.498 (0.000)***	1.03	4.190 (0.000)***	1.04	4.069 (0.000)***	1.03
$Chaebol_t$	0.203 (0.000)***	1.65	0.193 (0.000)***	1.65	0.190 (0.000)***	1.65
Constant	1.261 (0.000)***		1.516 (0.000)***		-0.188 (0.411)	
YearDum	Yes		Yes		Yes	
F-value	76.38***		73.74***		78.71***	
Adj.R <sup>2</sup>	0.2977		0.3087		0.2998	

(Panel B) : 대안변수 및 내생성을 고려한 분석

	모형 1		모형 2	
	계수값 (p-value)	VIF	계수값 (p-value)	VIF
$CG_{t-1}$	0.430 (0.000)***	1.26	0.322 (0.000)***	1.53
$Size_t$	-0.045 (0.000)***	2.04	-0.045 (0.000)***	2.07
$E_t$	0.355 (0.036)**	1.20	0.640 (0.001)***	1.22
$Leverage_t$	0.601 (0.000)***	1.15	0.681 (0.000)***	1.15
$Capex_t$	0.209 (0.000)***	1.02	0.201 (0.000)***	1.02
$Cash_t$	0.888 (0.000)***	1.11	0.569 (0.000)***	1.70
$CG(H)_{t-1} \times Cash_t$			0.849 (0.000)***	1.90
$\ln(Age)_t$	-0.004 (0.000)***	1.09	-0.004 (0.000)***	1.10
$Advertisement_t$	3.762 (0.000)***	1.03	3.785 (0.000)***	1.03
$Chaebol_t$	0.163 (0.000)***	1.65	0.171 (0.000)***	1.65
Constant	-0.178 (0.411)		0.226 (0.361)	1.19
YearDum		Yes		Yes
F-value	56.28***		56.37***	
Adj.R <sup>2</sup>	0.2589		0.2815	

## 2. 강건성 검증

보유현금변화(*dCash*) 및 보유현금 수준(*Cash*)을 고려한 <표 4>와 <표 6>에서 독립변수들의 다중공선성 문제가 심각하지는 않은 것으로 나타났지만 지배구조점수는 보유현금과 채널더미변수를 포함해 기타 변수들과 상관관계가 높을 것으로 추측된다. 따라서 <표 9>에서는 지배구조점수와 기타 변수들 간의 상관관계를 보다 구체적으로 통제하기 위해 전체 표본을 지배구조점수의 중위값을 중심으로 지배구조 수준이 높은 그룹(*G(H)*)과 낮은 그룹(*G(L)*)으로 분류한 후 단순회귀분석과 함께 패널분석 방법을 이용하여 추가적인 분석을 실시하였다. (패널 A)는 보유현금변화(*dCash*)를, (패널 B)는 보유현금수준(*Cash*)을 이용한 분석결과이다.

<표 9> 지배구조점수 수준별 분석결과

보유현금 변화(*dCash*) 및 보유현금 수준(*Cash*)이 기업가치에 미치는 영향을 지배구조점수의 중위값을 중심으로 지배구조 수준이 높은 그룹(*G(H)*)과 낮은 그룹(*G(L)*)으로 분류하여 분석한 결과로써 (Panel A)는 보유현금변화가 미치는 영향을, (Panel B)에는 보유현금 수준이 미치는 영향을 단순회귀분석 및 패널분석 방법을 통해 분석한 결과이다. 종속변수인 기업가치(*V*)는 연말 기준 보통주의 시장가치와 우선주의 장부 가치, 그리고 부채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값이다. *E*는 영업이익과 감가상각비의 합을 총자산으로 표준화한 값, *NA*는 총자산 대비 순자산(=총자산-보유현금) 비율, *RD*는 총자산 대비 연구개발비, *I*는 총자산 대비 지급이자 비율, *D*는 총자산 대비 보통주 배당금 총액비율이며 *Cash*는 총자산 대비 보유현금비율로써 보유현금은 현금 및 현금등가물과 시장성유가증권의 합이다. 또한,  $dX_t$ 와  $dX_{t+1}$ 은 각각 ( $t-1$ )시점에서  $t$ 시점까지와  $t$ 시점에서 ( $t+1$ )시점까지의 *X*변수의 변화를 총자산으로 표준화한 값이다. *Chaebol*은 상호출자제한기업집단 경우 1의 값을 갖고 나머지는 0의 값을 갖는 채널더미변수, *YearDum*은 연도별 더미변수이다. 2002년부터 2007년까지 지배구조평가점수가 존재하는 유가증권상장 12월 결산 제조업 중 한국기업지배구조센터(KCGS)에서 제공하는 지배구조점수가 존재하는 기업 중 자본잠식 또는 관리대상종목으로 지정되지 않은 기업들을 표본으로 했다. ( )은 이분산성을 고려하기 위해 white correction한 후의 p-value이며 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 표시한다.

(Panel A) : 보유현금변화(*dCash*) 고려

	OLS				Panel			
	모형 1		모형 2		모형 1		모형 2	
	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)
$E_t$	0.148 (0.535)	1.757 (0.000)***	-0.235 (0.325)	1.649 (0.000)***	0.291 (0.035)**	1.586 (0.000)***	0.245 (0.076)*	1.486 (0.000)***
$dE_t$	0.539 (0.023)**	-0.283 (0.344)	0.563 (0.018)**	-0.195 (0.548)	0.226 (0.046)**	-0.225 (0.250)	0.245 (0.031)**	-0.159 (0.415)
$dE_{t+1}$	0.176 (0.429)	1.014 (0.000)***	0.150 (0.499)	0.951 (0.002)***	0.300 (0.005)***	0.602 (0.000)***	0.308 (0.004)***	0.529 (0.000)***
$dNA_t$	-0.042 (0.646)	0.463 (0.000)***	-0.050 (0.582)	0.392 (0.010)***	0.008 (0.829)	0.314 (0.000)***	0.013 (0.728)	0.298 (0.000)***
$dNA_{t+1}$	0.631 (0.000)***	0.741 (0.000)***	0.629 (0.000)***	0.720 (0.000)***	0.652 (0.000)***	0.669 (0.000)***	0.670 (0.000)***	0.651 (0.000)***

	OLS				Panel			
	모형 1		모형 2		모형 1		모형 2	
	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)
RD <sub>t</sub>	7.686 (0.000)***	7.135 (0.000)***	7.556 (0.000)***	6.439 (0.000)***	7.382 (0.000)***	6.560 (0.000)***	7.157 (0.000)***	6.378 (0.000)***
dRD <sub>t</sub>	1.394 (0.487)	0.303 (0.867)	1.297 (0.517)	2.499 (0.282)	-0.564 (0.593)	-1.490 (0.221)	-0.382 (0.716)	-1.400 (0.249)
dRD <sub>t+1</sub>	6.239 (0.000)***	6.863 (0.000)***	6.167 (0.000)***	6.798 (0.000)***	4.723 (0.000)***	5.376 (0.000)***	4.653 (0.000)***	5.434 (0.000)***
I <sub>t</sub>	6.140 (0.000)***	4.116 (0.000)***	6.121 (0.000)***	4.037 (0.000)***	5.209 (0.000)***	4.329 (0.001)***	5.224 (0.000)***	4.364 (0.001)***
dI <sub>t</sub>	-2.196 (0.011)**	1.389 (0.340)	-2.034 (0.017)**	-0.693 (0.643)	-1.493 (0.002)***	-4.469 (0.000)***	-1.525 (0.001)***	-4.353 (0.000)***
dI <sub>t+1</sub>	3.192 (0.069)*	-0.186 (0.930)	3.436 (0.050)**	0.338 (0.895)	3.515 (0.000)***	0.828 (0.550)	3.623 (0.000)***	0.830 (0.548)
D <sub>t</sub>	6.756 (0.000)***	5.129 (0.002)***	6.829 (0.000)***	7.151 (0.000)***	6.060 (0.000)***	0.887 (0.610)	5.659 (0.000)***	1.402 (0.415)
dD <sub>t</sub>	5.120 (0.016)**	-7.847 (0.000)***	4.845 (0.022)**	-7.971 (0.001)***	0.786 (0.550)	0.936 (0.559)	0.253 (0.849)	1.436 (0.363)
dD <sub>t+1</sub>	8.320 (0.000)***	-5.344 (0.003)***	7.848 (0.000)***	3.632 (0.175)	1.707 (0.149)	-2.529 (0.073)*	2.232 (0.064)*	-3.240 (0.018)**
dV <sub>t+1</sub>	-0.343 (0.000)***	-0.325 (0.000)***	-0.342 (0.000)***	-0.372 (0.000)***	-0.406 (0.000)***	-0.428 (0.000)***	-0.420 (0.000)***	-0.414 (0.000)***
dCash <sub>t</sub>	0.151 (0.386)	0.651 (0.000)***	0.113 (0.519)	0.620 (0.017)**	0.070 (0.403)	0.289 (0.009)***	0.067 (0.427)	0.278 (0.013)**
dCash <sub>t+1</sub>	0.640 (0.000)***	0.696 (0.000)***	0.630 (0.000)***	0.671 (0.002)***	0.621 (0.000)***	0.539 (0.000)***	0.630 (0.000)***	0.519 (0.000)***
Chaebol			0.115 (0.000)***	0.147 (0.000)***			0.108 (0.001)***	0.170 (0.000)***
Constant	0.870 (0.000)***	0.612 (0.000)***	0.860 (0.000)***	0.559 (0.000)***	0.845 (0.000)***	0.432 (0.000)***	0.521 (0.000)***	0.783 (0.000)***
YearDum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F-value	33.25***	38.65***	18.79***	31.52***	74.82	42.67***	72.28***	44.52***
Adj.R <sup>2</sup>	0.3169	0.2900	0.3243	0.3491	0.2728	0.2876	0.3044	0.3121

(Panel B) : 보유현금수준(Cash) 고려

	OLS				Panel			
	모형 1		모형 2		모형 1		모형 2	
	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)
E <sub>t</sub>	-0.270 (0.279)	1.959 (0.000)***	-0.342 (0.173)	1.696 (0.000)***	0.385 (0.005)***	1.753 (0.000)***	0.335 (0.016)**	1.634 (0.000)***
dE <sub>t</sub>	0.612 (0.009)***	-0.087 (0.771)	0.627 (0.007)***	-0.141 (0.666)	0.187 (0.106)	-0.237 (0.229)	0.206 (0.075)*	-0.166 (0.400)
dE <sub>t+1</sub>	0.316 (0.167)	1.153 (0.000)***	0.300 (0.187)	1.153 (0.000)***	0.377 (0.000)***	0.718 (0.000)***	0.384 (0.000)***	0.651 (0.000)***

	OLS				Panel			
	모형 1		모형 2		모형 1		모형 2	
	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)	G(L)	G(H)
$dNA_t$	-0.039 (0.660)	0.364 (0.010)***	-0.039 (0.666)	0.447 (0.001)***	0.013 (0.720)	0.311 (0.000)***	0.019 (0.619)	0.301 (0.000)***
$dNA_{t+1}$	0.358 (0.000)***	0.484 (0.000)***	0.356 (0.000)***	0.613 (0.000)***	0.594 (0.000)***	0.624 (0.000)***	0.607 (0.000)***	0.607 (0.000)***
$RD_t$	6.932 (0.000)***	6.399 (0.000)***	6.786 (0.000)***	6.341 (0.000)***	7.675 (0.000)***	6.642 (0.000)***	7.463 (0.000)***	6.427 (0.000)***
$dRD_t$	1.693 (0.424)	2.288 (0.292)	1.812 (0.391)	1.489 (0.506)	-0.540 (0.615)	-1.170 (0.341)	-0.369 (0.731)	-1.028 (0.402)
$dRD_{t+1}$	3.970 (0.018)**	7.100 (0.000)***	3.902 (0.021)**	6.598 (0.000)***	4.795 (0.000)***	5.528 (0.000)***	4.722 (0.000)***	5.553 (0.000)***
$I_t$	6.742 (0.000)***	6.848 (0.000)***	6.776 (0.000)***	6.166 (0.000)***	5.660 (0.000)***	5.389 (0.000)***	5.708 (0.000)***	5.610 (0.000)***
$dI_t$	-1.141 (0.131)	-2.675 (0.067)*	-1.075 (0.145)	1.635 (0.275)	-1.605 (0.001)***	-4.335 (0.000)***	-1.633 (0.001)***	-4.329 (0.000)***
$dI_{t+1}$	4.372 (0.011)**	-1.002 (0.696)	4.592 (0.008)***	3.978 (0.122)	4.121 (0.000)***	1.916 (0.174)	4.259 (0.000)***	2.082 (0.138)
$D_t$	6.583 (0.001)***	9.232 (0.000)***	6.699 (0.000)***	3.992 (0.028)**	5.940 (0.000)***	1.160 (0.505)	5.582 (0.000)***	1.626 (0.344)
$dD_t$	3.421 (0.166)	-1.514 (0.529)	2.763 (0.259)	-7.988 (0.001)***	0.681 (0.608)	0.755 (0.638)	0.187 (0.889)	1.081 (0.493)
$dD_{t+1}$	6.872 (0.004)***	5.635 (0.026)**	6.387 (0.008)***	-5.504 (0.010)***	2.489 (0.038)**	-1.909 (0.181)	2.938 (0.017)**	-2.438 (0.077)*
$dV_{t+1}$	-0.129 (0.033)**	-0.201 (0.000)***	-0.131 (0.029)**	-0.275 (0.000)***	-0.362 (0.000)***	-0.395 (0.000)***	-0.373 (0.000)***	-0.384 (0.000)***
$Cash_t$	0.299 (0.015)**	0.721 (0.000)***	0.343 (0.005)***	0.998 (0.000)***	0.085 (0.349)	0.321 (0.010)***	0.107 (0.236)	0.385 (0.002)***
$Chaebol$			0.106 (0.000)***	0.195 (0.000)***			0.110 (0.001)***	0.182 (0.000)***
Constant	0.821 (0.000)***	0.764 (0.000)***	0.809 (0.000)***	0.453 (0.000)***	0.833 (0.000)***	0.753 (0.000)***	0.488 (0.000)***	0.721 (0.000)***
YearDum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F-value	23.85***	40.28***	25.68***	32.13***	73.38***	42.27**	70.60***	44.31***
Adj.R <sup>2</sup>	0.3145	0.4124	0.3247	0.3390	0.2872	0.2966	0.2993	0.3252

분석 결과를 살펴보면, (패널 A)의 경우 분석방법에 상관없이 지배구조 수준이 높은 그룹(G(H))의 경우 보유현금변화( $dCash$ )의 회귀계수가 유의적인 양(+)의 값을 가져 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 지배구조 수준이 높지 않은 그룹(G(L))에서는 비록 양(+)의 값을 갖지만 통계적으로 유의적이지는 않았다. 따라서 보유현금이 기

업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 지배구조 수준이 높지 않아 경영자의 사적이익을 제대로 통제하지 못함으로 인해 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 그 효과가 크지 않다는 대리인이론의 주장을 재차 지지하고 있다.

보유현금수준(*Cash*)을 고려한 (패널 B)의 경우에도 단순회귀분석에서는 지배구조 수준과 무관하게 보유현금 수준의 회귀계수가 유의적인 양(+)의 값을 보인 반면, 패널 분석 결과에서는 지배구조 수준이 높은 그룹(*GH*)일 경우에는 유의적인 양(+)의 값을 보여 제한적이지만 앞의 결과를 역시 지지하고 있다.<sup>6)</sup>

## V. 결 론

회환위기 이후 국내 기업들이 보유하고 있는 현금성 자산의 규모가 급격하게 증가함에 따라 이에 대한 원인 및 향후 기업가치에 미치는 영향에 대한 관심이 증가하고 있다. 보유현금이 기업가치에 미치는 영향에 대한 대표적인 이론인 대리인 이론에서는 보유현금이 증가할수록 경영자는 자신의 재량권을 이용해 사적이익을 추구하려는 경향이 커지기 때문에 해당 보유현금이 기업가치에 미치는 영향은 부정적이라고 주장하고 있다. 하지만 이에 대한 실증 연구들은 대리인비용 등에 대한 측정 방법 등의 한계로 인해 일치된 결과를 제시하지 못하고 있는 실정이다.

그런데 최근 들어 지배구조에 대한 연구가 활발하게 진행되면서 지배구조가 좋을수록 외부자본조달비용이 감소함과 동시에 대리인문제도 완화되어 최종적으로 해당 기업의 가치가 유의적으로 증가한다는 대체로 일치된 결과들이 제시되고 있다. 따라서 본 연구에서는 2002년부터 2007년까지 유가증권시장에 상장되어 있는 기업들을 대상으로 보유현금이 기업가치에 미치는 영향을 대리인이론적인 측면에서 재검증하였다. 특히, 경영자 지분율 등 소유구조의 일부 측면만을 고려하여 분석한 기존 연구의 한계를 극복하기 위해 소유구조 뿐만 아니라 지배구조의 전반적인 특성을 고려한 개별기업의 지배구조점수를 사용하여 보다 직접적으로 대리인비용을 측정하였다.

분석 결과, 기존 연구와 동일하게 기업내 보유현금은 해당 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 지배구조 수준이 높은 기업일수록 보유현금이 기업가치에 미치는 영향은 유의적으로 높은 것으로 나타났으며 지배구조의 내생성을 고려한 분석에서도 동일한 결과를 일관되게 얻을 수 있었다. 이는 기업들이 미래 경

6) 개별기업과 지배구조점수의 다중공선성 문제를 고려하기 위해 표본을 개별기업여부 및 지배구조 수준에 따라 각각 4개 그룹으로 분류하여 살펴본 분석에서도 앞의 결과를 일관되게 지지했다.

영활동의 불확실성 등으로 인한 예비적 동기에서 보유현금을 증가시킬 경우 경영자의 재량권이 강할수록 보유현금에 따른 대리인문제가 발생할 가능성이 높아지지만 반대로 주주의 이익을 우선시하는 의사결정을 수행하거나 지배구조가 좋을 경우 해당 보유현금이 기업가치에 미치는 영향은 그렇지 않은 기업에 비해 유의적으로 크다는 대리인이론을 지지하는 결과라고 할 수 있다.

## 참 고 문 헌

- 공재식, “우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석”, 재무연구, 제19권, 2006, 1-40.
- 김성표, “기업의 소유구조가 현금보유 의사결정에 미치는 영향”, 경영학연구, 제36권, 2007, 739-763.
- 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지, 제26권, 2000, 174-197.
- 박광우, 박래수, 황이석, “기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구”, 증권학회지, 제34권, 2005, 149-188.
- 박순홍, 연강흠, “기업지배구조가 보유현금수준에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 제2호, 2009, 1-36.
- 박현준, 신현한, 최완수, “한국기업의 대리인비용과 기업가치 : 외국인 지분의 역할”, 경영학연구, 제33권, 2004, 655-682.
- 빈기범, 서은숙, 송민규, “기업 현금성자산 보유와 기업 가치에 대한 연구”, 한국증권연구원, 2006.
- 윤봉한, 오재영, “기업지배구조와 기업성과 및 기업가치: 한국상장기업에 대한 실증연구”, 증권학회지, 제34권, 2005, 227-263.
- 임경묵, 최용석, “기업의 현금보유 패턴 변화 및 결정요인에 대한 연구”, KDI 정책연구 시리즈, 2006.
- 전상경, 정무권, “경영자 보상과 기업의 투자 및 자본구조정책”, 증권학회지, 제35권, 2006, 1-34.
- Acemoglu, D., S. Johnson, J. A. Robinson, and Y. Thaicharoen, “Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms : Volatility, Crises, and Growth,” *Journal of Monetary Economics*, 50, (2003), 49-123.
- Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. Stulz, “Why do U. S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?” *Journal of Finance*, 64, (2009), 1985-2021.
- Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell, “What Matters in Corporate Governance?” *Working Paper*, Harvard Law School, (2005).
- Byun, H. Y., “The Costs of Debt Capital and Corporate Governance Practice,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36, (2007), 765-806.
- 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), 111-133.
- Fama, E. and K. French, "Taxes, Financing Decisions, and Firm Values," *Journal of Finance*, 53, (1998), 819-843.
- Faulkender, M. and R. Wang, "Corporate Financial Policy and the Value of Cash," *Journal of Finance*, 61, (2006), 1957-1990.
- Fenn, G. and N. Liang, "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives," *Journal of Financial Economics*, 60, (2001), 45-72.
- Gomper, P., J. Ishii, and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 116, (2003), 229-259.
- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers," *American Economics Review*, 76, (1986), 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Kalcheva, L. and K. V. Lins, "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems," *Review of Financial Studies*, 20, (2007), 1087-1112.
- Lang, L., M. Stulz, and A. Walkling, "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis : The Case of Bidder Returns," *Journal of Financial Economics*, 29, (1991), 315-335.
- Mikkelson, W. and V. Partch, "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, (2003), 275-294.
- Myers, S. C. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, (1984), 187-221.
- Myers, S. C. and R. G. Rajan, "The Paradox of Liquidity," *Quarterly Journal of Economics*, 108, (1998), 733-771.
- Palia, D., "The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Value : A Solution," *Review of Financial Studies*, 14, (2001), 735-764.
- Pinkowitz, L., R. Stulz, and R. Williamson, "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis," *Journal of Finance*, 61, (2006), 2725-2751.



Pinkowitz, L. and R. Williamson, “What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings,” *Working Paper*, Georgetown University, (2005).

Shin, H. and Y. Park, “Financing Constraints and Internal Capital Markets : Evidence from Korean ‘Chaebols’,” *Journal of Corporate Finance*, 5, (1999), 169-191.

# The Effect of Agency Problem on the Value of Cash Holdings

Soon-Hong Park\* · Kang Heum Yon\*\*

〈abstract〉

We test the effect of corporate cash holdings on firm value by using the KOSPI listed firms over the period between 2002 and 2007 from the agency theories perspective, which has not been the central interest of prior studies. Unlike existing studies, using the manager's ownership ratio or foreign investor's shareholder ratio as a proxy variable for agency costs, we use the individual firm's corporate governance scores by the KCGS to test the effect of agency costs on the value of firm's cash holdings.

We find that a firm value is positively related with its cash holdings. We also find that a firm with good corporate governance tends to experience a higher value of its cash holdings, compared with a firm with bad corporate governance. These results are consistent even after controlling for the endogeneity problems between corporate governance and firm value, strongly supporting the agency theory of cash holdings. Therefore, a firm's cash holdings, even from liquidity or precautionary motives, could increase the firm cash value, as long as its managers' interest is shareholders' wealth maximization rather than their private benefits.

Keywords : Cash Holdings, Value, Cash and Cash Equivalent Assets, Agency Theory,  
Corporate Governance Score, Firm Value

---

\* Research Fellow, Korea Corporate Governance Service, E-mail : 0404@cgs.or.kr

\*\* Corresponding author, Yonsei University, E-mail : khyon@yonsei.ac.kr