

우리나라 해운물류산업의 현금보유수준과 결정요인에 관한 연구 : 국적외항선사를 중심으로

이성훈*

An Empirical Study on the Determinants of Cash Holdings in Korean Shipping Firms

Sungyhun Lee

Abstract : The objective of this study is to describe and determine how and to what extent size of firm, operating vessels and interest cost, leverage, debit maturity, growth opportunity and cash flow affect the cash holdings of Korean shipping companies. A sample of 38 Korean shipping firms for a period of 9 years(from 2005 to 2013) was selected. In panel data regression, this study finds that cash holdings are negatively affected by firm size, operating vessel size and debit maturity, and positively affected by volume of interest costs. In firm's group of relatively large volume of operating vessel, it's cash holdings are affected by debit maturity, cash flows and growth opportunity but in firm's group of small volume of it, interest cost, debit maturity and operating vessel's size are related with cash holdings. It proved that determinants of cash holdings in a high interest costing group are size of operating vessel, interest cost and debt maturity. On the other hand, debit maturity, growth opportunity, firm size and extent volume of vessels are associated with cash holdings in relatively low interest costing group.

Key Words : shipping firms, cash holdings, firm value, liquidity

▷ 논문접수 : 2014. 10. 14. ▷ 심사완료 : 2014. 12. 03. ▷ 게재확정 : 2014. 12. 04.

* 가야대학교 항만물류학부 조교수, leesy@kaya.ac.kr, 055) 330-1197

I. 서론

기업이 현금을 보유하게 되는 이유는 다양한 관점에서 설명이 되고 있다. 기업이 처하고 있거나 처하게 될 투자환경을 기반으로 한 재무제약 또는 압박 등을 회피하거나, 새로운 투자 기회를 포착하기 위해 적정현금수준을 유지하려 한다는 것이다. 또한 재무담당자들은 한계비용과 한계효용을 고려할 수도 있을 것이다. 즉, 현금보유수준이 현금보유에 따른 한계비용과 효용에 의해 결정된다는 절충이론, 자금조달비용에 의한 자본조달의 순위가 존재한다는 자본조달순위이론 등 다양한 이론으로 설명이 되고 있다. 이러한 내용을 바탕으로 많은 국내외 연구자들은 기업의 현금보유수준 결정요인들을 실증해 주었으며, 기업규모, 현금흐름, 배당, 투자 및 성장 기회, 운전자본 등 다양한 요인들이 이와 관련이 있음을 제시해 주었다.

최근 해운물류기업들의 유동성문제는 산업전반에 걸쳐 내재된 상황이며, 기업들의 자구노력에도 불구하고 폐업, 등록취소, 퇴출, 법정관리 등 다양한 형태로 나타나고 있다. 이러한 유동성 위기는 점진적인 회복세를 보이던 해운경기가 재 침체기로 접어들고 동시에 유가상승 등 원가요인의 증대, 선박인도량의 증가 등이 주된 원인으로 거론되고 있다. 또한 정책적으로 다양한 방안들이 제시되고 있는 상황이나 유동성 위기는 여전히 해운물류기업들의 주된 경영위험인 것으로 판단된다. 해운물류산업의 유동성 또는 현금보유수준과 관련한 연구는 현재까지 이루어지지 않고 있는 실정임으로 기업 재무담당자의 의사결정과 정책방안마련을 위한 정보 역시 미비한 상태이다.

이에 본 연구에서는 해운물류기업들의 유동성문제를 현금보유수준과 결부하여 진단하고, 선행연구와 해운물류기업의 특성을 반영한 주요 변수들 중 어떠한 요인들에 의해 현금보유수준이 결정되고 있는지를 살펴보고자 하였다. 또한 실증된 현금보유수준 결정요인들을 바탕으로 집단별 결정요인에서 차이가 있는지를 추가적으로 알아보려고 하였다. 이를 위해 본 연구에서는 2005년과 2013년 사이 계속 해운물류기업들 중 감사보고서 획득이 가능하고, 적격감사의견을 제출한 38개 기업을 대상으로 연구를 수행해보고자 하였다.

본 연구는 1장 서론을 바탕으로 2장에서는 해운물류기업들의 유동성과 현금보유수준에 대해 살펴보고, 연구모형도출을 위한 현금보유수준관련 제이론과 기존 연구들을 살펴보았다. 3장에서는 선행연구들을 바탕으로 해운물류산업의 특징을 고려한 연구모형과 변수들을 도출하고, 연구의 수행방법 및 대상들에 대해 언급하였다. 4장에서는 연구모형을 바탕으로 한 실증분석결과를 제시하였고, 마지막 5장에서는 연구의 요약 및 정리, 시사점을 언급하였다.

II. 이론적 배경

1. 이론적 배경

기업의 현금보유관련 이론은 일반적으로 절충이론(trade off theory), 자본조달순위이론(pecking order theory), 잉여현금이론(free cash flow theory)으로 설명되고 있다.

절충이론에서 기업은 현금을 보유함에 따라 비용(cost)과 효용(benefits)을 동시에 가지게 되는데, 이러한 한계비용과 한계효용을 최적화하는 관점에서 재무의사결정 즉, 현금보유수준을 결정하게 되는 것으로 본다. 현금을 보유함에 따라 증가하게 되는 한계효용은 재무압박(financial distress)의 감소, 재무제약(financial constraints)시 투자기회의 확보, 자산유동화 또는 자본조달비용의 최소화로 설명된다. 한편, 한계비용측면에서는 수익창출기회를 포기하게 되거나, 자본조달에 어려움을 유발하게 된다.(Afza et al., 2007; Ogundipe et al., 2012 등)

Myers et al.(1984)은 정보의 비대칭문제로 외부자금조달비용이 발생하게 되고, 이로 인해 기업은 투자기회를 확보하기 위한 자본조달에 순위를 가지게 된다고 하였다. 즉, 기업이 새로운 투자기회를 확보하기 위해 소요되는 자본은 내부자금, 차입금, 자기자본의 순으로 조달하려 한다는 것이다. 이러한 자본조달순위이론에서는 현금보유수준이 투자기회(investment needs)와 내부자금(retained earning)사이의 완충역할을 수행하고, 자금조달과 투자의사결정의 결과인 것으로 보고 있다.

잉여현금흐름이론에 의해서도 설명이 가능한데, 이 이론에 따르면 재무담당자는 투자의사결정과 자산의 증식에 있어 현금을 보유할 수 있고, 현금이 이해관계자들의 이익에 반할 수도 있는 투자의사결정을 가능케 한다고 본다.(Jensen, 1986 ; Ferreira et al., 2004 ; Amarjit et al., 2012)

아울러 본 연구에서는 외항화물운송서비스를 제공하고 있는 해운물류기업들의 최근 유동성 확보관련 이슈를 바탕으로 이들 기업들의 유동성 결정요인들을 살펴보고자 하는데 연구목적은 두고 있다. 따라서 이와 관련한 국내외 주요 연구들과 그 내용들을 살펴보면 다음과 같다.

Opler et al.(1999)은 1971년에서 1994년 사이 미국상장기업을 대상으로 시장성 유가증권과 현금보유수준에 대한 영향과 결정요인을 분석하였다. 연구결과 성장기회가 높고 현금흐름에 대한 위험이 높을수록 현금보유 비율 즉 유동성이 높았으며, 자본시장에 대한 접근성이 높은 기업일수록 유동성이 낮음을 제시해 주었다.

김병기(2004)는 1992년-2003년 사이 국내 251개 기업 패널자료를 바탕으로 적정현금보유수준에 영향을 미치는 요인을 실증하였으며, 현금흐름, 순운전자본, 기업규모, 레버리지, 현금순환주기, 시장-장부가비율 등이 결정요인임을 제시해 주었다. 또한 부채비율과 유형자산비율

은 패널분석에서, 영업이익의 변동성은 횡단면분석에서 유의하다고 역설하였다. 현금흐름수준의 경우 외환위기 전후 모두 유의하였으나, 영향관계 부호에서 차이를 보였다.

Ferreira et al.(2004)는 1987년에서 2000년 사이 EMU회원국 내 400여 기업을 대상으로 현금보유수준 결정요인에 대해 분석을 시도하였으며, 분석결과 투자기회와 현금흐름은 정(+)의 관계가, 기업규모, 레버리지, 자산의 유동성은 부(-)의 관계로 기업의 현금보유수준과 관련성이 있음을 제시해 주었다.

박순식(2004)는 우리나라 상장기업을 대상으로 기업의 유동성 결정요인을 실증하였으며, 연구결과로 작은 기업규모, 높은 성장기회, 높은 투자수익률을 가질수록 유동성이 높음을 제시하였다. 반면 부채비율 즉 레버리지가 높은 기업일수록 유동성이 낮으며, 현금흐름은 기업의 유동성과 관련성이 없음을 실증해 주었다.

Saddour(2006)은 297개 프랑스 기업을 대상으로 분석을 시도하였다. 기업규모는 현금보유수준과 관련이 없는 것으로 나타났으나, 레버리지, 순운전자본, 현금흐름, 배당의 지급 등은 관련성이 있음을 실증해 주었다. 또한, 성장기 기업(growth firms)의 경우 유동자산 및 단기부채 등이, 안정적인 기업(mature firms)의 경우 투자기회, 배당금의 지급 등이 현금보유수준과 관련성이 있음을 시사해 주었다.

Afza et al.(2007)은 파키스탄 기업들을 대상으로 현금보유수준에 대해 연구하였는데, 그들은 기업규모, 현금흐름, 현금흐름의 불확실성, 순운전자본, 레버리지가 현금의 보유수준에 영향을 미침을 실증해주었다. 또한 장부가치 대비 시장가치비율, 순운전자본, 레버리지, 현금보유수준은 부(-)의 관계가 있음을 제시해 주었다.

Drobetz et al.(2007)는 1995년과 2004년 사이 156개 스위스 기업을 대상으로 연구를 수행하였으며, 여기서 그들은 기업규모, 자산유형성(asset tangibility)은 정(+)의 관계가 있으나, 배당 및 영업현금흐름은 (-)의 관계가 있음을 제시하였다. 한편 레버리지와 유동성은 현금보유수준과 관계가 없음을 피력하였다.

나인철 등(2008)은 우리나라 비상장 중소기업들의 현금보유수준 결정요인에 대해 분석을 시도하였으며, 연구의 결과로 기업규모, 성장기회, 현금흐름 및 변동성, 운전자금회전기간, 생존확률(Z-score)변수들이 현금보유수준을 결정하는 요인인 것으로 보고하고 있다. 또한 기업규모가 크고, 투자 및 성장여력이 풍부하고, 부채비율이 낮고, 영업현금흐름이 양호한 비상장기업들의 현금보유수준이 높음을 실증하여 제시해 주었다.

김성표 등(2009)은 기업규모, 연구개발비, 순운전자본비, 레버리지, 현금흐름비율 및 변동성, 시장-장부가비율 등이 국내 상장제조기업의 현금보유수준 결정요인으로 실증하였으며, 연구대상기업들은 상당히 오랜 기간 동안 초과현금을 보유하는 특징이 있음을 제시하였다.

나이지리아 상장기업을 대상으로 한 Ogundipe et al.(2012)의 연구에서는 기업규모, 순운전자본, 성장기회, 레버리지, 재고자산, 은행과의 관계 등이 기업의 현금보유수준과 관련성이

있음을 제시해 주었으며, 현금흐름은 관련성이 없음을 실증하였다.

Amarjit et al.(2012)는 캐나다 166개 상장기업을 대상으로 기업의 현금보유수준 결정요인에 대해 분석을 시도하였으며, 연구의 결과로 장부가치 대비 시장가치비율, 현금흐름, 순운전자본, 레버리지, CEO duality, 이사회 규모(board size), 기업규모 등이 기업의 현금보유수준과 관련성이 있음을 실증해 주었다.

Islam(2012)은 2006년-2010년 동안 66개 제조기업을 대상으로 한 연구에서 자산규모, 영업수입, 현금흐름, 기업규모, 단기부채, 총부채, 레버리지, 무형자산 등은 현금보유수준과 관련성이 있는 반면, 토빈 Q, 순운전자본, 현금흐름의 변동성(volatility of cash flow)은 결정요인이 아님을 실증해 주었다.

Anjum et al.(2013)의 연구에 따르면, 기업규모, 순운전자본, 레버리지, 현금전환주기는 기업의 현금보유수준과 관련성이 있는 반면, 매출액 증가율은 관련성이 없음을 제시해 주었다. 아울러 기업규모와 순운전자본은 정(+)의 관계가, 레버리지와 현금전환주기는 부(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

김지영 등(2013)은 2002년에서 2011년 사이 미국 상장 57개 카지노 기업을 대상으로 연구를 수행하였으며, 기업규모, 부채, 자본지출, 현금흐름, 배당 등은 부(-)의 관계가, 투자기회는 정(+)의 관계가 있음을 제시해 주었다. 반면, 유동성대체자산의 경우 기업의 현금보유수준과 관련성이 없는 것으로 나타났다.

신동령(2013)은 우리나라 비상장기업을 대상으로 현금보유수준 결정요인에 대해 분석을 시도하였으며, 비상장기업의 경우 기업규모, 자금부족비율, 현금흐름비율, 배당금지급비율, 운전자본투자비율, 금융기관차입비율 등이 결정요인임을 제시하였다. 특히 규모가 작은 기업일 경우 현금흐름비율과 금융기관차입비율이 중요함을 제시하였다.

마지막으로 해운물류기업 즉, 국적외항선사를 대상으로 한 현금보유 또는 유동성관련 연구는 전무한 상태이며, 부채특성과 투자활동, 재무 및 자본구조, 기업위험 등에 대한 연구만 일부 이루어진 상태이다.(안기명, 1996 ; 오문석, 2004 ; 이성운 외, 2013 등) 따라서 본 연구에서는 기존 연구에서 제시하지 못한 현금보유수준과 결정요인을 살펴봄으로써 해운물류기업대상 연구를 보다 강화해보고자 하였다.

2. 해운물류기업의 현금보유수준

해운물류기업들의 현금보유수준에 대해 기업 및 매출규모와 비용규모측면에서 살펴보면 <표 1>과 같이 나타나고 있다. 2000년 이후 자산대비 현금보유수준에서는 2006년이 가장 높은 약 10.1%를 보여주었으며, 매출액과 대비해서는 2009년이 가장 높은 10.2%를 기록하고 있다. 해운경기가 다소 좋았던 2008년의 경우 현금보유수준이 다소 낮게 나타나고 있는데, 이는 해

당연도 하반기 이후 급속히 하락한 해운경기가 그 원인 것으로 보인다. 일반 제조기업에 비해서는 기업규모와 매출액 대비 현금보유수준이 다소 높은 특징을 보여주었다.

〈표 1〉 자산 및 매출규모 대비 현금보유수준

구분	해운물류기업(수상운송업)		일반제조기업		BDI
	자산규모대비	매출액 대비	자산규모대비	매출액 대비	
2000	5.9	7.0	5.8	6.1	1,608
2001	6.4	7.2	6.0	6.0	1,217
2002	4.0	4.3	8.1	7.6	1,138
2003	7.5	6.7	9.7	9.1	2,617
2004	10.1	7.7	9.8	8.5	4,510
2005	8.5	7.0	10.0	8.7	3,371
2006	10.9	9.9	9.7	8.6	3,179
2007	8.3	7.3	5.4	5.0	7,074
2008	6.1	5.0	5.5	5.1	6,390
2009	7.8	10.2	6.0	5.9	2,616
2010	8.5	10.0	5.3	4.9	2,758
2011	5.0	6.4	5.2	4.7	1,550
2012	4.7	5.9	4.9	4.5	920

주 : 한국은행 경영경제통계시스템 자료를 바탕으로 현금 및 현금등가물이 자산 및 매출액대비 차지하는 구성 %를 나타내고 있음

매출대비 원가구성에서는 2000년 이후 꾸준히 증가하여 원가부담이 상당히 증대된 것으로 나타나고 있다. 2000년 88.8% 수준이었던 것이 2012년에는 96.7%를 기록하여 과거 12년 동안 약 7.9%포인트 이상 늘어나고 있다. 더욱이, 판매관리비를 매출원가에 포함할 경우 2000년 이후 전 연도에 걸쳐 90% 이상을 유지하고 있으며, 2009년 이후 부터는 매출규모를 상회하여 채산성이 상당히 악화됨을 보여주고 있다.

유동성측면에서는 일반제조업대비 다소 높은 변동 폭을 보여주고 있으며, 유동성 수준 또한 제조업에 비해 낮게 나타나고 있다. 2000년 이후 해운경기의 점진적인 회복세와 더불어 다소 개선되는 경향을 보여 주었으나, 2008년 이후 해운경기하락과 더불어 2012년 들어서는 0.69로 제조업의 약 56% 수준을 보여 유동성이 급속히 악화되고 있는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 매출대비 원가구성과 유동성

구분	매출대비 원가구성		유동성(유동비율)		BDI
	매출원가대비	판매비포함	일반 제조업	수상 운송업	
2000	0.888	0.925	0.83	0.65	1,608
2001	0.898	0.934	0.98	0.66	1,217
2002	0.938	0.983	1.06	0.78	1,138
2003	0.899	0.937	1.10	0.72	2,617
2004	0.861	0.901	1.17	0.83	4,510
2005	0.882	0.931	1.21	1.01	3,371
2006	0.919	0.969	1.21	1.19	3,179
2007	0.894	0.943	1.21	1.21	7,074
2008	0.879	0.925	1.13	1.02	6,390
2009	0.997	1.054	1.16	1.00	2,616
2010	0.901	0.948	1.16	1.10	2,758
2011	0.969	1.019	1.17	0.92	1,550
2012	0.967	1.013	1.24	0.69	920

주 : 해당 자료는 한국은행 경영경제통계시스템의 ‘수상운송업’ 기준이며, 판매비를 포함한 매출대비 원가구성은 매출원가에 판매관리비를 포함하고 있음

Ⅲ. 연구의 설계

1. 연구모형과 변수

기업의 현금보유수준결정은 기업의 유동성을 확보하고, 새로운 투자기회확보에 따른 비용을 최소화한다는 측면에서 중요한 의사결정사항으로 볼 수 있다. 이에 본 연구에서는 해운물류기업들의 유동성과 현금보유수준, 그리고 현금보유수준의 결정요인들에 대해 실증해보고자 하였으며, 또한 결정요인으로 나타난 변수들을 바탕으로 집단별 결정요인에 차이가 있는지를 알아보고자 하였다.

기존 연구들은 살펴보면, 기업규모, 레버리지, 현금흐름, 순운전자본, 배당, 성장기회, 매출 관련변수 등이 기업의 현금보유수준을 결정하는 요인인 것으로 실증해주고 있다. (Opler et al., 1999 ; 김병기, 2004 ; Ferreira et al., 2004 ; 박순식, 2004 ; Saddor, 2006 ; Afza et al., 2007 ; 나인철, 2008 ; 김성표 등, 2009 ; 신동령, 2013 등) 본 연구에서는 기업규모, 레버리지, 현금흐름, 부채만기, 투자기회(성장기회), 배당을 이용하여 실증한 Ferreira et al.(2004)의 모형을 기초로 연구모형을 구성하였으며, 여기서 배당변수는 상장기

업의 수가 낮은 산업특성을 고려하여 채택하지 않았다. 아울러 주된 영업용자산 즉, 수익창출 수단이 선박이고, 이러한 선박확보에 타인자본비용이 많이 투하된다는 점을 감안하여 선박규모와 이자비용규모 또한 추가함으로써 연구모형을 보완하였다.

이에 따라 본 연구에서 채택한 연구모형식과 변수들에 대한 내용은 다음과 같다.

$$CASH_{it} = \alpha + \beta_1 FZE_{it} + \beta_2 LVG_{it} + \beta_3 CAF_{it} + \beta_4 DBT_{it} + \beta_5 IVT_{it} + \beta_6 SZE_{it} + \beta_7 IST_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

$CASH_{it}$ i기업의 t년도 현금보유수준	FZE_{it} 기업규모	LVG_{it} 레버리지
CAF_{it} 현금흐름	DBT_{it} 부채만기	IVT_{it} 성장기회
SZE_{it} 선박규모	IST_{it} 이자비용규모	\mathcal{E}_{it} 오차항

기존연구들을 살펴보면, 종속변수인 현금보유수준은 현금 및 현금성자산 또는 당좌자산을 기준으로 측정하고 있다. 본 연구에서는 당좌자산이 회계기간 내 현금화가 가능한 점을 감안하여 후자인 당좌자산을 기준으로 한 측정방식 즉, 총자산에서 당좌자산을 차감한 후 이를 당좌자산과 비교하는 방식을 채택하였다.

기업규모변수의 경우 현금보유수준과는 부(-)의 관계가 있는 것으로 실증되고 있으며, 본 연구에서는 기존 연구들과 같이 총자산에 자연대수를 취함으로써 측정하였다. 앞선 연구들에 따르면, 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비해 넓은 사업영역을 통해 현금조달 가능성을 높일 수 있을 뿐만 아니라, 자본시장에서의 자본조달 또한 작은 규모의 기업보다는 유리하게 된다. 이러한 특징들이 반영되어 규모가 큰 기업일수록 현금보유수준이 낮게 되고, 부(-)의 관계를 보이게 됨을 제시하고 있다.(Opler et al., 1999 ; 김병기, 2004 ; 박순식, 2004 ; 김성표, 2009 ; Drobetz et al., 2006 ; Anjum et al., 2013 등)

레버리지는 총자산에 총부채를 비교함으로써 측정하였다. 기존 연구와 이론에 따르면 기업은 내부유보금과 부채를 포함한 외부자금 중 내부유보금을 선호하게 됨으로 부채와 현금보유 간에 부(-)의 관계가 있는 것으로 보고 있다. 즉, 내부유보금인 현금을 우선 선호하게 됨으로 부채 비율은 상대적으로 줄이려는 경향을 보이게 되는 것이다. (박순식, 2004 ; Ferreira et al., 2004 ; Saddour, 2006 ; Anjum et al., 2013 ; 김지영 외, 2013 등) 반면, 김병기(2004)의 연구에서는 부채비율이 높을수록 위험을 감소시키기 위해 현금보유수준이 높아짐을 제시하기도 하였다.

기업의 현금흐름은 선행연구들 마다 다소 상이한 결과를 보여주고 있다. 현금흐름이 좋을 경우 내부자금조달에 어려움이 발생할 가능성이 적기 때문에 현금보유수준과 부(-)의 관계가 있을 수도 있는 반면(Islam et al., 2012 ; 김지영 외, 2013), 신규 투자기회를 확보하고, 현금

유동성 위험을 회피할 목적으로 현금보유수준을 높일 수도 있을 것이다.(Drobetz et al., 2006 ; Ferreira et al., 2006 ; Saddour, 2006 ; Amarjit et al., 2012 ; 김병기, 2004 ; 김성표, 2009 ; 신동령, 2013 등) 측정은 박순식(2004)의 연구에서와 같이 당기순이익과 감가상각비를 매출액과 비교함으로써 측정하였다.

선행연구들을 살펴보면, 단기부채 또는 은행차입금이 현금보유수준과 관련성이 있음을 제시해주고 있다.(Ferreira et al., 2006 ; Saddour, 2006 ; Islam et al., 2012) 즉, 부채의 구성 또한 기업의 현금보유수준과 관계가 있는 것으로 보고 있는 것이다. 따라서 해운물류기업의 경우 장기부채를 통한 선박확보가 이루어짐을 감안하여, 부채구조의 대응변수로 부채의 만기 또한 독립변수로 채택하고자 하였다.

Qundipe et al.(2012)는 성장기회와 현금보유수준과는 정(+)의 관련성이 있음을 제시해주었다. 여기서 그들은 현금부족으로 인한 투자기회의 상실이나, 내부자본보다 조달비용이 높은 외부자본조달을 회피할 목적으로 현금보유수준을 높이게 된다는 것이다. 본 연구 또한 성장기회를 독립변수로 채택하고자 하였으며, 이는 총자산 대비 영업이익의 규모로 측정하였다.

선박규모변수는 해운물류기업들의 주요 영업수단이 선박인 점을 감안하여 독립변수로 채택하고자 하였다. Drobetz et al.(2006)의 연구에 따르면 자산유형성(asset tangibility)이 기업의 현금보유수준과 부(-)관계가 있음을 제시해 주기도 하였다. 하지만, 해운물류기업에 있어서 선박규모 즉, 선박의 장부가는 규모가 클수록 운항채산성확보를 위한 수익창출규모와 선박확보를 위한 자본조달비용 규모 또한 높을 것이 예상된다. 기업들은 이러한 점을 감안하여 현금보유수준을 높임으로써 해당 위험을 회피하려 할 것으로 판단된다. 이는 총자산규모 대비 선박의 장부가를 비교함으로써 측정하였다.

이자비용규모는 당해 지출 이자비용을 총자산규모로 단위화하여 측정하였다. 선박확보에 장기타인자본이 많이 투입될 것이며, 장기적으로 이자비용에 대한 부담을 가중 시킬 것이 예상된다. 따라서 기업이 지불하게 될 이자비용규모가 상대적으로 높을 경우 재무담당자는 현금보유수준을 높임으로써 이자비용지급 불능위험을 줄이려 할 것이 예상된다.

2. 연구대상과 방법

본 연구는 최근 이슈화 되고 있는 해운물류기업 즉, 국적외항선사들의 유동성문제를 현금보유수준 측면에서 살펴보고, 결정요인을 실증해보고자 하는데 그 목적을 두었다. 따라서 연구의 대상은 2005년 이후 2013년까지 9개년 동안 총 38개 선사로 선정하였다. 또한 여기서 부적격 감사의견이 있거나, 감사보고서를 획득할 수 없는 기업 및 계속기업이 아닌 경우는 연구의 대상에서 제외하였다. 따라서 최종적으로 9개년 동안 38개 기업 총 342개의 관측치를 기준으로 연구모형에 대한 검증을 시도하였다. 개별기업의 감사보고서는 전자공시시스템을 통해 획득하였

다. 아울러 분석자료가 패널자료임을 감안하여 이분산성과 자기상관문제, 오차항에 대한 가정 문제를 고려하였으며, 가정별 최적모형들을 비교함으로써 최종결과를 도출해보고자 하였다.

IV. 실증분석과 시사점

1. 기초통계량

본 연구에 사용된 주요 변수들의 기초통계량에 대한 내용은 다음과 같으며, 2005년 이후 9개년 동안 38개 국적 외항선사들로 구성되어 총 관측치는 342개이다.

〈표 3〉 주요 변수들의 기초통계량

구분		평균	표준편차	최대	최소
현금보유수준 (cash)	overall	0.68099	1.70662	0.02334	25.63459
	between		0.87192	0.05192	4.23824
	within		1.47314	-2.97328	22.63770
기업규모 (FZE)	overall	11.12971	0.73181	9.34857	13.02012
	between		0.70199	10.32538	12.89376
	within		0.23306	9.65379	11.88525
레버리지 (LVG)	overall	0.83012	1.17724	0.01823	18.07392
	between		0.57679	0.16269	3.24229
	within		1.03005	-1.56212	15.66176
현금흐름 (CAF)	overall	0.09615	0.26376	-2.40176	1.90656
	between		0.13606	-0.11020	0.63077
	within		0.22691	-2.28107	1.89880
부채만기 (DBT)	overall	0.49240	0.25130	0.00000	0.97687
	between		0.19751	0.10467	0.84516
	within		0.15830	-0.24640	0.83758
성장기회 (IVT)	overall	0.01828	0.20857	-2.38066	0.52232
	between		0.08449	-0.31852	0.15062
	within		0.19113	-2.04386	0.56514
선박규모 (SZE)	overall	0.74418	0.52935	0.00000	5.06581
	between		0.37668	0.16442	2.06478
	within		0.37636	-1.12500	3.74520
이자비용규모 (IST)	overall	0.02665	0.03859	0.00000	0.48230
	between		0.02224	0.00468	0.11735
	within		0.03172	-0.05652	0.41229
관측치		N = 342, n = 38, T = 9			

상관관계분석 및 공선성에 대한 진단결과는 다음의 〈표 4〉와 같다. 여기서, 레버리지변수와

이자비용규모변수의 경우 다소 높은 상관관계를 보여 주었으며, 모든 변수의 VIF가 10 미만으로 나타나 공선성에는 문제가 없는 것으로 분석되었다.

〈표 4〉 상관관계 및 공선성 진단결과

구분	cash	FZE	SZE	IST	LVG	DBT	IVT	CAF
cash	1							
FZE	-0.202***	1						
SZE	-0.205***	-0.182***	1					
IST	0.477***	-0.132***	0.027	1				
LVG	0.281***	-0.183***	0.018	0.552***	1			
DBT	-0.357***	0.410***	0.258***	-0.057	-0.092*	1		
IVT	-0.400***	0.078	0.023	-0.518***	-0.283***	0.147***	1	
CAF	-0.018	-0.024	-0.068	-0.141***	-0.174***	-0.002	0.321***	1
VIF		1.39	1.21	1.83	1.49	1.42	1.53	1.15

주 : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 수준에서 유의

2. 연구모형 분석결과

이분산성과 자기상관에 대한 Wooldridge 검정결과와 LR 테스트결과 동분산성과 자기상관이 존재하지 않는다는 귀무가설을 p값 0.05수준에서 모두 기각하였다. 또한, Hausman검정에서는 p값 0.05수준에서 고정효과모형을 지지하였으며, F검정 결과에서 또한 p값 0.05수준에서 패널효과를 고려할 필요성이 있는 것으로 분석되었다. 따라서 이분산성과 자기상관을 고려한 FGLS모형과 패널특성 및 오차항문제를 고려한 고정효과모형에 대한 검증결과를 제시함으로써 연구결과를 살펴보았다.

〈표 5〉에서 제시된 바와 같이 선대규모, 이자비용규모, 부채만기 등은 분석모형 모두에서 유의한 결정요인으로 나타난 반면, 기업규모변수는 FGLS모형에만 유의하였다. 선대규모와 부채만기, 기업규모는 기업의 현금보유수준과 부(-)의 관계가, 이자비용규모변수는 기업의 현금보유수준과 정(+)의 관계가 있는 것으로 분석되었다.

아울러 현금흐름이 기업의 현금보유수준과 관련이 있다는 김병기(2004), 김성표 외(2009), 김지영 외(2013) 등의 국내연구결과와는 달리 해운물류기업들에게서는 관련이 없는 것으로 나타났다. 성장기회와 레버리지변수 또한 기존 국내의 연구들에서는 현금보유수준의 주요 결정요

인으로 실증되어 왔으나, 본 연구에서는 유의한 변수가 아닌 것으로 분석되었다.

〈표 5〉 연구모형 검증결과

구분	FGLS모형		고정효과모형	
	계수	p값	계수	p값
상수	2.337***	0.001	0.395	0.923
기업규모(FZE)	-0.126**	0.035	0.098	0.792
레버리지(LVG)	-0.186	0.151	-0.048	0.537
현금흐름(CAF)	0.125	0.419	0.197	0.535
부채만기(DBT)	-0.719***	0.000	-2.255***	0.000
성장기회(IVT)	-0.408	0.114	-0.460	0.287
선박규모(SZE)	-0.166***	0.001	-0.444**	0.012
이자비용규모(IST)	7.006***	0.003	25.032***	0.000
Wald χ^2	65.09***	0.000		
R2			0.439***	0.000

주 : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 수준에서 유의

선박규모변수는 부(-)의 관계를 보여주어 자산대비 선박비중이 높을수록 현금보유수준이 낮아지는 것으로 나타났다. 많은 선행연구들에서 기업규모가 클수록 영업활동 또는 자본조달시장으로부터 현금조달능력이 좋게 됨으로 현금보유수준과는 부(-)관계가 있음을 제시해 주었다. 해운물류기업의 경우 자산대비 선박규모가 기업규모를 결정하는 주요 요인임을 감안할 때 기존 연구들을 지지하는 결과로 판단된다. 하지만, 원가상승, 경기하락, 해운경기사이클의 장기성 등을 고려할 때 총자산대비 적정 선대규모를 유지함과 동시에 적정 수준의 현금을 보유함으로써 기업의 유동성을 확보하는 전략도 필요할 것으로 보인다.

총부채 중 비유동부채의 비중을 나타내는 부채만기는 부(-)의 관계가 있는 것으로 분석된 반면, 레버리지변수는 기업의 현금보유수준과 관련이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 결국 기업이 보유하고 있는 총부채의 규모보다는 장기적으로 기업의 재무구조에 영향을 미칠 수 있는 비유동부채의 관리가 중요함을 시사해주는 것으로 판단된다. 선박의 확보에 장기외부자본이 많이 투입된다는 점을 감안할 때 이 또한 자산대비 적정 선대규모의 유지와 같은 시사점을 보이는 것으로 판단된다.

정(+)관계가 있는 것으로 나타난 이자비용의 경우 이자비용지급불능 위험을 회피할 목적으로

이자비용규모가 클수록 현금보유수준을 높이는 것으로 나타났다. FGLS회귀모형에서 만 유의하게 나타난 기업규모의 경우 부(-)의 관계가 나타나고 있으며, 기업규모가 클수록 자본시장에 대한 접근성이 높게 됨으로 현금보유수준이 낮아 질 수 있다는 기존 연구결과를 뒷받침하고 있다. 즉, 기업규모가 작을수록 현금유동성에 대한 위협에 노출될 가능성이 큰 특징 반영된 것으로 판단된다.

3. 추가 모형진단

앞선 분석에서 선박규모, 부채만기, 이자비용규모가 해운물류기업의 주된 현금보유수준 결정요인인 것으로 분석되었다. 선박규모는 해운물류기업의 주요 영업수단이라는 측면에서, 부채만기는 선박의 확보에 장기타인자본이 많이 투입된다는 측면에서 해운물류기업의 규모를 결정하는 주요 변수로 볼 수 있다. 즉, 선박규모가 크고, 부채만기가 높다는 것은 상대적으로 큰 기업규모를 가지는 것으로 볼 수 있으며, 이는 영업활동을 통한 수익창출 가능성이 높고, 자본시장내 유리한 자본조달 위치를 점한다고 볼 수 있다. 따라서 선박규모와 부채만기의 구성정도에 따라 현금보유수준의 결정요인 또한 달라 질 것으로 판단된다. 이자비용의 경우 영업활동을 통한 수익으로 이자비용을 지불하는데 어려움이 없는지를 판단하고, 현재 기업이 가지는 타인자본비용 규모를 나타내는 지표로 볼 수 있다. 따라서 이 또한 이자비용규모에 따라 현금보유수준에는 집단별로 차이가 있을 것이 예상된다.

이에 본 연구에서는 주요 현금보유수준 결정요인들을 바탕으로 두 집단으로 구분한 후 집단간 결정요인에서 차이가 있는지를 추가적으로 살펴봄으로써 연구를 보다 강화하고자 하였다. 연구대상기업들을 각 결정요인별 평균 이하집단과 평균 미만집단으로 구분하여 진단하고자 하였으며, 이에 대한 내용은 <표 6>과 같다.

〈표 6〉 추가 연구모형설정과 내용

구분	집단구분 기준	관측치
선박규모(SZE)	장부가 500억 이상집단과 미만집단	이상 n = 189 미만 n = 153
이자비용규모(IST)	자산대비 이자비용이 0.2 이상집단과 미만집단	이상 n = 185 미만 n = 157
부채만기(DBT)	부채만기가 0.5 이상집단과 미만집단	이상 n = 180 미만 n = 162

추가분석모형들에 대한 진단결과를 살펴보면 <표 7>과 같이 나타나고 있으며, 고정효과모형 또는 임의효과모형들과 FGLS모형의 진단결과가 유사하게 나타나 이분산성과 자기상관문제를 고려한 FGLS모형을 중심으로 분석결과를 제시하였다.

분석결과 부채만기는 모든 분석모형에서 유의하게 나타났으나, 그 외 변수는 집단별 다소 차이를 보였다. 상대적으로 선박규모가 큰 집단은 성장기회(+), 현금흐름(-) 및 부채만기(-)가 결정요인 것으로 나타난 반면, 상대적으로 작은 기업집단은 선대규모(-), 이자규모(+), 부채만기(-)가 결정요인 것으로 분석되었다. 이자비용규모별에서는 자산대비 이자비용규모가 큰 집단은 선대규모(-), 이자비용(+), 레버리지(-), 부채만기(-)가, 상대적으로 작은 기업집단은 기업규모(-), 선대규모(-), 부채만기(-), 성장기회(+)가 결정요인인 것으로 나타났다. 또한 부채만기가 상대적으로 높은 집단에서는 성장기회(+)와 현금흐름(-)관련 변수들이, 상대적으로 낮은 집단에서는 기업관련 변수들이 유의한 것으로 분석되었다.

〈표 7〉 추가분석결과

구분	선박규모기준		이자비용규모기준		부채만기기준	
	500억 이상	500억 미만	0.2 이상	0.2 미만	0.5 이상	0.5 미만
상수	0.761***	6.668**	1.666**	2.354***	0.457**	4.100***
기업규모 (FZE)	-0.013	-0.492*	-0.099	-0.122**	-0.001	-0.243**
선박규모 (SZE)	-0.043	-0.477***	-0.187***	-0.170***	0.017	-0.406***
이자비용규모 (IST)	-0.734	11.458***	12.701***	-0.477	0.085	4.998
레버리지 (LVG)	-0.018	-0.298	-0.280**	0.120	-0.094*	-0.310
부채만기 (DBT)	-0.456***	-1.276***	-0.451**	-0.972***	-0.252***	-1.328***
성장기회 (IVT)	0.564***	-0.740*	-0.427	1.402***	0.426***	-0.180
현금흐름 (CAF)	-0.198***	0.718*	-0.052	0.173	-0.142***	0.488
Wald x 2	134.66***	43.58***	35.51***	95.96***	23.75***	49.21***

주: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 수준에서 유의

여기서는 상대적으로 큰 선박규모를 가지고, 이자비용부담이 작은 집단 일수록 성장기회와 현금흐름이 주된 결정요인으로 나타났으며, 반대의 경우에는 선박규모, 이자비용규모가 결정요인인 것으로 분석되었다. 이는 상대적으로 높은 선박규모를 가지게 되면, 수익창출의 가능성이 증가하게 되고, 자본시장으로 부터의 자본조달이 유리하게 된다. 결국 이자지급에 대한 부담 또한 감소하게 될 것이 예상된다. 자산대비 이자비용규모가 낮게 되면, 타인자본조달비용 및 이자지급불능위험이 감소하게 되고, 나아가 낮은 조달비용으로 외부조달의 가능성 또한 증

가하게 된다. 이러한 특징들이 반영되어 이자비용규모나 선박규모변수들이 해당집단에서는 기업의 현금보유수준과 유의하지 않은 것으로 판단된다. 결국 상대적으로 안정적인 기업환경을 가진 집단에서는 이자지급불능에 대한 위협이나, 선박규모측면에서의 적정영업력 유지보다는 성장기회가 포착될 경우 미래 투자기회를 확보하기 위해 현금보유수준을 늘리고, 현금흐름을 통해 현금보유수준을 대체화하려는 경향이 있음을 시사해 주었다.

반면, 선박규모가 상대적으로 작으며, 이자비용부담이 높고, 비유동부채의 비중이 낮은 집단에서는 선박규모(-), 이자비용규모(+)가 성장기회의 포착 또는 현금흐름을 통한 현금의 대체화보다는 원활한 자본조달을 위한 적정선대규모 유지와 이자비용지급능력에 보다 민감함을 보여 주었다. 즉, 상대적으로 작은 선박규모는 자본시장 내 자본조달의 어려움을 유발할 가능성을 높이고, 선박을 통한 수익창출의 한계성 또한 가지게 됨으로 이와 같이 나타난 것으로 보인다. 또한 높은 이자지불불능 위험 등으로 인해 미래에 대한 성장기회의 포착 보다는 적정 선박규모를 유지하고, 이자지불불능 위험을 줄이고자 하는 것으로 보인다. 이러한 결과는 성장기업(growth firms)은 기업규모, 단기부채, 유동자산이, 안정기업(mature firms)은 성장기회, 배당 등이 결정요인임을 실증한 Saddour(2006)의 연구결과를 어느 정도 뒷받침 하는 것으로 판단된다.

V. 결 론

본 연구는 현재 쟁점화되고 있는 국내 해운물류기업들의 유동성문제를 기반으로 해운물류기업들의 현금보유수준과 그 결정요인을 알아보고자 하는데 연구목적을 두었다. 이를 위해 2005년 이후 계속기업 38개 선사를 대상으로 검증을 시도하였다.

연구의 결과 우리나라 해운물류기업들은 원가부담이 상당히 높은 편이며, 최근 들어 유동성 또한 악화되는 것으로 나타났다. 부채만기, 선박규모, 이자비용규모, 성장기회가 해운물류기업들의 현금보유수준을 결정하는 요인이며, 레버리지변수보다는 부채구성정도를 나타내는 부채의 만기와 높은 타인자본 의존형 산업특징이 반영되어 이자비용규모가 기존연구들과는 달리 추가 결정요인으로 나타났다. 추가분석에서는 영업수단인 선박규모가 높고, 이자비용부담이 낮은 집단일수록 성장기회 포착을 위해 현금보유수준을 늘리고, 현금흐름을 통해 현금을 대체화하는 것으로 나타났다. 반대집단의 경우 자본시장 내 자본조달 용이성을 나타내는 선박규모변수와 이자비용규모에 민감한 것으로 분석되었다. 이에 대한 내용을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

자산과 매출규모 대비 현금보유수준은 일반제조업 대비 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 하지만, 해운경기의 변동과 2000년 이후 편차는 다소 존재하는 것으로 분석되었다. 반면, 매출규모대비 원가율에서는 해운경기의 변동과는 상관없이 꾸준히 증가하는 경향을 보였으며, 특히

판매관리비를 매출원가에 포함할 경우 2009년 이후 100% 이상을 구성하여 원가비중이 상당히 증가한 것으로 나타났다. 유동성의 경우 해운경기가 다소 호황이었던 기간에는 다소 양호하였으나, 2011년 이후 100%이하로 하락하는 경향을 보여주었다.

현금보유수준 결정요인분석에서는 부채만기가 증가하고, 기업규모와 선박규모가 클수록 현금보유수준이 낮아지는 것으로 분석된 반면, 이자비용지급부담위험이 증가할수록 현금보유수준을 높이는 것으로 나타났다. 특히 부채만기변수는 모든 진단모형에서 유의한 결과를 보여주어 해운물류기업의 주된 현금보유수준 결정요인임을 시사해 주었다.

주요 결정요인별 추가분석에서는 부채만기가 높은 집단의 경우 성장기회와 현금흐름이, 낮은 집단의 경우 기업규모와 선박규모가 유의한 요인으로 분석되었다. 선박규모 기준 추가분석에서는 상대적으로 선박규모가 있는 집단의 경우 성장기회, 현금흐름 등이 유의하였으나, 낮은 집단에서는 이자비용, 선박규모 등이 유의한 변수로 분석되었다. 이자비용기준 집단별 추가분석에서는 상대적으로 이자비용부담이 높은 집단에 비해 낮은 집단에서는 이자비용변수가 유의하지 않게 나타났다. 또한 성장기회변수가 유의하게 나타났다.

본 논문은 현재 우리나라 해운물류기업들이 겪고 있는 유동성문제에 입각하여 해운물류기업들의 현금보유수준에 대해 알아보고 그 결정요인을 진단해보고자 하였다. 또한 주요 결정요인별 기업의 현금보유형태를 추가적으로 진단해 봄으로써 앞으로 재무담당자의 의사결정에 도움이 될 수 있는 정보를 제공하였으며, 기존연구들과는 달리 산업특성에 따라 부채만기와 이자비용규모가 추가적으로 유의함을 제시하였다는데 그 의의를 찾아 볼 수 있을 것이다. 하지만 본 연구는 최근 9개년 동안 감사보고서 획득이 가능한 해운물류기업만을 그 대상으로 하였다. 따라서 향후 연구대상을 보다 확대함으로써 해운물류기업의 유동성에 대한 연구를 강화할 필요성은 있을 것이다.

참고문헌

- 김병기, “상장기업의 현금보유수준에 관한 실증 분석”, 『금융공학연구』, 제3권 제2호, 2004, 147-170.
- 김성표·손판도, “현금보유수준의 결정요인과 초과현금 보유기업의 특성에 관한 연구”, 한국회계정보학회, 『재무와 회계정보저널』, 제9권 제2호, 2009, 55-80.
- 김지영·김현준, “현금보유 결정요인 : 카지노 기업의 실증적 연구”, 『관광경영연구』, 제17권 제3호, 2013, 63-81.
- 나인철·김성규, “비상장 중소기업 현금보유수준의 결정요인”, 『중소기업연구』, 제31권 제4호, 2009, 41-65.
- 박순식, “기업의 유동성 결정요인에 관한연구”, 한국경영교육학회, 『경영교육논총』, 제33권, 2004, 267-286.
- 빈기범·서은숙·송민규, 『기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구』, 한국증권연구원, 2006.
- 신동명, “금융위기 전후 비상장제조기업의 현금보유 및 자본지출의 변화와 현금보유의 결정요인에 관한 연구”, 『회계정보연구』, 제31권 제4호, 2013, 1-24.
- 안기명, “한국해운산업의 재무구조 결정요인에 관한 연구”, 『한국해양대학교 사회과학연구논총』, 제3호, 1996, 149-160.
- 오문석, “해운기업의 환위험관리에 관한 실무적 접근”, 『한국해운학회지』, 제41호, 2004, 1-17.
- 이성윤·김현탁·안기명, “우리나라 해운물류기업의 부채특성과 기업투자활동과의 관계에 관한 연구”, 『한국항만경제학회지』, 제29집 제2호, 2013, 19-38.
- Afza, T. and Adnan, S. M., “Determinants of corporate cash holdings: A case study of Pakistan,” *Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC) 2007*, 2007.
- Amarjit, G. and Charul, S., “Determinants of Corporate Cash Holdings,” *International Journal of Economics and Finance*, Vol.4 No.1, 2012, 70-79.
- Anjum, S. and Malik, Q. A., “Determinants of Corporate Liquidity-An Analysis of Cash Holdings,” *Journal of Business and Management*, Vol.7 No.2, 2013, 94-100.
- Bates, T. W., Kahle, K. M. and Stulz R. M., “Why do U.S. Firms hold so much more Cash than they used to?,” *The Journal of Finance*, Vol.64 No.5, 2009, 1985-2021.
- Drobetz, W. and Grüninger, M. C., “Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol.21 No.3, 2007, 293-324.
- Ferreira, M. A. and Vilela A. S., “Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU

- Countries,” *European Financial Management*, Vol.10 No.2, 2004, 295-319.
- Islam, S., “Manufacturing Firms’ Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh,” *International Journal of Business and Management*, Vol.7, No.6, 2012, 172-184.
- Jensen, M. C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, Vol.76 No.2, 1986, 323-329.
- Ogundipe, L. O., Ogundipe, S. E. and Ajao, S. K., “Cash Holding and Firm Characteristics: Evidence from Nigerian Emerging Market,” *Journal of Business, Economics and Finance*, Vol.1 No.2, 2012, 45-58.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R., “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings,” *Journal of Financial Economics*, Vol.52, 1999, 3-46.
- Saddour, K., “The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms,” *CEREG*, 2006, 1-33.

국문요약

우리나라 해운물류산업의 현금보유수준과 결정요인에 관한 연구 : 국적외항선사를 중심으로

이성윤

해운물류기업들의 유동성문제는 지속적으로 제기되어 왔으며, 유동성위기 극복을 위한 자산매각, 구조조정 등 기업들의 자구책뿐만 아니라, 다양한 형태의 정책적 지원방안도 마련되고 있는 상황이다. 하지만, 여전히 유동성위기에 대한 어려움이 산업전반에 걸쳐 내재된 상태이다. 이에 본 연구에서는 해운물류기업들의 유동성과 현금보유수준에 대해 살펴보고, 그 결정요인들을 실증해봄으로써 해운물류기업들의 유동성 극복을 위한 재무적 의사결정 정보를 제공해보고자 하였다. 이를 위해 2005년 이후 38개 해운물류기업들을 대상으로 연구를 수행하였다.

연구의 수행결과 현금보유규모측면에서는, 일반제조업 대비 큰 차이를 보이지 않았으나, 매출액대비 원가는 지속적으로 상승하였으며, 2009년 이후부터는 판관비를 포함한 매출원가 가 매출규모를 상회함으로써 수익성이 급격히 하락하는 것으로 나타났다. 현금보유수준 결정요인분석결과에서는 부채만기, 선박규모, 이자비용, 성장기회 등이 주된 결정요인 것으로 나타났다. 결정요인별 추가분석에서는 결정요인에서 다소 차이를 보여주었다. 부채만기가 높은 집단에서는 성장기회와 현금흐름이, 낮은 집단에서는 기업 및 선박규모가 결정요인으로 분석되었다. 또한 자산대비 선박규모가 클 경우 성장기회, 현금흐름 등이, 낮은 경우 이자비용, 선박규모 등의 유의한 변수로 분석되었다. 이자비용 부담이 낮은 집단에서는 성장기회가 추가적으로 유의하게 나타났다.

핵심 주제어 : 해운선사, 현금보유수준, 기업가치, 유동성