

현금보유와 지배구조가 기업의 국제화에 미치는 영향에 관한 연구

안요한*

<요약>

본 연구는 대리인 이론에 근거하여 유동성 공급으로 인한 현금보유와 기업의 국제화 사이의 관계를 검증하였다. 특히 기업지배구조 측면에서 경영자지분율이 현금보유와 상호작용을 할 것으로 가정하고 조절변수로서의 경영자지분율이 현금보유와 국제화 사이에 어떠한 영향을 미치는가를 알아보았다.

본 연구는 2000년부터 2013년까지 14년간의 자료를 이용하여 유가증권시장에 상장된 제조 기업을 대상으로 7308개의 관측치, 645개 기업의 자료를 연구에 적용하였다. 그리고 이 자료들을 실증분석하기 위하여 고정효과모형을 이용하여 패널데이터 분석을 실시하였다.

실증분석 결과 현금보유와 국제화는 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며, 현금보유와 국제화 사이에 경영자지분율이 조절효과를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 경영자지분율이 현금보유와 국제화에 미치는 양(+)의 영향을 약화시키는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 경영자지분율이 높은 기업의 경우 현금보유량을 높여 국제화를 높일 수 있는 가능성을 줄일 수 있다는 간접적인 증거를 제시할 수 있다.

본 연구는 국제화를 위해 유동성의 완충재고를 만들고 고려해야하는 기업들에게 중요한 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대되며 글로벌 경쟁에 놓은 기업에게 현금관리의 중요성을 제고할 수 있는 기회가 될 수 있을 것이다. 특히 대리인 이론에 근거하여 현금보유와 기업지배구조를 연결하여 설명함으로써 기존의 기업지배구조와 국제화에 관련된 연구의 폭을 넓힐 수 있을 것이다.

핵심주제어: 현금보유, 기업지배구조, 대리인이론, 고정효과모형, 조절효과, 국제화

I. 서론

기업이 국제화를 추구할 때 대리인 비용이 발생한다(Aggarwal and Samwick, 2003). 기업이 보유한 내부자원은 기업의 국제화에 영향을 주며 풍부한 현금이 기업의 경영자에게 과도한 투자를 가능하게 한다(Tseng et al., 2007). 과도한 투자시에 현금보유에서 오는 대리인 비용이 증가하며 경영자는 기업의 자원을 자신의 효익을 위해 사용할 가능성이 있다. 즉, 경영자가 그들의 효용 극대화를 넘어서 기업을 국제화 할 때, 대리인 문제가 발생가능하다(Goerzen and Beamish, 2003; Lu and Beamish, 2001).

대리인 문제를 해결하기 위한 경영자에 대한 감시와 견제장치로서 기업지배구조를 제시할 수 있다.(신성욱, 2007; Jorge, 2003). 대리인 이론에 따르면 주주와 이해관계자와의 관계와 소유자의 협상력에 초점을 두고 상충된 소유와 통제의 분리로 인하여 손실이 발생할 수 있고(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976) 기업 지배구조 메커니즘이 효율적으로 작동하지 않으면 경영자의 효용추구로 인한 대리인 비용이 커질 수 있다.

1997년 한국의 IMF 경제위기 이후 기업지배구조에 대한 관심이 많아졌고 지배구조에 관한 연구들이 최근 많이 이루어지고 있다(신성욱, 2007; 유승훈 외 2013). 외부시장과 관련된 외부통제시스템과 소유구조를 결정하는 내부통제시스템이 효율적으로 작동되지 않아 기업과 시장의 구조적 문제가 나타났고 이를 계기로 회계 투명성, 투자자 보호, 기업 지배구조와 관련한 광범위한 제도 개편이 이루어졌다. 그러나 2010년 GovernanceMetrics International (GMI)의 조사에 따르면 38개 국가 중 한국은 28위를 차지했으며 한국 지배구조의 현위치가 여전히 취약함을 알 수 있다.

따라서 본 연구에서는 대리인 이론에 근거하여 유동성 공급으로 인한 현금보유와 기업의 국제화 사이의 관계를 검증할 것이다. 특히 기업지배구조 측면에서 경영자지분율이 현금보유와 상호작용을 할 것으로 가정하고 조절변수로서의 경영자지분율이 현금보유와 국제화 사이에 어떠한 영향을 미치는가를 알아보고자 한다.

본 연구는 국제화를 위해 유동성의 완충재고를 만들고 고려해야하는 기업들에게 중요한 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대되며 글로벌 경쟁에 놓은 기업에게 현금관리의 중요성을 제고할 수 있는 기회가 될 수 있을 것이다. 특히 대리인 이론에 근거하여 현금보유와 기업 지배구조를 연결하여 설명함으로써 기존의 기업 지배구조와 국제화에 관련된 연구의 폭을 넓힐 수 있을 것이다.

II. 선행연구

1. 기업지배구조

기업지배구조란 주주, 이사회, 경영자 그리고 기타 이해관계자들간의 상호작용 관계를 규정하는 메커니즘을 의미하며 좁은 의미로는 기업의 주주가 경영자를 감시하고 규율하는 메커니즘을 뜻한다. 즉 기업지배구조는 기업가치의 극대화를 위하여 기업의 이해관계자간 거래비용을 최소화시키는 메커니즘으로 이해할 수 있다(신성욱, 2007; Shleifer and Vishny, 1997). 조성빈(2005)에 따르면 소유와 경영의 분리로 인하여 발생하는 대리인 비용(agency costs)을 효과적으로 통제하여 기업의 경영목표를 설정하고 그 경영목표가 이행되도록 규율하는 메커니즘으로 기업지배구조를 정의하였다. 좁게는 경영진이 주주 등 투자자의 이익을 위하여 기업을 통제하도록 하는 제도적 장치를

의미한다고 보았다.

Berle과 Means(1932)의 연구에 의하면, 소유와 경영이 분리된 현대기업에서 경영자(agency)와 주주(principle)간의 이해관계는 상당히 다르다고 주장하고 있다. 즉, 경영자들은 자신의 사적효용 극대화를 추구하려 하고, 주주들은 자신의 이윤에 대해서만 관심을 가지기 때문에 주주와 경영자간의 대리문제가 발생하게 된다는 것이다. 따라서 기업지배구조는 소유와 경영의 분리에 따라 필연적으로 발생하게 되는 주주와 경영자 사이의 대리인 문제와 밀접한 관련을 가지게 되며 기업지배구조의 효율성은 기업지배구조가 이러한 대리인 문제를 얼마나 잘 통제할 수 있는냐에 달려 있다(박종일, 2003)고 볼 수 있다.

소유구조는 지배구조의 결정요인인 내부 메커니즘 중 하나이며, 기존 문헌을 검토해보면 소유구조 대응변수로서 채택한 변수가 다르며, 대주주 지분율, 경영자지분율, 외부대주주 지분율, 외국인주주 지분율 등을 사용하고 있고 본 연구에서는 경영자지분율에 주목하고 있다.

먼저 경영자의 지분율과 관련된 몇 가지의 이론으로서 크게 4가지를 제시할 수 있다. 첫째, 내부자 지분율이 증가할수록 경영자와 주주 사이의 이해관계가 일치하게 된다는 유인일치가설(convergence of interest hypothesis)이다. 유인일치가설에 의하면, 경영자 지분이 증가할수록 경영자와 주주의 이해관계가 일치되어 경영자의 대리문제가 감소하게 되고 결국 기업가치의 향상으로 이어진다는 것이다(Jensen and Meckling, 1976; Morck, et al., 2000). 소유의 분산이 잘 이루어진 기업은 특히 소유주주의 주식보유 퍼센트가 낮은 경우, 소유주주의 통제권이 낮아짐에 따라 기업지배권 역시 낮아지게 되어 대리인 비용의 증가로 인한 낮은 경영성과가 나타난다(Joh, 2003; 최우석과 이우백, 2005)

둘째, 경영자지분율이 증가할수록 기업가치가

오히려 감소하게 된다는 경영자 기득권보호가설(entrenchment hypothesis)이다. 기득권보호가설에 의하면, 경영자의 지분율이 증가하면 경영자는 기업의 희소자원을 자신의 효용극대화에 사용할 권능을 더 많이 보유하게 되기 때문에 기업가치가 감소하게 된다(Shleifer and Vishny, 1977; Mosen, et al., 1968).

셋째, 경영자의 지분율에 따라 기업가치가 다를 수 있다는 절충가설(nonmonotonic relation hypothesis)이다(Morck et al. 1988; Hermalin and Weisbach 1991; Short and Keasey 1999 등). 절충가설에 의하면, 경영자지분율과 기업가치 사이에 단순한 양(+), 음(-)의 선형관계가 있는 것이 아니라 지분율 수준에 따라 변하는 비선형관계가 있다는 것이다. 구체적으로 지분율이 아주 낮은 구간에서는 내부자 지분율이 증가하면 대리문제가 감소하여 기업가치가 증가한다. 그러나 일정 지분율이 넘어서면 경영자는 자신의 경영결정권을 강화시킬 수 있는 위치에 있으므로 기업의 희소자원을 자신의 효용극대화에 사용할 가능성이 높게 된다. 따라서 기업가치가 감소하게 되는 경영자 기득권 보호가설이 성립하게 된다. 이 수준 이상으로 지분율 보유하게 되면 주주와 이해관계가 일치되어 다시 기업가치가 증가하게 된다는 것이다.

넷째, 내부자 지분율의 증가는 기업가치에 영향을 주지 않는다는 무관관가설(no-relation hypothesis)이다(Denis and Denis 1994; Loderer and Martin 1997). 즉 기업가치는 미래 기업의 경영성과에 대한 합리적 기대에 의해서 결정된다는 것으로 지배유형이 기업가치에 미치는 영향은 없거나, 미약하다는 것이다.

이상에서 살펴본 바와 같이 경영자지분율에 관한 가설들이 많이 제시되어 있으나, 현금보유가 가지는 대리인 비용과 경영자지분율 사이의 관계에 대한 연구는 부족한 실정이다.

2. 현금보유와 국제화

현금보유와 기업가치와의 연구로서 기존 연구들을 보면, Harford(1999)는 현금이 풍부한 기업이 인수합병으로 과도한 지출을 유발하는 가치 파괴적인 활동을 할 가능성이 있다고 주장하였다. Myers and Rajan(1998)는 유동자산은 다른 자산보다 경영자 자신의 개인적 이익을 위해 사용되어질 수 있으며, Jensen(1986)은 경영자가 기업투자 의사 결정을 할 때, 재량권을 얻기 위하여 현금을 보유할 유인을 가진다고 주장하였다. Dittmar, et al.(2003)은 현금이 외부로 유출될 가능성이 존재한다면, 경영자의 사적 이익을 위한 프로젝트에 투자될 수도 있다고 주장하였다. Opler, et al.(1999)는 경영자가 주주들에게 배당지출을 위하여 현금을 기업 외부로 유출시키기보다도 기업내부에 현금을 보유함으로써 발생하는 현금사용에 관한 통제권을 더욱더 선호한다고 주장하였다. Papaioannou, et al.(1992)는 경영자가 자신의 특권을 위하여 현금보유를 원한다고 제시하였으며, Dittmar, et al.(2003), Chen(2008)은 풍부한 현금이 기업의 경영자에게 과도한 투자를 가능하게 한다고 주장하였다. 반면 현금보유가 기업에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하는 여러 연구들도 존재한다. Chen(2008)은 기업의 현금보유 동기가 거래비용으로 인한 결과라고 주장하였으며, Opler, et al.(1999)은 기업이 현금부족의 결과로서 수익성 있는 투자에 대한 기회손실을 피하기 위하여 예방적 차원에서 현금을 보유한다고 주장하였다. 이는 본질적으로 현금보유가 기업의 가치창출을 위한 투자의 수를 늘리고 재무적 손실을 줄여 기업가치를 증대시킬 수 있다고 볼 수 있다. 또한 잠재적 투자를 위해 기업은 많은 양의 현금을 보유하는 것이 필수적이라고 주장한 Boyle and Guthrie(2003)의 견해와도 일치한다.

한편 국제화와 기업가치에 대한 연구로 Buhner

(1987)는 기업을 국제화함으로써, 기업은 성장할 수 있는 기회를 마련할 수 있다고 주장하였다. 기업의 국제화라는 성장기회는 기업이 글로벌 시장에서의 다양한 경영활동을 실행하는 과정에서 규모와 범위의 경제, 학습효과 등을 통하여 나타날 수 있으며, 이는 기업을 성장 가능하게 해 줄 수 있게 한다는 것이다. 기업이 국제화를 통하여 해외시장에서 이와 같은 이점을 활용할 수 있다는 가정을 전제로, 1970년대와 1980년대에 행해진 Kim and Lyn(1986)과 Grant, et al.(1988) 등의 연구들은 국제화와 경영성과가 선형적 상관성을 가지고 있는지에 관하여 연구를 진행하였다. 1990년대 이후부터는 이들의 연구와는 달리 기업의 국제화와 경영성과 사이에 비선형적 상관성에 관심을 갖는 연구가 Daniels and Bracker(1989)에 의하여 수행되어졌으며, Ruigrok and Wagner(2003)는 해외진입 초기 단계에서 발생하는 외국인 투자비용으로 인하여 경영성과와 음(-)의 관련성을 갖다가 시간이 경과할수록 국제화 과정에서 다양한 경험을 통한 학습 효과로 인하여 양(+)의 관련성을 갖는다고 주장하였다.

이처럼 현금보유와 기업가치, 국제화와 기업가치에 관한 연구는 많이 이루어졌으나 기업의 국제화와 기업의 국제화를 위한 선행요인으로 현금보유에 대한 연구가 많이 진행되지는 않았다. 그 중 몇몇 연구들을 살펴보면, Poynter and White(1995)가 해외자회사 관련 전략에서 기업의 현금보유가 기업에 영향을 미친다고 언급하였으나, 현금보유와 기업의 국제화 정도 사이의 직접적인 관계는 밝히지 않았다. Lin et al.(2009)은 대만 증권거래소에 상장된 첨단기술기업을 대상으로 높은 재량적 수준의 여유자원과 낮은 재량적 수준의 여유자원이 기업의 국제적 투자기회에 어떤 영향을 미치는 지를 살펴보았다. 여기서의 분석 결과는 높은 재량적 수준의 여유자원이 기업의 국제화 사이에 부(-)의 영향 관계로 나타났지만, 높은 수준

의 여유자원을 이차방정식으로 보았을 때, 높은 재량적 수준의 여유자원과 국제화 사이에 U자 관계가 존재한다는 사실도 발견하였다. 이와는 달리 낮은 재량적 수준의 여유자원은 기업의 국제화 정도에 양(+)¹의 선형관계가 있음을 제시하였다.

또한 현금보유가 기업의 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 제시한 연구들 중 여유자원이 기업의 수출을 증가시킬 수 있다고 보는 관점이 존재한다. Calof and Beamish(1995)는 기업이 보유한 자원변화가 기업의 국제화 상황을 변화시킬 수 있다고 제시하면서, 기업이 충분한 여유자원을 가지고 있다면, 빠르게 국제화가 진행될 수 있다고 주장하였다. 또한 Tseng et al.(2007)은 기업이 보유한 내부자원이 기업의 다국적화에 영향을 준다고 주장하였으며, 이들은 미국 제조 기업을 대상으로 분석한 연구에서, 현금보유와 기업의 국제적 성장 사이에는 역 U자 관계가 있다고 제시하였다. 즉 국제적 성장을 추구하는 기업들은 적당한 수준의 여유자원을 유지하여야 하나, 과도한 여유자원은 운영역량 부족 및 업무태만 등을 나타내는 동시에 국제적 성장을 둔화시킬 수 있다는 사실을 제시하였다.

그러므로 Tseng et al.(2007)과 Lin et al.(2009)의 두 연구를 비교해 보면, Tseng et al.(2007)의 연구는 사용가능한 높은 수준의 여유자원과 국제화 정도 사이에 역 U자 관계가 존재한다고 하였으나, Lin et al.(2009)의 연구에서는 낮은 수준의 여유자원은 기업의 국제화와 양(+)¹의 선형관계를 주장하는 상반된 결론을 내리고 있다. 이와 같은 결과는 기업의 사용가능한 여유자원과 국제화 사이에는 서로 관련성이 존재한다는 사실을 시사하고 있다. 따라서 국제화의 결정요인으로 중요한 요인 중 하나인 현금보유의 관계를 살펴볼 필요가 있다.

이상의 연구들을 종합해보면 국제화에 영향을 미치는 중요 요인들을 알아보기 위한 자료로써 크

게 두 가지로 (1) 현금보유와 (2) 소유구조에 관한 연구가 지금까지 이루어져오고 있다는 것을 제시할 수 있다. 특히, 현금보유는 대리인 비용을 발생시킬 수 있고, 대리인 비용은 경영자 지분율에 따라 현금보유의 대리인 비용과 상호작용을 할 가능성이 있다. 소유구조가 현금보유와의 관련성이 있음에도 불구하고 소유구조와 현금보유와의 상호작용이 국제화에 미치는 영향에 관한 연구가 부족한 실정이다. 따라서 국제화를 위한 여러 요인 중에 소유구조와 현금보유와의 다양한 관련성을 알아보는 것이 필요하다.

III. 연구설계와 가설설정

1. 국제화와 현금보유 사이의 관련성

Kim and Lyn(1986)과 Grant, et al.(1988)은 기업의 국제화와 경영성과 사이에 선형적 상관성이 존재한다고 주장하였고 기업의 국제화라는 성장 기회는 글로벌 시장에서의 다양한 경영활동을 실행하는 과정에서 규모와 범위의 경제, 학습효과 등을 통해 나타날 수 있고, 이것이 기업 성장을 가능하게 해 줄 수 있다고 보았다. 이후 1990년 이후부터는 비선형성에 관한 연구가 이루어졌으며 특히, Daniels and Bracker(1999) 등은 해외진입 초기 단계에서는 외국인 비용이 발행하여 경영성과와 음(-)²의 가능성을 가지나 시간이 경과할수록 다양한 경험으로 인한 학습효과로 인하여 양(+)³의 관련성을 갖는다고 주장하였다. 이처럼 국제화가 기업성과에 미치는 영향에 관한 논의는 1980년 이후 꾸준히 이루어져왔으나, 국제화에 미치는 현금보유의 영향을 고려한 연구는 그다지 많이 이루어지지 않았다. 현금보유는 기업의 여유자원으로써 국제적 성장을 추구하는 기업들에게 중요한 사항임에도 불구하고 기업이 보유한 현금이 기업의 국

제화와 어떻게 관련되어져 있는지 폭넓은 논의가 없었다고 볼 수 있다.

Calof and Beamish(1995)는 기업이 보유한 자원변화가 기업의 국제화 상황을 변화시킬 수 있다고 제시하면서, 기업이 충분한 여유자원을 가지고 있다면, 빠르게 국제화가 진행될 수 있다고 주장하였다. 또한 Tseng et al.(2007)은 기업이 보유한 내부자원이 기업의 다국적화에 영향을 준다고 주장하였으며, 이들은 미국 제조 기업을 대상으로 분석한 연구에서, 국제적 성장을 추구하는 기업들은 적당한 수준의 여유자원을 유지하여야 하나 과도한 여유자원은 국제적 성장을 둔화시킬 수 있다고 하였다.

Lin et al.(2009)은 대만 증권거래소에 상장된 첨단기술기업을 대상으로 높은 재량적 수준의 여유자원과 낮은 재량적 수준의 여유자원이 기업의 국제적 투자기회에 어떤 영향을 미치는 지를 살펴 보았다. 낮은 재량적 수준의 여유자원은 기업의 국제화 정도에 양(+의 선형관계가 있음을 제시하였다.

또한 경영자는 자유현금흐름(free cash flow)을 보유하려는 경향이 있기 때문에, 기업의 국제화 전략은 자유현금흐름을 배출하게 하는 통로로써 대리인 문제에 도움이 될 수 있다(Jandik and Makhija, 2005). 기업의 국제화는 경영자의 기업 가치 극대화 이외의 목적을 달성하는 수단이 될 수 있다. 국제화는 기업의 활용하지 않은 자원을 이용하게 함으로써 경영자의 기회주의적 행동을 완화할 수 있다.

경영효율성을 높이기 위한 다각적인 노력의 일환으로 새로운 전략적 기회를 추구할 가능성으로써 기업은 글로벌 투자에 대한 기회를 수용함으로써 할 때, 여유자금이 있다면 국제화가 빠르게 일어날 수 있다. 따라서 기업의 현금보유는 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 제시할 수 있다.

가설1: 현금보유는 국제화에 양(+의 영향을 미칠 것이다.

2. 국제화와 현금보유에서 경영자지분율에 대한 조절효과

경영자는 국제화에 대한 전략 및 운영에 직접적인 영향을 미치는 주체이다(김아리와 이유경, 2010). 대리인 이론에 따르면 경영자는 자신의 효용을 극대화하고자 하며(Jensen and Meckling, 1976), 현금의 보유는 기업의 대리인 비용을 발생시킨다(Jandik and Makhija, 2005). 주주는 기업의 가치극대화를 원하지만, 대리인은 자신의 효용 극대화를 추구한다(Jensen and Meckling, 1976). 대리인 이론 관점에서 경영자에 의해 통제되는 기업의 행동과 주주에 의해서 통제되는 기업의 행동은 다르다는 것인데, 예를 들어 경영자에 의해 통제되는 기업은 이익보다 판매를 극대화하는 경향이 있고(Amihud and Kamin, 1979), 보다 다각화하려는 경향이 있고(Amihud and Lev, 1981) 이익유연화(smooth income)하려는 의사결정을 하고자 한다.(Boudreaux, 1973). 이러한 행동은 기업의 가치를 극대화시키려는 목적과는 상충되며 이는 경영자의 기회주의 행동으로 이해될 수 있다(Lloyd et al., 1987).

현금이 많은 기업일수록 기업이 충분한 여유자원을 가지고 있다면, 빠르게 국제화가 진행될 수 있고 이때 경영자지분율은 현금보유와 국제화의 관계에 영향을 미칠 수 있다. 기득권보호가설(entrenchment hypothesis)에 따르면 경영자의 지분율이 증가할 때 경영자는 기업의 희소자원을 자신의 효용극대화에 사용할 권능을 더 많이 보유하게 된다(Monsen, et al., 1968). 경영자가 그들의 효용 극대화를 넘어서 기업을 국제화를 추구할 때, 대리인 문제가 발생하는데 국제화에 연결된

이익을 초과하는 통제와 코디네이션 비용 등이 증가하여 대리인 비용이 발생한다(Goerzen and Beamish, 2003; Lu and Beamish, 2001). 따라서 경영자지분율이 증가할수록 현금보유에서 오는 대리인 비용이 증가하며 경영자는 기업의 자원을 자신의 효익을 위해 사용할 가능성이 있고 이것은, 국제화에 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설2: 경영자지분율이 증가할수록 현금보유와 국제화 사이의 양(+)의 효과가 감소할 것이다.

IV. 연구방법론

1. 연구모형 및 방법론

현금보유와 국제화 사이에 경영자지분율의 영향을 파악하기 위하여 시계열 자료를 이용한 패널 분석 모형을 이용하여 Sharma. et al.(1981)가 제시한 조절효과 검증을 실시하였다. 패널분석 모형은 횡단면 분석을 이용하는 것보다 개체의 동적관계 추정이 가능하며 개체의 관찰되지 않은 이질성 요인을 모형에 고려할 수 있다는 장점이 있다. 또한 이 모형은 더 많은 정보와 변동성을 제공하여 효율적인 추정량을 얻을 수 있고 다중공선성(multicollinearity) 문제를 완화할 수 있다는 장점을 갖는다(Gujarati, 2003).

그리고 패널데이터를 실증분석할 때 이분산(heteroskedasticity) 및 자기상관(autocorrelation)의 존재한다는 가정 하에서 고정효과모형(fixed effects model)을 사용하였다. 합동회귀모형(pooled OLS)은 설명 할 수 없는 요인들이 오차항에 존재할 수 있으며, 이런 요인들이 설명변수들과의 상호작용을 일으키게 되면, 종속변수에 영향을 미쳐 추정에 편의가 발생한다(Wooldridge,

2006). 따라서 F 검정을 통해 합동회귀모형(pooled OLS)과 고정효과모형(fixed effect model)간에 보다 적절한 모형을 추정하였다. 또한 Hausman Test를 실시하여 고정효과모형이 임의효과모형(random effect model)보다 더 적합함을 확인하였다.

본 모형은 시간에 따라 변하지 않는 패널의 개체특성을 나타내는 U_i 와 시간과 패널 개체에 따라 변하는 순수한 오차항인 E_{it} 로 구성되어 있다. 여기서 오차항 U_i 를 고정효과로 볼 것인지 확률효과로 볼 것인지에 따라 추정방법이 달라진다. 본 연구에서 패널 개체인 한국의 제조산업의 서비스업은 모집단에서 무작위로 추출된 표본이 아니라 특정 모집단 그 자체 이므로 U_i 는 확률분포를 따른다고 할 수 없다. 따라서 오차항 U_i 를 고정효과로 간주한다.

본 연구에서는 오차항 U_i 를 확률변수 random variable)가 아닌 추정해야 할 모수(parameter)로 가정하는 고정효과모형(Fixed effects model)은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$Y = (\alpha + u_i) + \beta x + e$$

여기서 상수항이 패널 개체별로 서로 다르면서 고정되어 있다고 가정한다. 즉 기울기 모수인 β 는 모든 패널 개체에 대해 서로 동일하지만, 상수항($\alpha + u_i$)는 패널 개체별로 달라진다.

따라서 H_0 : 모든 i (패널개체별)에 대해 $u_i = 0$ 라는 귀무가설을 검증하여본 결과에서 $F(644, 6556)=11.20, Prob > F=0.0000$ 으로 나타나 패널 개체의 이질성을 고려한 고정효과 모형이 이질성을 고려하지 않은 합동회귀모형(Pooled OLS)에 비해 일치 추정량을 얻게 되어 패널분석이 적절한 모형임을 알 수 있다.

현금보유와 국제화 사이에 경영자지분율의 영향을 분석하기 위하여 Sharma. et al.(1981)의 3단계 분석을 사용한 연구모형은 다음과 같다.

$$\text{International} = a_0 + a_1 \text{CashHoldings} + a_2 \text{Size} + a_3 \text{Age} + a_4 \text{R\&D} + a_5 \text{Advertising} + a_6 \text{ROA} + e$$

<식 1>

$$\text{International} = \beta_0 + \beta_1 \text{CashHoldings} + \beta_2 \text{Managerial ownership} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Age} + \beta_5 \text{R\&D} + \beta_6 \text{Advertising} + \beta_7 \text{ROA} + e$$

<식 2>

$$\text{International} = a_0 + \gamma_1 \text{CashHoldings} + \gamma_2 \text{Managerial ownership} + \gamma_3 \text{Size} + \gamma_4 \text{Age} + \gamma_5 \text{R\&D} + \gamma_6 \text{Advertising} + \gamma_7 \text{ROA} + \gamma_8 \text{CashHoldings} \times \text{Managerial ownership} + e$$

<식 3>

구체적으로 경영자지분율 변수의 조절효과 검증은 크게 3단계로 나누어 분석한다. 먼저 첫 번째 경우, <식 2>의 경영자지분율 계수인 β_2 가 유의하면서 <식 3>의 현금보유와 경영자지분율 상호작용 계수인 γ_8 가 유의하지 않으면, <식 2>의 경영자지분율은 순수 독립변수가 된다. 두 번째 경우, <식 2>의 β_2 가 유의하면서 <식 3>의 γ_8 가 유의하다면, 이때 경영자지분율은 준 조절변수가 된다. 세 번째 경우, <식 2>의 β_2 가 유의하지 않고 <식 3>의 γ_8 가 유의하지 않으면서 γ_8 변수가 유의하다면, 이 때 경영자지분율은 순수 조절변수가 될 것이다.

2. 통제변수

여기서는 앞에서 제시한 가설 검증을 위하여,

종속변수로 국제화, 설명변수로 현금보유, 그리고 조절변수로 경영자지분율을 설정하였으며 현금보유와 경영자지분율의 교호작용을 고려한 변수를 고안하였다. 이 외에도 국제화에 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 통제변수들을 설정하였다.

2.1 국제화

선행연구에서 국제화 변수의 측정의 다양한 논의가 존재한다. Tallman and Li (1996)은 기업 활동의 국가 수를, Stopford and Wells (1972)는 해외 계열사의 수를 국제화 변수로 측정하였다. 많은 선행 연구 중에서 수출은 가장 기본적인 국제화 변수로 사용되었다. 김아리와 이유경 (2010) 및 강석민(2011)은 기업이 해외진출을 위한 여러 가지 대안들 중에서 수출이라는 경영활동에 대하여 다른 해외진입 방식보다는 적은 경영자원이 요구되기 때문에 이 대안을 선택한다고 주장하였다. Qian(2002)의 연구에 따라 기업의 수출액과 전체 매출액을 대비하여 상대적 크기로 나타낼 수 있는 값인 수출액을 매출액으로 나눈 값을 국제화의 종속변수로 사용하였다

$$\text{International} = \text{수출액/매출액}$$

2.2 현금보유

기업의 현금보유는 국제적 성장을 위한 저장고이며, Greve(2003)는 여유자원으로 현금이나 금융상품의 형태로 조직이 갖고 있는 재정적 보유자원을 보았다. 본 연구에서는 Dittmar et al.(2003), Kuan, Li and Liu(2012) 등의 연구에서 사용한 현금보유 변수인 현금 및 현금성자산을 (자산총계-현금 및 현금성자산)으로 나눈 값을 기업 현금보유 변수로 사용한다.

$$\text{CashHoldings} = \text{현금 및 현금성자산}/(\text{총자산} - \text{현금 및 현금성자산})$$

2.3 경영자지분율

경영자지분율은 최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 지분율로 측정하였으며 최대주주 및 그 특수관계인은 경영자와 그의 친인척, 계열사 등으로 이루어져 있고, 이를 경영자의 의사와 일치하는 집단으로 볼 수 있다(유승훈 외, 2013).

Managerial ownership = 최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 지분/총지분

2.4 현금보유×경영자지분율

현금보유와 경영자지분율과의 교호작용이 국제화에 미치는 영향을 알아보기 위하여 고안한 변수로써 현금보유에 경영자지분율을 곱한 값으로 계산되었다.

CashHoldings×*Managerial Ownership* = {현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산)}×{최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 지분/총지분}

2.5 기업연령

기업의 연령은 상장이후 기업활동이 지속된 기간으로 측정하였으며 이분산성을 통제하기 위하여 기업의 연령에 자연로그를 취하였다.

Age = ln(기업연령)

2.6 기업규모

기업의 규모는 전통적으로 국제화와 관련이 있다(Henderson and Fredrickson, 1996). 규모변수는 복잡한 해외 정보를 다룰 수 있는 자원과 능력을 나타낸다고 볼 수 있기 때문에 본 연구에서는 기업 규모를 통제하였다.

Size = ln(매출액)

2.7 연구개발

Eberhart et al.(2004)는 연구개발비가 신상품 개발, 생산성 증대, 원가절감 등의 기업의 경쟁우위를 위하여 필수적이라고 하였다. 기술역량에 대한 측정지표는 다양하게 활용되고 있으나, Schoenecker and Swanson(2002)는 연구개발비 지출로 측정함에 따라 본 연구에서는 연구개발비 총액을 매출액으로 나눈 값을 기술역량 변수로 사용하였다. 그리고 매출액의 차이로 인한 규모효과의 이분산성(heteroskedasticity)을 통제하기 위하여 투자변수를 매출액으로 나누었다.

R&D = {개발비(재무상태표)+연구비(손익계산서)+개발비(손익계산서)}/매출액

2.8 광고비

광고비는 국제화에 영향을 미칠 수 있는 변수이기 때문에 연구모형에서 통제하였다.

Advertising = 광고비/매출액

2.9 총자산이익률

기업의 성과는 국제화에 영향을 미칠 수 있는 변수이기 때문에(Lin et al., 2009) 통제변수로 설정하였으며 당기순이익을 총자산으로 나눈값으로 계산하였다.

ROA = 당기순이익/총자산

3. 표본선정 및 분석대상 기간

실증분석을 위한 연구대상 기간은 2000년부터 2013년까지의 최근 14년간이며, 유가증권시장의 결산월이 12월말인 기업으로 구성되었다. 금융업은 제조기업과 비교하여 재무상태표와 손익계산서 구성방식이 상이하여 연구의 표본에서 금융업을 제

외하였으며 연구대상 기간 중 상장되었거나 혹은 상장 폐지되어 14년간의 자료를 모두 갖추지 못한 기업을 연구에 포함하였다. 위의 기준을 적용하여 7308개 관측치 645개 기업의 자료를 확보하였다. 이 자료들은 한국상장사협의회(KLCA)에서 제공하는 TS2000의 재무자료를 이용하여 추출하였다.

V. 실증분석 및 결과

1. 기술통계량 및 상관관계 분석

앞에서 제시한 가설들을 분석하기에 앞서 본 연구의 모형에 사용된 변수들의 기초통계량을 <표 1>에 나타내었다. 본 연구의 자료는 연구대상 기간 중 14년간의 자료를 모두 갖추지 못한 기업을 연구에 포함한 불균형 패널자료(unbalanced panel)로 구성되었다.

종속변수인 International의 평균은 0.0052으로 나타났으며 이는 한국의 상장기업 중 제조기업의 경우 수출액이 매출액 대비 0.52% 정도에 불과한 것으로 보인다. 설명변수인 CashHoldings의 평균은 0.064로 나타났으며 이는 총자산 대비 현금보

유가 약 6.4%정도로 볼 수 있다. Managerial ownership의 평균은 0.43으로 경영자를 방어할 수 있는 주식이 42%인 것으로 볼 수 있다. R&D의 평균이 약 0.0168로 나타났으며 매출액 대비 1.68%정도가 연구비로 쓰여지고 있는 것으로 보인다. ROA의 평균은 0.017으로 나타났으며 한국의 상장 제조기업이 총자산대비 약 1.7% 정도의 순이익을 갖는다고 볼 수 있다.

다음으로 현금보유가 국제화에 미치는 영향을 규명하기 위하여 고정효과모형을 실시하기에 앞서 각 독립변수에 대한 다중공선성의 가능성을 확인하기 위하여 상관관계 분석을 실시하였으며, 그 결과를 <표 2>에 제시한다.

<표 2>의 분석결과를 살펴보면, 기업의 현금보유는 국제화(상관관계 0.0130, $p=0.0130$)와 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 기업연령은 국제화(상관관계 0.0469, $p<0.01$)와 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 기업연령이 많은 기업의 경우, 국제화가 가능하다는 것을 간접적으로 확인한 결과라고 할 수 있다.

<표 1> 주요변수에 대한 기술통계량

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
International	7308	0.0052	0.0493	0.0000	0.9718
CashHoldings	7308	0.0643	0.0803	0.0000	0.8790
Managerial Ownership	7308	0.4342	0.1649	0.0198	0.9000
Size	7308	19.8329	1.5473	15.9506	25.7656
Age	7308	3.5502	0.6375	0.6931	4.7707
R&D	7308	0.0168	0.0322	0.0000	0.4078
Advertising	7308	0.0085	0.0204	0.0000	0.2870
ROA	7308	0.0174	0.1627	-3.4778	3.3636

International: 수출액/매출액, CashHoldings: 현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산), Managerial Ownership: 최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 지분/총지분, Size: 매출액의 자연로그값, Age: 기업나이의 자연로그값, R&D: 연구개발비/매출액, Advertising: 광고개발비/매출액, ROA: 당기순이익/총자산

<표 2> 상관관계 분석

	International	Cash Holdings	Managerial ownership	Size	Age	R&D	Advertising	ROA
International	1							
CashHoldings	0.0130 (0.4066)	1						
Managerial Ownership	-0.0591*** (0.0004)	-0.0505*** (0.0025)	1					
Size	0.0325* (0.0514)	-0.0734*** (0.0000)	-0.0857*** (0.0000)	1				
Age	0.0469*** (0.0049)	-0.0722*** (0.0000)	-0.0984*** (0.0000)	0.0109 (0.5125)	1			
R&D	-0.0389** (0.0199)	0.0355** (0.0333)	-0.0626*** (0.0002)	0.0492*** (0.0032)	-0.0562*** (0.0008)	1		
Advertising	-0.0331** (0.0477)	0.0052 (0.7544)	-0.0076 (0.6473)	0.0525*** (0.0016)	-0.0542*** (0.0012)	0.7418*** (0.0000)	1	
ROA	0.0069 (0.6795)	0.0894*** (0.0000)	0.1064*** (0.0000)	0.1281*** (0.0000)	-0.0259 (0.1204)	0.0243 (0.1456)	0.0593*** (0.0004)	1

International: 수출액/매출액, CashHoldings: 현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산), Managerial ownership: 최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 지분/총지분, Size: 매출액의 자연로그값, Age: 기업나이의 자연로그값, R&D: 연구개발비/매출액, Advertising: 광고개발비/매출액, ROA: 당기순이익/총자산

국제화는 Managerial Ownership(상관관계 -0.0591, $p < 0.01$)에 음의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 통제변수와 조절변수로써의 영향을 고려하지 않은 분석으로 여러 가지 제반변수를 고려한 자세한 분석은 <표 3>에서 제시할 것이다. 상관관계 분석결과, <표 2>의 실증 분석에 사용할 주요변수간 상관관계 행렬로 보아 다중공선성의 문제는 없는 것으로 보인다.

2. 가설검증 결과

본 절에서는 현금보유와 국제화의 상관관계 분석에서에서 나아가 이들 관련성에서 경영자지분의 조절효과를 규명하기 위해 패널분석의 고정 효과모형(fixed effects model)을 사용하여 각 변수간의 관련성을 추정하였다. 그 추정된 결과를 <표 3>에 제시하였다.

<표 3> 고정효과모형 실증분석 결과

종속변수: Internationalization			
	모형1	모형2	모형3
계수	0.1299 (1.19)	0.1292 (1.18)	0.1303 (1.19)
CashHoldings	0.0156* (1.65)	0.0212* (1.94)	0.0323** (2.32)
Managerial Ownership		-0.0118* (-1.91)	-0.0085 (-1.23)
CashHoldings× Managerial Ownership			-0.0826* (-1.79)
Size	-0.0063*** (-4.44)	-0.0063*** (-4.38)	-0.0063*** (-4.42)
Age	0.0012	0.0024	0.0021

	(0.04)	(0.08)	(0.07)
R&D	-0.0457 (-0.86)	-0.0492 (-0.92)	-0.0509 (-0.95)
Advertising	0.0526 (0.65)	0.0560 (0.69)	0.0569 (0.7)
ROA	0.0002 (0.04)	0.0006 (0.15)	0.0004 (0.09)
	F(6,6664) = 3.91	F(6,6664) = 11.20	F(644, 6656) = 11.20
	7308	7308	7308
	645	645	645

International: 수출액/매출액, CashHoldings: 현금 및 현금성자산/(총자산-현금 및 현금성자산), Managerial ownership: 최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 지분/총지분, Size: 매출액의 자연로그값, Age: 기업나이의 자연로그값, R&D: 연구개발비/매출액, Advertising: 광고개발비/매출액, ROA: 당기순이익/총자산

먼저 분석의 방법으로 합동회귀분석(pooled OLS)과 고정효과모형(fixed effects model) 중 적절한 방법을 검증하기 위한 F 검증을 실시하였으며, 이때 귀무가설을 받아들인다면 합동회귀를 통한 추정을 선택하고, 귀무가설이 기각되면 고정효과모형을 선택해야 한다. F 검정 결과, <표 3>의 모형 1, 모형 2, 모형 3 모두에서 F 검정의 결과 값이 1% 유의수준 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났고, 이에 근거하여 고정효과모형이 적합한 것으로 볼 수 있다.

먼저 가설 1을 검증하기 위한 모형1에서 CashHoldings이 International에 10% 유의수준 하에서 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 현금보유가 국제화에 긍정적인 영향을 미친다고 본 Calof and Beamish(1995)의 연구와 부합된다. 이러한 결과는 기업의 현금보유가 충분할수록 국제화가 빠르게 진행될 수 있다는 가설 1을 채택할 수 있다. 이 결과는 한국기업이 위험관리를 위해 많은 양의 현금을 보유하여 국제화에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 제시할 수 있다.

다음으로 가설 2를 검증하기 위하여 경영자지분율이 현금보유와 국제화에 미치는 조절효과 분석을 실시하였다. 이를 위하여 모형2, 모형3을 구축하였으며, Sharma. et al.(1981)가 제시한 3단계

분석을 시행하였다. <표 3>의 모형2와 모형3은 기업의 현금보유와 국제화 사이에 양(+)의 관련성을 약화시킬 수 있는 경영자지분을 변수에 대한 조절효과를 알아보기 위해 고안된 모형으로, 이의 검증을 위하여 패널데이터분석의 고정효과모형을 사용하여 추정 분석하였다.

분석결과, 모형 2의 고정효과모형에서 Managerial Ownership이 10% 유의수준 하에서 음(-)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며 모형3의 고정효과모형에서 교호효과를 나타내는 CashHoldings×Managerial Ownership이 음(-)의 계수 값을 가지고 10% 유의수준 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자지분율이 준 조절변수로서의 역할을 하고 있다는 사실을 나타낸다. 즉 현금보유는 직접적으로 국제화에 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 경영자지분율이 높을수록 기업의 현금보유가 국제화에 미치는 양(+)의 영향을 약화시키는 역할을 볼 수 있다. 경영자의 지분율이 증가할 때 경영자는 기업의 희소자원을 자신의 효용극대화에 사용할 권능을 더 많이 보유하게 된다는 기득권보호가설(entrenchment hypothesis)에 부합하는 것으로 보이며 경영자지분율의 대리인 비용 발생이 현금보유와 국제화 사이의 관련성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 보인다. 따라서 현금보유가 국제화에

미치는 영향이 경영자지분율에 의해서 약화되는 조절효과를 가진다는 가설 2를 채택할 수 있다. 가설2의 채택은 한국기업의 대부분을 차지하는 소유경영자가 자신의 기업 지배력을 잃지 않기 위해 저위험의 투자안의 선택을 선호하고 소극적인 국제화 전략을 추구하는 것으로 해석할 수 있다.

VI. 결 론

1. 결과의 요약

본 연구에서는 한국기업들의 현금보유와 소유구조가 기업의 국제화에 미치는 영향에 대하여 조사하였다. 대부분의 한국기업은 수출지향의 기업이며 최근 한국기업들이 과도한 현금보유가 중요한 경제문제로 대두되고 있는 현실에 비추어 기업의 현금보유와 국제화의 관련성을 분석하였다는 점에서 의미가 있다고 할 수 있다. 또한 기업의 현금보유와 기업지배구조는 대리인 문제와 연결되어 있다. 현금보유는 대리인 문제를 야기하여 기업지배구조와 관련성을 갖는다. 대리인 비용을 낮추기 위하여 지배구조 메커니즘이 효율적으로 작동해야 함에 따라 경영자지분율이 어떠한 효과를 미치는가를 검증하였다.

본 연구에서는 현금보유를 통한 자유 유동성이 국제화에 긍정적 영향을 미칠 것을 예측하였다. 또한 현금보유와 국제화의 관계에서 경영자지분율이 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예측하였다. 기득권보호가설(entrenchment hypothesis)에 따르면 경영자의 지분율이 증가할 때 경영자는 기업의 희소자원을 자신의 효용극대화에 사용할 권능을 더 많이 보유하기 때문에 국제화에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 보았다.

이를 규명하기 위하여 14년간의 자료를 이용하여 유가증권시장에 상장된 제조 기업을 대상으로

7308개의 관측치, 645개 기업의 패널자료를 연구에 적용하였다. 그리고 이 자료들을 실증분석하기 위하여 고정효과모형을 이용하여 패널데이터 분석을 실시하였다. 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 현금보유와 국제화는 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 둘째, 현금보유와 국제화 사이에 경영자지분율이 조절효과를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 경영자지분율이 현금보유와 국제화에 미치는 양(+)의 영향을 약화시키는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 경영자지분율이 높은 기업의 경우 현금보유량을 높여 국제화를 높일 수 있는 가능성을 줄일 수 있다는 간접적인 증거를 제시할 수 있다.

2. 시사점과 한계점

본 연구의 결과는 실무적·학술적 몇가지 시사점을 제시하고 있다. 수출지향을 목표로 하는 대부분의 한국기업들이 경쟁우위 확보를 위하여 현금보유에 집중하고 있는 현실에서 현금보유의 역할에 대한 실무적 시사점을 제공하고 있다. 다음으로 국제화의 핵심요인인 기업의 유동성 확보 및 지배구조 등의 연구에 대한 이론과 실증분석의 추가는 이에 관한 연구 범위의 확장에 기여하였다.

구체적으로 현금의 유동성 확보가 경쟁우위를 위한 연구개발 지속성에 간접적인 영향을 미친다는 본 연구의 결과는 급변하는 환경에서 유동성을 높이고자 하는 대부분의 한국 수출기업들에게 유용한 자료일 수 있다. 기업의 유동성은 부가가치를 높이기 위한 중요한 요인 중 하나로 고수익을 창출할 수 있다는 점에서 기업의 정책수립에 필요한 사항이며, 현금보유를 위해 노력하지 않는 기업들에게 기업의 생존의 수단으로 경쟁우위 확보를 위해 보다 노력할 것을 권고할 수 있다. 또한 현금보유가 기업의 국제화에 긍정적인 영향을 미

치고 있음에 따라 내부금융으로써의 현금을 보유함으로써 자본비용을 줄이고 동시에 경영자지분율을 낮추어 기회비용을 낮출 수 있는 가능성을 제시하고 있다. 이러한 사항들은 기업의 재무 분석가에게 완충적 저장고으로써의 현금보유에 대한 현실적인 정책적 접근을 유도하는 것에 도움이 될 수 있을 것이다.

둘째, 기업의 국제화에 대한 많은 연구들이 설문자료로 실증분석을 시도하는 경향이 있다. 설문분석에서 신뢰도와 타당성을 높이기 위하여 상황에 적합한 측정도구를 개발하고 실증적인 입증을 하고 있으나 응답자의 신뢰성을 확보하기 어렵고 설문문항 방식의 문제점 또한 여전히 존재하고 있는 것이 사실이다. 그러나 본 연구에서는 이러한 방식을 극복하기 위하여 공시된 자료를 사용하여 실증분석을 시도함으로써 분석결과의 신뢰성을 높이고자 하였다. 또한 실증분석에서 오류를 최소화하기 위하여 합동회귀분석 보다는 패널분석을 도입하여 분석함으로써, 분석을 위해 만든 계량화된 자료의 분석결과에 신뢰성을 더하고자 하였다. 또한 유동성과 경영자지분율과의 상호관계를 제시함으로써 기존 기업지배구조, 국제화와 관련된 연구의 폭을 넓힐 수 있을 것이다. 마지막으로 본 연구의 연구기간은 2008년 미국발 글로벌 금융 위기 기간을 포함하고 있다는 점에서 연구 결과의 시사성을 제공한다고 볼 수 있다. 기술개발을 위한 저장고으로써 현금보유는 기업의 유동성 확충에 중요할 뿐만 아니라 양적완화로 유발된 유동성 문제를 효율적으로 해결할 가능성을 제공하고 있다. 따라서 기업은 현금보유에서 오는 경영자의 대리인 비용 감소를 위하여 경쟁우위를 확보함으로써 글로벌 기업으로 급성장하는데 도움이 될 수 있을 것이다. 이와 더불어 본 연구의 실증결과는 글로벌 금융위기라는 시장의 충격상황에서 현금보유의 중요성을 재고할 수 있는 기회가 될 것이며 이것이 어떠한 시장 위기 상황에서도 기업의 생존

의 문제를 극복 할게 할 수 있는 무기가 될 수 있을 것으로 생각된다.

그러나 본 연구는 앞서 살펴본 연구의 의의에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 갖고 있다. 첫째, 수출중심으로 가기 위해 현금보유가 필요하거나 수출중심 기업이므로 현금보유량이 증가할 가능성이 있으므로 국제화 수준에 의해 현금보유 수준이 결정될 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 현금보유와 국제화의 역인과성(reverse causality)를 분석하는 향후 연구가 필요하다. 둘째, 기업지배구조를 측정함에 있어 경영자지분율을 사용하였다. 경영자지분율은 소유경영자와 전문경영자 등으로 세분화 할 수 있다. 또한 기관투자자, 외국인투자자 등 다양한 기업지배구조 변수가 사용된다. 보다 정교한 연구를 위해서는 기업지배구조를 보다 다양한 측정방법을 개발하여 분석할 필요가 있다.

참고문헌

1. 강석민(2011), “기업의 국제화가 경영성과에 미치는 영향”, *국제경영리뷰*, 15(2), 69-86
2. 김아리·이유경(2010), “기업의 소유구조와 국제화 전략”, *무역학 연구*, 35(4), 157-175.
3. 남현정·유승훈 (2012), “쇠퇴시장과 상승시장에서의 경영자지분율과 기업성과 사이의 관계”, *경영과 정보연구*, 31(1), 45-63.
4. 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정; 최대주주지분율을 중심으로”, *회계학연구*, 28(2), 135-172,
5. 신성욱(2007), “기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향”, 부산대학교 박사학위논문.
6. 신성(2011), “경영자 보유 스톡옵션 가치가 기업의 배당정책에 미치는 영향”, *경영과 정보*

- 연구, 30(3), 217-239.
7. 유승훈 · 남현정 · 박춘광, (2013), “기업통제를 위한 소유권 집중도와 경영성과”, *경영학연구*, 42(2), 501-527.
 8. 조성빈(2005), “기업지배구조의 상호관계 및 기업성과에 관한 연구”, *정책연구시리즈* 2005-09, 한국개발연구원.
 9. 지성권(2014), “소유구조에 따른 외부 자본조달 제약과 배당정책”, *경영과 정보연구*, 33(5), 171-184.
 10. 최우석 · 이우백(2005), “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”, *채무연구*, 18(1), 121-155
 11. Aggarwal, R. K., and Samwick, A. A. (2003), “Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered.” *Journal of Finance*, 58(1), 71 - 118.
 12. Amihud, Y. and Kamin, J.(1979), “Revenue vs. profit maximization: Differences in behavior by the type of control and by market power”, *Southern Economic Journal*, 45(3), 838 - 846.
 13. Berle, J. A. and Means, G.(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
 14. Boudreaux, K. J.(1973), “Managerialism’ and risk-return performance”, *Southern Economic Journal*, 39(3), 366 - 72.
 15. Boyle, G. W. and Guthrie, G. A.(2003), “Investment, Uncertainty and Liquidity”, *Journal of Finance*, 58, 2143-2166.
 16. Burgman, T. A.(1996), “An empirical examination of multinational corporate capital structure.” *Journal of International Business Studies*, 27(3), 553 - 70.
 17. Calof, J. L. and Beamish, P. W.(1995), “Adapting to Foreign Markets: Explaining Internationalization”, *International Business Review*, 4(2), 115-131.
 18. Chen, Y.(2008), “Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy Versus Old Economy Firms”, *Corporate Governance*, 16(5), 30-42.
 19. Daniels, J. D. and Bracker, J.(1999), “Profit Performance: Do Foreign Operation Make a Difference?”, *Management International Review*, 29(1), 45-56.
 20. Denis, D. and Denis, D.(1994), “Majority-Owner Managers and Organizational Efficiency”, *Journal of Corporate Finance*, 1, 91-118.
 21. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and Servaes, H.(2003), “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 11-33.
 22. Eberhart, A. C., Maxwell, W. F. and Siddique, A. R.(2004), “An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases”, *Journal of Finance*, 59(2), 623-650.
 23. Jandik, T. and Makhija, A.(2005), “Can Diversification Create Value? Evidence from the Electric Utility Industry”, *Financial Management*, 34(1), 61 - 93
 24. Joh, S. W.(2003), “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 68(2), 287-322.
 25. Jorge, F.(2003), *Corporate governance: a survey of the literature*, Working Paper.

26. Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, May, 323-329.
27. Jensen. M. and Mecking, W.(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownweship Structure", *Journal of Financial Economics*, 4(Oct), 305-360.
28. Goerzen, A. and Beamish, P. W.(2003), "Geographic scope and multinational enterprise performance", *Strategic Management Journal*, 24(13), 1289 - 306.
29. Grant, R. M., Jammine, A. P. and Thomas, H.(1988), "Diversity, Diversification, and Profitability among British Manufacturing Companies", *Academy of Management Journal*, 31(4), 771-801.
30. Greve, H.(2003), "A Behavioral Theory of R&D Expenditures and Innovate-ons: Evidence from Shipbuilding", *Academy of Management Journal*, 46(6), 685-702.
31. Gujarati, D. N.(2003), *Basic Econometrics* (4E), Mcgraw Hill, 636-655.
32. Harfoard, J.(1999), "Corporate Cash Reserves and Acquisitions," *The Journal of Finance*, 54(6), 1969 - 1997,
33. Henderson, A. and Fredrickson, J.(1996), "Information-Processing Demands as a Determinant of Ceo Compensation," *Academy of Management Journal*, 39(3), 575-606.
34. Hermalin, B. and Weisbach. M.(1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO," *American Economic Review*, 88, 96-118.
35. Kim, S.W. and Lyn, E. O.(1986), "Excess market value. the mutinational corporation, and Tobin's q-Raio", *Journal of inter-national business study*, spring, 119-125
36. Kuan, T., Li, C. and Liu, C.(2012), "Corporate Governance and Cash Holdings: A Quantile Regression Approach", *International Review of Economics and Finance*, 24, 303-314.
37. Lloyd, W. P., Modani, N. K., and Hand, J. H.(1987), "The effect of the degree of ownership control on firm diversification, market value, and merger activity", *Journal of Business Research*, 15(4), 303 - 12.
38. Loderer, C. and Martin, K.(1997), "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces", *Journal of Financial Economics* 45, 223-255.
39. Lu, J. W. and Beamish, P. W. (2001), "The internationalization and performance of SMEs", *Strategic Management Journal*, 22, 565-586.
40. Mosen, J., Chiu. J. S. and Colley, D. E. (1968), "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm", *Quarterly Journal of Economics*, August, 435-451.
41. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
42. Myers, S. C. and Rajan, R. G.(1998), "The Paradox of Liquidity", *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.

43. Opler, T., Pinkowitz, Stulz, L., and Williamson, R.(1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
44. Papaioannou, G., Strock, E. and Travlos, N. (1992), "Ownership structure and corporate liquidity policy", *Managerial and Decision Economics*, 13, 315-322.
45. Poynter, T. A. and White, R. E.(1995), "The Strategies of Foreign Subsidiaries: Responses to Organizational Slack", *International Studies of Management and Organizations*, 14(4), 91-106.
46. Ruigrok, W., Amann, W., and Wagner, H. (2007), "The internationalization performance relationship at Swiss firms: A test of the s-shape and extreme degrees of internationalization", *Management International Review*, 47(3), 349 - 68.
47. Schoenecker, T. and Swanson, L.(2002), "Indicators of Firm Technological Capability: Validity and Performance Implications", *Engineering Management, IEEE Transactions*, 49(1), 36-44.
48. Sharma, S., Durand, M. and Gur-Arie, O. (1981), "Identification and Analysis of Moderator Variables", *Journal of Marketing Research*, 18, 291-300.
49. Shleifer, A. and Vishney, R. W.(1997), "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
50. Short, H. and Keasey, K.(1999), "Managerial Ownership and Performance of Firm: Evidence from U.K.", *Journal of Corporate Finance*, 5, 79-101
51. Stopford, J. M. and Wells, L. T.(1972), *Managing the Multinational Enterprise*, New York, Basic Books
52. Tallman, S. and Li J.(1996), "Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms", *Academy of Management Journal*, 39, 179-196.
53. Tseng, C. H., Tansuhaj, P., Hallagan, W. and McCullough, J.(2007), "Effects of Firm Resources on Growth in Multinationality", *Journal of International Business Studies*, 38(6), 961-974.
54. Wooldridge, J. M.(2006), *Introductory Econometrics, A Modern Approach 4E*, South-Western Cengage Learning, 491-496.

Abstract

The Effect of Cash Holdings and Corporate Governance on Firm's Internationalization - Using Panel Data Analysis -

An, Yohan*

The purpose of this study is to analyze the impact of cash holdings on internationalization of listed manufacturing firms. We explore moderating effect of managerial ownership between cash holdings and internationalization of firms.

We analysed cross-sectional data of 645 listed companies from 2000 to 2013 using the fixed effects estimation. Empirical results showed that there was a positive significant relation between cash holdings and internationalization of firms. This study also found that managerial ownership has a significant negative moderating effect in the pathway between cash holdings and internationalization.

Cash liquidity can be rapidly induced internationalization. Managerial ownership increases agency cost, therefore, it might have a negative effect on internationalization. These results suggest that agency cost with cash holdings is very important for cash management.

Key Words: Cash holdings, Corporate Governance, Agency Theory, Fixed Effects Estimation, Moderating Effects, Internationalization

* Assistant Professor, Dept. of Finance and Accounting, Tongmyong University, accahn@tu.ac.kr