

산업 내 경쟁정도가 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 미치는 영향

조정은
부경대학교 경영대학

The Impact of Industry-level Competition on the Excess Stock Returns due to Changes in Cash Holdings

Jung Eun Cho
College of Business Administration, Pukyong National University

요약 본 연구는 산업 내 경쟁정도가 기업의 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 미치는 영향에 관해 검증하였다. 경쟁기업 간 위협은 기업의 성과가 좋지 않을 경우 경영자가 교체될 가능성을 높여 경영자가 최선의 노력을 다하여 경영을 하도록 규율하는 기능을 하고, 기업이 공시하는 정보의 양과 질을 향상시킨다. 즉 경쟁이 치열해질수록 대리인 문제가 감소하여 해당 기업의 보유현금의 증가에 대한 초과수익률은 증가할 것으로 예상된다. 반면 경쟁이 심한 산업에 속한 기업은 자세한 정보가 공시되면 경쟁 기업들이 해당 정보를 역이용하여 보다 유리한 위치에서 경쟁할 수 있기 때문에 정보비대칭이 오히려 증가한다는 의견도 존재한다. 이러한 경우 외부 이해관계자들은 기업의 상황을 정확히 파악하지 못하게 되어 경영자가 사적이익을 얻을 목적으로 기회주의적으로 현금을 운용하여도 이를 감독하거나 통제하지 못하게 된다. 이에 따라 시장경쟁이 심해질수록 보유현금의 증가에 대한 초과수익률은 감소할 것으로 예측된다. 분석 결과, 산업 내 경쟁정도가 증가할수록 보유현금의 증가에 대한 초과수익률은 높아지는 것으로 나타나 경쟁의 긍정적 효과를 지지하는 결과를 발견하였다. 본 연구는 시장경쟁이 효과적인 외부 기업지배구조로 작용하여 투자자들이 기업의 현금이 효율적으로 운용된다고 인식함에 따라 해당 기업의 보유현금의 증가에 대해 긍정적으로 평가한다는 실증적인 근거를 제시하였다는 측면에서 공헌점을 찾을 수 있다.

Abstract This study examined whether industry-level competition affects excess stock returns because of changes in cash holdings. Competitive inter-company threats increase the possibility of the manager's replacement, and function to induce management to make their best efforts, resulting in the amount and quality of the information provided by the enterprise increasing. Therefore, as competition intensifies, agency problems are reduced and stock returns increase because the company's cash holdings are expected to increase. However, there is a view that firms in industries with severe competition tend to have high information asymmetry because competitors may compete in more favorable positions by using detailed information disclosed by the competing firms. Accordingly, as market competition intensifies, the excess stock returns resulting from increased cash holdings are expected to decline. These results show that excess stock returns because of increases in cash holdings increase as the degree of competition in the industry intensifies, thus supporting the positive effect of market competition. Overall, the results of this study provide an understanding that market competition plays an effective external governance mechanism and that investors positively evaluate the cash held by companies with severe industry competition.

Keywords : Industry-level Competition, External Governance Mechanism, Cash Holdings, Excess Stock Returns, Hirschman-Herfindahl Index

*Corresponding Author : Jung Eun Cho(Pukyong National Univ.)

Tel: +82-10-2231-7659 email: jecho@pknu.ac.kr

Received February 22, 2019

Revised March 25, 2019

Accepted May 3, 2019

Published May 31, 2019

1. 서론

본 연구는 산업 내 경쟁정도가 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 미치는 영향에 관해 살펴보았다. 산업 내 경쟁정도는 경영자의 의사결정에 영향을 미치고, 기업의 수익성을 결정하는데 중요한 요소로 작용한다[1]. 특히 현재 기업들은 급격하게 변화하는 국내의 경제환경과 글로벌화 되어가는 시장으로 인하여 극심한 경쟁 상황에 놓여있다. 이에 따라 기업들은 경쟁력을 확보하고 지속적으로 수익을 창출하기 위해 전략적 대응이 요구되고 있는 현실이다.

선행연구에 따르면 산업의 경쟁정도가 증가할수록 해당 산업에 속한 기업의 수익성 확보가 힘들어지고, 성과평가가 치열해짐에 따라 경영자는 더 효율적인 방법으로 기업을 경영하고자 하는 유인이 존재한다고 보고하고 있다. Hart(1983)와 Schmidt(1997)는 경쟁기업 간 위협이 경영자의 교체 가능성을 높여 경영자가 최선의 노력을 쏟아낼 수 있도록 규율하는 기능을 하게 된다고 주장하였다[2, 3]. 또한 시장경쟁은 기업이 공시하는 정보의 양과 질을 향상시키도록 요구하여 외부 투자자들의 거래 비용을 줄이고, 장기적으로는 경영자가 기업에서 발생하는 비용을 최소화시키도록 규율함에 따라 기업이 최적의 기업지배구조를 갖출 수 있도록 유도하게 된다[4, 5]. 따라서 시장경쟁은 기업과 외부 투자자들 간의 정보비대칭을 감소시키고, 경영자의 대리인 문제를 완화시키는 효과적인 외부 기업지배구조로서의 역할을 담당하게 된다[6].

그러나 전술한 경쟁의 긍정적 효과와는 상반된 경쟁의 부정적 효과를 제시한 연구도 진행되고 있다. 기업은 경쟁이 심해질수록 외부 투자자들에게 기업과 관련한 자세한 정보를 제공할 가능성이 낮아진다. 자세한 정보가 알려지게 될 경우 경쟁 기업들이 해당 정보를 역이용하여 보다 유리한 입장에서 사업을 운영할 가능성이 높아지게 되기 때문이다[7, 8]. 경영자와 외부의 이해관계자들 간의 정보비대칭이 높아지면 외부의 투자자들은 기업의 상황을 정확히 파악하지 못하게 되어 경영자에 대한 효과적인 감독기능을 수행하지 못할 가능성이 높다[9]. 이에 따라 산업 내 경쟁이 심해질수록 경영자의 기회주의적 의사결정에 대해 통제를 하기 어렵게 됨에 따라 대리인 문제는 더 악화될 수 있다는 것이다. 이러한 관점은 경쟁의 부정적 효과를 나타낸다.

본 연구에서는 산업 내 경쟁정도가 기업의 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 영향을 미치는지 검증하고자 한다. 보유현금의 변화에 따른 초과수익률은 외부의 투자

자들이 기업이 보유하고 있는 현금이 어떻게 사용되는지 예상하는 바에 따라 결정된다[10, 11]. 현금은 다른 자산과 비교하여 유동성이 높으며 경영자가 사적이익을 위해 사용하기가 상대적으로 용이하다[12, 13].

보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 대한 선행연구에서는 기업의 대리인 비용이 높아지면 시장에서 투자자는 해당 기업에 대한 보유현금을 낮게 평가한다고 보고하고 있다. 반대로 우수한 지배구조를 가지고 있는 기업은 대리인 문제가 심하지 않기 때문에 보유현금에 대해 더 긍정적으로 판단한다는 연구결과를 제시하고 있다[14, 15].

경쟁의 긍정적 효과를 강조한 관점에 따르면 산업 내 경쟁이 효과적인 외부지배구조 역할을 담당하여 경영자는 자신의 사적효용을 극대화하기 위해 의사결정을 하기 어렵게 된다. 이에 따라 산업 내 경쟁이 치열해질수록 시장에서 보유현금은 더 긍정적으로 평가될 것으로 예측된다. 반면 경쟁의 부정적 효과를 주장한 관점에 의하면 경쟁이 심해지게 될 경우 기업과 외부 이해관계자들 간의 정보비대칭이 높아지게 된다. 이에 따라 경영자가 보유현금을 기회주의적으로 사용하더라도 이를 외부에서 감독하기 힘들게 되어 보유현금에 대한 시장의 평가는 부정적으로 나타날 것으로 판단된다.

본 연구는 경쟁이 효과적인 외부 지배구조의 역할을 담당하는지에 대해 기업의 보유현금의 변화에 따른 초과수익률을 통해서 검증하였다는 점에서 의의가 있다. 또한 산업 내 경쟁이 보유현금수준에 미치는 영향을 살펴본 선행연구와 다르게 산업 내 경쟁정도에 따라 개별 기업의 보유현금이 투자자들에게 차별적으로 평가되는지를 분석하였다는 점에서 학계와 자본시장에서 공헌점을 가진다고 할 수 있다.

2. 선행연구 및 가설설정

2.1 산업 내 경쟁정도에 관한 선행연구

Nickell(1996)은 기업이 자신들이 속해 있는 산업에서 발생하는 경쟁적인 요인들을 파악하여 전략을 제시하고, 산업 내 기업 간 경쟁이 기업의 의사결정에 영향을 미치는 중요한 결정요인이라고 주장하였다. Shleifer and Vishny(1997)는 경쟁이 치열하지 않은 산업에 속한 기업들은 성과를 비교할 대상이 상대적으로 적어서 경영자의 과실이 쉽게 알려지지 않기 때문에 경영자가

교체될 확률도 낮다고 주장하였다[16]. 또한 Hart(1983)와 Schmidt(1997)는 경쟁이 심한 산업에 속하는 기업에서는 경영자가 최선의 노력을 하지 않을 경우 성과가 하락하고 경쟁에서 뒤처지게 되어 경영자의 위치가 위협할 수 있기 때문에 해이한 자세로 경영을 수행하지 못한다고 언급하였다. Darraough and Stoughton(1990)은 시장경쟁이 심할수록 기업의 외부 투자자들은 기업에 대해 올바른 평가를 하기 위해 더 자세하고 정확한 정보를 요구함에 따라 기업이 제공하는 정보의 양은 많아지고, 정보의 질은 향상된다고 보고하였다[17]. 박경서 외(2011) 또한 시장경쟁은 기업과 외부 이해관계자들 간의 정보비대칭을 감소시키고, 경영자의 대리인 문제를 규율하는 효과적인 외부 지배구조의 역할을 담당한다고 주장하였다.

한편 전술한 선행연구와 상반되게 시장경쟁의 부정적 효과를 검증한 연구들도 진행되고 있다. Verrecchia and Weber(2006)와 Lambert et al.(2007)은 기업은 경쟁이 심화될수록 외부 투자자들에게 자세한 정보를 제공할 유인이 감소한다고 주장하였다. 많은 양의 정보가 알려질 경우 경쟁업체가 이를 역이용하여 보다 유리한 위치에서 경쟁을 할 가능성이 높아지기 때문이다. 이러한 현상을 정보공개비용이 발생한다고 표현하였다. Lanen and Verrecchia(1987)는 경쟁이 심한 기업에서 외부 이해관계자들에게 정보가 충분히 전달되지 않거나 왜곡된 정보가 제공되어 정보비대칭이 더 심해질 수 있다고 언급하였다. 이에 따라 외부의 이해관계자들은 기업의 상황을 정확히 파악하지 못하게 되어 경영자의 의사결정에 대한 충분한 감독기능이나 견제활동을 하지 못하게 된다. 즉 경영자의 도덕적 해이가 발생하여 경쟁강도가 심한 산업에 속한 기업일수록 대리인 문제가 더 증가하게 된다는 것이다.

2.2 산업 내 경쟁정도가 보유현금에 따른 초과수익률에 미치는 영향

현금은 다른 자산에 비해 유동성이 높고, 경영자가 외부의 투자자들로부터 감독이나 통제를 받을 가능성이 적다는 측면에서 경영자의 대리인 문제가 발생할 유인이 존재한다. 즉 현금은 다른 자산과 비교하여 경영자의 사적효용을 위해 유용될 확률이 높다는 특징을 가지고 있다[12, 13]. Harford(1999)는 경영자가 사적인 이득을 얻기 위해 현금성 자산을 축적하고 있다고 보고하며, 현금을 많이 소유한 기업일수록 미래의 경영성과를 악화시키는 인수합병을 과도하게 진행한다는 결과를 보고하였다[18].

최근에는 투자자들이 기업이 보유하고 있는 현금을 어떻게 평가하는지 알아보는 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 대한 연구가 활발히 진행되고 있다. Faulkender and Wang(2006)은 현금의 사용목적에 따라 시장에서 평가하는 보유현금의 가치가 달라진다는 연구결과를 제시하였다[19]. 즉 기업이 실제 보유하고 있는 현금과 시장에서 평가되는 현금의 가치가 동일하지 않다는 것이다. 예를 들어, 규모가 작고, 현금배당을 많이 하는 기업 및 채권 신용등급이 낮은 기업의 경우 자금을 조달하는 것이 어렵기 때문에 추가적인 현금흐름이 주식수익률에 더 크게 반영된다고 주장하였다. Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 경영자와 외부 이해관계자들 간의 대리인 문제가 심한 기업일 경우 해당 기업의 보유현금에 대해 시장에서 부정적으로 인식한다는 결과를 발견하였다. 박순홍과 연강흠(2009) 및 김보영과 정균범(2013)도 대리인 비용이 높은 기업일수록 보유현금이 초과수익률에 반영되는 정도가 약하게 나타난다고 주장하였다.

이에 본 연구는 기업의 외부 지배구조 역할을 담당하는 산업 내 경쟁정도가 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 영향을 미치는지 알아보려 한다. 시장경쟁의 긍정적 효과에 따르면 경쟁이 치열해질수록 시장에서 투자자들이 경영자가 기업의 성과를 향상시키기 위해 보유현금을 효율적으로 사용할 것으로 인식하게 되어 보유현금의 증가에 따른 초과수익률은 더 높아질 것으로 예측된다. 반면 경쟁의 부정적 측면을 고려해 보았을 때 경쟁이 심해질수록 경영자는 자세한 정보를 제공하지 않기 때문에 외부의 감시나 통제를 덜 받게 된다. 이러한 상황에서는 시장에서 경영자가 사적효용을 극대화하기 위한 목적으로 현금을 비효율적으로 사용할 것으로 판단하여 보유현금의 증가에 대한 초과수익률은 감소할 것으로 예측된다. 이와 같이 산업 내 경쟁이 시장에서 평가되는 보유현금에 미칠 수 있는 긍정적 효과와 부정적 효과에 대한 가능성이 존재하여 이를 사전적으로 예측할 수 없다. 이에 따라 본 연구의 가설을 다음과 같은 귀무가설의 형태로 설정하였다.

가설: 산업 내 경쟁정도는 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 유의한 영향을 미치지 않는다.

3. 연구방법론

3.1 산업경쟁도의 측정

본 연구에서 산업 내 경쟁도는 개별 산업 내에서 기업

의 시장점유율 집중도를 산출하는 HHI(Hirschman-Herfindahl Index)를 사용하여 측정하였다. 이 측정방법은 산업경쟁도를 분석한 여러 선행연구들이 공통적으로 사용하였다[20, 21]. 산업별 분류는 한국표준산업분류(KSIC) 중분류를 기준으로 하였다. 다음의 식 (1)과 같이 개별 산업에 속하는 기업들의 총 매출액에서 개별 기업의 매출액이 차지하는 비중을 나타내는 시장점유율을 계산한 후 그 시장점유율 제곱의 합을 산출하여 HHI를 측정하였다.

$$HHI = \sum_{i=1}^N [s_i / S]^2 \quad (1)$$

N 개별 산업 내 기업들의 수;
 s_i 기업 i 의 매출액;
 S 개별 산업의 총 매출액.

HHI가 커질수록 소수의 기업들이 높은 시장점유율을 가지고 있다는 것으로 기업 간 활발한 경쟁이 이루어지지 않게 되어 해당 산업의 경쟁도는 낮아진다. 따라서 높은 HHI는 낮은 산업 내 경쟁도를 의미하고, 반대로 낮은 HHI는 높은 산업 내 경쟁도를 나타낸다.

3.2 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위해 Faulkender and Wang(2006)이 고안한 보유현금의 변화에 따른 초과수익률 모형에 통제변수들을 포함하여 아래의 연구모형 (2)를 설정한다.

$$CAR = \alpha + \beta_1 \Delta CASH + \beta_2 \Delta CASH \times HHI_t \quad (2)$$

$$+ \beta_3 HHI_t + \beta_4 \Delta E + \beta_5 \Delta NA + \beta_6 \Delta RD$$

$$+ \beta_7 \Delta INT + \beta_8 \Delta DIV + \beta_9 CASH_{t-1}$$

$$+ \beta_{10} LEV_t + \beta_{11} SIZE_t + \beta_{12} AGE_t$$

$$+ \beta_{13} ROA_t + \Sigma \beta IND Dummy$$

$$+ \Sigma \beta YR Dummy + \epsilon$$

CAR 당기 4월부터 차기 3월 동안의 누적초과수익률;
 $\Delta CASH$ (당기 현금및현금성자산 - 전기 현금및현금성자산)/전기 총자산;
 HHI 허쉬만-허핀달 지수;
 ΔE (당기 법인세차감전 순이익 - 전기 법인세차감전 순이익)/전기 총자산;
 ΔNA (당기 현금을 제외한 순자산 - 전기 현금을 제외한 순자산)/전기 총자산;
 ΔRD (당기 연구개발비 - 전기 연구개발비)/전기 총자산;
 ΔINT (당기 이자비용 - 전기 이자비용)/전기 총자산;
 ΔDIV (당기 배당금 - 전기 배당금)/전기 총자산;
 $CASH$ t-1기 현금및현금성자산 / 전기 총자산;
 LEV 당기 총부채 / 전기 총자산;
 $SIZE$ 당기 총자산의 자연로그 값;
 AGE 설립 후 경과연수의 자연로그 값;
 ROA 당기 당기순이익/전기 총자산.

위의 모형 (2)에서 종속변수인 누적초과수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return, 이하 CAR)은 시장조정모형을 사용하여 월별 초과수익률을 계산한 후 해당연도 4월부터 차기 3월까지 누적한 합으로 산출한다[22, 23]. 관심변수인 산업경쟁도는 HHI의 측정방법에 따라 HHI 값이 커질수록 산업경쟁도는 낮아진다. 본 연구에서는 산업 내 경쟁정도가 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 미치는 영향에 대해 사전적으로 예상하지 않았기 때문에 모형 (2)에서 β_2 는 유의한 양(+) 또는 음(-)의 계수값을 나타낼 것으로 판단된다.

본 연구는 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 영향을 미치는 요인으로 수익성, 투자활동 및 재무활동을 나타내는 변수들을 선정하여 통제변수로 포함하였다[11, 21]. 기업의 수익성을 반영하는 변수로 전기와 당기의 법인세차감전 순이익의 변화분(ΔE)을 선정하였다. 투자활동을 나타내는 변수로는 현금을 제외한 순자산의 변화분(ΔNA) 및 연구개발비 변화분(ΔRD)을 사용하였다. 또한 이자비용의 변화분(ΔINT)과 배당금의 변화분(ΔDIV)을 재무활동을 반영하는 변수로 포함하였다. 이에 더하여 전기 현금수준(CASH), 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 기업의 연령(AGE) 및 수익성(ROA)이 보유현금에 따른 추가수익률에 영향을 줄 수 있는 변수로서 통제하였다[24, 25].

3.3 표본의 선정

본 연구는 2003년부터 2015년까지 유가증권시장에 상장되고, 금융업에 속하지 않는 12월 결산 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 재무자료와 추가자료는 한국신용평가정보(주)의 Kis Value에서 수집하였다. 최종 표본은 총 6,610개이며 분석에 포함된 변수들의 극단치로 인한 영향을 통제하기 위해 변수들의 상위 및 하위 1%에 포함되는 표본의 값은 winsorization 하였다.

4. 실증분석

4.1 변수의 기술통계 및 상관관계 분석

Table 1은 본 연구의 가설을 검증하기 위해 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 종속변수인 누적초과수익률(CAR)의 평균(중간값)은 약 -1.5% (-3.8%)로 나타났다. 현금($\Delta CASH$)은 전년도 대비 평균 0.4%가 증가하여 평균적으로 기업의 보유현금은 증가하

는 것으로 보고되었다. 산업경쟁도를 측정하기 위해 사용된 허쉬만-허핀달 지수(HHI)의 평균(중간값)은 22.9% (18.4%)로 나타났다.

Table 1. Descriptive statistics

Variable	Mean	Q1	Median	Q3	STD
CAR	-0.015	-0.152	-0.038	0.085	0.222
ΔCASH	0.004	-0.014	0.000	0.019	0.050
HHI	0.229	0.091	0.184	0.306	0.185
ΔE	0.004	-0.028	0.001	0.031	0.086
ΔNA	0.068	-0.020	0.043	0.131	0.184
ΔRD	0.001	0.000	0.000	0.000	0.003
ΔINT	0.000	-0.002	0.000	0.002	0.007
ΔDIV	0.001	0.000	0.000	0.001	0.009
CASH	0.058	0.013	0.037	0.080	0.064
LEV	0.431	0.273	0.433	0.577	0.200
SIZE	19.703	18.651	19.451	20.524	1.489
AGE	2.712	2.303	2.944	3.367	0.886
ROA	0.030	0.006	0.034	0.071	0.122

- CAR* 당기 4월부터 차기 3월 동안의 누적초과수익률;
- ΔCASH* (당기 현금및현금성자산 - 전기 현금및현금성자산)/전기 총자산;
- HHI* 허쉬만-허핀달 지수;
- ΔE* (당기 법인세차감전 순이익 - 전기 법인세차감전 순이익)/전기 총자산;
- ΔNA* (당기 현금을 제외한 순자산 - 전기 현금을 제외한 순자산)/전기 총자산;
- ΔRD* (당기 연구개발비 - 전기 연구개발비)/전기 총자산;
- ΔINT* (당기 이자비용 - 전기 이자비용)/전기 총자산;
- ΔDIV* (당기 배당금 - 전기 배당금)/전기 총자산;
- CASH* t-1기 현금및현금성자산 /전기 총자산;
- LEV* 당기 총부채 /전기 총자산;
- SIZE* 당기 총자산의 자연로그 값;
- AGE* 설립 후 경과연수의 자연로그 값;
- ROA* 당기 당기순이익/전기 총자산.

Table 2는 실증분석에 사용된 주요 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과를 제시하고 있다. 허쉬만-허핀달 지수(HHI)와 누적초과수익률(CAR) 간에는 유의하지 않은 음(-)의 상관관계를 보였다. 법인세차감전 이익의 변화분(ΔE)과 배당금의 변화분(ΔDIV)은 CAR과 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 반면 이자비용의 변화분(ΔINT)과 기업규모(SIZE)는 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 그러나 상관관계 분석만을 통해서만 타당성을 확보할 수 있는 가설검증이 어려움에 따라 종속변수에 영향을 미치는 통제변수를 포함한 다변량 회귀분석을 실시하여 본 연구의 가설을 검증하고자 한다.

Table 2. Correlation matrix

	CAR	ΔCASH	HHI	ΔE	ΔNA	ΔRD
CAR	1.000					
ΔCASH	0.019 (0.132)	1.000				
HHI	-0.013 (0.294)	0.008 (0.514)	1.000			
ΔE	0.043 (0.000)	0.123 (0.000)	0.013 (0.280)	1.000		
ΔNA	-0.014 (0.240)	-0.051 (0.000)	0.026 (0.032)	0.109 (0.000)	1.000	
ΔRD	-0.011 (0.365)	0.032 (0.008)	-0.008 (0.497)	-0.009 (0.442)	0.101 (0.000)	1.000
ΔINT	-0.022 (0.075)	0.012 (0.345)	0.009 (0.481)	-0.135 (0.000)	0.290 (0.000)	0.068 (0.000)
ΔDIV	0.060 (0.000)	0.053 (0.000)	0.046 (0.000)	0.243 (0.000)	0.140 (0.000)	0.032 (0.009)
CASH	-0.002 (0.896)	0.528 (0.000)	0.071 (0.000)	0.075 (0.000)	0.094 (0.000)	0.035 (0.004)
LEV	-0.006 (0.614)	0.002 (0.854)	0.010 (0.421)	-0.029 (0.017)	0.017 (0.174)	-0.005 (0.667)
SIZE	-0.069 (0.000)	0.003 (0.787)	0.002 (0.892)	-0.008 (0.531)	0.090 (0.000)	0.051 (0.000)
AGE	0.004 (0.718)	0.010 (0.428)	-0.173 (0.000)	-0.005 (0.665)	-0.090 (0.000)	-0.050 (0.000)
ROA	0.002 (0.843)	0.076 (0.000)	0.016 (0.199)	0.385 (0.000)	0.147 (0.000)	0.041 (0.001)

- 1) See Table 1 for the definition of variables.
- 2) Values in parentheses indicate p-values.

Table 2. Correlation matrix - continued

	ΔINT	ΔDIV	CASH	LEV	SIZE	AGE	ROA
CAR							
ΔCASH							
HHI							
ΔE							
ΔNA							
ΔRD							
ΔINT	1.000						
ΔDIV	-0.032 (0.009)	1.000					
CASH	0.008 (0.489)	0.061 (0.000)	1.000				
LEV	0.044 (0.000)	-0.038 (0.002)	0.061 (0.000)	1.000			
SIZE	0.070 (0.000)	0.018 (0.145)	-0.038 (0.002)	0.156 (0.000)	1.000		
AGE	-0.087 (0.000)	-0.026 (0.034)	0.018 (0.145)	0.037 (0.002)	0.060 (0.000)	1.000	
ROA	-0.023 (0.063)	0.161 (0.000)	-0.026 (0.034)	-0.246 (0.000)	0.168 (0.000)	-0.099 (0.000)	1.000

- 1) See Table 1 for the definition of variables.
- 2) Values in parentheses indicate p-values.

4.2 가설 검증 결과

Table 3은 산업 내 기업 간 경쟁이 기업의 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 미치는 영향을 검증하기 위한 회귀분석 결과를 보고하고 있다. 여기서 관심변수는 보유현금의 변화(Δ CASH)와 산업 경쟁도(HHI)의 상호작용 변수(Δ CASH \times HHI)이다.

분석 결과, Δ CASH \times HHI는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. HHI가 높으면 산업경쟁도는 낮아지는 것을 의미하기 때문에 분석결과를 해석해 보면, 산업 내 경쟁이 심해질수록 기업의 보유현금의 증가에 따른 초과수익률이 증가하는 것을 의미한다. 이는 경쟁의 긍정적 효과를 지지하는 결과를 나타낸다. 즉, 경쟁이 치열해질수록 투자자들은 시장경쟁이 대리인 문제를 완화시키는 효과적인 외부 지배구조로 작용하여 경영자가 현금을 효율적으로 사용할 것으로 기대함에 따라 기업의 보유현금이 긍정적으로 평가되는 것으로 해석된다. 본 연구의 경우 회귀식의 추정과정에서 독립변수들 간의 분산팽창계수(Variance Inflation Factor, VIF)를 확인한 결과 일반적으로 다중공선성 문제가 있다고 보는 임계치인 10보다 작기 때문에 다중공선성으로 인한 문제가 심각하지 않은 것으로 나타났다.

Table 3. The effect of industry competition on the excess stock returns due to changes in cash holdings

Variables	Dependent variable: CAR		
	Estimate	t-value	VIF
Intercept	0.424	5.09***	
Δ CASH	0.126	0.68	3.02
Δ CASH \times HHI	-1.088	-2.08**	2.53
HHI	-0.035	-1.04	1.26
Δ E	-0.087	-1.22	1.32
Δ NA	-0.155	-4.72***	1.25
Δ RD	-1.492	-0.95	1.04
Δ INT	-0.417	-0.48	1.21
Δ DIV	1.419	2.18**	1.10
CASH $t-1$	-0.041	-0.39	1.55
LEV	0.145	4.84***	1.25
SIZE	-0.028	-7.02***	1.18
AGE	0.009	1.37	1.09
ROA	-0.055	-1.07	1.39
Adj R2	0.08		
F-value	17.42***		
N	6,610		

1) See Table 1 for the definition of variables.
 2) *, **, *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% level respectively, for a two-tailed test..

5. 결론

본 연구는 산업 내 경쟁정도가 기업의 보유현금의 변화에 따른 초과수익률에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 경쟁 기업 간 위협은 경영자의 교체 가능성을 높여 경영자가 최선의 노력을 다하도록 견제하는 기능을 하고, 기업이 공시하는 정보의 양과 질을 높여 대리인 문제가 감소하게 된다. 이러한 상황에서는 경쟁이 치열해질수록 해당 기업의 보유현금의 증가에 따른 초과수익률이 증가할 것으로 예상된다. 반면 경쟁이 심한 산업에 속한 기업은 자세한 정보가 공시되면 경쟁 기업들이 해당 정보를 역이용하여 보다 유리한 입장에 있을 수 있기 때문에 정보비대칭이 오히려 증가한다는 의견도 존재한다. 이러한 경우 외부의 이해관계자들은 기업의 상황을 정확히 파악하지 못하여 경영자가 사적이익을 얻기 위한 목적으로 현금을 비효율적으로 운용하여도 이를 감독하거나 통제하지 못하게 된다. 이에 따라 시장경쟁이 심해질수록 보유현금의 증가에 따른 초과수익률이 감소할 것으로 예측된다.

분석 결과, 산업 내 경쟁정도가 증가할수록 보유현금의 증가에 따른 초과수익률은 더 높아지는 것으로 나타나 경쟁의 긍정적 효과를 지지하는 결과를 보고하였다. 본 연구는 시장경쟁이 기업의 효과적인 외부 지배구조 역할을 담당하여 투자자들이 기업의 현금이 효율적으로 운용된다고 인식함에 따라 해당 기업의 보유현금에 대해 긍정적으로 평가한다는 실증적인 근거를 제시하였다는 측면에서 학계와 자본시장에 공헌할 수 있을 것으로 기대된다.

References

- [1] S. Nickell, "Competition and corporate performance", *The Journal of Political Economy*, Vol.104, No.4, pp. 724-746, 1996.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/262040>
- [2] O. D. Hart, "The market mechanism as an incentive scheme", *The Bell Journal of Economics*, Vol.14, No.2, pp.366-382, 1983.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/3003639>
- [3] K. Schmidt, "Managerial incentives and product market competition", *Review of Economic Studies* Vol.64, No.2, pp.191-213, 1997.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2971709>
- [4] B. Holmstrom, "Moral hazard in teams", *The Bell Journal of Economics*, Vol.13, pp.324-340, 1982.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/3003457>

- [5] A. Alchian, "Uncertainty, evolution and economic theory", *Journal of Political Economy*, Vol.58, pp.211-221, 1950.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/256940>
- [6] K. S. Park, H. S. Byun, J. H. Lee, "Study on the interaction of product market competition and internal corporate governance on corporate payout policy and investment decision", *Asian Review of Financial Research*, Vol.24, No.2, pp.483-523, 2011.
- [7] R. Lambert, C. Leuz, R. E. Verrecchia, "Accounting information, disclosure, and the cost of capital", *Journal of Accounting Research*, Vol.45, No.2, pp.385-420, 2007.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- [8] R. Verrecchia, J. Weber, "Redacted disclosure", *Journal of Accounting Research*, Vol.44, No.4, pp. 791-814, 2006.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00216.x>
- [9] W. Lanen, R. Verrecchia, "Operating decisions and the disclosure of management accounting information", *Journal of Accounting Research*, Vol.25, pp.165-189, 1987.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2491085>
- [10] A. Dittmar, J. Mahrt-Smith, "Corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol.83, No.3, pp.599-634, 2007.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006>
- [11] T. Bates, K. Kahle, R. Stulz, "Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?", *The Journal of Finance*, Vol.64, No.5, pp. 1985- 2021, 2009.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- [12] S. C. Myers, R. G. Rajan, "The paradox of liquidity", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.113, pp.733-771, 1998.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1162/003355398555739>
- [13] E. Lie, "Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash distributions", *The Review of Financial Studies*, Vol.13, pp.219-248, 2000.
- [14] S. H. Park, K. H. Yon, "The effect of agency problem on the value of cash holdings", *The Korean Journal of Financial Management*, Vol.26, No.4, pp.1-34, 2009.
- [15] B. Y. Kim, K. B. Jeong, "Agency costs, information asymmetry, and the value of cash holdings", *The Korean Accounting Journal*, Vol.23, No.5, pp.459-485, 2014.
- [16] A. Shleifer, R. Vishny, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol.52, pp.737- 783, 1997.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [17] M. Darrough, N. Stoughton, "Financial disclosure policy in an entry game", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, No.1, pp.219-243, 1990.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90048-9](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(90)90048-9)
- [18] J. Harford, "Corporate cash reserves and acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol.54, pp.1969-1997, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- [19] M. Faulkender, R. Wang, "Corporate financial policy and the value of cash", *Journal of Finance*, Vol.61, No.4, pp.1957-1990, 2006.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- [20] D. Dhaliwal, S. Huang, I. Khurana, R. Pereira, "Product market competition and conditional conservatism", *Review of Accounting Studies* Vol.1, No.4, pp.1309-1345, 2014.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11142-013-9267-2>
- [21] S. K. Sohn, I. H. Shin, "A study on the effect of product market competition on analyst forecast", *Korean Management Review*, Vol.43, No.4, pp.1029-1058, 2014.
- [22] S. K. Sohn, E. C. Lee, "Information content study on the review opinions of semi-annual financial statements", *Korean Accounting Review*, Vol.30, No.1, pp.1-34, 2005.
- [23] J. H. Kim, J. H. Chang, E. J. Yeo, "A study of accurate timing of disclosure on annual earnings", *Korean Accounting Review*, Vol.31, No.2, pp.35-55, 2006.
- [24] Y. Chen, W. Chuang, "Alignment or entrenchment? corporate governance and cash holdings in growing firms", *Journal of Business Research*, Vol.62, No.11, pp.1200-1206, 2009.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusres.2008.06.004>
- [25] K. Lee, C. Lee, "Cash holding, corporate governance structure and firm valuation", *Review of Pacific Financial Markets and Policies*, Vol.12, No.3, pp.475-508, 2009.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1142/S021909150900171X>

조 정 은(Jung Eun Cho)

[정회원]



- 2006년 5월 : University of North Carolina at Chapel Hill 회계학 석사
- 2013년 2월 : 연세대학교 경영학 박사(회계학)
- 2015년 3월 ~ 현재 : 부경대학교 경영대학 조교수

<관심분야>

재무회계, 관리회계, 기업지배구조