

한국의 수출지향형 기업에서 현금유동성 결정정보에 관한 연구

A Study on the Determination Information of Cash holdings in Korean Export-Oriented
Companies

김종택(Jong-Taek Kim)

성균관대학교 경영학부(주저자)

신연수(Yeon-Soo Shin)

중부대학교 경영학과(부저자)

신용재(Yong-Jae Shin)

승의여자대학 경영학과(교신저자)

목 차

I. 서 론	V. 요약 및 결론
II. 선행연구의 고찰	참고문헌
III. 연구설계	부 록
IV. 실증분석의 결과 및 해석	Abstract

Abstract

This study analyzed the information factors which determine cash liquidity in Korean export-oriented companies. In this paper, cash liquidity means the ratio of the value of cash or cash equivalent to the asset value subtracted marketable securities value from total asset value. The empirical test shows that main information factors are the size of company, the growth opportunity of company, the volatility of operating cash flows and free cash flows, the credit yield spread of company, the debt ratio, the turnover ratio of cash flows and free cash flows, and the estimate of bankruptcy that amounts to the inverse number of Z score.

In summary, the size of company, debt ratio, turnover ratio of cash flows and free cash flows, and Z-score have negative influence on the cash liquidity of Korean export-oriented companies. but the volatility of operating cash flows affect the cash liquidity positively.

Key Words : Cash holding, Cash liquidity, Cash Volatility, Debt Ratio, Z-score, Export-Oriented

I. 서론

재무론에 의하면 기업의 최적 현금보유량(optimal amount of cash)은 현금보유에 따른 한계이익과 한계비용이 동일하게 되는 수준에서 결정된다. 기업들이 보유하게 되는 현금유동성 자산들에는 세금 등과 같은 유동성프리미엄 때문에 낮은 수익률의 자산들도 일부 포함되기도 한다.

일반적으로 수출지향형 기업들이 유동성자산을 보유할 때 얻을 수 있는 이점은 첫째, 수출지향형 기업은 소요자금을 조달하는데 수반되는 자금조달비용을 줄일 수 있고 상환액을 지급하기 위해 자산을 현금화시킬 필요가 없게 된다. 둘째, 차입금, 주식 및 채권과 같은 증권발행을 통한 자금조달이 더 이상 이용할 수 없게 되었거나 자금조달비용 수준이 과도하게 높게 형성되어 있다면 기업의 경영활동과 투자활동을 위한 자금조달에 현금 유동성자산을 사용할 수 있다. 과거 Keynes(1934)는 이 첫 번째 이점을 현금보유에 대한 “거래적 동기(transaction cost motive)”, 두 번째 이점을 “예비적 동기(precautionary motive)”라고 각각 정의한 바 있다. 기존연구들에서 언급되고 있는 자금조달비용은 Miller & Orr(1966)의 파산비용에서 비롯되었고, Jensen & Meckling(1976), Myers(1977), Myers & Majluf(1984), Fazzari et al(1988)의 연구를 통하여 더욱 강조되어 왔다.

Keynes(1934)의 예비적 동기이론에 의하면 경영진들은 현금보유를 통해서 기업의 위험이 줄어들고 그들의 재량권이 증가하기 때문에 현금에 대해 보다 더 높은 선호를 갖게 된다. 이와 같은 현금에 대한 보다 더 높은 선호도 때문에 경영진들은 현금보유에 대한 예비적 동기에 지나치게 높은 비중을 두게 된다. 따라서 기업들은 주주의 부를 극대화시키는데 요구되는 양보다 더욱더 많은 현금유동성 자산을 보유하려고 한다는 것이다.

한편 최적현금보유량이 존재하지 않는다는 주장도 있는데 이는 현금보유가 부적절하고 지엽적인 문제라고 보는 견해가 반영된 것이다. 이러한 주장은 보다 많은 현금을 보유하기 위해 보다 많은 부채를 갖게 된다면 기업에 있어서는 어떠한 변화도 일어나지 않는다고 주장한다. 따라서 설령 어느 한 기업에 대한 최적자본구조가 존재한다고 할지라도 이러한 최적자본구조는 최적순부채량(부채-현금)을 규정해줄 뿐 최적현금보유량이 존재하는 것은 아니라고 주장한다. 왜냐하면 현금은 순전히 음(-)의 부채이기 때문이다.

자본조달순위이론(pecking order theory)에 의하면 순부채로 정의된 기업의 레버리지는 기업의 내부금융액의 변화에 수동적으로 반응한다. 기업이 내부금융액을 축적하면 할수록 기업의 레버리지는 감소한다. 기업은 역선택비용이 주식발행가격을 지나치게 높게 만들기 때문에 주식을 발행하는 것을 꺼리게 된다. 기업이 내부금융액이 증가될수록 현금을 더 많이 축적하거나 상환만기가 돌아온 부채를 갚게 되지만 만약 내부금융액이 급격히 감소하게 될 경우에는 현금보유를 줄이게 되고 결국에는 부채를 쓰게 된다. 이 견해에 의하면 내부금융 원천의 변화는 현금보유액의 변화에 추진력으로서 작용하나 기업이 내부금융액을 현금을 축적하는 용도로 사용하든 혹은 부채 상환 자금으로 사용하든 무관하다. 다만 투

자정책에 제약을 받지 않는 기업은 상환할 부채가 있지 않은 한 단순히 현금을 증가시키기 위해 현금 흐름을 사용할 것이다.

Myers & Majluf(1984)는 주주부의 극대화와 일치되는 자본조달순위이론의 기본토대를 제시하였다. 그러나 현금보유의 원인을 설명하기 위해 자본조달순위모형을 더욱 확장시키고자 한 시도는 오히려 더 제한적이었다. MM은 기업이 지속적인 현금보유를 통하여 확보된 초과현금을 추가배당이나 주식재매입을 위하여 사용할 경우 주주들은 이를 더 선호한다고 하였다.

Jensen(1986)의 잉여현금이론(free cash flow theory)에 의하면, 만일 경영진이 마치못해 추가배당을 하거나 주식재매입에 현금을 사용한다면, 설령 주주의 부를 극대화시키는 최적현금보유량이 존재한다고 할지라도 실증적인 결과는 자본조달순위모형의 견해를 지지하게 될 것이라고 보았다.

본 연구는 한국의 수출지향형 기업들이 보유하고 있는 대규모의 초과현금이 내부금융의 축적결과로 나타난 것임을 발견하였다. 새로운 프로젝트나 기업인수에 대한 지출은 초과현금을 가진 기업에서 다소 높게 나타났으며, 신규 프로젝트나 기업인수에 초과현금을 지출하기보다는 오히려 손실보전을 위해 초과현금을 사용하는 것으로 나타났다. 따라서 향후 연구는 경영진의 현금축적으로 인하여 주주의 부가 더 커졌는지를 규명하는 일이 있어야 할 것이다.

본 연구는 수출지향형 기업들의 현금유동성과 관련된 기존연구들의 결과를 확장하였다. 예를 들면, Chudson(1945)은 현금/총자산 비율이 산업에 따라 체계적으로 다르고, 또한 수익성이 높은 기업들 사이에서 높은 경향이 있음을 제시한바 있다. Vogel & Maddala(1967)는 현금균형이 시간의 경과와 함께 하락하고 있으며, 대형 기업들이 더 낮은 현금/총자산비율과 현금/매출액비율을 나타내었다고 제시한바 있다. 이러한 발견은 거래적 동기에 있어서 현금보유에도 규모의 경제가 존재함을 시사하고 있다. Baskin(1987)은 기업들이 경쟁적인 목적을 위해 현금보유를 사용할 수도 있다고 주장하였다.

John(1993)은 보다 심각한 재무적 곤경비용에 빠진 경험이 있는 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비하여 보다 더 많은 현금을 보유하려고 한다고 주장하였다. 그는 223개 대형기업들이 포함된 1980개의 표본을 사용하여, 높은 M/B비율과 낮은 유형자산 비율을 가진 기업들이 보다 더 많은 현금을 보유하고 있음을 제시하였다. 이러한 결과는 만일 높은 M/B비율이 재무적 곤경비용의 대응치로 인정한다면 재무적 곤경이론과 일치되는 결과라고 할 수 있다. 같은 시기의 연구로서 Harford(1998)은 기업들의 기업인수정책과 유동성자산보유간의 관계를 연구하였는데 현금이 풍부한 기업일수록 기업인수(M&A)를 더욱더 많이 하고 이러한 기업인수는 보다 더 다양한 인수(acquisition)로 이어지고 있으며, 결국 주주의 부를 감소시키고 있음을 제시하였다. 이러한 결과는 잉여현금이론을 더욱 강하게 지지하는 결과였다.

본 연구는 크게 세가지 단계를 밟는다. 첫째, 현금보유의 변화를 설명하기 위하여 정태적 상충관계모형을 검토하고 자본조달순위모형과의 연관성을 평가하기 위하여 현금보유의 변화에 대한 동적모형을 검토한다. Shyam-Sunder & Myers(1998)는 자본조달순위이론과 더불어 현금보유에 대한 정태적 상충관계이론도 기업의 현금보유량의 변화를 설명하는 근거가 될 수 있다고 주장한 바 있다.

둘째, 현금보유의 결정정보 요인에 대해서 분석한다. 즉, 정태적 상충관계이론의 예측이 실증적으로 적절한 것인지를 살펴본다. 어떤 기업들은 정태적 상충관계이론에 의해서 예측되는 양보다 더 많은 현금을 보유하고 있는 것으로 나타났다.

셋째, 마지막으로 수출지향형 기업들을 대상으로 대규모 현금보유가 발생하는 원인을 살펴보고자 관련 주요변수들의 연도별 추세를 분석한다. 이는 초과현금보유가 수출지향형 기업들의 현금보유량의 변화가 어떠한 내외적인 변수에 의한 것이었는지를 파악하는데 도움을 줄 수 있기 때문이다.

II. 선행연구의 고찰

완전자본시장 하에서 현금 유동성자산의 보유는 부적절하다. 만일 현금흐름이 기대와 다르게 적을 경우 기업은 영업활동유지 및 투자를 위해 자금을 조달해야만 한다. 기업은 제로원가로 자금을 조달할 수 있다. 완전자본시장 하에서는 유동성프리미엄이 존재하지 않기 때문에 유동성자산을 보유할 경우 기회비용이란 것이 존재하지 않는다. 그러므로 만일 기업이 자금을 빌려서 유동성 자산의 형태로 보유하게 된다면 주주의 부는 변하지 않게 된다. 하지만 만일 기업이 유동성자산의 부족으로 자본조달비용이 발생하게 된다면 기업은 유동성자산의 보유에 따르는 한계비용이 한계이익과 같게 만들어야 한다. 유동성자산의 한계이익이 유동성자산의 보유가 증가할수록 감소한다는 합리적인 가정 하에서 유동성 자산 1달러를 추가로 보유할 경우 유동성 자산이 부족할 확률을 감소시키며 현금부족의 비용을 줄여 준다.

만약 어느 한 기업이 투자를 줄이고 배당을 삭감하며 유가증권 또는 자산을 매각함으로써 자금을 조달해야만 하는 유동성 위기 상태에 있는 것으로 가정할 경우 그 기업은 레버리지를 낮추거나 해징을 함으로써 유동성 부족가능성을 줄일 수 있다. 결국, 유동성자산보유에 대한 최적이론은 레버리지를 어느 정도로 줄인다거나 해징을 증가시킨다든가 하는 대신에 유동성자산을 추가적으로 보유하는 것이 기업에 있어서 보다 더 효율적인지 그 이유를 설명할 수 있어야만 한다. 먼저, 현금보유의 결정요인으로써 거래적동기의 역할을 설명한 후 정보비대칭과 현금보유에 대한 대리인비용 그리고 자본조달순위 모형에 대해서 차례로 설명하기로 한다.

1. 거래적 동기

Keynes(1936)의 현금보유에 대한 거래적 동기는 현금대용물을 현금으로 전환하는 비용으로부터 파생한다고 보았다. 지금까지 논의된 틀 안에서 부적절한 결론에 거래비용이 미치는 효과를 고려해야 한다고 보고 있다. 현재 금융자산 또는 실물자산을 매입하거나 매도한다고 할 때 특히 고정비와 조달되는

자본의 양에 비례해서 증가하는 변동비의 함으로 외부자본의 조달비용이 존재하는 경우에 유동성부족 상태에 놓인 기업은 자본시장에서 자본을 조달하거나 기존자산을 유동화하거나 배당과 투자를 줄이거나 기존 금융계약을 재협상하거나 이들 여러 조치들 중에서 복수의 조치를 실행하여야 한다.

기업이 저렴한 비용으로 유동화할 수 있는 자산을 보유하고 있지 않는 한, 자본시장을 더 자주 더 많이 이용하게 될 것이다. 하지만, 기업이 자산을 매각하거나 또는 자본시장을 이용하는 것과는 상관 없이 자본을 조달하기 위해서는 자연적으로 조달비용이 발생하게 된다. 외부 금융시장에 접근하는 데는 고정비용이 발생하기 때문에 기업은 빈번하게 자금을 조달하거나, 현금이나 유동성자산을 일종의 완충장치로써 사용하게 된다.

유동성자산 부족의 한계비용곡선과 현금보유에 따르는 유동성자산의 한계비용곡선을 생각해보면 (유동성자산의 부족에 따른 한계비용곡선은 우하향하며, 유동성자산의 보유에 따르는 한계비용곡선은 일정하다고 가정) 거래적비용 모형에 따르면 유동성자산 보유에 따른 비용은 기대수익률보다 낮은 편이다. 왜냐하면 유동성자산 보유에 따르는 이익의 일부는 유동성 자산이 쉽게 현금으로 전환될 수 있기 때문이다. 이러한 비용이 보유하고 있는 유동성 자산의 양에 따라 달라진다는 근거는 없다. 만일 기업이 유동성자산 부족에 직면한다면, 투자나 배당을 삭감함으로써 그 부족을 극복할 수 있다. 보다 많은 부족은 보다 많은 비용이 든다. 즉 보다 많은 유동성 부족은 투자의 감소와 보다 많은 외부 자본의 조달을 필요로 하기 때문이다. 유동성자산의 양이 주어져 있다면, 유동성 자산부족의 비용 혹은 유동성 자산이 부족할 확률의 증가, 이 두 가지는 곡선을 오른쪽으로 이동시키며 기업의 유동성자산의 보유량을 증가시킨다.

자금부족에 따른 한계비용과 유동성 자산보유의 증가는 상호 연관되어 있으며 다음 변수들에 영향을 미친다.

① 외부 자금조달에 수반되는 거래비용의 크기

공개 금융시장(채권/주식시장)의 이용접근성이 좋은 기업들은 그렇지 못한 기업들에 비하여 거래비용이 낮을 것으로 기대할 수 있다. 또한 우량 신용등급을 가진 기업들은 짧은 시간 내에 보다 낮은 거래비용으로 외부자금을 쉽게 조달할 수 있으므로 평소에 현금성 자산을 많이 보유하고 있을 필요성이 없다. 따라서 유동성 자산이 적을 것이다.

② 자산매각, 배당삭감, 재협상을 통한 자금조달비용

Shleifer & Vishny(1993)는 자금조달원천으로서의 자산매각의 역할을 언급한바 있다. 장부상(BS)에서 쉽게 저렴한 비용으로 현금으로 전환될 수 있는 자산을 보유한 기업은 이러한 자산을 낮은 비용으로 매각함으로써 자금을 조달할 수 있다. 그러나 그 기업만의 특유한 자산을 보유한 기업은 낮은 비용으로 현금화할 수 없기 때문에 보다 많은 유동성자산을 보유할 동기를 갖게 된다.

즉, 특별한 분야에 전문화된 기업에 비하여 다양한 제품을 생산하는 다각화된 기업은 쉽게 매각할

수 있는 상당한 자산을 보유하고 있다. 그 이유는 다각화된 기업은 비핵심부문을 쉽게 매각할 수 있기 때문에 다각화된 기업은 보다 낮은 유동성자산을 보유할 수 있다. 또한 현재 배당을 지급하고 있는 기업은 배당지급액을 줄임으로써 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있다. 반면에 배당을 지급하지 않고 있는 기업은 자금을 조달하기 위해서 자본시장을 이용해야만 한다.

③ 투자기회

만일 유동성자산이 적은 기업은 단기간 내에 수익성이 높은 투자기회가 예상된다고 하더라도 유동성부족으로 인하여 그 기회를 포기해야만 할 가능성이 높다. 따라서 투자기회가 많은 기업일수록 상대적으로 그렇지 못한 기업보다 유동성 자산을 많이 보유하고 있을 것이라고 생각할 수 있다. 보통 시장 가치 대 장부가치의 비율(market value-to-book value ratio)을 투자기회의 대용변수로 사용한다. 따라서 이 M/B비율이 높아질수록 유동성 자산이 증가할 것으로 기대할 수 있다.

④ 헤징금융수단의 비용

기업은 파생금융상품을 이용하여 위험을 헤징함으로써 미래의 불확실한 현금흐름의 변동 때문에 자본시장에서 자금을 조달해야만 하는 상황을 회피할 수 있다. 따라서 위험을 헤징하는데 비용이 많이 드는 기업은 그렇지 않은 기업보다 더 많은 유동성 자산을 보유하고자 할 것이라고 기대할 수 있다.

⑤ 현금전환주기의 길이

다수의 생산라인을 가지고 있거나 매출액대비 재고량이 적은 기업의 경우는 현금전환주기가 짧기 때문에 그렇지 않은 기업들보다는 더 적은 유동성자산을 보유할 것으로 기대할 수 있다.

⑥ 현금흐름의 불확실성

미래 유입 현금흐름의 불확실성이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 평소에 보다 많은 현금을 보유하려고 할 것으로 기대할 수 있다.

⑦ 유동자산 보유시의 규모의 경제

기업의 규모가 커짐에 따라 유동자산의 필요성도 증대되게 되는데 이 때 유동자산을 규모있게 관리해야 한다. Miller & Orr(1966)의 단순한 거래비용모형에 따르면, 현금관리에도 규모의 경제가 존재한다고 한 바 있다.

비교적 높은 거래비용을 요구하는 경제에서, 현금으로 전환된 자산이 더 낮은 수익률을 올릴 것으로 예상할 수 있다(Amihud & Mendelson(1986)). 이러한 기대는 현재 유동성자산을 보유하기 위해서 거래비용이 발생함을 의미한다. 이것을 유동성프리미엄(liquidity premium)라고 부른다. 유동성프리미엄은

리스크프리미엄(risk premium)이 아니다. 이러한 비용은 현금에 있어서 가장 크고, 자산과 현금대체물에 대해서는 감소할 것이다. 유동성자산은 청구예금(demand deposits)의 형태로 존재하기 때문에 이자율과 함께 기회비용은 증가하게 된다. 현금대체물은 짧은 만기의 상품으로서 예금되는 정도에 따라서 이들 현금대체물을 보유하는 것은 기간구조에 있어서 유동성프리미엄 부분이 증가할 때 보다 더 가치가 있을 수 있다.

지금까지 살펴본 모든 논의는 세금을 제외한 것이었다. 세금은 유동성자산의 보유비용을 증가시킨다. 그 이유는 유동성자산보유에 따른 이자소득에 대한 세금은 이중과세이기 때문이다. 한번은 기업수준에서 세금을 물고, 그 다음 주주의 소득에 대해서 다시 한번 더 물게 된다. 자본이득세를 전혀 물지 않는 주주의 경우를 생각해보면 그러한 주주는 기업이 초과유동성자산 보유를 주식재매입에 사용할 것을 선호할 것이다. 이러한 행동을 함으로써 투자자들의 유동성자산에 대한 한계세율이 법인세율만큼 하락하게 된다. 이러한 관계는 유동성자산보유에 따르는 비용이 기업의 한계세율과 함께 증가한다는 것을 의미한다.

요약하면, 거래비용모형은 유동성자산이 (1) 현금흐름/총자산의 변동성 (2) 현금전환주기의 길이와 함께 증가한다는 것을 시사한다. 또한 이 모형은 유동성자산보유가 (1) 이자율과 기간구조의 기울기 (2) 부채조달비용 (3) 자산매각의 용이성 (4) 해정위험의 비용 (5) 기업의 배당액의 크기와 함께 감소한다는 것을 시사한다. 세금을 포함한다는 것은 유동성자산을 보유하는 비용이 기업의 한계세율과 함께 증가한다는 것을 의미한다.

2. 정보비대칭, 부채의 대리인비용, 유동성 자산보유

정보비대칭과 부채의 대리인비용을 고려하기 위해 분석을 확장하였다. 현금흐름의 부족 때문에 기업은 유동성자산이 없을 경우 수익성 있는 프로젝트에 투자할 수 없게 된다. 그 결과, 기업은 채무적 곤경비용을 줄이기 위해 현금보유가 더 이익이라는 것을 알게 된다. 이러한 경우 유동성자산을 보유하려는 동기를 현금보유의 예비적 동기(precautionary motive)라고 부른다.

정보비대칭은 외부 자금을 조달하는 것을 어렵게 한다. 외부인(outsiders)들은 그들이 매입하는 증권이 과대평가되지 않았다는 확신을 갖고 있기 때문에 결국 그 증권들을 적절하게 할인하게 된다. 외부인들이 경영진보다는 정보량이 상대적으로 매우 적기 때문에 그들이 하는 증권할인행위는 주어진 정보 하에서 증권을 과소평가할 수도 있다(Myers & Majluf(1984)).

사실, 외부인들은 경영진들이 증권을 매각하지 않고 그 대신에 투자를 줄이는 편이 더 이익이 된다고 할 만큼 충분히 크게 할인할 것을 요구할 수도 있다. 정보비대칭으로 인하여 외부자금은 보다 더 비싸질 수 있다. 정보비대칭과 관련된 모형은 일찍이 거래비용과 관련된 모형과 유사한 많은 예측을 내놓은 바 있다. 하지만, 정보비대칭과 관련된 모형은 외부자금이 왜 비싸지는지에 대한 이유를 분명하게 제시하고 있다.

이 모형은 매각되는 증권이 정보에 민감하고, 정보비대칭이 보다 중요해질 때 외부자금을 조달하는 비용이 증가한다고 예측하고 있다. 정보비대칭도 시간경과에 따라 달라질 수 있다는 점에 주목하는 것도 중요하다. 어떤 한 순간에는 정보비대칭이 별로 중요하지 않았다가 나중에 매우 결정적인 상황에 놓이게 되는 경우를 발견하게 된다. Myers & Majluf(1984)는 변화하는 정보비대칭(shifting IA) 때문에 정보비대칭이 작은 시기에도 부족분을 비축하는 일이 매우 가치가 있는 일임을 강조하였다.

더 나아가 Antunovich(1996)는 보다 많은 정보비대칭을 가진 기업들은 자본시장에서 좋지 않은 평가를 받기 때문에 부족분을 보다 많이 분산시켜야 한다고 강조하였다. 정보비대칭문제가 중요하게 부각될 때, 현금흐름의 부족 때문에 기업은 어쩔 수 없이 투자를 하게 되고, 결국 보다 많은 비용을 초래하게 된다. 이러한 재무적 곤경비용은 R&D비용은 정보비대칭이 매우 중요한 투자의 한 형태이기 때문에, R&D비용이 많은 기업에게 더 높아질 것으로 예상할 수 있다(Opler & Titman(1994)). 결과적으로, R&D비용이 높은 기업일수록 보다 많은 유동성자산을 보유할 것으로 기대된다.

Ⅲ. 연구설계

1. 표본

본 연구의 분석기간은 1989년 1월부터 2003년 12월말까지이다. 분석대상 표본은 한국증권거래소에 상장된 346개의 수출지향형 기업이다. 분석기간 15년 동안 계속적으로 상장되어 있는 기업으로 제한하였다. 따라서 본 연구의 표본은 생존편의가 존재한다.

2. 변수의 정의

본 연구의 목적은 한국 수출지향형 기업의 현금유동성을 결정하는 요인을 규명하는 일이다. 이를 위해 종속변수로는 현금유동성(LIQUIDITY), 독립변수로는 기업규모(SIZE), 성장기회(MB), 영업현금흐름의 변동성(CFV), 잉여현금흐름의 변동성(FCFV), 수익률스프레드(SPREAD), 부채비율(DEBTR), 현금흐름회전율(CFT), 잉여현금흐름회전율(FCFT), 도산예측치(INVZ : Z스코어의 역수)를 이용하였다. 구체적인 산식은 다음과 같다.

$$\textcircled{1} \text{ 현금 유동성} = (\text{현금} + \text{시장성유가증권}) / \text{총자산의 장부가}$$

$$\textcircled{2} \text{ 기업규모} = \text{매출액의 자연로그}$$

$$= \text{총자산의 시장가치}(\text{총자산의 장부가} + \text{주식의 시가와 자기자본의 차이}) \text{의 자연로그}$$

- ③ 성장기회 = MV/BV비율(MV는 총자산의 시장가치)
- ④ 영업현금흐름의 변동성 = (EBITDA-특별손익)의 표준편차
- ⑤ 잉여현금흐름의 변동성 = (EBITDA-자본적지출)의 표준편차
- ⑥ 수익률스프레드 = 총자산수익률-국공채수익률(국고채3년)
(∵ 총자산수익률=(EBITDA-특별손익)/총자산의 장부가)
- ⑦ 부채비율 = 총부채/총자산
- ⑧ 현금흐름회전율 = EBIT/매출액
- ⑨ 잉여현금흐름회전율 = (EBITDA-자본적지출)/매출액
- ⑩ 도산예측치 = 1/ZSCORE (∵ ZSCORE=3.3*(EBIT/총자산)+1*(매출액/총자산)+1.4(이익잉여금/총자산) + 0.6*(주식의 시장가치/총부채의 장부가치)

다음 <표 III-1>에는 변수에 대한 기초통계량이 나타나 있다. 이 결과는 1989년 1월부터 2003년 12월 말까지 346개 수출지향형기업을 대상으로 측정된 것이다. 이 기초통계량은 1989년부터 2003년도까지 총 5190개 기업(346×15년)을 모두 합한 표본에 대하여 측정되어진 것이다. SIZE는 매출액의 자연로그를 취하여 구한 것인데, 이것의 평균은 70,990(천만원)이고, 중앙값은 12,930(천만원)이다.

<표 III-1> 변수에 대한 기초통계량(1989년~2003년)

변수	평균	표준편차	1Q	중앙값	3Q	최대값	최소값
LIQUIDITY	0.069	0.068	0.023	0.050	0.091	0.591	0.000
SIZE	25.717	1.546	24.686	25.585	26.521	31.406	17.263
MB	1.561	22.261	0.374	0.790	1.300	1315.127	-117.459
CFV	0.079	0.080	0.034	0.052	0.088	0.609	0.012
FCFV	0.104	0.071	0.062	0.084	0.123	0.611	0.023
SPREAD	-0.079	0.441	-0.099	-0.062	-0.018	0.460	-30.019
DEBTR	0.673	0.638	0.507	0.648	0.762	26.477	0.044
CFT	0.027	0.668	0.030	0.060	0.096	0.590	-30.385
FCFT	-0.040	5.416	-0.072	0.002	0.069	217.605	-308.193
INVZ	0.695	5.893	0.465	0.638	0.902	161.500	-362.034

특히, SPREAD의 평균이 음(-)으로 나타난 이유는 1990년대 이전 국고채 3년만기 수익률이 높았기 때문이다. 현금유동성의 크기를 나타내는 LIQUIDITY의 평균치와 중앙값은 각각 6.9%와 5%로 나타나 있는데, 유동성자산이 총자산과 대비하여 간과할 수 없는 비중을 차지하고 있음을 볼 수 있다. 특히, 기

업유동성의 범위가 0%에서 59.1%까지로 연구 동기를 유발시키기에 충분한 크기를 보여주고 있다.

<표 III-2>는 횡단면회귀분석과 시계열횡단면회귀분석을 위해 사용되는 다양한 독립변수들과 종속변수간의 피어선상관계수를 보여주고 있다. 대부분의 상관계수들이 통계적으로 유의하게 나타났다.

<표 III-2> 피어선 상관계수

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)	(J)
LIQUIDITY (A)	1.000									
SIZE (B)	-0.252	1.000								
MB (C)	0.016	-0.057	1.000							
CFV (D)	0.032	-0.179	0.012	1.000						
FCFV (E)	0.136	-0.291	0.058	0.342	1.000					
SPREAD (F)	-0.002	0.114	-0.038	-0.163	-0.073	1.000				
DEBTR (G)	-0.018	-0.087	0.008	0.218	0.076	-0.082	1.000			
CFT (H)	-0.028	0.193	-0.026	-0.198	-0.101	0.151	-0.706	1.000		
FCFT (I)	0.007	0.028	-0.002	-0.017	-0.018	0.018	-0.072	0.039	1.000	
INVZ (J)	-0.007	0.006	-0.001	-0.023	-0.008	0.006	-0.015	0.010	0.003	1.000

주) LIQUIDITY(유동성), SIZE(기업규모), MB(성장기회), CFV(영업현금흐름의 변동성), FCFV(잉여현금흐름의 변동성), SPREAD(수익률스프레드), DEBTR(부채비율), CFT(현금흐름회전율), FCFT(잉여현금흐름회전율), INVZ(도산예측치 : Z스코어의 역수)

*: 10% **: 5% ***: 1%

IV. 실증분석의 결과 및 해석

1. 표본의 특성

<표 IV-1>은 유동성(LIQUIDITY)변수를 다양한 독립변수에 대해서 회귀시킨 횡단면회귀분석과 시계열횡단면회귀분석결과를 제시해주고 있다. 여기서 (1)의 Fama-MacBeth회귀분석결과는 White's(1980)의 이분산성을 고려한 표준오차 방법에 의해서 측정되었고, (2)-(4)까지의 시계열-횡단면회귀분석결과에서의 t통계량은 Newey & West(1987)의 이분산성 및 계열상관수정 방법에 의해 측정되었다.

추정된 회귀식들은 예상한 부호와 비슷한 결과를 제시해주고 있다. Fama-MacBeth회귀분석결과를 보면, CFV(영업현금흐름의 변동성)변수만이 예상한 부호와 불일치하고 모든 변수들이 예상한 부호와 일치함을 볼 수 있다. 그러나 시계열-횡단면회귀분석결과를 보면서, MB, CFV, SPREAD, FCFT등이 불일

치하고 있다. 통계적인 유의성을 고려할 때, 기업유동성에 영향을 미치는 변수는 SIZE, FCFV, DEBTR, FCFT로 나타났다.

<표 IV-1> 회귀분석

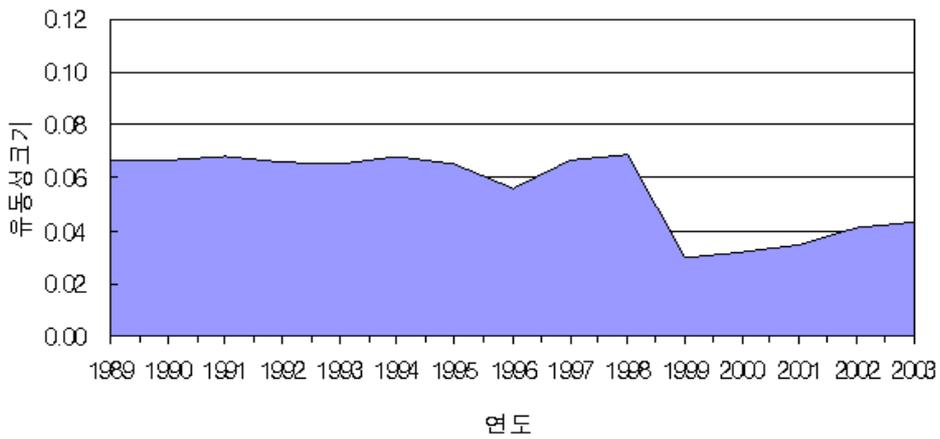
독립변수	예상 부호	Fama-MacBeth Model	Pooled Times-Series Cross Sectional Regression			
		(1)	(2)	(3)	(4)	
Intercept		0.296*** (4.55)	0.335 *** (20.16)	0.362*** (22.84)	0.334*** (20.26)	
SIZE	-	-0.008*** (-3.43)	-0.010*** (-16.59)	-0.011*** (-18.38)	-0.010*** (-16.89)	
MB	+	0.001 (0.45)	-0.000 (-0.05)	0.000 (0.19)	-0.000 (-0.01)	
CFV	+	-0.001 (-0.01)	-0.023* (-1.81)	-0.002 (-0.18)		
FCFV	+	0.093* (1.77)	0.076 *** (5.42)		0.068*** (5.12)	
SPREAD	-	-0.027 (-0.36)	0.004* (1.80)	0.004* (1.83)	0.004** (1.95)	
DEBTR	-	-0.032** (-2.56)	-0.005*** (-2.60)	-0.005*** (-2.68)	-0.004*** (-3.08)	
CFT	-	-0.013 (-0.24)	-0.002 (-0.93)	-0.002 (-0.97)		
FCFT	-	0.029* (1.89)	0.000 (0.86)		0.000 (0.88)	
INVZ	-	-0.002 (-0.88)	-0.000 (-0.50)	-0.000 (-0.457)	-0.000 (-0.42)	
F 값		5.53	44.23	52.29	56.26	
Adjusted R2		0.103	0.070	0.065	0.069	
No of obs		15	5,190	5,190	5,190	

주) LIQUIDITY(현금유동성), SIZE(기업규모), MB(성장기회), CFV(영업현금흐름의 변동성), FCFV(잉여현금흐름의 변동성), SPREAD(수익률스프레드), DEBTR(부채비율), CFT(현금흐름회전율), FCFT(잉여현금흐름회전율), INVZ(도산예측치 : Z스코어의 역수)

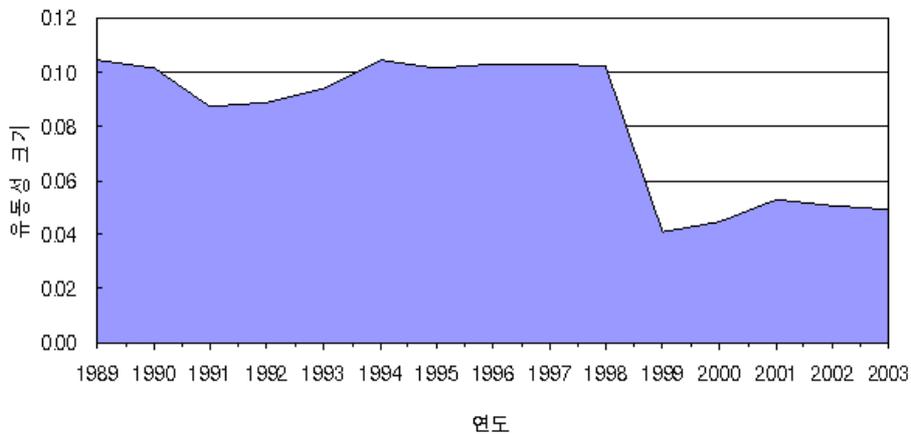
[그림 1]과 [그림 2]는 연도별 표본을 기업규모의 중앙값을 이용하여 두 그룹으로 분류한 후 연도별 기업유동성 추이를 보여주고 있다. [그림 1]에서 기업규모가 중앙값을 상회하고 있는 대형기업 그룹의 유동성 추이를 보면, 1995년까지는 0.067 정도로 비슷한 양상을 보이다가, 1996년에 가서 0.56으로 약간 낮아지다가 1997-1998년에 다시 0.068 정도로 회복되었다. 그러나 IMF가 발생한 1999년에 0.03-0.04 정도로 크게 하락한 후 2003년도까지 낮은 수치를 계속 유지하며 소폭 상승하는 패턴을 보여주고 있다.

그리고 [그림 2]에서 기업규모가 중앙값을 하회하고 있는 소형기업 그룹의 유동성 추이를 보면, 1989-1990년에는 0.10대를 유지하다가, 1991-1993년 사이에 0.08대로 약간 낮아졌고, 1998년까지 비슷한 양상을 보이다가 마찬가지로 1999년 들어 0.04-0.05대로 크게 하락한 후 낮은 수치를 2003년도까지 계속해서 유지하고 있음을 알 수 있다.

특히, 기업규모가 작은 소형기업들의 유동성이 더 좋게 나타나는 이유는 소형기업의 경우 금융기관과 주식과 채권등 증권을 이용한 자본조달이 용이하지 않기 때문에 항상 어느 정도의 유동성을 보유하고 있어야만 하지만, 대형기업의 경우는 언제든지 자본시장을 통하여 자금을 조달하기 쉽기 때문에 유동성이 높지 않은 것으로 분석된다.



[그림 IV-1] 기업규모 중앙값 이상 표본의 현금유동성 추이



[그림 IV-2] 기업규모 중앙값 이하 표본의 현금유동성 추이

V. 요약 및 결론

한국 수출지향형 기업에서 기업가치 및 주주 부를 극대화하고자 하는 경영진은 현금보유액의 한계 이익과 한계비용이 동일하게 되는 수준에서의 현금보유액을 최적현금량(optimal amount of cash)으로 볼 것이다. 수출지향형 기업이 유동성자산을 보유함으로써 가질 수 있는 이점은 자금조달비용의 감소와 유사시 대체 자금조달자원으로 활용가능하다는 점이다. Keynes(1934)는 전자를 현금보유에 대한 거래적 동기(transaction cost motive), 후자를 예비적 동기(precautionary motive)와 관련되어 있다고 하였다. 한편 기존연구에서 고려된 자금조달비용은 Miller&Orr(1966)의 과산비용에서부터 진화되었고, Jensen&Meckling (1976), Myers(1977), Myers&Majluf(1984), Fazzari et al.(1988)에서 강조되었다.

경영진의 현금보유 정책에 관한 다른 주장도 존재한다. 경영진들은 현금보유를 통해서 기업의 위험이 줄어들고 그들의 재량권이 증가하기 때문에 현금에 대해 보다 더 높은 선호를 갖고 있다. 이와 같은 현금에 대한 보다 더 높은 선호도 때문에 경영진들은 현금보유에 대한 예비적 동기에 지나치게 높은 비중을 두게 된다. 따라서 기업들은 주주의 부를 극대화시키는데 요구되는 양보다 더욱더 많은 유동성 자산을 보유하려고 한다.

본 연구의 목적은 한국 수출지향형 기업의 현금유동성 결정요인을 분석하는 것이었다. 여기서 현금유동성이란 현금 및 현금등가물을 자산(총자산-시장성유가증권)으로 나눈 비율을 말한다. 본 연구에서 고려한 결정요인으로는 기업규모, 성장기회, 영업현금흐름의 변동성, 잉여현금흐름의 변동성, 수익률스프레드, 부채비율, 현금흐름회전율, 잉여현금흐름회전율, 도산예측치(Z스코어의 역수)이다.

분석결과, 한국 수출지향형 기업의 경우 기업규모, 부채비율, 현금흐름회전율, 잉여현금흐름회전율, 도산예측치는 기업의 유동성에 대하여 음(-)의 방향으로 영향을 미쳤으며, 영업현금흐름의 변동성과 잉여현금흐름의 변동성은 양(+)의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구는 대규모의 초과현금을 보유하고 있는 수출지향형 기업들이 그러한 현금을 내부금융의 축적을 통하여 획득하였음을 발견하였다. 놀랍게도, 새로운 프로젝트나 기업인수에 대한 지출은 초과현금을 가진 기업에 있어서 다소 높게 나타나기는 하였다. 하지만 기업들은 전형적으로 새로운 프로젝트나 기업인수에 현금을 지출하기 보다는 오히려 손실보전을 위해 초과현금을 사용하는 것으로 알려져 있다. 따라서 향후 연구는 경영진의 현금축적으로 인하여 주주의 부가 더 커졌는지를 규명하는 일이 뒤따라야 할 것이다.

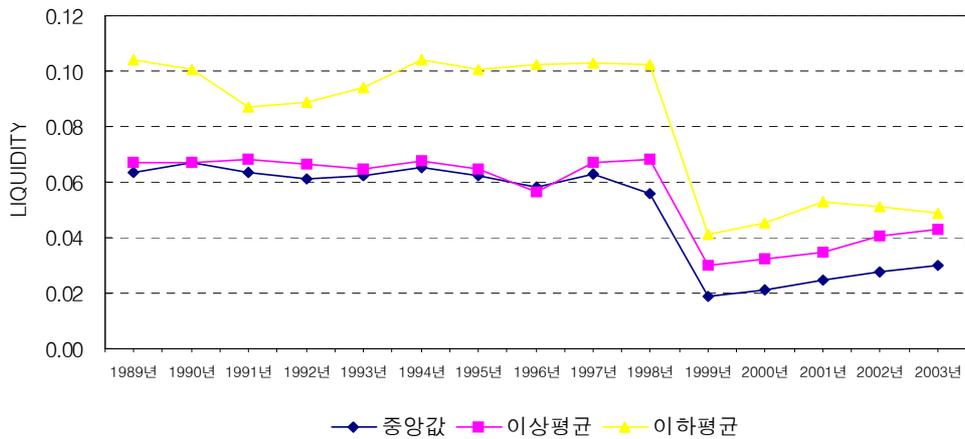
참 고 문 헌

- Amihud and Mendelson, "Asset Pricing and Bid-Ask Spread", *Journal of Financial Economics* Vol. 17, 1986
- Antunovich, P., "Optimal Slack Policy under Asymmetric Information", Unpublished manuscript, Northwestern University, Evanston, IL, 1996
- Baskin, J., "Corporate liquidity in games of monopoly power", *Review of Economics and Statistics* Vol. 69, 1987.
- Chudson, W., "The Pattern of corporate financial structure", National Bureau of Economic Research, New York, NY. 1945.
- Fama, E. F., MacBeth, J. D., "Risk, Return, and Equilibrium : Empirical Tests," *Journal of Political Economy* Vol. 81, 1973.
- Harford, J., "Corporate Cash Reserves and Acquisitions," *Journal of Finance* Vol. 54, 1999.
- Jensen, M., Meckling, W., "Theory of the firm : Managerial behavior, Agency costs, and Ownership structure", *Journal of Financial Economics* Vol. 3, 1976.
- John, T., 1993, "Accounting measures of corporate liquidity, leverage and costs of financial distress", *Financial Management* Vol. 22, 1993.
- Keynes, J. M., "The General Theory of Employment, Interest and Money", Harcourt Brace, London, 1936.
- Miller, M. H., Orr. D., "A Model of the Demand for Money by Firms.", *Quarterly Journal of Economics*, 1996.
- Myers, S. C., Majulif, N., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* Vol. 13, 1984.
- Newey, W.K., West, K.D., "A Simple, Positive Semi-definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Matrix," *Econometrica* Vol. 55, 1987.
- Opler, T.C., Titman, S., "Financial Distress and Corporate Performance," *Journal of Finance* Vol. 49, 1994.
- Shleifer, A., Vishny, R., "Liquidation Values and Debt Capacity : A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance* Vol. 47, 1992.
- Shleifer, A., and Vishny, R., "Liquidation Values and Debt Capacity : a Market Equilibrium Approach", *Journal of Finance* Vol 47, 1993.
- Shleifer, A., and Vishny, R., "Liquidation Values and Debt Capacity : a Market Equilibrium Approach", *Journal of Finance* Vol. 47, 1993.
- Shyam-Sunder, L., Myers, S. C., "Testing Static Trade-off against Pecking Order Models of Capital Structure," *Journal of Financial Economics* Vol. 51, 1999.

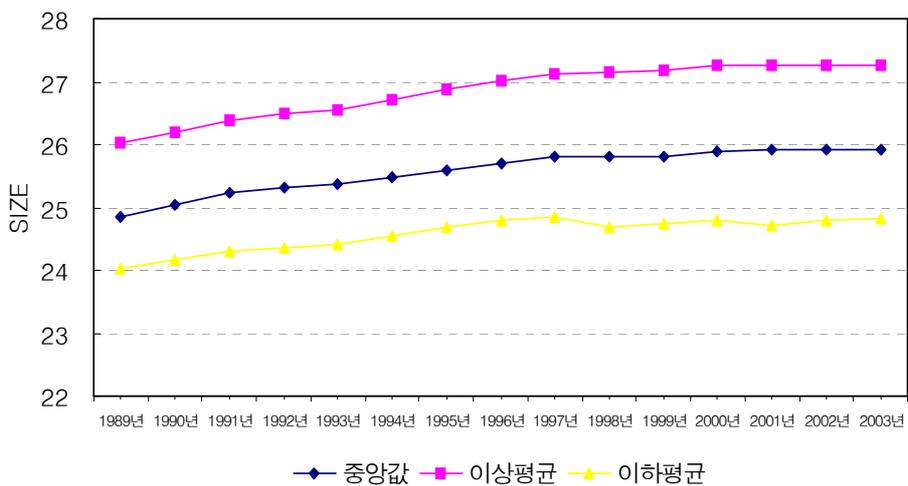
-
- Steven M. Fazzari, R. Glenn Hubbard, Bruce C. Petersen, "Financing constraints and corporate investment", Brookings Paper on Economic Activity, 1988.
- Vogel, Robert and G. S. Maddala, "Cross-section estimates of liquidity asset demand by manufacturing corporations", *Journal of Finance* Vol. 22, 1967.
- White, H., "A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica* Vol. 48, pp.181-205, 1980.
- Brouthers, L.E. and G. Nakos, "The Role of Systematic International Market Selection on Small Firms' Export Performance," *Journal of Small Business Management*, Oct. Vol.43 Issue 4, pp.363-381, 2005
- Davamanirajan P., Kauffman R.J. and C.H. Kriebel, Mukhopadhyay. Tridas, "Systems Design, Process Performance, and Economic Outcomes in International Banking," *Journal of Management Information Systems*, Vol.23 Issue 2, pp.65-90., 2006.
- Debabroto, C., Segars A. H. and R. T. Watson, "Realizing the Promise of E-Business : Developing and leveraging electronic partnering options," *California Management Review*, Summer, Vol.48, Issue 4, 2006, pp.60-83.
- Eid R., Elbeltagi L. and Zairi M., "Making Business to Business international internet marketing effective : A Study of Critical Factors Using a Case-Study Approach," *Journal of International Marketing*, Vol.14 Issue 4, pp.87-109, 2006.

부 록

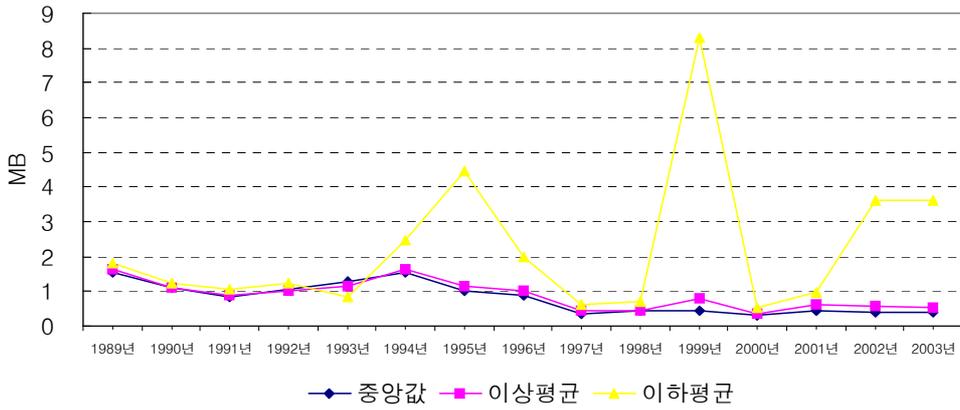
현금유동성(LIQUIDITY)의 연도별 추이



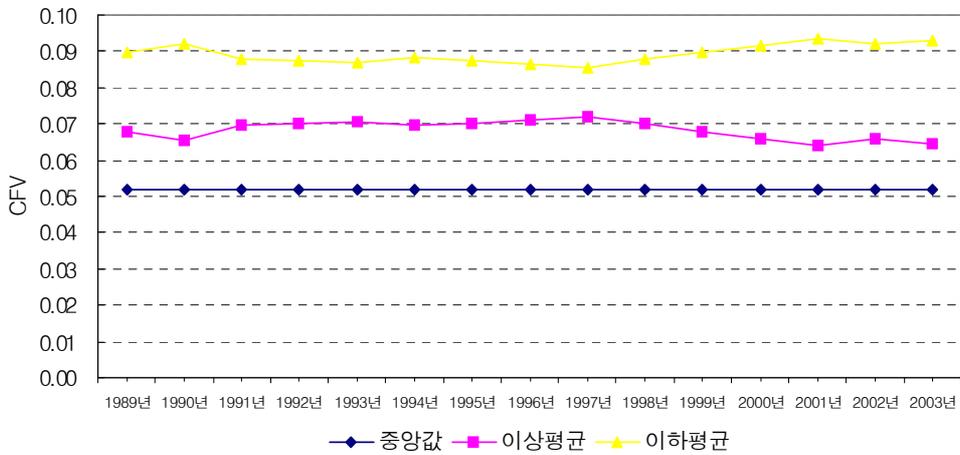
기업규모(SIZE)의 연도별 추이



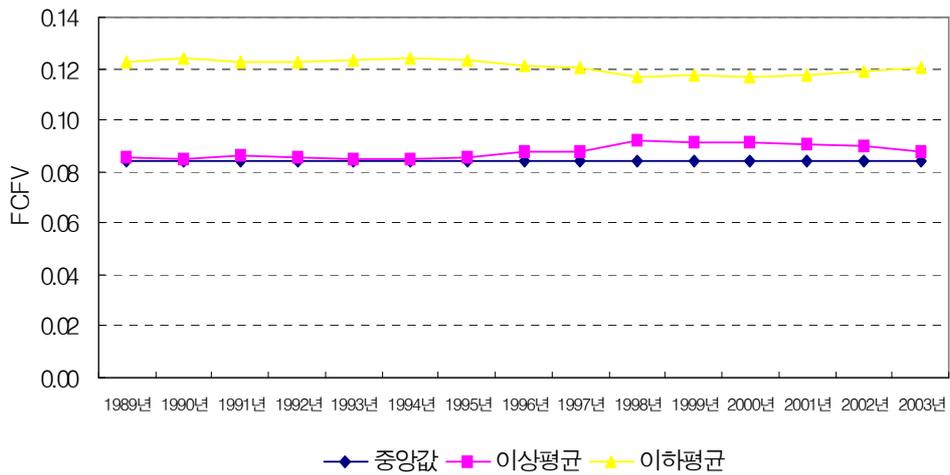
MB비율의 연도별 추이



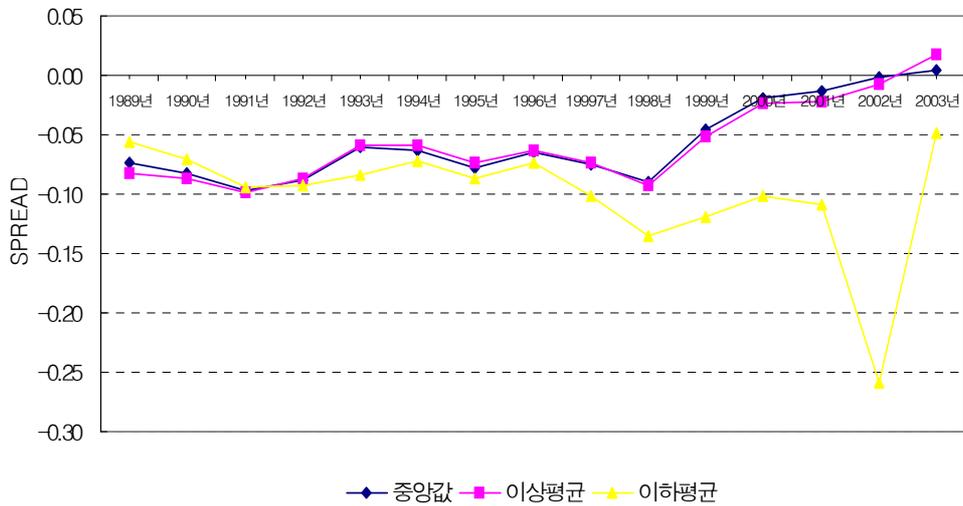
영업현금흐름의 변동성(CFV)의 연도별 추이



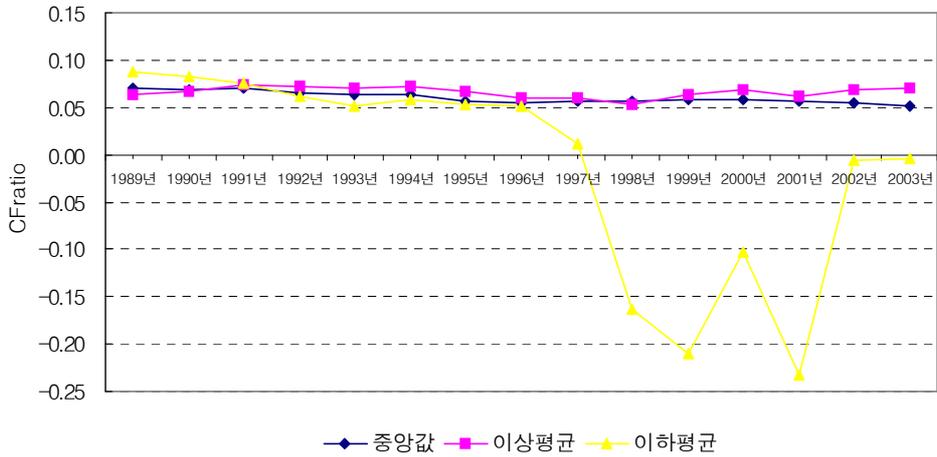
잉여현금흐름의 변동성(FCFV) 연도별 추이



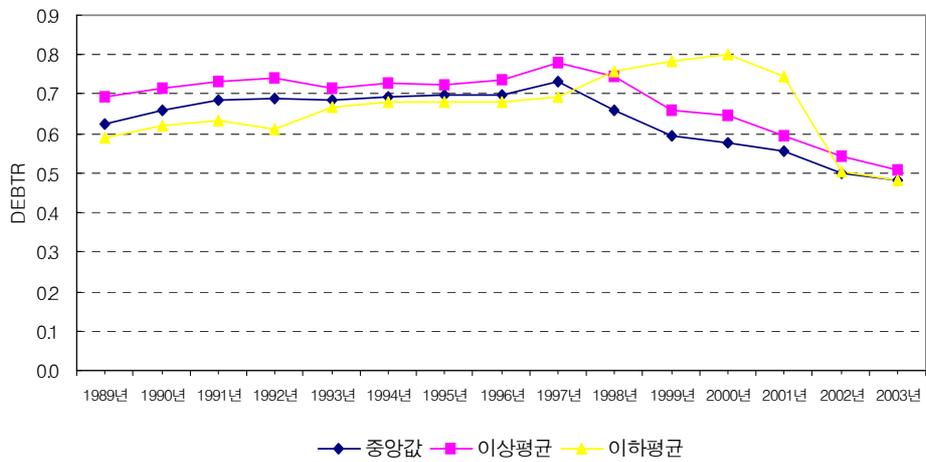
스프레드(SPREAD)의 연도별 추이



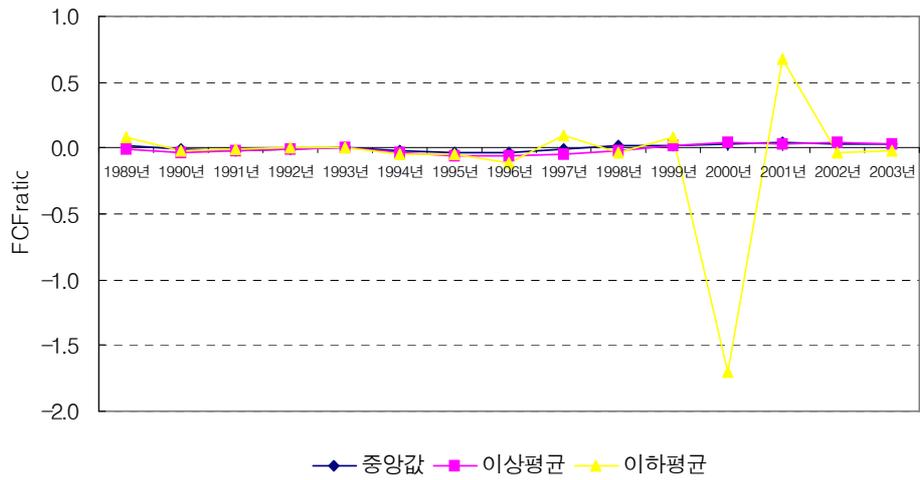
현금흐름회전율(CFRatio)의 연도별 변동성 추이



부채비율(DEBTR)의 연도별 추이

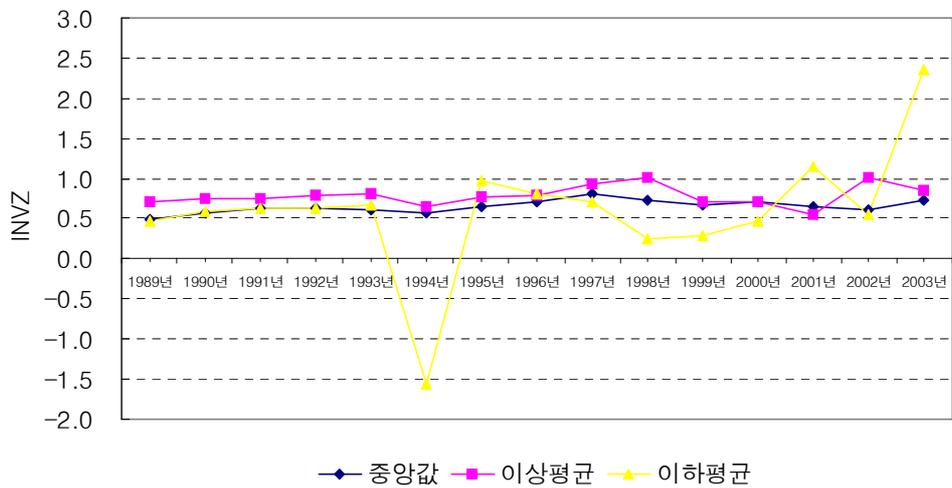


잉여현금흐름회전율(FCFratio) 연도별 변동성 추이



—◆— 중앙값 —■— 이상평균 —▲— 이하평균

도산예측치(ZSCORE역수)의 연도별 추이



—◆— 중앙값 —■— 이상평균 —▲— 이하평균