財務管理硏究 第二十七券 第一號(2010. 3), 89~120

기업의 소유구조와 현금보유간의 관계*

신민식** · 김수은***

<요 약>

본 연구는 1997년 1월 1일부터 2008년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 소유구조와 현금보유간의 관계를 실증분석 하였으며, 주요한 분석결과는 다음과 같다.

대주주 지분율이 클수록 대주주들이 이사회 참여를 통한 경영권 통제 등을 통하여 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 수 있다. 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가할수록, 그리고 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 현금보유가 증가한다. 그리고 경영자지분율은 현금보유에 비선형적으로 영향을 미친다. 다시 말해, 경영자지분율이 낮은 단계에서는 이익침해가설에 따라 현금보유에 양(+)의 영향을 미치지만, 경영자지분율이 일정 수준 이상으로 증가하면 이해일치가설에 따라 음(-)의 영향을 미치며, 경영자지분율이 매우 높은 수준으로 증가하면 다시 이익침해가설에 따라 양(+)의 영향을 미친다. 그리고 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 대주주들이 현금보유에 미치는 영향력이 상대적으로 증가하여 현금보유를 증가시킬 수 있다. 이러한 결과는 한국기업의 현금보유는 주로 상충이론과 자금조달순서 이론으로 설명할 수 있으나, 대리인 이론으로도 부분적으로 설명할 수 있으며, 이는 대주주들이 소액주주와 균등한 혜택이 분배되는 재무정책을 기피하고 소액주주의 희생 하에 사적 이익을 취할 가능성이 있음을 시사한다. 따라서 우리나라에서도 대주주가 소액주주의 이익을 침해하는 행위를 예방하고, 소액주주의 이익을 보호할 수 있는 제도적 장치와 소유집중도를 완화시킬 수 있는 소유구조 정책이 필요하다고 생각한다.

주제어 : 소유구조, 현금보유, 대주주 지분율, 소유집중도, 경영자지분율, 이익침해가설

논문접수일 : 2009년 09월 17일 논문최종수정일 : 2010년 03월 12일 게재확정일 : 2010년 03월 08일

* 이 논문은 2009년도 경북대학교 AS학술연구비에 의하여 연구되었음.

** 교신저자, 경북대학교 경영학부, E-mail : msshin@knu.ac.kr

*** 경북대학교 대학원 경영학부 박사과정, E-mail : sekim@knu.ac.kr

Ⅰ. 서 론

기업은 상당한 양의 현금을 보유하며, 경영자들도 현금을 중요한 자산 항목으로 간주한다. Opler et al.(1999)은 미국 기업은 자산의 15% 가량을 현금(현금성자산 포함)으로 보유한다고 하였고, Dittmar et al.(2003)은 전 세계 대기업들은 총자산의 9% 가량을 현금으로 보유한다고 하였으며, Ferreira and Vilela(2004)는 EU 국가 기업들도 미국 기업과 유사한 자산의 15% 가량을 현금으로 보유한다고 하였다. 그리고 본 연구에서 표본기업으로 사용한 한국 기업은 미국과 유럽 기업보다 작은 자산의 7.4% 가량을 현금으로 보유하고 있으며, 1997년 외환위기를 극복하는 과정에서 현금보유의 중요성이 더욱 증가하고 있다.

현금은 유동성이 높은 반면에 수익성이 낮다는 양면성을 가지고 있다. 현금은 높은 유동성으로 인하여 유동성 위험과 그에 따른 유동성 프리미엄이 발생하지 않기 때문에 수익성이 매우 낮은 반면에, Keynes(1936)의 유동성 선호설에서 주장하는 거래적 동기와 예비적 동기를 가장 잘 충족할 수 있기 때문에 그에 따른 비용절감이 가능하다.

기업의 현금보유는 현금의 양면성에 기초한 상충이론과 자금조달순서 이론으로 설명할 수 있다. 먼저, 상충이론의 관점에서 보면, 현금은 보유비용과 보유수익의 양면적인 상충관계를 갖는다. 보유비용은 현금보유의 수익성이 매우 낮은데 따른 기회비용이고, 보유수익은 거래적 동기와 예비적 동기와 관련한 비용절감의 형태로 발생한다. 먼저, 현금부족으로 인한 거래중단을 피할 수 있고 거래비용을 절감할 수 있다. 또한, 현금부족으로 인한 추가적인 외부자금조달을 피할 수 있고 자금조달 비용을 절감할 수 있다. 나아가, 유망한 투자기회를 포기하지 않아도 되고, 현금부족을 보충하기 위해 보유자산을 헐값으로 처분하지 않아도 되며, 무리한 배당축소를 피할 수 있다. 그리고 자금조달순서이론의 관점에서 보면, 현금보유는 음(-)의 부채로 해석할 수 있으므로, 현금보유는 내부금융과 외부금융간의 재무적 완충물로 사용할 수 있다. 따라서 비대칭정보 상황 하에서, 투자자금으로 내부금융이 부족할 경우에, 재무적 완충물로 보유중인 '음(-)의 부채의 성격을 가진 현금'으로 먼저 충당하고, 그래도 부족하면 부채발행, 주식발행의 순서로 투자자금을 조달할 수 있다.

기업의 현금보유는 상충이론과 자금조달순서이론 외에 잉여현금흐름 이론으로도 설명할 수 있다. 잉여현금흐름이론의 관점에서 보면, 경영자들은 주주 부의 극대화보다 자신의 사적 이익을 목적으로 현금보유를 증가시킬 수 있다. 현금보유가 증가하면, 경영자가 자금운용과 투자결정 과정에서 사적 이익을 편취할 수 있는 재량권도 증가한

다. 현금보유가 과도하면, 수익성이 없는 사업에 과잉투자하여 현금을 낭비하거나, 경영자 자신의 성과를 과장하기 위하여 외형위주의 대형사업에 치중할 수 있다. 따라서 경영자들은 주주 부의 극대화보다 자신의 사적 이익을 목적으로 현금보유를 증가시킬 유인을 가질 수 있으며, 이로 인하여 주주와 경영자간에 대리인 갈등이 발생할 수 있다.

Dittmar et al.(2003), Ozkan and Ozkan(2004) 등은 대리인 이론의 관점에서 기업의 소유구조가 현금보유에 중요한 영향을 미칠 수 있다고 하였다. Dittmar et al.(2003)은 소액주주의 권리가 잘 보장되지 않은 국가의 기업들은 그렇지 않은 국가의 기업들보다 최대 2배까지 현금보유가 많다고 하였다. 소액주주의 권리가 잘 보장되지 않은 국가에서는 경영자와 소액주주간의 대리인 문제가 심각하여 경영자들이 현금보유를 과도하게 증가시킬 유인을 갖기 때문이다. 대리인 이론의 관점에서 보면, 기업의 과도한 현금보유는 경영자의 재량권을 강화시켜 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 증가한다. Ozkan and Ozkan (2004)은 경영자지분율은 비선형적으로 현금보유에 영향을 미친다고 하였다.

현금보유에 관한 국내 연구는 현금보유 결정요인에 관한 연구에 치중하고 있으며, 소유구조와 현금보유간의 관계에 관한 연구결과는 발표되지 않고 있다. 국내 연구 중에서, 김병기(2004)는 1992년부터 2003년까지 251개 표본기업을 대상으로 기업의 현금보유 수준을 분석하였으나 표본기업수가 너무 적어서 분석결과에 대한 신뢰성이 약하고, 공재식(2006)은 1991년부터 2004년까지 6,245개 기업-년 수를 대상으로 다양한 기업특성변수를 현금보유 결정요인으로 설명하고 있으나, 이들에 대한 이론적 배경이 충분히 제시되지 않고 있다. 신동령(2008)은 1999년부터 2004년까지 상장기업 3,852개 기업-년 수와 비상장기업 10,164개 기업-년 수를 대상으로 일부 변수에 시차변수를 적용하여 현금보유 결정요인을 분석하였으나, 상장기업과 비상장기업의 동질성이 의심스럽고, 일부변수에 대한 시차변수의 적용 근거가 약하다고 할 수 있다.

본 연구에서는 대리인 이론의 관점에서, 1997년 1월 1일부터 2008년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 소유구조와 현금보유간의 관계를 실증분석 하고자 한다. 먼저, 대주주 지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이 및 소유집중도가 현금보유에 미치는 영향을 분석하고, 경영자지분율이 현금보유에 미치는 비선형적 영향을 분석한다. 그리고 소유구조 형태에 따라 소유자지배기업과 경영자지배기업이 현금보유에 미치는 영향을 비교분석한다. 표본기업을 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업까지 최대한 확보함으로써 분석결과에 대한 신뢰성을 향상시키고자 한다. 나아가, 이러한 분석결과를 바탕으로 하여, 기업의 현금보유에 대한 소유구조 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성한다. 제 Ⅰ장 서론에 이어 제 Ⅱ장에서는 선행 연구에 대하여 살펴보고, 제 Ⅲ장에서는 가설 설정, 자료수집과 표본기업 분류, 분석모형과 변수의 정의 등 연구 설계에 관해 설명한다. 제 Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 설명하고, 제 Ⅴ장에서는 결론과 함께 한계점과 향후 연구 과제를 제시한다.

Ⅱ. 선행연구

본 장에서는 기업의 현금보유 결정이론을 먼저 설명한 다음, 소유구조와 현금보유간의 관계에 관한 선행연구를 살펴본다. Opler et al.(1999)은 자본구조 이론의 상충이론과 자금조달순서이론의 관점에서 현금보유를 설명하였고, Ferreira and Vilela(2004)는 상충이론과 자금조달순서이론 외에 잉여현금흐름이론의 관점에서 현금보유를 설명하였다. 그리고 Dittmar et al.(2003), Ozkan and Ozkan(2004) 등은 대리인 이론의 관점에서 기업의 소유구조는 현금보유에 중요한 영향을 미치는 새로운 변수라고 하였다.

먼저, 상충이론의 관점에서 보면, 현금은 보유비용과 보유수익의 양면적인 상충관계를 갖는다. 보유비용은 현금보유의 수익성이 매우 낮은데 따른 기회비용이고, 보유수익은 거래적 동기와 예비적 동기와 관련한 비용절감의 형태로 발생한다. 먼저, 현금부족으로 인한 거래중단을 피할 수 있고 거래비용을 절감할 수 있다. 또한 현금부족으로 인한 추가적인 외부자금조달을 피할 수 있고 자금조달 비용을 절감할 수 있다. 나아가, 유망한 투자기회를 포기하거나 축소하지 않아도 되고, 현금부족을 보충하기 위해 보유자산을 헐값으로 처분하지 않아도 되며, 무리한 배당축소를 피할 수 있다. 실증적인 연구결과를 정리해 보면, <표 1>에서 보는 바와 같이, 투자지출이나 R&D 투자는 현금보유에 음(-)의 영향을 미치고, 수익성은 양(+)의 영향을 미친다. Opler et al.(1999)은 기업이 현금부족으로 재무적 곤경에 처하면, 투자지출 또는 R&D 투자를 축소한다고 하였고, Kim et al.(1998)은 수익성이 높을수록 현금흐름이 증가하기 때문에 과소투자 문제가 발생하지 않아 현금보유가 증가하는 결과가 된다고 하였다. Kim et al.(1998)은 현금흐름은 현금유동성의 예비원천으로서 현금대체자산으로 볼 수 있기 때문에 현금흐름은 현금보유와 음(-)의 관계가 있다고 하였다. Opler et al.(1999), Ferreira and Vilela(2004) 등은 투자기회가 증가할수록 재무적 곤경으로 인한 손실가능성도 증가하므로, 이를 예방하기 위해 현금보유를 증가시킨다고 하였다. 따라서 투자기회는 현금보유에 양(+)의 영향을 미친다고 할 수 있다. John(1993)은 레버리지 비율은 부채조달능력의 대용변수로 해석할 수 있으므로, 레버리지 비율은 현금보유에 음(-)의 영향을 미친다고 하였다. 따라서 레버리지 비율이 높은 기업은 부채조

달을 통해 필요한 자금을 쉽게 조달할 수 있으므로 현금보유를 증가시킬 필요가 없다. 또한, Diamond(1984)는 은행부채는 은행관계의 정도를 반영하므로 현금보유와 대체관계가 있다고 하였다. 그리고 기업규모는 현금보유에 음(-)의 영향을 미친다. Ferreira and Vilela(2004)는 기업규모가 클수록 자금조달비용이 감소하므로, 기업규모는 현금보유에 음(-)의 영향을 미친다고 하였고, Rajan and Zingales(1995)는 대기업은 다각화를 통해 재무적 곤경 확률을 감소시킬 수 있으므로, 대기업은 중소기업보다 현금보유를 상대적으로 낮게 유지할 수 있다고 하였다.

<표 1> 현금보유 결정변수의 명칭과 이론적 배경

기존의 상충이론, 자금조달순서이론 및 잉여현금흐름이론에서 제시된 주요 현금보유 결정변수와 예측 부호를 제시한다.

변수 명칭	이론별 변수와 예측 부호		
	상충이론	자금조달순서이론	잉여현금흐름이론
자본지출	-		
R&D 투자	-	+	
수익성	+		
현금흐름	-		
재무적자		-	
투자기회	+		-
레버리지 비율	-	-	-
기업규모	-		+

자금조달순서 이론의 관점에서 보면, 현금보유는 음(-)의 부채로 해석할 수 있으므로, 현금보유는 내부금융과 외부금융간의 재무적 완충물로 사용할 수 있다. 따라서 기업이 내부자와 외부자간의 비대칭정보 상황 하에서 투자자금을 조달할 경우에, 역선택비용과 같은 정보비용이 거의 발생하지 않는 내부금융으로 가장 먼저 조달하고, 내부금융이 부족할 경우에는 재무적 완충물로 보유중인 '음(-)의 부채의 성격을 가진 현금'으로 충당하며, 내부금융으로 부족하여 추가적으로 외부금융을 조달할 경우에도 정보비용이 가장 낮은 부채발행으로 먼저 조달하고, 정보비용이 가장 높은 주식발행은 최후수단으로 사용한다. 그리고 Myers and Majluf(1984)의 자금조달순서 이론에서는 목표 레버리지를 가정하지 않으며, 레버리지 비율은 내부금융의 변화에 따라 수동적으로 변동한다고 해석한다. 투자자금으로 내부금융을 사용하면, 자기자본이 감소하여 레버리지 비율이 증가하고, 내부금융을 축적하면 자기자본이 증가하여 레버리지 비율이 감소할 따름이다. 따라서 자금조달순서 이론은 비대칭정보 상황에서 정보비용이 가장 낮은 순서대로 투자자금을 조달한다

는 자금조달계층이론에 해당한다. 실증적인 연구결과를 정리해 보면, <표 1>에서 보는 바와 같이, R&D 투자는 현금보유에 양(+)의 영향을 미치고, 재무적자와 레버리지 비율은 각각 음(-)의 영향을 미친다. Dittmar et al.(2003)은 기업이 R&D 투자를 많이 할수록 내부자와 외부자 간에 비대칭정보가 증가하기 때문에, 이로 인한 정보비용을 줄일 수 있는 현금보유를 증가시킨다고 하였다. Jani et al.(2008)은 재무적자가 증가할수록 내부금융이 감소하여 현금보유가 감소한다고 하였다. 자금조달순서이론에서는 동전의 양면과 같은 관점에서 현금을 음(-)의 부채로 해석하므로, 레버리지 비율은 현금보유와 음(-)의 관계가 있다고 해석한다. 투자자금이 내부금융을 초과하면, 현금보유는 감소하고, 부족한 투자자금을 부채로 조달해야 하므로 레버리지 비율은 증가한다. 그리고 투자자금이 내부금융을 미달하면, 현금보유는 증가하고, 여유자금이 발생하므로 레버리지 비율이 감소하게 된다.

Ferreira and Vilela(2004)는 잉여현금흐름 이론의 관점에서 현금보유를 설명하였다. Jensen(1986)의 잉여현금흐름 이론의 관점에서 보면, 경영자들은 주주 부의 극대화보다 자신의 사적 이익을 목적으로 현금보유를 증가시킬 수 있다. 현금보유가 증가하면, 경영자가 자금운용과 투자결정 과정에서 사적 이익을 편취할 수 있는 재량권도 증가한다. 현금보유가 과도하면, 수익성이 없는 사업에 과잉투자하여 현금을 낭비하거나, 경영자 자신의 성과를 과장하기 위하여 외형위주의 대형사업에 치중할 수 있다. 달리 말해, 경영자는 주주 부의 극대화보다 자신의 사적 이익을 목적으로 현금보유를 증가시킬 유인을 가지며, 이로 인하여 주주와 경영자간에 대리인 갈등이 발생할 수 있다. 실증적인 연구결과를 정리해 보면, <표 1>에서 보는 바와 같이, 투자기회와 레버리지 비율은 현금보유에 각각 음(-)의 영향을 미치고, 기업규모는 양(+)의 영향을 미친다. Ferreira and Vilela(2004)는 잉여현금흐름이론의 관점에서 보면, 경영자는 주주 부의 극대화보다 자신의 사적 이익을 목적으로 현금보유를 증가시키기 때문에, 투자기회가 나쁠 경우에도 현금보유를 증가시킨다고 하였다. 또한, 잉여현금흐름이론에서는 잉여현금흐름이 증가하면 부채상환을 통해 레버리지 비율을 낮추고, 그래도 여유가 있으면 현금보유를 증가시킨다고 주장한다. 그리고 기업규모가 증가할수록 지분율이 분산되어 경영자의 재량권이 증가하는 과정에서 현금보유도 증가하게 된다.

그리고 대리인이론의 관점에서 보면, 현금보유는 기업의 소유구조와 밀접한 관계가 있다. Berle and Means(1932)는 자본주의의 발전에 따라 소유와 경영이 분리되어 소유구조가 광범위하게 분산된다고 하였고, Jensen and Meckling(1976)은 이러한 관점에서 대리인 이론을 발전시켰다. Demsetz and Lehn(1985), Shleifer and Vishny(1986), Morck et al.(1988) 등은 미국과 같이 자본주의가 발전된 국가에서도 일부 대기업에서 여전히 대주주

를 중심으로 한 소유집중도가 존재한다고 하였고, Johnson et al.(2000), La Porta et al.(1999, 2000), Claessens et al.(2000) 등은 미국 이외의 다른 선진국이나 동아시아 국가의 주요 기업에서는 상당히 높은 수준의 소유집중도가 존재한다고 하였다. Dittmar et al.(2003), Ozkan and Ozkan(2004) 등은 기업의 소유구조가 현금보유에 중요한 영향을 미친다고 하였다. Dittmar et al.(2003)은 소액주주의 권리가 잘 보장되지 않은 국가의 기업들은 그렇지 않은 국가의 기업들보다 최대 2배까지 현금보유가 많다고 하였다. 소액주주의 권리가 잘 보장되지 않은 국가의 기업에서는 경영자와 소액주주 간의 대리인문제가 심각하여 경영자들이 현금보유를 과도하게 증가시킬 유인을 갖기 때문이다. 기업의 과도한 현금보유는 경영자의 재량권을 강화시켜 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 증가한다. Ozkan and Ozkan(2004)은 경영자지분율은 현금보유에 비선형적인 영향을 미친다고 하였다.

현금보유에 관한 국내 연구는 현금보유 결정요인에 관한 연구에 치중하고 있다. 국내 연구 중에서, 김병기(2004)는 1992년부터 2003년까지 251개 표본기업을 대상으로 기업의 현금보유 수준을 분석하였고, 공재식(2006)은 1991년부터 2004년까지 6,245개 기업-년 수를 대상으로 현금보유 결정요인을 분석하였으며, 신동령(2008)은 1999년부터 2004년까지 상장기업 3,852개 기업-년 수와 비상장기업 10,164개 기업-년 수를 대상으로 일부 변수에 시차변수를 적용하여 현금보유 결정요인을 분석하였다. 강원・신현한(2006)은 2000년 말 또는 2003년 말 기준으로 한국거래소에 상장된 3,223개 기업-년 수를 대상으로 소유유형(재벌기업, 간접소유기업, 직접소유기업, 전문경영기업)에 따라 경영성과와 기업가치를 비교분석 하였다. 그러나 김병기(2004)가 사용한 표본기업수는 너무 적어서 분석결과에 대한 신뢰성이 약하고, 공재식(2006)은 다양한 기업특성변수를 현금보유 결정요인으로 설명하고 있으나, 이들에 대한 이론적 배경이 충분히 제시되지 않고 있다. 신동령(2008)은 상장기업과 비상장기업의 동질성이 의심스럽고, 일부변수에 대한 시차변수의 적용 근거가 약하다고 할 수 있다.

대리인 이론의 관점에서 보면, 현금보유는 소유구조와 밀접한 관계가 있지만, 이에 대한 국내 연구 결과는 아직 발표되지 않고 있다. 따라서 본 연구에서는 대주주 지분율 외에 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이, 소유집중도, 경영자지분율의 비선형성, 소유자지배기업과 경영자지배기업의 구분과 같은 다양한 소유구조변수를 사용하여 소유구조와 현금보유간의 관계를 분석하며, 표본기업도 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업을 충분히 확보함으로써 분석결과에 대한 신뢰성을 향상시키고자 한다. 이러한 시도를 통하여, 소유구조와 현금보유 분야의 연구영역을 다소나마 확대시키고, 현금보유에 관한 소유구조 정책적 시사점을 제시하는데 기여하고자 한다.

Ⅲ. 연구 설계

1. 가설 설정

소유구조에 관한 연구에서는 대주주와 소액주주 간의 이해관계를 대리인 이론으로 설명한다. Berle and Means(1932), Jensen and Meckling(1976), Demsetz and Lehn(1985) 등은 대주주와 소액주주 간의 이해관계를 이해일치가설로 설명하였다. 대주주는 주주 부의 극대화라는 공통적인 관심사에 관하여 소액주주와 이해관계가 일치하며, 경영자를 효과적으로 감시함으로써 대주주와 소액주주간의 대리인 비용이 감소하여 기업가치가 증가한다는 것이다. 그러나 Johnson et al.(2000), La Porta et al.(1999, 2000) 등은 이익침해가설을 주장하였다. 대주주는 자신의 사적 이익을 극대화하는 과정에서 소액주주의 이익을 침해할 수 있으며, 이 경우에 대주주와 소액주주간의 대리인 비용이 증가하여 기업가치가 감소한다는 것이다. Johnson et al.(2000)은 대주주는 다양한 사례를 통해 소액주주의 이익을 침해할 수 있다고 하였고, La Porta et al.(1999, 2000)은 동아시아 국가와 같이 소액주주에 대한 법적 보호장치가 취약한 국가일수록 소액주주에 대한 대주주의 이익침해 가능성이 높다고 하였다.

Dittmar et al.(2003), Ozkan and Ozkan(2004) 등은 기업의 소유구조가 현금보유에 중요한 영향을 미친다고 하였다. Dittmar et al.(2003)은 소액주주의 권리가 잘 보장되지 않은 국가의 기업들은 그렇지 않은 국가의 기업들보다 최대 2배까지 현금보유가 많다고 하였다. 소액주주의 권리가 잘 보장되지 않은 국가의 기업에서는 경영자와 소액주주간의 대리인문제가 심각하여 경영자들이 현금보유를 과도하게 증가시킬 유인을 갖기 때문이다. 기업의 과도한 현금보유는 경영자의 재량권을 강화시켜 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 증가한다. Ozkan and Ozkan(2004), 공재식(2006) 등은 경영자지분율은 현금보유에 비선형적인 영향을 미친다고 하였다.

본 연구에서는 소액주주에 대한 이익침해가설의 관점에서, 기업의 소유구조와 현금보유간의 관계에 관하여 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

[가설 1] 대주주 지분율이 증가할수록 현금보유가 증가한다.

[가설 2] 대주주들 중에서 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가할수록 현금보유가 증가한다.

[가설 3] 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 현금보유가 증가한다.

[가설 4] 경영자지분율이 낮은 단계에서는 현금보유가 증가하다가, 경영자지분율이 일정한 수준 이상으로 증가하면 현금보유가 감소하며, 경영자지분율이 매우 높은 수준으로 증가하면 다시 현금보유가 증가한다.

[가설 5] 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 현금보유가 증가한다.

다시 말해, 대주주 지분율이 증가할수록 대주주들이 이사회 참여를 통한 경영권 통제 등을 통하여 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 수 있다. 대주주들 중에서 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가할수록 1대주주의 영향력이 증가하여 현금보유를 증가시킬 수 있다. 이와 같은 맥락에서, 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 대주주들이 이사회 참여를 통한 경영권 통제 등을 통하여 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 수 있다. Ozkan and Ozkan(2004)은 경영자지분율은 현금보유에 비선형적으로 영향을 미친다는 절충가설을 주장하였다. 즉, 경영자의 기회주의적인 행동으로 인해, 경영자지분율이 낮은 단계에서는 소액주주에 대한 경영자의 이익침해가설에 따라 현금보유가 증가하다가, 경영자지분율이 일정한 수준 이상으로 증가하면 소액주주와 경영자간의 이해일치가설에 따라 현금보유가 감소하며, 경영자지분율이 매우 높은 수준으로 증가하면 다시 소액주주에 대한 경영자의 이익침해가설에 따라 현금보유가 증가한다는 것이다. 따라서 경영자지분율이 매우 낮거나 매우 높은 수준에서는 이익침해가설이 성립하고, 경영자지분율이 중간 수준일 경우에는 이해일치가설이 성립하므로, 경영자의 기회주의적인 절충가설이 성립한다는 것이다. 그리고 대주주 지분율의 크기에 따라 소유자지배기업과 경영자지배기업으로 구분하면, 소유집중도가 상대적으로 높은 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 대주주들의 영향력이 상대적으로 증가하여 현금보유를 증가시킬 수 있다.

2. 자료수집과 표본기업 분류

본 연구에서는 소유구조 자료가 제공되는 1997년 1월 1일부터 2008년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 다음과 같은 기준에 따라 표본기업을 선정한다.

① KIS Value Library와 www.krx.co.kr에서 1997년 1월 1일부터 2008년 12월 31일까지 재무 및 주가 자료를 구할 수 없는 기업은 제외한다.

② 은행, 증권, 보험 등 금융업종은 자본구조, 영업방법, 정부의 규제감독 등의 측면

에서 일반 제조업과 차이가 있으므로, Fama and French(2001)의 선행연구와 같이 표본기업에서 제외한다.

③ 분석기간 동안 합병기업이나 관리대상기업은 재무 자료의 연속성에 문제가 있기 때문에 표본기업에서 제외한다.

이상의 조건을 충족하는 표본기업의 기업-년 수는 1997년 1월 1일부터 2008년 12월 31일까지 12년 동안 11,552개인데, 이는 기초 통계량 분석을 통해 각 변수들에 대한 이상치를 제거한 수치이다. 그리고 전체 분석기간 중에서 2008년을 기준으로 표본기업의 산업별 분포는 <표 2>와 같다. 본 연구에서는 산업별 특성이 분석결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 표본기업을 15개 산업으로 분류한다. 산업별 분류기준은 한국신용평가정보(주)의 분류기준에 따르며, 표본수가 적은 일부 산업(담배제조업, 통신업, 정보서비스업, 출판업, 기타제품제조업, 부동산업, 방송업, 전기가스업, 어업광업 등)은 '기타'에 포함시킨다. 산업별 분포를 보면, 철강금속업이 121개 기업(11.9%)으로 가장 많고, 다음으로 의료정밀업(10.8%), 운수장비업(9.8%), 기계업(9.5%)의 순으로 비중이 높다.

<표 2> 표본기업의 산업별 분포

표본기업은 2008년 기준으로 1,022개 기업이고, 산업별로는 철강금속업이 가장 많고, 다음으로 의료정밀업, 운수장비업, 기계업의 순으로 비중이 높다. 산업분류는 한국신용평가정보(주)의 분류기준에 따르며, 표본수가 적은 일부 산업(담배제조업, 통신업, 정보서비스업, 출판업, 기타제품제조업, 부동산업, 방송업, 전기가스업, 어업광업 등)은 '기타'에 포함시켰다.

산 업	표본기업	
	기업수	분포비율(%)
음식료업	55	5.4
섬유의복	56	5.5
종이목재	42	4.1
화 학	91	8.9
비금속광물	35	3.4
철강금속	121	11.9
기 계	97	9.5
전기전자	92	9
의료정밀	110	10.8
운수장비	100	9.8
유 통 업	48	4.7
건 설 업	35	3.4
전문기술서비스업	64	6.3
재생용 가공원료 생산업	35	3.4
기 타	40	3.9
합 계	1,022	100%

3. 분석모형과 변수의 정의

본 연구에서는 대주주 지분율이 증가할수록 현금보유가 증가한다는 [가설 1]을 검정하기 위하여 식 (1)과 같은 고정효과모형을 설정한다.[1)]

$$CASH_t = \alpha_0 + \alpha_1 OWN_t + \alpha_4 CEA_t + \alpha_5 RD_t + \alpha_6 PROF_t + \alpha_7 CFA_t + \alpha_8 DEFA_t + \alpha_9 MB_t + \alpha_{10} L_t + \alpha_{11} SIZE_t + \eta + \lambda_t + \epsilon_t \quad (1)$$

단, $CASH_t$ = t년 현금보유 비율
OWN_t = t년 대주주 지분율
CEA_t = t년 자본지출 비율
RD_t = t년 R&D 투자 비율
$PROF_t$ = t년 수익성 비율
CFA_t = t년 현금흐름 비율
$DEFA_t$ = t년 재무적자 비율
MB_t = t년 M/B 비율
L_t = t년 레버리지 비율
$SIZE_t$ = t년 기업규모
η = 기업특성효과
λ_t = 시간특성효과
ϵ_t = 오차항

식 (1)은 여러 가지 통계적 방법으로 추정할 수 있으나, 라그랑지 승수 검정, 하우스만 검정과 같은 통계적 검정절차를 거쳐 이분산성을 고려한 고정효과모형을 적용하고자 한다. 먼저, Breusch and Pagan(1980)이 제안한 라그랑지 승수 검정(Lagrange multiplier test)을 통해 기업특성효과(η)와 시간특성효과(λ_t)의 존재를 확인하고, 하우스만 검정(Hausman test)을 통해 고정효과모형이 확률효과모형보다 더 적합함을 확인한다.[2)]

식 (1)에서 종속변수로 사용되는 현금보유 비율($CASH_t$)은 Opler et al.(1999), Dittmar et al.(2003), 공재식(2006) 등의 방법론에 따라 [(t년 현금 및 현금성자산)/(t년 자산총계-t

1) 모형과 변수의 단순화를 위해 연도표시 하첨자(t)는 나타내고, 기업표시 하첨자(i)는 생략한다.
2) Chamberlain and Griliches(1984)는 고정효과 회귀모형은 누락변수와 독립변수 간에 상관성이 존재하더라도 추정결과에 편의가 발생하지 않는 장점이 있다고 하였다.

년 현금 및 현금성자산)]으로 측정한다. 현금보유 비율($CASH_t$)은 기업의 순자산(자산총계-현금 및 현금성자산) 중에서 현금 및 현금성자산이 차지하는 비율을 나타낸다. 종속변수에서 현금 및 현금성자산을 순자산으로 나눈 이유는 규모효과로 인한 이분산성(hetero-skedasticity)을 통제하기 위함이다.

독립변수 중에서, 설명변수로 사용되는 대주주 지분율(OWN_t)은 Demsetz and Lehn(1985), Prowse(1992), Klassen(1997) 등의 방법론에 따라 KIS Value Library의 '주식소유규모별 분포'에서 제공하는 (t년 1대주주 지분율 + t년 친인척, 계열사 등 특수관계인 지분율)로 측정하며, 현금보유 비율($CASH_t$)에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

통제변수는 기존의 현금보유 결정이론에서 제시된 현금보유 결정변수들로 구성된다. 먼저, 상충이론에 관한 변수 중에서, 자본지출 비율(CEA_t)은 투자결정변수로서 [(t년 고정자산-t-1년 고정자산+t년 감가상각비)/(t년 자산총계)]로 측정하고, R&D 투자 비율(RD_t)은 [(t년 R&D 투자)/(t년 자산총계)]로 측정한다. 그리고 t년 R&D 투자는 우리나라 「기업회계기준서」 제3호(무형자산)의 규정에 따라 (t년 자산처리 R&D 투자+t년 비용처리 R&D 투자)로 측정하고, t년 자산처리 R&D 투자는 (t년 자산처리개발비)로 측정하며, t년 비용처리 R&D 투자는 (t년 연구비+t년 비용처리개발비)로 측정한다. 그리고 수익성 비율($PROF_t$)은 [(t년 EBITDA)/(t년 자산총계)]로 측정한다. 상충이론에서는 자본지출 비율과 R&D 투자 비율은 모두 현금보유에 음(-)의 영향을 미치고, 수익성 비율은 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

현금흐름 비율(CFA_t)은 Ozkan and Ozkan(2004)의 방법론에 따라 [(t년 EBIT+t년 감가상각비)/(t년 자산총계)]로 측정하며 현금보유에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다. M/B 비율(MB_t)은 투자기회변수로서 [(t년 부채총계+t년 자기자본 시가총액)/(t년 자산총계)]로 측정하며 현금보유에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다. 레버리지 비율(L_t)은 [(t년 부채총계)/(t년 부채총계+t년 자기자본 시가총액)]으로 측정하며 현금보유에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다. 그리고 기업규모($SIZE_t$)는 log[t년 자산총계(100만원)]로 측정하며 현금보유에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

자금조달순서이론의 관점에서 보면, R&D 투자 비율(RD_t)은 현금보유에 양(+)의 영향을 미치고, 재무적자 비율($DEFA_t$)은 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다. 재무적자 비율($DEFA_t$)은 Frank and Goyal(2003), Byoun(2008) 등의 방법론에 따라 [(t년 재무적자)/(t년 자산총계)]로 측정하고, t년 재무적자는 [(t년 영업현금흐름)-(t년 현금배당+t년 순투자액+t년 순운전자본 변화)]로 측정하며, 이 값이 음(-)의 값이면 재무적자(financial

deficit)로 해석하고, 양(+)의 값이면 재무흑자(financial surplus)로 해석한다. 세부항목 중에서, t년 영업현금흐름은 손익계산서에서 (t년 영업이익-t년 이자비용-t년 법인세비용)으로 측정하고, t년 현금배당은 현금흐름표에서 (t년 현금배당금의 지급)으로 측정하며, t년 순투자액은 현금흐름표에서 (t년 투자활동으로 인한 현금유출-t년 투자활동으로 인한 현금유입)으로 측정하며, t년 순운전자본 변화는 대차대조표에서 (t년 순운전자본-t-1년 순운전자본)으로 측정하고, t년 순운전자본은 (t년 유동자산-t년 유동부채)로 측정한다. 재무적자 비율($DEFA_t$)은 대표적인 자금조달순서변수로서 현금보유에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

그리고 잉여현금흐름이론의 관점에서 보면, M/B 비율(MB_t)과 레버리지 비율(L_t)은 현금보유에 음(-)의 영향을 미치고, 기업규모($SIZE_t$)는 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

본 연구에서는 대주주들 중에서 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가할수록 현금보유가 증가한다는 [가설 2]를 검정하기 위하여 식 (2)와 같은 고정효과모형을 설정한다.

$$CASH_t = \alpha_0 + \alpha_2 OWNdif_t + \alpha_4 CEA_t + \alpha_5 RD_t + \alpha_6 PROF_t + \alpha_7 CFA_t + \alpha_8 DEFA_t + \alpha_9 MB_t + \alpha_{10} L_t + \alpha_{11} SIZE_t + \eta + \lambda_t + \epsilon_t \quad (2)$$

단, $OWNdif_t$ = t년 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이

식 (2)에서 설명변수인 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이($OWNdif_t$)는 KIS Value Library의 '주요 주주 현황'에서 제공하는 1~5대주주 지분율 중에서(t년 1대주주 지분율-t년 2대주주 지분율)로 측정하며, 현금보유 비율($CASH_t$)에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다. 대주주들 중에서, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 클수록 1대주주가 경영자나 이사회에 미치는 영향력은 증가한다. 이 경우에, 1대주주는 자신의 사적 이익을 추구하는 과정에서 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 많다.

본 연구에서는 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 현금보유가 증가한다는 [가설 3]을 검정하기 위하여 식 (3)과 같은 고정효과모형을 설정한다.

$$CASH_t = \alpha_0 + \alpha_3 OC_t + \alpha_4 CEA_t + \alpha_5 RD_t + \alpha_6 PROF_t + \alpha_7 CFA_t + \alpha_8 DEFA_t + \alpha_9 MB_t + \alpha_{10} L_t + \alpha_{11} SIZE_t + \eta + \lambda_t + \epsilon_t \quad (3)$$

단, OC_t = t년 소유집중도

식 (3)에서 설명변수인 소유집중도(OC_t)는 Demsetz and Lehn(1985), Prowse(1992) 등의 방법론에 따라, 식 (4)와 같이 KIS Value Library의 '주요 주주 현황'에서 제공하는 1~5대주주 지분율로 산출한 허핀달지수(Herfindahl index)에 로그를 취한 값으로 측정하며, 현금보유 비율($CASH_t$)에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다. 소유집중도가 증가할수록 대주주들이 경영자나 이사회에 미치는 영향력이 증가하며, 자신의 사적 이익을 추구하는 과정에서 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 많다. 소유집중도(OC_t)는 5대주주 중에서 특정 대주주 지분율의 비중이 다른 대주주 지분율의 비중보다 상대적으로 높을수록 증가하므로, 5대주주들 간의 소유집중도를 잘 반영한다고 할 수 있다.

$$OC_t = \log\left[\frac{\sum_{i=1}^{5}(O_{i,t})^2}{\left(\sum_{i=1}^{5}O_{i,t}\right)^2}\right] \tag{4}$$

단, $O_{i,t}$ = t년 i번째 대주주 지분율

본 연구에서는 경영자지분율이 낮은 단계에서는 현금보유가 증가하다가, 경영자지분율이 일정한 수준 이상으로 증가하면 현금보유가 감소하며, 경영자지분율이 매우 높은 수준으로 증가하면 다시 현금보유가 증가한다는 [가설 4]를 검정하기 위하여 식 (5)와 같은 고정효과모형을 설정한다.

$$\begin{aligned} CASH_t = {} & \beta_0 + \beta_1 MGT_t + \beta_2 MGT_t^2 + \beta_3 MGT_t^3 + \beta_4 CEA_t \\ & + \beta_5 RD_t + \beta_6 PROF_t + \beta_7 CFA_t \\ & + \beta_8 DEFA_t + \beta_9 MB_t + \beta_{10} L_t + \beta_{11} SIZE_t + \eta + \lambda_t + \epsilon_t \end{aligned} \tag{5}$$

단, MGT_t = t년 경영자지분율

식 (5)에서 설명변수인 대주주 지분율(MGT_t)은 공재식(2006)의 방법론에 따라 KIS Value Library의 '주요 주주 현황'에서 제공하는 (t년 1대주주 지분율)로 측정한다. 공재식(2006)은 우리나라에서는 대주주의 직간접적인 경영참여 수준이 매우 높은 실정이므로 1대주주 지분율을 경영자지분율의 대용변수로 사용할 수 있다고 하였다. Ozkan and Ozkan(2004)은 경영자지분율은 현금보유에 비선형적으로 영향을 미친다고 하였다. 따라

서 식 (5)에서 경영자지분율(MGT_t)은 현금보유에 양(+)의 영향을 미치고, 경영자지분율 제곱(MGT_t^2)은 현금보유에 음(-)의 영향을 미치며, 경영자지분율 3제곱(MGT_t^3)은 현금보유에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

본 연구에서는 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 현금보유가 증가한다는 [가설 5]를 검정하기 위하여 식 (6)과 같은 고정효과모형을 설정한다.

$$\begin{aligned} CASH_t = {} & \gamma_0 + \gamma_1 OWN_t \times OCd_t + \gamma_2 OWN_t \times OMd_t + \gamma_3 CEA_t \\ & + \gamma_4 RD + \gamma_5 PROF_t + \gamma_6 CFA_t \\ & + \gamma_7 DEFA_t + \gamma_8 MB_t + \gamma_9 L_t + \gamma_{10} SIZE_t + \eta + \lambda_t + \epsilon_t \end{aligned} \tag{6}$$

단, OCd_t = t년 소유자지배기업더미

MCd_t = t년 경영자지배기업더미

식 (6)에서 설명변수는 대주주 지분율(OWN_t)과 소유구조 형태에 관한 2가지 더미변수간의 상호작용변수로 구성되며, 대주주 지분율은 KIS Value Library의 '주식소유규모별 분포'에서 제공하는 (t년 1대주주 지분율+t년 친인척, 계열사 등 특수관계인 지분율)로 측정한다. 소유구조 형태는 대주주 지분율의 크기에 따라 소유자지배기업과 경영자지배기업으로 분류한다. 대주주 지분율이 높으면 소유구조가 집중되어 대주주가 기업경영을 지배하는 소유자지배기업이 되기 쉽고, 대주주 지분율이 낮으면 소유구조가 분산되어 경영자가 기업경영을 지배하는 경영자지배기업이 되기 쉽다. 전자의 경우에는 대주주가 이사회 참여를 통한 경영권 통제 등을 통하여 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 많고, 후자의 경우에는 경영자가 자본시장의 압력을 수용하여 현금보유를 감소시키는 방향으로 소액주주의 이익에 부합할 가능성이 많다.

Dhaliwal et al.(1982), Dempsey et al.(1993), 최성규, 김경민(2001) 등 많은 선행연구에서 소유자지배기업과 경영자지배기업의 분류 기준을 제각기 다르게 적용하고 있으나, 본 연구에서는 최성규・김경민(2001)의 분류 기준에 따라, 특수관계인 지분율을 포함한 대주주 지분율이 35% 이상인 기업을 소유자지배기업으로 분류하고, 15% 미만인 기업을 경영자지배기업으로 분류한다. 따라서 소유자지배기업더미(OCd_t)는 대주주 지분율이 35% 이상이면 1, 아니면 0의 값을 갖고, 경영자지배기업더미(MCd_t)는 대주주지분율이 15% 미만이면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. 그리고 대주주 지분율과 소유자지배기업더미간의 상호작용변수($OWN_t \times OCd_t$)는 현금보유 비율($CASH_t$)에 양(+)의 영향을 미치고, 대주주 지분율과 경영자지배기업더미간의 상호작용변수($OWN_t \times MCd_t$)는 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다.

Ⅳ. 실증분석

1. 기초 통계량 분석

본 절에서는 표본기업의 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수에 대한 기초 통계량 분석을 통하여 변수들의 확률분포 특성과 이상치 여부를 파악한다. 또한, 표본기업을 산업별로 분류하여, 기업특성변수의 산업별 차이를 검정해 봄으로써, 산업별 특성을 통제하기 위한 패널회귀분석의 필요성을 판단한다.

<표 3>은 표본기업의 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수에 대한 평균, 표준편차 및 중위수와 같은 기초 통계량을 나타낸다.[3] 이러한 변수들은 분석모형 (1)~(6)을 분석하기 위한 설명변수와 통제변수로 사용된다.

<표 3> 기초 통계량 분석

표본기업의 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수에 대한 평균, 표준편차, 중위수와 같은 기초 통계량을 분석한 결과, 확률분포 상 특별한 이상치는 발견되지 않았다. 현금보유변수인 현금보유 비율은 [(t년 현금 및 현금성자산)/(t년 자산총계-t년 현금 및 현금성자산)]으로 측정하고, 소유구조변수인 대주주 지분율은 (t년 1대주주지분율+t년 친인척, 계열사 등 특수관계인 지분율)로 측정하며, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이는 (t년 1대주주 지분율-t년 2대주주 지분율)로 측정하고, 소유집중도는 1~5대주주 지분율로 산출한 허핀달지수(Herfindahl index)에 로그를 취한 값으로 측정하며, 경영자지분율은 (t년 1대주주 지분율)로 측정한다. 기업특성변수인 자본지출비율은 [(t년 고정자산-t-1년 고정자산+t년 감가상각비)/(t년 자산총계)]로 측정하고, R&D 투자 비율은 [(t년 R&D 투자)/(t년 자산총계)]로 측정하며, 수익성 비율은 [(t년 EBITDA)/(t년 자산총계)]로 측정하고, 현금흐름 비율은 [(t년 EBIT+t년 감가상각비)/(t년 자산총계)]로 측정한다. 재무적자 비율은 [(t년 재무적자)/(t년 자산총계)]로 측정하고, M/B 비율은 [(t년 부채총계+t년 자기자본 시가총액)/(t년 자산총계)]로 측정하며, 레버리지 비율은 [(t년 부채총계)/(t년 부채총계+t년 자기자본 시가총액)]으로 측정하고, 기업규모는 ln[자산총계(100만원)]으로 측정한다.

변 수		관측수(n)	평 균	표준편차	중위수
CASH	현금보유 비율	11,552	0.0741	0.1007	0.0403
OWN	대주주 지분율	10,223	0.3525	0.1916	0.3390
OWNdif	1대주주와 대주주 간의 지분율 차이	10,562	0.1631	0.1558	0.1150
OC	소유집중도	10,385	-0.7711	0.4594	-0.6602
MGT	경영자 지분율	10,299	0.2732	0.1595	0.2380
CEA	자본지출 비율	10,819	0.2013	0.3149	0.1018
RD	R&D 투자 비율	10,024	0.0186	0.0292	0.0086
PROF	수익성 비율	11,527	0.0707	0.1053	0.0667
CFA	현금흐름 비율	11,539	0.0339	0.0691	0.0235
DEFA	재무적자 비율	11,504	-0.0698	0.1985	-0.0409
MB	M/B 비율	10,854	0.8523	0.3376	0.8090
L	레버리지 비율	10,582	0.5532	0.2516	0.5703
SIZE	기업규모	11,552	18.4359	1.6957	18.2546

3) 분석 결과를 해석하는 과정에서는 단순화를 위해 변수에 대한 연도표시 하첨자(t)를 생략한다.

먼저, 현금보유변수인 현금보유 비율(*CASH*)의 평균은 7.41%로 중위수 4.03%보다 크다. 소유구조변수 중에서, 대주주 지분율(*OWN*)의 평균은 35.25%로 중위수 33.90%보다 크고, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이(*OWNdif*)의 평균은 16.31%로 중위수 11.50%보다 크며, 소유집중도(*OC*)의 평균은 -0.7711로 중위수 -0.6602보다 작고, 경영자 지분율(*MGT*)의 평균은 27.32%로 중위수 23.80%보다 크다. 그리고 현금보유에 영향을 미치는 기업특성변수 중에서, 자본지출 비율(*CEA*)의 평균은 20.13%로 중위수 10.18%보다 크고, R&D 투자 비율(*RD*)의 평균은 1.86%로 중위수 0.86%보다 크며, 수익성 비율(*PROF*)의 평균은 7.07%로 중위수 6.67%보다 크고, 현금흐름 비율(*CFA*)의 평균은 3.39%로 중위수 2.35%보다 크다. 재무적자 비율(*DEFA*)의 평균은 -6.98%로 중위수 -4.09%보다 작고, M/B 비율(*MB*)의 평균은 0.8523으로 중위수 0.8090보다 크며, 레버리지 비율(*L*)의 평균은 55.32%로 중위수 57.03%보다 작고, 기업규모(*SIZE*)의 평균은 18.4359로 중위수 18.2546보다 큰 분포를 이루고 있다.

<표 4> 산업별 기업특성변수 비교 분석

표본기업의 현금보유변수인 현금보유 비율, 소유구조변수인 대주주지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이, 소유집중도, 경영자지분율, 그리고 기업특성변수인 자본지출 비율, R&D 투자 비율, 수익성 비율, 현금흐름 비율, 재무적자 비율, M/B 비율, 레버리지 비율 및 기업규모에 대한 산업별 차이를 분석한다. 이러한 차이 검정에 근거하여, 산업별 특성을 효과적으로 통제하기 위한 패널회귀분석이 필요함을 확인한다. ***는 1% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

산 업	*CASH*	*OWN*	*OWNd*	*OC*	*MGT*	*CEA*	*RD*	*PROF*	*CFA*	*DEFA*	*MB*	*L*	*SIZE*
음식료업	0.0727	0.3665	0.1539	-0.8190	0.2541	0.2020	0.0072	0.0904	0.0384	-0.0546	0.8884	0.5712	18.6734
섬유의복	0.0620	0.3698	0.1584	-0.8041	0.2696	0.1322	0.0084	0.0507	0.0273	-0.0344	0.7854	0.6291	18.3008
종이목재	0.0654	0.4554	0.1715	-0.8265	0.2978	0.1577	0.0048	0.0731	0.0251	-0.0476	0.7951	0.6416	18.6277
화 학	0.0621	0.3578	0.1584	-0.8819	0.2696	0.1787	0.0152	0.0877	0.0429	-0.0586	0.8089	0.5365	18.6305
비 금 속 광 물	0.0488	0.3915	0.1546	-0.9012	0.2807	0.0731	0.0048	0.1022	0.0567	-0.0420	0.8037	0.5825	18.9390
철강금속	0.0663	0.4153	0.1768	-0.6880	0.3027	0.2614	0.0099	0.0853	0.0247	-0.0584	0.8077	0.5882	18.1423
기 계	0.0922	0.3526	0.1759	-0.5326	0.2881	0.3254	0.0299	0.0426	0.0167	-0.0963	0.8435	0.4852	17.4184
전기전자	0.0852	0.3274	0.1571	-0.7210	0.2631	0.1873	0.0229	0.0652	0.0235	-0.0900	0.9138	0.4979	18.3294
의료정밀	0.0867	0.3213	0.1639	-0.5801	0.2569	0.2659	0.0387	0.0675	0.0342	-0.0988	0.8730	0.4070	17.5105
운수장비	0.0687	0.3555	0.1679	-0.8066	0.2792	0.2387	0.0173	0.0797	0.0285	-0.0725	0.8747	0.6314	18.7274
유 통 업	0.0712	0.3080	0.1462	-1.1055	0.2421	0.0957	0.0088	0.0473	0.0548	-0.0634	0.8947	0.6016	19.2549
건 설 업	0.0685	0.2891	0.1426	-1.0355	0.2427	0.0265	0.0096	0.0619	0.0518	-0.0210	0.8863	0.7794	20.2754
전문기술 서비스업	0.0884	0.2964	0.1509	-0.9154	0.2591	0.1216	0.0107	0.0618	0.0466	-0.0606	0.8940	0.4619	19.0544
재 생 용 가공원료 생 산 업	0.0782	0.3617	0.1611	-0.6721	0.2730	0.2600	0.0144	0.0591	0.0228	-0.1133	0.8488	0.4682	17.7311
기 타	0.0692	0.2783	0.1754	-0.8363	0.2652	0.1428	0.0175	0.0842	0.0602	-0.0821	0.8685	0.5145	19.5731
$F-valu$	10.692***	35.807***	3.212***	66.826***	10.312***	46.999***	76.973***	19.484***	27.425***	10.826***	11.423***	89.894***	159.895***

<표 4>는 표본기업의 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수를 일원배치 분산분석을 통해 산업별로 비교분석한 것이다. 먼저, 현금보유변수인 현금보유 비율(*CASH*)은 산업별로 1% 수준에서 유의한 차이가 있다. 소유구조변수 중에서, 대주주 지분율(*OWN*), 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이(*OWNdif*), 소유집중도(*OC*) 및 경영자지분율(*MGT*)은 모두 산업별로 1% 수준에서 유의한 차이가 있다. 대주주 지분율(*OWN*)은 종이목재업이 45.54%로 가장 높고, 철강금속업, 비금속광물 및 섬유의복업의 순으로 높고, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이(*OWNdif*)는 철강금속업이 17.68%로 가장 높고, 기계업, 기타업의 순으로 높으며, 경영자지분율(*MGT*)은 철강금속업이 30.27%로 가장 높고, 종이목재업, 기계업의 순으로 높다. 그리고 기업특성변수에 속하는 자본지출 비율(*CEA*), R&D 투자 비율(*RD*), 수익성 비율(*PROF*), 현금흐름 비율(*CFA*), 재무적자 비율(*DEFA*), M/B 비율(*MB*), 레버리지 비율(*L*) 및 기업규모(*SIZE*)는 모두 1% 수준에서 유의한 차이가 있다. 이러한 차이 검정에 근거하여, 산업별 특성을 효과적으로 통제하기 위한 패널회귀분석이 필요함을 확인할 수 있다.

<표 5> 표본기업의 변수의 차이 검정

표본기업을 소유구조 형태에 따라 소유자지배기업과 경영자지배기업 표본으로 분류하여, 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수의 차이 검정을 통하여 하위표본 구분의 정당성을 확보한다. ***는 1% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변 수	소유자지배기업	경영자지배기업	평균차이	t-검정
CASH	0.0715	0.0866	-0.0151	-5.836***
OWN	0.4986	0.0998	0.3988	83.680***
OWNdif	0.2065	0.1487	0.0578	10.112***
OC	-0.7555	-0.6752	-0.0803	-5.246***
MGT	0.3353	0.2537	0.0816	15.156***
CEA	0.1198	0.2588	-0.1390	-43.604***
RD	0.0141	0.0242	-0.0101	-7.942***
PROF	0.0912	0.0331	0.0581	21.937***
CFA	0.0390	0.0260	0.0130	8.336***
DEFA	-0.0551	-0.0927	0.0376	7.622***
MB	0.8511	0.7544	0.3071	11.174***
L	0.5416	0.5894	-0.0478	-5.592***
SIZE	18.4698	17.5441	0.9257	25.735***

2. 표본기업의 변수의 차이 검정과 상관관계 분석

본 절에서는 표본기업을 소유구조 형태에 따라 소유자지배기업과 경영자지배기업 표본으로 구분하여, 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수의 차이 검정을 통하여 하위표본 구분의 정당성을 확보하고자 한다. 또한, 변수들 간의 상관관계 분석을 통하여 상관관계의 방향과 크기 및 다중공선성 가능성을 점검한다.

<표 5>는 표본기업의 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수의 차이 검정 결과를 나타낸다. 표본기업을 소유구조 형태에 따라 소유자지배기업과 경영자지배기업 표본으로 분류하여 차이 검정을 실시한 것이다. 먼저, 현금보유변수인 현금보유 비율(*CASH*)은 소유자지배기업이 경영자지배기업보다 1% 수준에서 유의하게 작다. 소유구조변수 중에서, 대주주지분율(*OWN*), 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이(*OWNdif*) 및 경영자지분율(*MGT*)은 소유자지배기업이 경영자지배기업보다 모두 1% 수준에서 유의하게 크고, 소유집중도(*OC*)는 1% 수준에서 유의하게 작다. 그리고 현금보유에 영향을 미치는 기업특성변수 중에서, 자본지출 비율(*CEA*), R&D 투자 비율(*RD*) 및 레버리지 비율(*L*)은 소유자지배기업이 경영자지배기업보다 모두 1% 수준에서 유의하게 작고, 수익성 비율(*PROF*), 현금흐름 비율(*CFA*), 재무적자 비율(*DEFA*), M/B 비율(*MB*) 및 기업규모(*SIZE*)는 모두 1% 수준에서 유의하게 크다. 따라서 소유자지배기업의 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수는 경영자지배기업과 서로 차이가 있으며, 이는 다변량 회귀분석을 통해 [가설 5]를 검정할 필요성을 제기한다.

<표 6>은 변수들 간의 상관관계를 피어슨 상관계수로 나타낸 것이다. 먼저, 소유구조변수 중에서, 대주주지분율(*OWN*), 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이(*OWNdif*), 소유집중도(*OC*) 및 경영자지분율(*MGT*)은 현금보유 비율(*CASH*)과 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있다. 그리고 기업특성변수 중에서, 자본지출 비율(*CEA*), 현금흐름 비율(*CFA*), 재무적자 비율(*DEFA*), 레버리지 비율(*L*) 및 기업규모(*SIZE*)는 현금보유 비율(*CASH*)과 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 있고, R&D 투자 비율(*RD*), 수익성 비율(*PROF*) 및 M/B 비율(*MB*)은 모두 1~5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있다.

독립변수들 간에는 유의한 상관관계가 있는 경우와 없는 경우가 혼재되어 있으며, 4가지 소유구조변수들은 서로 간에 상관관계가 매우 높은 경우가 있다. 따라서 소유구조변수를 동시에 회귀모형에 투입하면 심각한 다중공선성 문제를 야기할 수 있으므로, 각 변수를 개별적으로 투입한다. 그리고 회귀모형에 대하여 개별적으로 분산팽창계수(variance inflation factor : VIF)를 측정하여 다중공선성 여부를 점검한 결과, 각 변수의 VIF 값은

통계학적으로 허용되는 범위 내에 분포하였다. 따라서 본 연구에서는 소유구조변수를 개별적으로 투입하므로, 재무변수를 사용한 회귀분석에서 자주 발생하는 다중공선성 문제는 우려되지 않는다.

<표 6> 상관관계 분석

표본기업의 현금보유변수, 소유구조변수 및 기업특성변수들 간의 상관관계 분석을 통하여 상관관계의 방향과 크기 및 다중공선성 가능성을 점검한다. **, *는 각각 1%, 5% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변 수	*CASH*	*OWN*	*OWNdi*	*OC*	*MGT*	*CEA*	*RD*	*PROF*	*CFA*	*DEFA*	*MB*	*L*	*SIZE*	VIF
CASH	1													
OWN	0.025**	1												1.507
OWNdi	0.055**	0.415**	1											3.468
OC	0.071**	0.183**	0.633**	1										2.691
MGT	0.068**	0.569**	0.906**	0.596**	1									3.602
CEA	-0.018**	0.105**	0.091**	0.431**	0.120**	1								1.327
RD	0.141**	-0.040**	0.076**	0.222**	0.046**	0.181**	1							1.144
PROF	0.003**	0.087**	0.003	-0.034**	0.010	-0.013	-0.011	1						1.083
CFA	-0.029**	-0.041**	-0.008	-0.184**	-0.020*	-0.156**	-0.063**	0.122**	1					1.068
DEFA	-0.069**	0.051**	-0.006	-0.106**	0.015	-0.089**	-0.132**	0.082**	0.077**	1				1.048
MB	0.011*	0.120**	0.006	0.071**	0.062**	0.019*	0.031*	0.125**	0.039**	0.026**	1			1.296
L	-0.191**	-0.075**	-0.090**	-0.196**	-0.111**	-0.174**	-0.280**	-0.171**	0.011	0.150**	-0.302**	1		1.436
SIZE	-0.174**	-0.116**	-0.165**	-0.481**	-0.185**	-0.283**	-0.238**	0.173**	0.194**	0.132**	0.192**	0.204**	1	1.469

3. 대주주 지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이 및 소유집중도가 현금보유에 미치는 영향

본 절에서는 대주주 지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이 및 소유집중도가 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한다. 소액주주에 대한 대주주의 이익침해가설에 따르면, 대주주 지분율이 증가하고, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가하거나, 소유집중도가 증가할수록 현금보유가 증가할 것으로 예상된다.

<표 7>의 [모형 1]은 대주주 지분율이 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한 결과를 나타낸다. 본 연구에서는 라그랑지 승수 검정, 하우스만 검정과 같은 통계적 검정 절차를 거쳐 고정효과모형을 적용한다. 먼저, 라그랑지 승수 검정을 통해 기업특성효과와 시간특성효과가 1% 수준에서 유의하게 존재함을 확인하였고, 하우스만 검정을 통해 고정효과모형이 확률효과모형보다 1% 수준에서 유의함을 확인하였다. 그

리고 모형의 적합도를 나타내는 F-값은 1% 수준에서 유의하게 나타났다.

분석 결과, 대주주 지분율(*OWN*)은 현금보유에 10% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 Johnson et al.(2000), La Porta et al.(1999, 2000) 등의 이익침해가설과 일치한다. 즉, 대주주 지분율이 증가수록 대주주들이 경영자나 이사회에 미치는 영향력이 증가하며, 대주주들은 자신의 사적 이익을 추구하는 과정에서 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 많다. 따라서 대주주지분율이 증가할수록 현금보유가 증가한다는 [가설 1]이 채택된다고 할 수 있다.

통제변수 중에서, 투자결정변수인 자본지출 비율(*CEA*)은 현금보유에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는데, 이는 상충 이론으로 설명할 수 있다. 즉, Opler et al.(1999)은 기업이 현금부족으로 재무적 곤경에 처하면, 투자지출을 축소하여 현금유동성을 확보할 수 있기 때문에 투자지출은 현금보유에 음(-)의 영향을 미친다고 하였다. R&D 투자비율(*RD*)은 현금보유에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는데, 이는 자금조달순서 이론으로 설명할 수 있다. 즉, Dittmar et al.(2003)은 R&D 투자가 증가할수록 비대칭정보가 증가하기 때문에, 이에 따른 정보비용을 줄이기 위해 현금보유를 증가시킨다고 하였다. 수익성 비율(*PROF*)은 현금보유에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는데, 이는 상충 이론으로 설명할 수 있다. 즉, Kim et al.(1998)은 수익성이 높을수록 현금흐름이 증가하기 때문에 과소투자 문제가 발생하지 않아 현금보유가 증가하는 결과가 된다고 하였다. 현금흐름 비율(*CFA*)은 현금보유에 10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는데, 이는 상충 이론으로 설명할 수 있다. 즉, Kim et al.(1998)은 현금흐름은 현금유동성의 예비원천으로서 현금대체자산으로 이해할 수 있기 때문에 현금흐름은 현금보유와 음(-)의 관계가 있다고 하였다.

재무적자 비율(*DEFA*)은 현금보유에 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는데, 이는 자금조달순서 이론으로 설명할 수 있다. 즉, Jani et al.(2008)은 재무적자가 증가할수록 내부금융이 감소하여 현금보유가 감소한다고 하였다. M/B 비율(*MB*)은 투자기회변수로서 현금보유에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는데, 이는 상충 이론으로 설명할 수 있다. 즉, Opler et al.(1999), Ferreira and Vilela(2004) 등은 투자기회가 유망할수록 재무적 곤경으로 인한 투자기회 포기의 손실가능성이 증가하기 때문에, 이를 예방하기 위하여 현금보유를 증가시킨다고 하였다. 레버리지 비율(*L*)은 현금보유에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는데, 이는 상충이론, 자금조달순서 이론 및 잉여현금흐름 이론으로 설명할 수 있다. 즉, John(1993)은 상충이론의 관점에서, 레버리지 비율은 부채조

<표 7> 대주주 지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이 및 소유집중도가 현금보유에 미치는 영향

기존의 상충이론, 자금조달순서이론 및 잉여현금흐름이론에서 제시된 현금보유 결정변수들을 통제변수로 사용하여, 대주주지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이 및 소유집중도가 현금보유에 미치는 영향을 고정효과 모형으로 분석한다. 종속변수는 현금보유 비율이고, 설명변수는 대주주 지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이 및 소유집중도이며, 통제변수는 자본지출 비율, R&D 투자 비율, 수익성 비율, 현금흐름 비율, 재무적자 비율, M/B 비율, 레버리지 비율 및 기업규모이다. 괄호 안은 오차항의 이분산성을 고려하여 White-corrected standard errors를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변 수	모형 1	모형 2	모형 3
상 수	0.239*** (3.40)	0.226*** (3.17)	0.218*** (2.69)
OWN	0.015* (1.66)		
OWNdif		0.004** (2.35)	
OC			0.001** (2.22)
CEA	-0.012 (-2.80)	-0.011*** (-2.56)	-0.012*** (-2.83)
RD	0.010** (2.09)	0.040** (2.11)	0.023* (1.81)
PROF	0.055*** (3.45)	0.055*** (3.38)	0.028* (1.69)
CFA	-0.025* (-1.90)	-0.024* (-1.87)	-0.026 (-1.60)
DEFA	-0.003** (-2.01)	-0.002* (-1.66)	-0.003* (-1.71)
MB	0.006** (2.21)	0.007* (1.69)	0.011** (2.03)
L	-0.060*** (-7.04)	-0.061*** (-6.98)	-0.074*** (-7.54)
SIZE	-0.007* (-1.92)	-0.006* (-1.79)	-0.005* (-1.71)
관측수(n)	11,552	11,552	11,552
기업수(g)	962	962	962
R^2 -*Within*	0.1280	0.1282	0.1314
R^2 -*Between*	0.1878	0.1865	0.1808
R^2 -*Overall*	0.1722	0.1703	0.1827
Lagrange multiplier − test	1811.44***	1986.56***	1444.91***
Hausman − test	65.25***	1829.59***	36.96***
Wald − test *(F − value)*	31.90***	32.04***	31.09***

달능력의 대용변수로 해석할 수 있다고 하였다. 따라서 레버리지 비율이 높은 기업은 부채조달을 통해 필요한 자금을 쉽게 조달할 수 있기 때문에 현금보유를 증가시킬 필요가 없다. 또한, Diamond(1984)는 은행부채는 은행관계의 정도를 반영하므로 현금보유와 대체관계가 있다고 하였다. 자금조달순서 이론에서는 동전의 양면과 같은 관점에서 현금을 음(-)의 부채로 해석하므로, 레버리지 비율은 현금보유와 음(-)의 관계가 성립한다. 잉여현금흐름 이론에서는 잉여현금흐름이 증가하면, 부채상환을 통해 레버리지 비율을 낮추고, 그래도 여유가 있으면 현금보유를 증가시키므로, 레버리지 비율은 현금보유와 음(-)의 관계가 성립한다. 그리고 기업규모(*SIZE*)는 현금보유에 10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는데, 이는 상충이론으로 설명할 수 있다. Ferreira and Vilela(2004)는 기업규모가 클수록 자금조달비용이 감소하므로, 기업규모는 현금보유에 음(-)의 영향을 미친다고 하였고, Rajan and Zingales(1995)는 대기업은 다각화를 통해 재무적 곤경 확률을 감소시킬 수 있으므로, 대기업은 중소기업보다 현금보유를 상대적으로 낮게 유지할 수 있다고 하였다.

통제변수에 대한 분석 결과를 종합적으로 해석하면, 한국 증권시장에서는 현금보유 결정요인에 관한 3가지 이론 중에서, 상충이론과 자금조달순서 이론은 설명력이 높지만, 대리인 이론과 관련된 잉여현금흐름 이론은 설명력이 낮다고 할 수 있다. 상충이론에 관한 변수 중에서, 수익성 비율과 M/B 비율은 현금보유에 1~5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치고, 자본지출 비율, 현금흐름 비율, 레버리지 비율 및 기업규모는 1~10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 자금조달순서 이론에 관한 변수 중에서, R&D 투자 비율은 현금보유에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치고, 재무적자 비율과 레버리지 비율은 1~5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 잉여현금 이론에 관한 변수 중에서, 레버리지 비율은 현금보유에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다.

<표 7>의 [모형 2]는 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한 결과를 나타낸다. 분석 결과, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이(*OWNdif*)는 현금보유에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 대주주들 중에서, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 클수록 1대주주가 경영자나 이사회에 미치는 영향력이 증가하며, 1대주주는 자신의 사적 이익을 추구하는 과정에서 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 많음을 의미한다. 따라서 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가할수록 현금보유가 증가한다는 [가설 2]가 채택된다고 할 수 있다.

[모형 3]은 소유집중도가 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한 결과

를 나타낸다. 분석 결과, 소유집중도(*OC*)는 현금보유에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 소유집중도가 증가수록 대주주들이 경영자나 이사회에 미치는 영향력이 증가하며, 자신의 사적 이익을 추구하는 과정에서 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 많음을 의미한다. 따라서 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 현금보유가 증가한다는 [가설 3]이 채택된다고 할 수 있다.

4. 경영자지분율이 현금보유에 미치는 영향

본 절에서는 경영자 지분율이 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한다. 소액주주에 대한 경영자의 이익침해가설에 따르면, 경영자지분율은 현금보유에 비선형적으로 영향을 미칠 것으로 예상된다.

<표 8>의 [모형 1]~[모형 3]은 경영자지분율이 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한 결과를 나타낸다. 분석 결과, 경영자 지분율(*MGT*)은 현금보유에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치고, 경영자지분율제곱(MGT^2)은 10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치며, 경영자지분율 3제곱(MGT^3)은 10% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 따라서 경영자지분율이 낮은 단계에서는 현금보유가 증가하다가, 경영자지분율이 일정한 수준 이상으로 증가하면 현금보유가 감소하며, 경영자지분율이 매우 높은 수준으로 증가하면 다시 현금보유가 증가한다는 [가설 4]가 채택된다고 할 수 있다. 다시 말해, 경영자 지분율이 낮은 단계에서는 이익침해가설에 따라 현금보유에 양(+)의 영향을 미치고, 경영자 지분율이 일정 수준 이상으로 증가하면 이해일치가설에 따라 음(-)의 영향을 미치며, 경영자 지분율이 매우 높은 수준으로 증가하면 다시 이익침해가설에 따라 현금보유에 양(+)의 영향을 미친다는 경영자의 기회주의적 절충가설이 성립한다고 할 수 있다. 요약하면, 경영자 지분율이 매우 낮거나 매우 높은 수준에서는 이익침해가설이 성립하고, 경영자 지분율이 중간 정도로 높은 수준에서는 이해일치가설이 성립한다고 할 수 있다. 이러한 결과는 경영자 지분율이 현금보유에 비선형적인 'N'자형으로 영향을 미친다는 실증적 증거가 된다.[4)]

4) Ozkan and Ozkan(2004)은 경영자지분율이 현금보유에 비선형적으로 영향을 미친다는 절충가설을 검증하였고, Morck et al.(1988), Stulz(1988), McConnell and Servaes(1990), 강원, 신현한(2006) 등은 경영자지분율이 기업가치에 비선형적으로 영향을 미친다는 절충가설을 검증하였다.

<표 8> 경영자지분율이 현금보유에 미치는 영향

기존의 상충 이론, 자금조달순서 이론 및 잉여현금흐름 이론에서 제시된 현금보유 결정변수들을 통제변수로 사용하여, 경영자지분율이 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한다. 종속변수는 현금보유 비율이고, 설명변수는 경영자지분율, 경영자지분율제곱 및 경영자지분율 3제곱이며, 통제변수는 자본지출 비율, R&D 투자 비율, 수익성 비율, 현금흐름 비율, 재무적자 비율, M/B 비율, 레버리지 비율 및 기업규모이다. 괄호 안은 오차항의 이분산성을 고려하여 White-corrected standard errors를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변 수	모형 1	모형 2	모형 3
상 수	0.205*** (3.00)	0.205*** (3.01)	0.205*** (3.01)
MGT	0.010** (2.45)	0.001** (2.01)	0.014** (2.08)
MGT^2		-0.012* (-1.70)	-0.027* (-1.67)
MGT^3			0.001* (1.78)
CEA	-0.011*** (-2.71)	-0.011*** (-2.72)	-0.011*** (-2.71)
RD	0.005* (1.84)	0.006* (1.85)	0.006 (0.05)
PROF	0.053*** (3.47)	0.054*** (3.47)	0.054 (3.47)***
CFA	-0.018 (-0.69)	-0.018 (-0.69)	-0.018 (-0.70)
DEFA	-0.001** (-2.06)	-0.001** (2.03)	-0.001** (-2.05)
MB	0.006 (1.15)	0.006 (1.16)	0.006 (1.15)
L	-0.060*** (-7.29)	-0.060*** (-7.30)	-0.060*** (-7.28)
SIZE	-0.005* (-1.67)	-0.005* (-1.68)	-0.005* (-1.61)
관측수(n)	11,552	11,552	11,552
기업수(g)	962	962	962
R^2 -*Within*	0.1280	0.1280	0.1280
R^2 -*Between*	0.1957	0.1964	0.1959
R^2 -*Overall*	0.1709	0.1710	0.1708
Lagrange multiplier − test	2016.89***	2016.91***	2012.13***
Hausman − test	32.13***	25.08***	38.53***
Wald − test (*F − value*)	32.37***	31.34***	30.30***

5. 소유자지배기업과 경영자지배기업이 현금보유에 미치는 영향

본 절에서는 소유자지배기업과 경영자지배기업이 현금보유에 미치는 영향을 고정효과 모형으로 비교분석한다. 본 연구에서는 최성규, 김경민(2001)의 분류 기준에 따라, 대주주 지분율이 35% 이상인 기업을 소유자지배기업으로 분류하고, 대주주 지분율이 15% 미만

<표 9> 소유자지배기업과 경영자지배기업이 현금보유에 미치는 영향

기존의 상충이론, 자금조달순서이론 및 잉여현금흐름이론에서 제시된 현금보유 결정변수들을 통제변수로 사용하여, 소유자지배기업과 경영자지배기업이 현금보유에 미치는 영향을 고정효과모형으로 분석한다. 종속변수는 현금보유비율이고, 설명변수는 대주주 지분율과 소유자지배기업더미간의 상호작용변수 및 대주주지분율과 경영자지배기업더미간의 상호작용변수이며, 통제변수는 자본지출 비율, R&D 투자 비율, 수익성 비율, 현금흐름 비율, 재무적자 비율, M/B 비율, 레버리지 비율 및 기업규모이다. 괄호 안은 오차항의 이분산성을 고려하여 White-corrected standard errors를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변 수	모 형 1	모 형 2	모 형 3
상 수	0.171*** (7.20)	0.206*** (3.02)	0.204*** (2.99)
OWN×*OCd*	0.001** (2.06)		0.001** (2.14)
OWN×*MCd*		-0.001 (-0.61)	-0.002 (-0.77)
CEA	-0.013*** (-3.53)	-0.011*** (-2.65)	-0.011*** (-2.65)
RD	0.131 (1.36)	0.003 (0.03)	0.003 (0.03)
PROF	0.044*** (3.49)	0.055*** (3.65)	0.055*** (3.64)
CFA	-0.025 (-1.09)	-0.018 (-0.68)	-0.017 (-0.67)
DEFA	-0.001** (-2.07)	-0.001*** (-2.85)	-0.001*** (-2.87)
MB	0.002 (0.51)	0.005 (1.07)	0.005 (1.04)
L	-0.063*** (-9.50)	-0.057*** (-6.93)	-0.057*** (-6.89)
SIZE	-0.003*** (-3.22)	-0.005* (-1.66)	-0.005* (-1.67)
관측수(n)	4,289	3,375	7,664
기업수(g)	357	281	638
R^2 -*Within*	0.1250	0.1262	0.1263
R^2 -*Between*	0.2136	0.1876	0.1877
R^2 -*Overall*	0.1756	0.1675	0.1670
Lagrange multiplier − *test*	2045.86***	2049.05***	2045.71***
Hausman − *test*	31.40***	26.90***	28.32***
Wald − *test* (*F* − *value*)	166.12***	31.61***	30.47***

인 기업을 경영자지배기업으로 분류한다.[5] 그리고 강원, 신현한(2006)의 연구결과에 따르면, 특수관계인 지분율을 포함한 대주주 지분율이 15% 미만인 경영자지배기업 중에서도 대기업집단으로 분류된 자회사가 포함될 수 있기 때문에, 2008년 기준으로 대기업집단(상호출자제한기업)의 계열사로 분류된 121개 기업(752개 기업-년 수)은 경영자지배기업에서 제외한다. 이익침해가설에 따르면, 대주주지분율이 상대적으로 높은 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 현금보유에 더 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다.

<표 9>는 소유자지배기업과 경영자지배기업이 현금보유에 미치는 영향을 고정효과 모형으로 분석한 결과를 나타낸다. 먼저, 소유자지배기업의 대주주 지분율과 소유자지배기업더미간의 상호작용변수($OWN \times OCd$)는 현금보유에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치지만, 경영자지배기업의 대주주 지분율과 경영자지배기업더미 간의 상호작용변수($OWN \times MCd$)는 유의하지 않은 음(-)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 소유자지배기업에서는 대주주가 이사회 참여를 통한 경영권 통제 등을 통하여 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 많지만, 경영자지배기업에서는 경영자가 자본시장의 압력을 수용하여 현금보유를 감소시키는 방향으로 소액주주의 이익에 부합할 가능성을 엿보인다. 따라서 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 현금보유가 증가한다는 [가설 5]가 채택된다고 할 수 있다.

Ⅴ. 결 론

본 연구는 1997년 1월 1일부터 2008년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 소유구조와 현금보유간의 관계를 실증분석 하였으며, 주요한 분석결과는 다음과 같다.

대주주지분율이 증가할수록 대주주들이 이사회 참여를 통한 경영권 통제 등을 통하여 수익성이 낮은 현금보유를 증가시키는 방향으로 소액주주의 이익을 침해할 수 있다. 또한, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가할수록, 그리고 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 현금보유가 증가한다. 경영자 지분율은 현금보유에 비선형적인 'N'자형으로 영향을 미친다. 다시 말해, 경영자 지분율이 낮은 단계에서는 이익침해가설에 따라 현금보유에 양(+)의 영향을 미치지만, 경영자 지분율이 일정 수준 이상으로 증가하면 이해일치가설에 따라 음(-)의 영향을 미치며, 경영자지분율이 매우 높은 수준으

5) 강건성 검정의 차원에서, 분류기준을 40%와 10%를 적용하여 분석하였으나 유사한 결과가 나왔다.

로 증가하면 다시 이익침해가설에 따라 양(+)의 영향을 미친다. 그리고 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 대주주들이 현금보유에 미치는 영향력이 상대적으로 증가하여 현금보유를 증가시킬 수 있다. 이러한 결과는 한국기업의 경우에도, 기업의 현금보유는 주로 상충이론과 자금조달순서 이론으로 설명할 수 있으나, 대리인 이론으로도 부분적으로 설명할 수 있으며, 이는 대주주들이 소액주주와 균등한 혜택이 분배되는 재무정책을 기피하고 소액주주의 희생 하에 사적 이익을 취할 가능성이 있음을 시사한다.

결론적으로, 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업들은 대주주와 경영자들이 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 있다고 할 수 있다. 세부적으로 보면, 대주주 지분율이 증가할수록 현금보유가 증가하고, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이가 증가할수록, 그리고 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 현금보유가 증가한다. 그리고 경영자지분율은 현금보유에 비선형적으로 영향을 미치고, 소유자지배기업은 경영자지배기업보다 현금보유가 증가한다. 따라서 우리나라에서도 대주주가 소액주주의 이익을 침해하는 행위를 예방하고, 소액주주의 이익을 보호할 수 있는 제도적 장치와 소유집중도를 완화시킬 수 있는 지배구조 정책이 필요하다고 생각한다.

그러나 본 연구는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업만을 대상으로 하고, 엄격한 표본추출 기준에 적합한 기업에 한정하여 분석하였으므로, 분석 결과에 대한 해석을 일반화하는 데는 많은 한계가 있다. 따라서 향후 연구에서는 표본기업을 더욱 확대하고 소유구조변수의 측정방법을 개선하고 통제변수와 분석방법을 다양화 할 필요가 있다고 생각한다.

참 고 문 헌

강원, 신현한, “국내 비금융 상장사의 소유유형별 성과와 가치”, 금융학회지, 제11권 제4호, 2006, 1-36.

공재식, “우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석”, 재무연구, 제19권 제1호, 2006, 1-41.

김병기, “현금흐름이 현금보유수준 변화에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제20권 제2호, 2004, 619-649.

신동령, “한국제조기업의 현금보유의 변화와 결정요인에 관한 연구”, 재무관리연구, 제25권 제3호, 2008, 1-32.

최성규, 김경민, “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절”, 회계학연구, 제26권 제1호, 2001, 153-175.

Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Macmillan Publishing Company, Inc, (1932).

Breusch, T. S. and A. R. Pagan, “The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics,” *Review of Economic Studies*, 47(1), (1980), 239-253.

Byoun, S., “How and when do firms adjust their capital structures toward targets?,” *Journal of Finance*, 63(6), (2008), 3069-3096.

Chamberlain, G. and Z. Griliches, Panel data, in Z, Griliches. and M. Intrilligator, eds. Handbook of Econometrics, 2, (1984).

Claessens, S., S. Djanjov, and S. L. Lang, “The separation of ownership and control in East Asian countries,” *Journal of Financial Economics*, 58(1), (2000), 81-112.

Diamond, D. W., “Financial intermediation and delegated monitoring,” *Review of Economic Studies*, 51(3), (1984), 393-414.

Dhaliwal, D., G. Salamon, and E. D. Smith, “The effect of ownership versus management control on the choice of accounting methods,” *Journal of Accounting and Economics*, 4(1), (1982), 41-53.

Dempsey, S. J., H. G. Hunt, and N. W. Schroeder, “Earnings management and corporate ownership structure : An examination of extraordinary item reporting,” *Journal of*

Business Finance and Accounting, 20(4), (1993), 479-500.

Demsetz, H. and K. Lehn, "The structure of corporate ownership : Causes and consequences," *Journal of Political Economy*, 93(6), (1985), 1155-1177.

Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, "International corporate governance and corporate cash holdings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), (2003), 111-133.

Fama, E. and K. French, "Disappearing dividends : Changing firm characteristics or lower propensity to pay?," *Journal of Financial Economics*, 60(2), (2001), 3-43.

Ferreira, M. A. and A. S. Vilela, "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries," *European Financial Management*, 10(2), (2004), 295-319.

Frank, M. Z. and V. K. Goyal, "Testing the pecking order theory of capital structure," *Journal of Financial Economics*, 67(2), (2003), 217-248.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance*, 54(2), (1999), 471-518.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor protection and corporate governance," *Journal of Financial Economics*, 58(1), (2000), 3-27.

Jani, E., M. Hoesli, and A. Bender, "Corporate cash holdings and agency conflicts," *Working Paper*, (2008).

Jensen, M., "Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers," *American Economic Review*, 76(2), (1986), 323-329.

Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 18(3), (1976), 305-360.

John, T. A., "Accounting measures of corporate liquidity, leverage and costs of financial distress," *Financial Management*, 22(3), (1993), 91-100.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review*, 90(2), Papers and Proceedings of the one Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, (2000), 22-27.

Kim, C. S., D. C. Mauer, and A. E. Sherman, "The determinants of corporate liquidity : Theory and evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), (1998), 305-334.

Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, London, (1936).

Klassen, K., "The impact of inside ownership concentration on the trade-off between financial and tax reporting," *The Accounting Review*, 72(3), (1997), 455-474.

McConnell, J. and H. Servaes, "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), (1990), 595-612.

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management ownership and market valuation : An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20(1), (1988), 293-315.

Myers, S. C. and N. S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), (1984), 187-221.

Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, 52(1), (1999), 3-46.

Ozkan, A. and N. Ozkan, "Corporate cash holdings : An empirical investigation of UK companies," *Journal of Banking and Finance*, 28(9), (2004), 2103-2134.

Prowse, S., "The structure of corporate ownership in Japan," *Journal of Finance*, 47(3), (1992), 1121-1140.

Rajan, R. G. and L. Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data," *Journal of Finance*, 50(5), (1995), 1421-1460.

Shleifer, A. and R. Vishny, "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy,* 94(3), (1986), 461-488.

Shleifer, A. and R. Vishny, "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52(2), (1997), 737-783.

Stulz, R., "Managerial control of voting rights," *Journal of Financial Economics*, 20(1), (1988), 24-54.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 27, Number 1 , March 2010

The Relations between Ownership Structure and Cash Holdings of Firms

MinShik Shin* · SooEun Kim**

<abstract>

In this paper, we analyse empirically the relations between ownership structure and cash holdings of firms listed on Korea Securities Market and Kosdaq Market of Korea Exchange. The main results of this study can be summarized as follows.

Cash holdings increase as large shareholder's equity holdings increase. Cash holdings increase as the difference between first largest shareholder's and second largest shareholder's equity holdings increase, and cash holdings increase as the ownership concentration increase. Managerial ownership exert a non-linear effects on cash holdings. So to speak, at lower level of managerial ownership, managers hold more cash to pursue their own interests at the expense of minority shareholders, but at higher level of managerial ownership, the interests of managers and shareholders are aligned, and also at highest level of managerial ownership, managers hold more cash to pursue their own interests at the expense of minority shareholders. Cash holdings increase larger in owner-controlled firm than in management-controlled firm. These results support the expropriation of minority shareholders hypothesis that large shareholders can extract private benefits from corporate resources under their control at the expense of minority shareholders.

This paper contributes to defining information value of large shareholder's equity holdings on cash holdings for a firms' other stakeholders such as investors and creditors, and to strengthening a legal and institutional safeguard for external minority shareholders. Ownership concentration might have negatively affected the evolution of the legal and institutional frameworks for corporate governance and the manner in which economic activity is conducted. It could be a formidable barrier to future policy reform.

Keywords : Ownership Structure, Cash Holdings, Large Shareholder's Equity Holdings, Ownership Concentration, Managerial Ownership, Expropriation of Minority Shareholders Hypothesis

* Professor, School of Business Administration, Kyungpook National University
** Ph. D. Candidate, School of Business Administration, Kyungpook National University