The Journal of the Convergence on Culture Technology (JCCT)
Vol. 9, No. 2, pp.319-325, March 31, 2023. pISSN 2384-0358, eISSN 2384-0366

http://dx.doi.org/10.17703/JCCT.2023.9.2.319

JCCT 2023-3-40

소유구조에 따른 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향

The Impact of Over-investment on the Market Value of Cash Holdings: Focusing on Ownership Structure

조정은*

Cho Jungeun*

요 약 본 연구는 기업의 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 영향을 미치는지 분석하였다. 또한 기업의 소유구조에 따라 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 검증하였다. 분석결과, 과잉투자성향이 증가할수록 기업의 보유현금에 대한 시장가치는 감소하는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 투자자들이 과잉투자성향이 높은 기업이 미래의 경영성과가 악화되고 미래 현금흐름에 대한 부담이 과도하게 발생할 것으로 인식하여 이러한 기업의 보유현금에 대한 시장가치를 부정적으로 평가하는 것으로 해석된다. 또한 경영자가 높은 수준의 지분을 보유하고 있는 소유경영자 지배기업의 경우 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치를 감소시키는 효과가 더 크게 나타난다는 결과를 발견하였다. 이는 소유경영자 지배기업의 경영자가 자신의 특권을 누리기 위한 목적으로 보유현금을 사적으로 유용하는 것으로 시장에서 인식되어 과잉투자성향이 현금가치를 더 큰 폭으로 감소시키는 것으로 파악된다. 본 연구는 기업의 소유구조의 특성에 따라 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 다르게 나타날 수 있음을 확인하였다는 측면에서 의의를 갖는다.

주요어 : 과잉투자, 보유현금의 시장가치, 소유구조, 소유경영자 지배기업

Abstract This study investigates the impact of over-investment on the market value of cash holdings. In addition, this paper examines whether the effect of over-investment on the value of cash holdings differs depending on firms' ownership structure. The results show that increase in over-investment reduces the market value of cash holdings. This suggests that investors perceive that over-investment deteriorates future business performance and generates excessive burdens on future cash flows. As a result, they provide negative evaluation on the market value of cash holdings. In addition, the negative impact of over-investment on the market value of cash holdings is more significant for owner manager firms where managers hold a high level of equity. Such empirical results imply that owner manager firms are more likely to use their cash holdings for private interest, therefore, over-investment reduces the cash value to a greater extent. This study provides empirical evidence that the effect of over-investment on the market value of cash holdings varies depending on the characteristics of firms' ownership structure.

Key words : Over-investment, Market value of cash holding, Ownership structure, Owner manager firm

*정회원, 부경대학교 경영학부 부교수 (단독저자)
접수일: 2023년 2월 17일, 수정완료일: 2023년 3월 2일
게재확정일: 2023년 3월 11일

Received: February 17, 2023 / Revised: March 2, 2023
Accepted: March 11, 2023
*Corresponding Author: jecho@pknu.ac.kr
Dept. of Business Administration, Pukyong National University, Korea

Ⅰ. 서 론

투자활동은 기업을 지속적으로 성장시키고 동일 산업 내의 기업들과 경쟁 우위를 점하기 위한 필수적인 활동이다. 적정한 수준의 투자는 기업의 성장 가능성을 증가시키고, 미래에 기업을 존속하게 하기 위한 중요한 활동이다. 반면 적정 수준을 넘어서는 과도한 투자는 기업의 미래 경영성과를 악화시키고 현금흐름에 대한 과도한 부담을 발생시켜 기업의 가치를 감소시킬 가능성이 존재한다[1,2]. 과잉투자는 기업에 자금경색을 가져오게 되므로 시장에서 투자자들은 과잉투자성향이 높은 기업이 보유하는 현금에 대해 부정적으로 평가할 것으로 예측된다. 이에 본 연구는 과잉투자성향이 높은 기업의 보유현금의 시장가치가 감소하는지 실증적으로 검증하였다. 또한 기업의 소유구조에 따라 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 다르게 나타나는지 살펴보았다. 이해일치가설에 따르면 소유경영자 지배기업은 주주와 이해관계가 일치하므로 대리인 비용이 상대적으로 낮아 기업의 과잉투자성향이 보유현금의 가치를 감소시키는 효과는 약화될 것으로 판단된다. 반면 경영권 방호가설에 따르면 소유경영자 지배기업은 기업가치를 훼손시킬 수 있는 기회주의적 의사결정을 내릴 가능성이 존재하여 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치를 감소시키는 효과가 더 클 것으로 예상된다. 즉 소유경영자 지배기업의 높은 과잉투자성향은 투자자들로 하여금 보유현금이 효율적으로 사용되지 못할 것으로 인식되어 보유현금의 가치가 감소한다는 것이다. 본 연구는 기업의 현금흐름에 직접적인 영향을 미치는 과잉투자가 보유현금의 시장가치를 감소시킨다는 결과를 제시하였다는 점에서 의의를 가진다. 또한 소유구조의 특성에 따라 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 검증하였다는 측면에서 의미가 있다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 전개된다. 2장에서 선행연구를 제시하고 가설을 설정하였으며, 3장에서 연구방법론을 기술하였다. 4장에서는 본 연구의 가설에 대한 실증결과를 보고하였고, 5장에서 결론을 제시하였다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

기업은 투자활동을 통해서 성장잠재력을 높이고, 동종 기업들과의 경쟁에서 우위를 점할 수 있게 된다. 선행연구에서는 적정 수준의 투자는 기업의 경영성과를 향상시킨다고 보고하고 있다[3,4,5,6]. 그러나 경영자는 자신이 통제 가능한 자원에 대한 의사결정권과 명성을 확보하고 특권을 가지기 위해 기업규모를 확장하고자 하며 이에 따라 적정수준 이상의 과잉투자를 할 유인이 존재한다[1,7]. 특히 정보의 비대칭이 존재하는 환경에서 경영자가 과잉투자를 집행할 수 있는 가능성은 더 높아지게 된다. [8]은 분식회계로 인해 미국 증권거래위원회에 감리를 받은 기업, 재무제표를 재작성한 기업, 투자자들로부터 소송을 당한 기업들이 이익을 조작한 기간에는 과잉투자가 나타났지만 이익을 조작한 이후의 기간에는 과잉투자가 발생하지 않은 것을 발견하였다. 국내 기업을 대상으로 연구한 [9]도 감리지적을 받은 기업과 이익조정을 한 기간은 같은 기간에 과잉투자가 나타난 실증적 결과를 제시하였다. 이러한 분석결과는 회계정보의 투명성 저하와 같이 정보의 비대칭이 존재할 경우 기업의 이해관계자들이 과잉투자를 통제하지 못한다는 것을 시사하고 있다.

적정수준 이상의 과도한 투자는 기업의 현금흐름에 압박을 가져오고 성장 가능성을 저해하게 됨에 따라 경제적 비용을 발생시킬 수 있다. 미래 경영성과를 감소시킬 수 있는 과잉투자는 자금경색을 가져오고 기회비용을 발생시키게 되어 기업 조직의 부실화를 초래하게 된다[6]. 이에 따라 투자자들은 과잉투자 성향이 높은 기업이 보유현금을 사용하여 기업가치를 훼손시킬 수 있는 기회주의적 의사결정을 할 것으로 판단하여 보유현금의 시장가치는 감소할 것으로 예상된다. 또한 필요 이상의 과잉투자는 기업의 외형을 과도하게 확장시키기 되어 자금의 압박을 초래하게 된다. 이러한 상황은 기업에 엄청난 비용을 발생시켜 결과적으로 계속기업의 가능성에 대한 위협을 가져오게 된다[10]. 즉 과잉투자 성향이 높은 기업일수록 사업위험이 높아져서 시장에서 평가되는 기업의 보유현금은 부정적으로 평가될 것으로 예측된다. 이러한 논의를 통해 본 연구는 다음의 가설을 설정하였다.

가설 1: 과잉투자성향이 높아질수록 기업의 보유현금에 대한 시장가치는 감소할 것이다.

과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향

은 기업의 소유구조에 따라 다르게 나타날 수 있다. 이해일치가설에 따르면 경영자가 많은 지분을 보유하고 있는 소유경영자 지배 기업일 경우 주주와 경영자의 이해관계가 일치하게 됨에 따라 대리인 비용은 감소하게 된다[11,12]. [13].과 [14]는 우수한 지배구조를 보유한 기업의 경우 대리인 비용이 낮아지게 되어 보유현금의 시장가치가 더 높게 평가된다는 연구결과를 제시하였다. 따라서 소유경영자 지배기업의 경우 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮기 때문에 기업의 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치를 감소시키는 효과는 상대적으로 더 약화될 것으로 예측된다.

한편 경영권 방호가설에 따르면 경영자가 보유하는 지분율이 증가할수록 외부의 투자자들의 감시활동과 견제정도가 약화됨에 따라 경영자가 사적인 이익을 얻기 위해 의사결정을 내릴 가능성이 높아진다. 즉 소유경영자 지배기업에서 대리인 비용이 더 많이 발생한다는 것이다[15,16]. 이에 따라 소유경영자 지배기업에서 상대적으로 더 높은 대리인 비용으로 인해 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치를 감소시키는 효과는 더 클 것으로 판단된다. 이와 같은 소유구조에 대한 상반된 관점을 바탕으로 소유경영자 지배기업 여부는 기업의 과잉투자성향과 보유현금의 시장가치 간의 관련성에 영향을 미칠 수 있을 것으로 예측된다. 이에 본 연구는 아래의 가설을 설정하였다.

가설 2: 소유경영자 지배기업 여부는 과잉투자성향과 보유현금의 시장가치 간의 관련성에 영향을 줄 것이다.

III. 연구방법론

1. 과잉투자

본 연구에서 과잉투자는 개별 기업의 투자기회를 고려한 적정수준 이상의 자본투자를 의미한다. 투자 의사결정에 대한 다수의 선행연구에서는 아래의 식 (1)과 같이 전통적인 토빈 Q 투자함수를 이용하여 과잉투자를 추정하였다. 이 식에 따르면 투자수준은 토빈 Q와 영업활동으로 인한 현금흐름에 의해 결정된다는 것이다.

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{t-1} + \alpha_2 CFO_t + \epsilon_t \quad (1)$$

INV=자본투자활동으로 인한 현금유출액/기초 유형자산;
Q=토빈 Q=(보통주시장가치+단기 및 장기부채)/총자산의 장부가액;
CFO=영업현금흐름/기초 유형자산.

[8]은 전통적은 토빈 Q 모형을 확장하여 아래의 식 (2)의 모형을 설정하여 과잉투자를 추정하였다.

$$\begin{aligned} INV_t = {} & \alpha_0 + \alpha_1 Q_{t-1} + \alpha_2 Q_QRT2_{t-1} + \alpha_3 Q_QRT3_{t-1} \\ & + \alpha_4 Q_QRT4_{t-1} + \alpha_5 CFO_t + \alpha_6 GROWTH_{t-1} \\ & + \alpha_7 INV_{t-1} + \epsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

Q_QRT2(Q_QRT3, Q_QRT4)=토빈 Q×(산업-연도별 분포상에서 토빈 Q가 2(3,4)분위에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수;
GROWTH = 자산성장성 = (기말 총자산 - 기초 총자산)/기초 총자산.

구체적으로 기업의 성장성을 반영하고 생략변수의 영향을 통제하기 위해 자산성장성 변수 및 전기 투자변수를 추가하였다. 그리고 투자와 토빈 Q의 관계에서 동일한 연도 및 산업내의 변동성을 허용하기 위해 토빈 Q의 사분위수에 대한 증분계수를 포함하였다. 본 연구에서는 식 (2)를 통해 산업-연도별로 추정한 잔차를 산출하여 잔차가 양(+)의 값을 가지면 과잉투자, 음(-)의 값을 가지면 과소투자로 판단하였다. 이에 따라 과잉투자를 한 경우는 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수를 설정하여 본 연구의 관심변수인 과잉투자성향을 측정하였다.

2. 연구모형

본 연구의 가설인 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치를 감소시키는지 살펴보기 위해 [17]가 개발한 모형을 사용하여 아래의 식 (3)의 연구모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} CAR = {} & \alpha + \beta_1 \triangle CASH + \beta_2 \triangle CASH \times OINV_t \\ & + \beta_3 OINV_t + \beta_4 \triangle E + \beta_5 \triangle NA \\ & + \beta_6 \triangle RD + \beta_7 \triangle INT + \beta_8 \triangle DIV \\ & + \beta_9 CASH_{t-1} + \beta_{10} SIZE_t + \beta_{11} \leq V_t \\ & + \beta_{12} ROA_t + \Sigma\beta IND\ Dummy \\ & + \Sigma\beta\ YR\ Dummy + \epsilon \end{aligned} \quad (3)$$

CAR=당기 4월부터 차기 3월 동안의 누적초과수익률(cumulative abnormal return);
△CASH = (기말 현금및현금성자산 - 기초 현금및현금성자

산)/ 기초 총자산;
OINV = 과잉투자이면 1, 그렇지 않으면 0;
△E = (당기 법인세차감전 순이익 - 전기 법인세차감전 순이익)/ 기초 총자산;
△NA = (기말 현금을 제외한 순자산 - 기초 현금을 제외한 순자산)/ 기초 총자산;
△RD = (당기 연구개발비 - 전기 연구개발비)/ 기초 총자산;
△INT = (당기 이자비용 - 전기 이자비용)/ 기초 총자산;
△DIV = (당기 배당금 - 전기 배당금)/ 기초 총자산;
CASH = 기초 현금및현금성자산 / 기초 총자산;
SIZE = 기말 총자산의 자연로그 값;
LEV = 기말 총부채 / 기초 총자산;
ROA = 당기 당기순이익 / 기초 총자산.

식 (3)에서 종속변수인 누적초과수익률(CAR, cumulative abnormal return)은 시장조정모형을 이용하여 산출한 월별 초과수익률을 당기 4월부터 차기 3월까지를 누적하여 산출하였다[18,19]. 관심변수는 과잉투자(OINV)로서 과잉투자성향의 기업일수록 보유현금의 가치는 감소할 것으로 예측하였으므로, 식 (3)에서 β_2은 유의한 음(-)의 계수값을 보일 것으로 예상된다. 본 연구에서는 보유현금의 시장가치와 관련된 다수의 선행연구와 같이 기업이 수익성, 투자활동, 재무활동과 관련된 변수를 보유현금의 시장가치에 영향을 미치는 요인으로 판단하여 이 변수들을 통제변수에 포함하였다[13,17].

3. 표본의 선정

본 연구는 2003년부터 2017년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석을 진행하였다. 자료의 동질성을 확보하기 위해 금융업을 제외한 12월 결산 법인을 분석에 포함하였다. 재무자료 및 주가자료는 KIS-VALUE에서 추출하였다. 또한 각 변수에 존재하는 극단치의 영향을 통제하기 위한 목적으로 변수들의 상위 및 하위 1%에 해당하는 값은 Winsorizing 하였다.

Ⅳ. 실증 분석

1. 기술통계 및 상관관계 분석

Table 1은 본 연구의 분석에 사용한 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 본 연구의 종속변수인 누적초과수익률(CAR)의 평균값(중간값)은 약 -2.2%(-5.1%)로 나타났다. 현금(△CASH)은 전기에 비해 당기에 평균 0.4% 증가하여 기업의 보유현금이 평균적으로 증가하는 것을 알 수 있다. 과잉투자여부 변수(OINV)의 평균은 0.32이고, 소유경영자 지배기업여부(MOWN) 변수의 평균은 0.38로서 소유경영자 지배기업이 표본의 약 38%로 나타났다.

표 1. 기술통계량
Table 1. Descriptive statistics

Variable	Mean	STD	Q1	Median	Q3
CAR	-0.022	0.413	-0.269	-0.051	0.173
△CASH	0.004	0.054	-0.014	0.001	0.019
OINV	0.315	0.464	0.000	0.000	1.000
MOWN	0.382	0.486	0.000	0.000	1.000
△E	0.005	0.093	-0.027	0.002	0.031
△NA	0.062	0.186	-0.023	0.037	0.119
△RD	0.001	0.004	0.000	0.000	0.000
△INT	-0.001	0.007	-0.002	0.000	0.001
△DIV	0.001	0.005	0.000	0.000	0.001
CASH	0.059	0.069	0.012	0.037	0.080
SIZE	19.721	1.483	18.675	19.482	20.548
LEV	0.429	0.201	0.272	0.433	0.575
ROA	0.030	0.086	0.006	0.033	0.069

CAR=당기 4월부터 차기 3월 동안의 누적초과수익률(cumulative abnormal return);
△CASH = (기말 현금및현금성자산 - 기초 현금및현금성자산)/ 기초 총자산;
OINV = 과잉투자이면 1, 그렇지 않으면 0;
△E = (당기 법인세차감전 순이익 - 전기 법인세차감전 순이익)/ 기초 총자산;
△NA = (기말 현금을 제외한 순자산 - 기초 현금을 제외한 순자산)/ 기초 총자산;
△RD = (당기 연구개발비 - 전기 연구개발비)/ 기초 총자산;
△INT = (당기 이자비용 - 전기 이자비용)/ 기초 총자산;
△DIV = (당기 배당금 - 전기 배당금)/ 기초 총자산;
CASH = 기초 현금및현금성자산 / 기초 총자산;
SIZE = 기말 총자산의 자연로그 값;
LEV = 기말 총부채 / 기초 총자산;
ROA = 당기 당기순이익 / 기초 총자산.

Table 2는 본 연구의 주요 변수들 간의 상관관계를 분석하여 보고하고 있다. 보유현금의 변화(△CASH)는 누적초과수익률(CAR)과 유의한 양(+)의 상관관계를 보여 기업이 보유하는 현금수준이 증가할수록 기업가치도 증가하는 것을 알 수 있다. 과잉투자여부 변수(OINV)는 CAR과 양(+)의 상관관계를 나타내고 있으나 유의성은 강하지 않았다. 법인세차감전 이익의 변화분

(△E) 및 배당금의 변화분(△DIV), 현금을 제외한 순자산의 변화분(△NA), 전기 현금수준(CASH)과 수익성(ROA)은 CAR과 유의미한 양(+)의 상관관계를 보였다. 또한 이자비용 변화분(△INT)과 기업규모(SIZE)는 CAR과 유의한 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 그러나 상관관계 분석만으로는 가설검증의 타당성을 확보하기 어려우므로 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들을 포함하여 다변량 회귀분석을 통해 가설을 검증하고자 한다.

표 2. 상관분석
Table 2. Correlation Matrix

Variable	CAR	△CASH	OINV	MOWN	△E	△NA	△RD
CAR	1.000						
△CASH	**0.061**	1.000					
OINV	0.015	-0.014	1.000				
MOWN	0.009	-0.014	0.013	1.000			
△E	**0.153**	**0.112**	-0.020	-0.010	1.000		
△NA	**0.093**	**-0.047**	**0.112**	0.006	**0.111**	1.000	
△RD	-0.004	**0.034**	**0.032**	-0.014	-0.013	**0.088**	1.000
△INT	**-0.049**	0.013	**0.029**	**0.041**	**-0.127**	**0.311**	**0.067**
△DIV	**0.148**	**0.082**	-0.006	-0.004	**0.271**	**0.155**	**0.036**
CASH	**0.036**	**0.537**	0.021	**-0.035**	**0.059**	**0.102**	**0.032**
SIZE	**-0.048**	0.001	-0.013	**-0.135**	0.001	**0.074**	**0.035**
LEV	0.006	0.010	**-0.047**	**-0.233**	-0.002	0.004	-0.008
ROA	**0.115**	**0.071**	**0.028**	**0.095**	**0.433**	**0.239**	**0.047**

Variable	△INT	△DIV	CASH	SIZE	LEV	ROA
△INT	1.000					
△DIV	**-0.066**	1.000				
CASH	0.021	**0.076**	1.000			
SIZE	**0.059**	**0.036**	**-0.075**	1.000		
LEV	0.010	**-0.041**	**-0.140**	**0.158**	1.000	
ROA	**-0.051**	**0.244**	**0.134**	**0.192**	**-0.289**	1.000

1) 변수에 대한 설명은 표 1 참조
2) 진한 이탤릭 값은 5% 수준에서 유의함을 의미함

2. 가설 검증 결과

Table 3은 과잉투자성향이 기업의 보유현금에 대한 시장가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. 본 연구의 관심변수는 보유현금의 변화분(△CASH)과 과잉투자여부(OINV) 간의 상호작용 변수(△CASH×OINV)이다. 분석 결과, △CASH는 1% 수준에서 유의미한 양(+)의 계수값이 관찰되어 자본시장에서는 기업의 보유현금 증가에 대해 긍정적으로 평가하는 것으로 나타났다. 관심변수인 △CASH×OINV은 5% 수준에서 유의미한 음(-)의 값을 보이는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 과잉투자성향이 높은 기업의 보유현금에 대한 시장가치가 과잉투자성향이 낮은 기업에 비해 더 낮다는 것을 시사하며 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과를 확인하였다. 가설 1의 연구결과는 미래 현금흐름의 부담을 초래할 수 있는 과잉투자를 집행하는 기업의 보유현금에 대해 시장에서 부정적으로 평가한다는 것으로 해석된다.

표 3. 과잉투자가 보유현금의 시장가치에 미치는 영향
Table 3. Over-investment and the market value of cash holdings

Variable	Estimate	t-value
CAR	0.383	5.44***
△CASH	0.567	4.67***
OINV	-0.398	-2.28**
MOWN	0.015	1.47
△E	0.406	7.01***
△NA	0.167	5.94***
△RD	-1.449	-1.41
△INT	-2.500	-3.23***
△DIV	7.818	8.65***
CASH	-0.113	-1.37
SIZE	-0.021	-6.30***
LEV	0.091	3.50***
ROA	0.295	4.35***
Adj R^2	0.06	
N	7,934	

1) 변수에 대한 설명은 표 1 참조
2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

Table 4는 소유구조에 따라 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 차이가 발생하는지에 대한 분석결과를 보고하고 있다. 본 연구에서 소유경영자 지배기업은 경영자 지분율이 평균 이상인 기업으로 구분하고, 전문경영자 지배기업은 경영자가 보유하는 지분율이 평균 미만인 기업으로 구분하였다[20,21]. 경영자 지분율은 개별 기업의 사업보고서에 공시된 임원의 보유 지분율의 합으로 계산하였다[16,22]. 실증분석 결과, 소유경영자 지배기업은 △CASH×OINV이 5% 수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수값을 보였으나, 전문경영자 지배기업의 경우 △CASH×OINV가 유의한 계수값을 보이지 않았다. 즉 경영자가 보유한 지분율이 상대적으로 많은 소유경영자 지배기업인 경우 경영자가 사적이익을 얻기 위한 목적으로 기업가치를 훼손시킬 수 있는 의사결정을 내릴 수 있을 것으로 시장에서 인식하여 해당 기업의 과잉투자 성향이 높아질수록 자본시장에서 인식하는 보유현금의 가치가 더 크게 감소하는 것으로 해석된다. 이는 본 연구의 가설 2를 지지하는 분석결과이다.

표 4. 과잉투자가 보유현금의 시장가치에 미치는 영향
: 소유경영자 지배기업 vs. 전문경영자 지배기업
Table 4. Over-investment and the market value of cash holdings: owner manager vs. non-owner manager firms

Variable	Owner manager firm		Non-owner manager firm	
	Estimate	t-value	Estimate	t-value
CAR	0.358	2.88***	0.368	4.03***
△CASH	0.704	3.71***	0.427	2.70***
OINV	-0.675	-2.41**	-0.228	-1.02
MOWN	0.018	1.28	0.013	0.95
△E	0.776	6.96***	0.292	4.19***
△NA	0.087	1.83*	0.196	5.52***
△RD	-3.293	-2.20**	-0.565	-0.41
△INT	-1.548	-1.06	-2.978	-3.18***
△DIV	4.631	3.10***	8.906	7.75***
CASH	-0.279	-2.30**	-0.007	-0.06
SIZE	-0.022	-3.55***	-0.020	-4.58***
LEV	0.145	3.69***	0.063	1.79*
ROA	0.484	3.61***	0.221	2.68***
Adj R^2	0.08		0.06	
N	3,104		4,830	

V. 결 론

본 연구는 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향에 대해 살펴보았다. 또한 기업의 소유구조의 특성에 따라 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 다르게 나타나는지 알아보았다. 실증분석 결과, 과잉투자성향이 높은 기업은 과잉투자성향이 낮은 기업에 비해 보유현금에 대한 시장가치가 더 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 과잉투자성향이 높은 기업의 경우 미래의 수익성이 악화되고 현금흐름에 대한 과도한 부담이 발생하여 투자자들이 이러한 기업의 보유현금이 비효율적으로 운용될 것으로 인식하여 현금의 시장가치를 부정적으로 평가하는 것으로 해석된다. 또한 경영자가 많은 지분을 소유하는 소유경영자 지배기업에서 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치를 더 크게 감소시키는 것으로 나타났다. 이는 소유경영자 지배기업이 기업가치를 훼손시킬 수 있는 기회주의적 의사결정을 내릴 것으로 평가하여 과잉투자성향이 큰 기업의 보유현가치가 더 크게 감소하는 것으로 파악된다.

본 논문은 미래 경영성과를 악화시키고, 자금의 경색을 가져오는 과잉투자성향이 높은 기업의 보유현금 운용에 대해 시장이 부정적으로 평가하는지 검증하였다는 측면에서 의미를 갖는다. 또한 소유구조에 따라 과잉투자성향이 보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타난다는 실증적인 결과를 보고하였다는 점에서 이론적 시사점이 존재한다. 현대경영에서는 기업의 소유구조 및 지배구조에 대한 다양한 문제가 기업경영실무와 관련하여 중요한 주제로 다루어지고 있다. 이에 따라 한국기업을 대상으로 하여 기업의 소유구조에 따라 과잉투자가 보유현금에 미치는 영향이 다르게 나타난다는 연구결과는 실무적인 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

전술한 공헌점에도 불구하고 본 연구는 보유현금이 시장에서 어떻게 평가되고 있는지는 분석하였지만 기업의 보유현금의 질을 직접적으로 파악할 수 없다는 한계점이 존재한다. 보유현금의 질을 추정할 수 있는 모형이 개발된다면 후속연구로서 의미있는 주제가 될 것으로 예상된다. 또한 본 연구는 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석을 진행하였기 때문에 본 연구의 결과를 모든 상장기업에 적용하여 일반화하기 어렵다는 한계점이 있다. 후속연구에서는 유가증권시장에 더하여 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 연구를 수행한다면 추가적인 공헌점을 가질 수 있을 것으로 판단된다.

References

[1] M. C. Jensen, “The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review,* Vol. 76, No. 2, pp. 323-329, 1986.

[2] O. Hope, and W. Thomas, “Managerial Empire Building and Firm Disclosure,” *Journal of Accounting Research,* Vol. 46, pp. 591-626, 2008. https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00289.x

[3] B. Lev, and T. Sougiannis, “The Capitalization, Amortization and Value Relevance of R&D,” *Journal of Accounting and Economics,* Vol. 21, No. 1, pp. 107-138, 1996. https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00410-6

[4] C. W. Ra, M. H. Jo, and Y. D. Jung, “Firm’s Investment Decision and its Effects on the Market Value,” *Korean Accounting Journal,* Vol. 21, No. 5, pp. 31-64,, 2012.

[5] M. J. Kim,“A Study on Management Competency Affecting Organizational Performance” *The International Journal of Advanced Culture Technology,* Vol. 7, No. 2, pp. 93-102, 2019.

[6] H. S. Bae, "A The Study on the Impact of China Banks' Securities Asset Management on Financial performance," *The Journal of Convergence on Culture Technology,* Vol. 9, No. 1, pp. 89-94, 2023.
[7] R. Stultz, "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics,* Vol. 26, pp. 3-27, 1990. https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N
[8] M. F. McNichols, and S. R. Stubben, "Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions?," *The Accounting Review,* Vol. 83, No. 6, pp. 1571-1603, 2008. https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.6.1571
[9] J. S. Choi, and Y. M. Kwak, "Associating between Managerial Overinvestment Propensity and Real and Accrual-based Earnings Management," *Korean Accounting Review,* Vol. 35, No. 4, pp. 75-132, 2010.
[10]M. K. Lee, E. J. Cho, and M. J. Oh, "The Effect of Corporate Overinvestment Propensity on Audit Fee," *Korean Accounting Journal,* Vol. 22, No. 5, pp. 85-117, 2013.
[11]Q. Cheng, and T. Warfield, "Equity Incentives and Earnings Management," *The Accounting Review,* Vol. 80, pp. 441-476, 2005. https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.441
[12]H. M. Chun, and S. J. Park, "Managerial Ownership and Cost of Debt Capital: Evidence from Korean Listed Firms," *Korean Corporation Management Review,* Vol. 24, No. 2, pp. 131-151, 2017. https://doi.org/10.21052/kcmr.2017.24.2.06
[13]A. Dittmar, and J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings," *Journal of Financial Economics,* Vol. 83, No. 3, pp. 599-634, 2007. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006
[14]B. Y. Kim, and K. B. Jeong, "Agency Costs, Information Asymmetry, and the Value of Cash Holdings," *Korean Accounting Journal,* Vol. 23, No. 5, pp. 459-485, 2014.
[15]R. Morck, A. Shleifer, and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics,* Vol. 20, pp. 293-315, 1988. https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7
[16]H. M. Chun, "Managerial Ownership and Implied Cost of Equity Capital: Evidence from Korea," *Journal of Taxation and Accounting,* Vol. 15, No. 1, pp. 9-29, 2014.
[17]M. Faulkender, and R. Wang, "Corporate Financial Policy and the Value of Cash," *Journal of Finance,* Vol. 61, No. 4, pp. 1957-1990, 2006. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x
[18]S. K. Sohn, and 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.
[19]J. H. Kim, J. H. Chang, and E. J. Yeo, "A Study of Accurate Timing of Disclosure on Annual Earnings," *Korean Accounting Review,* Vol. 31, No. 2, pp. 35-55, 2006.
[20]K. T. Lee, S. C. Lee, and A. Y. Park, "Effect of Ownership and Governance Structure on Executives' Stock Options," *Korean Journal of Financial Studies,* Vol. 34, pp. 37-70, 2005.
[21]J. E. Cho, "Accruals Quality, Ownership Structure and the Value of Cash Holdings," *Journal of the Korean Data Analysis Society,* Vol. 21, No. 2, pp. 973-990, 2019.
[22]H. M. Chun, H. S. Han, and Y. K. Yoo, "Managerial Ownership and Real Earnings Management," *Koean Management Review,* Vol. 42, No. 5, pp. 1219-1238, 2013.