

정책연구시리즈 2006-11

기업의 현금보유 패턴 변화 및 결정요인에 대한 연구

임경묵 · 이용석



KDI

발 간 사

최근 기업의 현금보유가 급증하고 있어 이와 같은 현상에 대한 원인 및 배경에 대한 관심이 높아지고 있으나 이에 대한 체계적인 연구는 찾아보기 어려운 상황이다. 기업의 현금보유 패턴 변화 그 자체는 정책적으로 중요한 이슈가 아닐 수도 있지만, 이러한 현상이 기업에 대한 규제 등 여러 정책에 대한 비판 등에 활용되므로 그 원인을 정확하게 파악하는 것이 중요한 주제가 될 수 있다.

예를 들어 일부에서는 최근 기업의 현금보유가 ‘과다’한 수준이라는 주장을 펴고 있으며, 이를 기업의 투자 부진과 연계하여서 해석하려는 시도도 나타나고 있다. 또한 일부에서는 기업의 현금보유 증가를 ‘해소’하기 위해 기업관련 규제를 철폐 또는 완화하여야 한다는 주장도 제기하고 있다.

이와 같은 논란이 발생하는 것은 외환위기 이후 현금 규모의 증가가 어떠한 동인에 의해 주도되었는지 실증적인 증거가 충분히 제시되지 못했다는 점 뿐 아니라 기업의 현금보유를 부정적으로 바라보는 의견이 넓게 퍼져 있기 때문이다. 그러나 우리나라의 경우 외환위기를 겪으면서 재벌을 포함한 많은 기업들이 유동성 제약으로 인해 파산 또는 재무적 어려움을 겪었으며 이로 인해 과거에 비해 보다 많은 유동성을 확보하려는 노력을 기울여 왔을 것으로 판단된다. 이와 같은 배경 하에 본 연구에서는 외환위기를 전후로 우리나라 기업의 현금보유 패턴에 변화가 발생하고 있는지 살펴보았다. 이와 더불어 최근 해외 문헌에서 지적되고 있는 기업 성과의 변동성 확대가 우리나라에서도 나타나고 있는지 살펴보고 변동성 확대가 우리나라 기업의 현금보유 패턴 변화에 미친 영향을 분석하였다.

본 보고서는 본원의 임경묵 박사와 경희대학교의 최용석 교수에 의해 작성되었다. 저자는 연구과정에서 귀중한 조언과 격려를 아끼지 않은 조동철, 이항용, 조성빈 박사 등 본원의 동료들에게 심심한 감사의

뜻을 표하고 있다. 또한 보고서를 개선하는 데 많은 도움을 준 두 분의 검토자들에게 그리고 자료의 분석과 정리에 크게 기여한 김정연 연구원과 김현애 연구행정원에게도 감사하고 있다.

끝으로 본 보고서의 내용은 저자의 개인적인 의견이며 본원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀두는 바이다.

2006년 12월
한국개발연구원 원장
현 정 택

목 차

발 간 사	
요 약	1
제 1 장 연구의 목적 및 배경	4
제 2 장 현금보유에 대한 이론 및 최근 문헌	7
제1절 현금보유에 대한 기존 연구	7
1. 거래비용 절감 유인(transaction motive)	7
2. 예비적 수요 이론(precautionary motive)	8
3. 대리인 관련 이론(agency motive)	9
4. 과세 기준 및 세율 차이에 의한 현금보유	10
제2절 최근의 관련연구들	10
제 3 장 우리나라 기업의 현금보유에 대한 기초분석	13
제1절 현금보유 추이	13
제2절 영업이익률의 변동성 추이	20
제3절 현금보유의 평균회귀성	23
제 4 장 우리나라 기업의 현금보유 결정요인 분석	26
제1절 분석자료 및 주요 변수의 구축	26
제2절 실증분석 결과	29
1. 전체 표본에 대한 고정효과 모형 분석결과	30
2. 재벌기업 및 비재벌기업에 대한 고정효과 모형 분석결과	34

제3절 국가별 비교를 통한 우리나라 현금보유에 대한 평가	40
제 5 장 결 론 및 시사점	43
참 고 문 헌	46

표 차례

<표 3-1> 2005년 현금보유 상위기업	17
<표 4-1> 주요 변수에 대한 설명	27
<표 4-2> 주요 변수의 기초통계량	29
<표 4-3> 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과(기업전체): 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형	31
<표 4-4> 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과(기업전체): 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 함께 고려한 모형	33
<표 4-5> 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과(재벌): 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형	36
<표 4-6> 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과(비재벌): 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형	37
<표 4-7> 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과(재벌): 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 함께 고려한 모형	38
<표 4-8> 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과(비재벌): 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 함께 고려한 모형	39
<표 4-9> 외환위기를 겪은 국가별 현금보유 비중 비교(2004년 기준)	42
【부표 1】 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과(기업전체): 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형	48

그림 차례

[그림 3-1] 상장 제조업체 현금보유비율 추이: 가중평균	13
[그림 3-2] 상장 제조업체 현금보유비율 추이: 단순평균	16
[그림 3-3] 상장 제조업체 현금보유비율 추이: 중간값	16
[그림 3-4] 상장사 현금보유 규모 (조원)	18
[그림 3-5] 상장사 현금보유 비율: 가중평균	18
[그림 3-6] 1조클럽 기업들의 현금보유액 및 총투자액 비중	19
[그림 3-7] 기업별 불확실성의 추이	22
[그림 3-8] 영업이익의 표준편차의 단순평균	23
[그림 3-9] 회귀방정식 추정계수($\hat{\beta}$)의 분포도	24
[그림 4-1] 한국과 미국의 현금보유 비중 추이	41

요 약

최근 기업의 현금보유가 급증하고 있어 이와 같은 현상에 대한 원인 및 배경에 대한 관심이 높아지고 있으나 이에 대한 체계적인 연구는 찾아보기 어려운 상황이다. 기업의 현금보유 패턴 변화 그 자체는 정책적으로 중요한 이슈가 아닐 수도 있지만, 이러한 현상이 기업에 대한 규제 등 여러 정책에 대한 비판 등에 활용되므로 그 원인을 정확하게 파악하는 것이 중요한 주제가 될 수 있다.

예를 들어 일부에서는 최근 기업의 현금보유가 ‘과다’한 수준이라는 주장을 펴고 있으며, 이를 기업의 투자 부진과 연계하여서 해석하려는 시도가 있다. 또한 일부에서는 기업의 현금보유 증가를 ‘해소’하기 위해 기업관련 규제를 철폐 또는 완화하여야 한다는 주장도 제기하고 있다.

이와 같은 논란이 발생하는 원인은 외환위기 이후 현금 보유의 증가가 어떠한 동인에 의해 주도되었는지 실증적인 증거가 충분히 제시되지 못했다는 점 뿐만 아니라 기업의 현금보유를 부정적으로 바라보는 의견이 넓게 퍼져 있기 때문이다. 그러나 우리나라의 경우 외환위기를 겪으면서 재벌을 포함한 많은 기업들이 유동성 제약으로 인해 파산 또는 재무적 어려움을 겪었으며 이로 인해 과거에 비해 보다 많은 유동성을 확보하려는 노력을 기울여 왔을 것으로 판단된다. 이와 같은 배경 하에 본 연구에서는 외환위기를 전후로 우리나라 기업의 현금보유 패턴에 변화가 발생하고 있는지 살펴보았다. 이와 더불어 최근 해외 문헌에서 지적되고 있는 기업 성과의 변동성 확대가 우리나라에서도 나타나고 있는지 살펴보고 변동성 확대가 우리나라 기업의 현금보유 패턴 변화에 미친 영향을 분석하였다.

본 연구에서는 1990년부터 2005년까지의 우리나라 상장사들의 재무 자료를 대상으로 기업의 현금보유 결정요인에 대한 실증분석을 수행하였으며, 특히 외환위기를 전·후로 달라진 현금보유 결정요인의 변화 및 재벌과 비재벌간의 현금보유 결정요인의 차이 등도 분석하였다.

전체 자료에 대한 회귀분석 결과는 기존의 이론적 문헌에서 예측되는 바에 부합하는 것으로 보이며 미국기업 등에 대한 실증적 문헌에서의 결과와도 일치하는 것으로 나타났다. 본 연구에서 분석된 결과를 요약하면 다음과 같이 정리될 수 있다.

첫째, 우리나라 상장사의 현금보유 비중은 가중평균으로는 최근 들어 크게 증가하였으나 단순평균으로는 과거에 비해 크게 증가한 것으로 보기 어렵다. 즉, 최근 현금보유가 증가한 것은 소수의 기업들이 현금보유 규모를 과거에 비해 급격하게 증가시키는 과정에서 관찰된 현상이며 전반적으로 기업들의 현금보유가 증가하였다고 보기는 어려운 상황이다. 특히 2005년 기준으로 현금보유 규모가 1조원을 넘어서는 9개 기업을 제외할 경우 기업들의 현금보유 규모 증가는 거의 관찰되지 않는다.

둘째, 미국에 대한 분석결과와 유사하게 우리나라의 경우에도 기업들로 하여금 자신들의 현금보유비율이 너무 높거나 혹은 너무 낮은 상태에 이르지 않게 관리하도록 하는 체계적인 현금보유비율 결정요인들이 존재하는 것으로 나타났다.

셋째, 우리나라 기업들의 경우에도 영업성과의 불확실성에 대응하여 영업성과의 불확실성이 높을수록 현금보유 비중을 높게 가져가는 경향이 있는 것으로 나타났다. 또한 영업성과의 불확실성이 과거에 비해 상승한 것도 우리나라 기업의 현금보유 패턴 변화에 일부 영향을 미쳤을 것으로 사료된다

넷째, 영업성과의 불확실성에 대응하여 현금보유 비중을 높여가는 성향은 외환위기 이후 더욱 뚜렷이 관찰되고 있으며 재벌과 비재벌을 구분하여 살펴볼 경우 재벌 계열사가 보다 영업성과의 변동성에 민감하게 반응하는 것으로 분석되었다. 최근 재벌계열사의 현금보유가 비재벌 기업에 비해 상대적으로 빠르게 증가한 것은 이러한 민감도의 차이에 기인하였을 가능성이 높다고 판단된다.

다섯째, 우리나라 기업의 현금보유 비중과 미국 기업의 현금보유 비

중을 비교할 경우 우리나라 기업의 현금보유 비중이 아직까지는 상대적으로 낮은 수준으로 나타났으며, 현금보유 증가를 주도한 주요 기업만을 고려할 경우에도 미국 주요기업의 현금보유 비중과 유사한 수준에 그치는 것으로 나타났다. 따라서 우리나라 기업의 현금보유 비중이 비정상적으로 높은 수준이라고 볼 근거는 찾기 어려웠다.

기업의 현금보유 증가는 우리나라뿐 아니라 여타 국가들에서도 나타나는 현상으로 알려져 있다. 그러나 이러한 현금보유 증가를 근거로 기업관련 규제를 완화하여야 한다는 주장은 우리나라를 제외하고는 찾기 어려운 것이 사실이다. 외환위기의 경험과 기업의 국제화 진전으로 우리나라 기업의 재무활동은 세계적인 흐름을 따라가려는 움직임을 보이고 있으며 향후에도 이러한 추세가 지속될 가능성이 있다. 기업의 현금보유 확대 및 부채비율 감축 등 재무건전성의 확보노력을 국내적인 시각으로만 접근하는 것은 바람직하지 않다고 판단된다.

우리나라 상장기업들의 현금보유가 절대액수에서는 증가하였으나 2005년에 보유비율 측면에서는 감소하였다는 점도 주목할 필요가 있다. 실증분석에서 보여졌듯이 우리나라 기업들이 일정한 목표치를 가지고 현금을 체계적으로 관리하고 있다는 점을 감안하면 현금보유의 증가 또는 감소에 대하여 지나치게 민감한 반응을 보일 이유가 없어 보인다.

제 1 장

연구의 목적 및 배경

우리나라 상장기업의 현금보유는 1990년에 약5조원 수준이었으나 외환위기 이후 급증하여 2005년 기준으로는 40조원을 넘어서고 있다.¹⁾²⁾ 이와 같은 현상의 원인 및 배경에 대한 관심이 높아지고 있으나 체계적인 연구는 아직 부족한 상황이다. 기업의 현금보유 패턴 변화 그 자체는 정책적으로 중요한 이슈가 아닐 수도 있지만, 이러한 현상이 기업에 대한 규제 등 여러 정책에 대한 비판 등에 활용되므로 그 원인을 정확하게 파악하는 것이 중요한 주제가 될 수 있다.

예를 들어 일부에서는 최근 기업의 현금보유가 ‘과다’한 수준이라는 주장을 펴고 있으며, 이를 기업의 투자 부진과 연계하여서 해석하려는 시도도 나타나고 있다. 또한 일부에서는 기업의 현금보유 증가를 ‘해소’하기 위해 기업관련 규제를 철폐 또는 완화하여야 한다는 주장도 제기하고 있다.

이와 같은 논란이 발생하는 것은 외환위기 이후 현금 규모의 증가가 어떠한 동인에 의해 주도되었는지 실증적인 증거가 충분히 제시되지 못했다는 점 뿐 아니라 기업의 현금보유를 부정적으로 바라보는 의견이 넓게 퍼져 있기 때문이다. 기업의 현금보유가 ‘과다’한 수준이라는 주장

-
- 1) 본 연구에서 지칭하는 현금은 현금, 현금등가물, 단기금융상품 및 단기매매가능증권을 포함한 개념이다. 제시된 현금보유 규모는 상장 제조업체 기준이다.
 - 2) 물론 기업이 성장하면서 규모가 커지게 되면 자연스럽게 현금도 증가하는 것이 일반적이므로 절대적인 현금보유 액수만을 기준으로 현금보유 수준에 대한 평가를 내리는 것은 주의가 요구된다. 즉, 연간으로 현금보유수준이 증가하는 것을 언제나 부정적으로 볼 수는 없다.

의 근거에는 ‘적절(optimal)’한 현금보유 수준이 존재한다는 믿음이 전제되어 있다. 그러나 개별 기업별로 어떤 값이 ‘적절’하다는 평가를 내리기란 매우 어려운 작업이 될 것이다. 따라서 본 연구에서는 기존 문헌에서의 분석틀을 기반으로 외환위기라는 국내 경제환경의 변화 등 우리나라의 특수성을 고려하여 국내 기업의 현금보유 패턴 및 결정요인이 평균적으로 어떻게 변화하였는지를 분석하는 것을 주목적으로 한다. 또한 이러한 연구결과를 기반으로 우리나라 기업의 현금보유가 ‘과다’하다는 주장을 미국 사례와의 비교를 통해 검토하여 보았다.

우리나라의 경우 외환위기를 겪으면서 재벌을 포함한 많은 기업들이 유동성 제약으로 인해 파산 또는 재무적 어려움을 겪었으며 이로 인해 과거에 비해 보다 많은 유동성을 확보하려는 노력을 기울여 왔을 것으로 판단된다. 아래의 인터뷰 내용은 외환위기 이후 기업들이 유동성 확보를 포함하는 재무구조조정 필요성 그리고 대내외적인 경영여건 등의 급작스러운 변화 등에 따른 위험성에 대한 대비의 필요성을 얼마나 절감하였는지를 잘 보여주고 있다.³⁾

“외환위기 때 은행에 자금을 빌리러 갔다가 거절당해 울면서 나온 적이 한두번이 아니었다.....중략.....삼성전자는 외환위기 당시의 경험을 거울삼아 부채비율을 100% 아래로 떨어뜨렸고 이후 조단위 이익을 내기 시작하면서, 최근 몇년 동안은 외부에서 자금을 빌리지 않는 ‘무차입경영’을 해오고 있다. 또한 외환위기에 버금가는 상황이 다시 와도 12조 정도면 버틸수 있다고 보고 8~10조의 현금을 늘 확보하고 있다.”

이와 같은 배경 하에 본 연구에서는 외환위기를 전후로 우리나라 기업의 현금보유 패턴에 변화가 발생하고 있는지 살펴보았다. 이와 더불어 최근 해외 문헌에서 지적되고 있는 기업 성과의 변동성 확대가 우리나라에서도 나타나고 있는지 살펴보고 변동성 확대가 우리나라 기업의 현금보유 패턴 변화에 미친 영향을 분석하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 현금보유와 관련된 기존

3) 삼성전자 경영지원총괄 최도석사장과 한겨레신문의 인터뷰기사에서 인용(2005년 5월 15일자)

6 기업의 현금보유 패턴 변화 및 결정요인에 대한 연구

이론 및 관련 문헌을 소개한다. 3장에서는 우리나라 기업의 현금보유와 관련된 기초적인 분석을 실시하고 기업 성과의 변동성 확대 추이를 살펴본다. 4장에서는 현금보유와 관련된 기존문헌의 방법론을 활용하여 우리나라 기업의 현금보유 결정 요인을 분석한다. 특히 분석과정에서 외환위기를 전후해서 기업의 현금보유 패턴이 바뀌었는지 점검하고 개별과 비재벌간의 현금보유 패턴의 차이도도 살펴보았다. 5장은 결론과 시사점이다.

제2장

현금보유에 대한 이론 및 최근 문헌

제1절 현금보유에 대한 기존 연구

현금보유와 관련된 연구는 초기에 이론적 접근에 치우쳐져 있었으나 미국의 경우 1990년대 중반부터 기업의 현금보유가 과다하다는 논란이 제기된 이후 현금보유와 관련된 실증 연구가 다수 나타난 바 있다.⁴⁾ 이러한 이론적·실증적 연구들에서 나타난 기업의 현금보유 동기는 크게 다음의 4가지로 정리될 수 있다.⁵⁾

1. 거래비용 절감 유인(transaction motive)

Baumol(1952) 등의 고전적 재무이론은 비현금 금융자산을 현금으로 바꿀 때 거래비용이 발생할 수 있으므로 일상적으로 발생하는 현금수요의 경우 거래비용을 절감하기 위해 현금보유로 인한 기회비용이 발생하더라도 일정수준의 현금을 보유할 수 있다고 본다. 이와 같은 일상적인 거래비용 절감을 위한 현금수요에는 규모의 경제(economy of scale)가 존재하는 것으로 여겨지고 있으며 따라서 규모가 큰 기업이 상대적으로

4) 미국의 경우 현금보유에 대한 논쟁이 본격화 된 것은 1996년 당시 막대한 현금 및 단기 금융자산을 보유하고 있던 크라이슬러에 대하여 기업 사냥꾼으로 알려진 Kirk Kekorian이 적대적 M&A를 시도하다가 크라이슬러 경영진이 유동자산의 상당부분을 주주에게 환원하는 것에 합의하고 적대적 M&A가 철회되면서 사회적인 관심이 높아진 이후이다.

5) 본 절의 설명은 주로 Bates, Kahle and Stulz(2006)에 의존하고 있다.

낮은 현금보유 동기를 지니는 것으로 알려지고 있다.⁶⁾ 우리나라의 경우 김영산·윤형덕(2001)이 1981~1998년의 비금융 상장기업을 대상으로 유동성 보유에 대한 실증분석을 실시하였다. 동 논문은 재벌의 경우 비재벌에 비해 상대적으로 금융권에 대한 접근성이 유리하며 계열사간의 내부거래를 통해 지출과 수입의 흐름을 보다 잘 통제할 수 있으므로 유동성보유비율이 낮을 것이라는 가설을 세우고 이를 검증하였다. 분석결과에 따르면 재벌기업의 경우 비재벌기업에 비해 유동비율이 낮게 나타난 바 있다. 저자들은 외환위기의 발생으로 과거 재벌이 향유하던 금융시장에 대한 상대적으로 우월한 접근 용이성이 축소되고 내부거래를 통한 자본확보가 어려워질 뿐 아니라 소액주주 및 기관투자자의 영향력이 확대되면서 점차 재벌의 낮은 유동성보유 성향이 완화될 것이라고 예측하고 있다.

2. 예비적 수요 이론(precautionary motive)

예비적 수요 이론에서는 기업에 추가적인 자금수요가 발생하였을 때 자본시장에서 자금을 조달하는데 추가적인 비용이 요구될 수 있으므로 이에 대응하기 위해 기업이 현금을 보유한다고 본다. 대표적인 연구로는 Opler, Pinkowiz, Stulz, and Williamson(1999)을 들 수 있다. 이 연구는 예비적 수요 이론을 실증적으로 분석하였으며 위험에 노출될 가능성이 높은 기업일수록 현금을 많이 보유하게 된다는 점을 입증하였다. 기업의 현금보유가 예비적 수요에 의해 설명될 수 있다는 점을 인정한다면 투자기회가 많은 기업의 경우 부정적인 충격이 발생하여 자본 조달비용이 상승할 경우 좋은 투자기회를 놓치는 등의 손실이 발생할 확률이 높아질 수 있기 때문에 현금을 보다 많이 보유하려는 경향을 보이게 될 것이다. 최근 Almeida, Campello, and Weisbach(2004)는 금융제약에 처해 있는 기업의 경우에는 예비적 수요를 충족하기 위해 영업활동으로 인해 발생하는 현금흐름을 활용하여 현금을 축적하는 반면 금융제약에 상대적으로 노출되어 있지 않은 기업은 현금흐름을 내부 현금축적에 사용하

6) Mulligan(1997)을 참조하라.

지 않는다는 것을 보였다.⁷⁾

3. 대리인 관련 이론(agency motive)

Jensen(1986)은 기업의 이익을 어떻게 사용할 것인지가 주주와 경영진 사이에서 발생하는 이해 상충의 핵심임을 강조한 바 있으며, 이를 감안한다면 과잉 현금보유(Excess Cash Holding)가 주주 보호나 기업지배구조가 열악한 경우 더 많이 관찰될 가능성이 있음을 강조하였다. 이는 주주 보호나 기업지배구조가 열악할 경우 경영진이 기업이 보유하고 있는 현금성 자산을 자신의 사적이익 등을 위해 무분별하게 사용할 개연성이 존재하기 때문이다. 따라서 기업지배구조가 부실한 기업일수록 이러한 대리인 문제의 발생으로 인해 현금보유가 증가할 수 있다. 최근 논문에서는 소액주주보호 및 지배구조 등이 기업의 현금보유와 어떠한 관계를 가지고 있는지를 실증적으로 분석한 연구들이 다수 나타나고 있다.

Dittmar, Mahrt-Smith, and Servaes (2003) 및 Pinkowitz, Stulz, and Williamson(2003)의 연구에 따르면 소액주주에 대한 권리 보호가 낮은 국가의 경우 기업들의 현금보유 비중이 높은 경향을 나타내고 있음을 입증하였다. Hartford, Mansi and Maxwell(2005)의 연구에 따르면 미국의 경우 기업지배구조가 나쁜 기업들이 현금보유비중이 낮게 나타나는데, 이는 대부분 부적절한 M&A 등으로 잉여현금이 빠르게 소진되기 때문인 것으로 보고되었다.

사실, 일부 언론에서 주장하는 것과 같이 우리나라 기업들의 현금보유가 ‘과잉’이라면 적절한 투자처가 존재하지 않는 경우에는 주주에게 이를 환원하는 것이 대리인문제(agency problem) 측면에서는 바람직한 것으로 보아야 할 것이다. 즉, ‘과다한’ 현금보유는 부적절한 잉여자원의 사용으로 이어질 가능성이 높다는 점을 감안하여 주주에게 배당 등으로 지급되는 것이 오히려 더 효율적일 수도 있다.

7) 예비적 수요이론과 관련된 논문으로는 Acharya, Almedia, and Campello(2006) 등도 있다.

4. 과세 기준 및 세율 차이에 의한 현금보유

최근 Hartzell, Titman, and Twite(2006)은 기업의 국제화가 진전됨에 따라 다국적 기업들이 다수 출현하게 되었고 만일 미국의 해외 자회사의 본국으로의 이익 송금에 대한 세율이 높을 경우 자회사가 현금을 보유하게 될 가능성이 있으며, 실증 분석을 통해 여타 현금보유 동기들을 통제하더라도 미국 다국적 기업의 경우 본국으로의 이익 송금에 대한 세금을 회피하기 위해 자회사에 현금을 보유하는 경향이 나타나고 있음을 보였다.

자회사와 모회사가 분리되어 개별재무제표 각각 작성하는 우리나라의 경우를 생각하면 자회사의 현금보유가 왜 미국 모기업의 현금보유에 영향을 미치게 되는지 일견 이해하기 어려울 수 있으나, 미국의 경우에는 모회사와 자회사를 ‘한 회사’로 간주하는 연결재무제표를 기본재무제표로 사용하고 있으므로 자회사의 현금보유 증가가 모회사의 연결재무제표 현금보유에 영향을 미치게 된다.

제2절 최근의 관련연구들

최근 해외 학계에서는 1990년대 이후 기업의 주가수익률, 수익성, 매출 증가율 등의 변동성이 추세적으로 높아지고 있다는 점을 지적하는 연구가 발표되고 있다. 초기연구는 개별 주식의 변동성이 높아지고 있다는 데 주목하였으나, 최근 연구는 기업의 실제 활동인 수익성(ROA), 현금흐름 및 매출액 증가율 등으로 관심이 넓혀지고 있으며 그 원인에 대한 연구도 이루어지고 있다.

개별 주가 변동성의 확대와 관련된 대표적인 초기연구로는 Campbell et al.(2001)을 들 수 있다. Campbell et al.(2001)은 1962~1997년의 주가 자료를 사용하여 주가지수로 대표되는 전체적인 주식시장의 주가 변동성이 하락한 반면, 개별기업의 주가 변동성은 증가한 것을 보인바 있다. 이후 주가의 움직임이 근본적으로는 기업활동이 반영된 것이라는 점에 착안하여 이러한 주가 변동성확대가 개별기업의 실질 성과 즉, 수익성

이나 매출액 증가율의 변동성 확대와 연계되어 있는지를 분석한 연구들도 나타나고 있다.

Chun, Kim, Lee and Morck(2004)은 미국의 경우 전체 ROA 및 주가 수익률의 변동성은 낮아지는 가운데 개별 기업의 ROA 및 주가 수익률의 변동성은 높아지고 있다는 점을 보였으며, 이러한 개별 기업의 성과 변동성의 확대가 IT사용 집중도와 밀접하게 연계되어 있음을 입증하였다. Irvine and Pontiff(2005)는 개별기업의 주가 수익률의 변동성확대가 개별기업의 현금흐름 변동성 확대와 연계되어 있음을 보인 후 이러한 현금흐름 변동성 확대가 미국으로의 수입침투율(import penetration ratio) 상승 등 생산물 시장에서의 경쟁도 확대와 밀접한 관계를 지니고 있다고 주장하고 있다. 한편, 개발도상국에서의 기업별 성과의 변동성과 개방도와와의 관계를 검증한 Li, Morck, Yang and Yeung(2004)의 연구도 있다.

본고에서 주목하는 연구는 이러한 연구결과를 기초로 변동성 증가(즉, 기업별 경영 위험의 증가)가 미국 기업의 현금보유 증가로 이어졌다는 Bates, Kahle, Stulz(2006)의 연구이다. Bates, Kahle, Stulz(2006)은 미국 기업재무자료를 활용하여 미국의 현금자산증가현상을 분석하였다. 논문에 따르면 미국의 총자산 대비 현금성 자산의 비중은 1980년에 10.48%에서 2004년에는 24.03%로 무려 2배 이상 증가하였다.⁸⁾ Bates, Kahle and Stultz(2006)은 Pinkowitz, Stulz and Williamson(2003)에서 사용된 바 있는 예비적 현금수요 모형을 활용하여 미국의 기업 부문에서 나타나고 있는 현금흐름의 변동성 확대를 적용할 경우 미국 기업에서 나타나고 있는 현금성 자산의 증가를 대부분 설명할 수 있다고 주장하였다.

한편, 이항용(2005)은 우리나라 상장 제조업체를 대상으로 한 분석에서 불확실성의 대응변수로 개별 기업의 주가변동성을 사용하였으며 외환위기 이전에는 투자결정이 주가변동성에 영향을 받지 않았던 반면 외환위기 이후에는 투자결정이 주가변동성에 영향을 받은 것을 보인바 있다. 현금보유와 주가변동성간의 관계는 당해 논문이 투자와 불확실성간

8) 4장에서 한국과 미국 기업들의 현금보유 패턴 차이에 대하여 간략하게 비교하도록 하겠다.

의 관계에 초점을 맞추고 있으므로 분석내용에 직접적으로 포함되지는 않았으나 각주의 서술을 통해 개략적인 분석을 실시한 결과 외환위기 이후에 불확실성이 높을수록 현금보유가 높게 나타났음을 지적하였다.

최근 이한득(2006)은 우리나라 상장사에 대한 개략적인 분석을 통해 국내기업의 현금보유가 과도하다는 결론을 내리고 있다. 현금보유증가를 체계적으로 분석하지 않은 상황에서 이 보고서가 이러한 결론을 도출하게 된 데에는 우리나라 기업의 재무구조가 미국 및 일본 등과 비교할 때 매우 견실하다는데 근거를 두고 있다. 그러나 문제는 비교대상이 일정하지 않다는 데 있다. 우리나라의 경우에는 상장사를 기준으로 하였으나, 미국과 일본자료의 경우에는 상장기업 자료가 아닌 국민계정을 만드는 과정에서 조사되는 훨씬 넓은 개념의 자료를 사용하였다. 이한득(2006)에는 우리나라의 경우 현금성자산을 고려한 부채비율이 62%로 미국이나 일본에 비해 매우 낮을 뿐 아니라 현금으로 부채를 모두 갚을 수 있는 기업이 1/3에 달한다고 주장하고 있다. 앞서 언급한 Bates, Kahle, Stulz(2006)에 따르면 미국의 경우 비교대상을 상장사로 전환할 경우 미국 기업의 현금보유 급증은 우리나라보다 훨씬 가파르며 미국의 경우 전체 현금보유액을 합하면 현재 미국기업의 부채를 '모두' 갚을 수 있을 정도라는 점을 보인바 있다. 잘못된 기준으로 국가간 비교를 실시하여 왜곡된 결과를 제시한 사례라고 보아야 할 것이다.⁹⁾

9) 이에 더해 우리나라는 개별재무제표를 사용하는데 반해 미국 및 일본은 연결재무제표를 사용한다는 점도 간과되어 있다. 연결재무제표를 사용할 경우 우리나라 상장기업의 부채비율은 크게 증가한다.

제 3 장

우리나라 기업의 현금보유에 대한 기초분석

본 장에서는 다음 장에서 수행하게 될 우리나라 기업들의 현금보유 결정요인에 대한 본격적인 실증분석에 앞서, 몇 가지 기초적 분석을 통하여 우리나라 기업의 현금보유 패턴 및 그 주요 결정요인의 개략적인 추이 및 특징을 살펴보고자 한다. 본 장에서의 기초분석 및 다음 장에서의 실증분석에서 사용되는 모든 변수들은 WISEfn에서 수집한 1990년부터 2005년까지의 『상장사 재무제표 DB』를 이용하여 추출하였다.

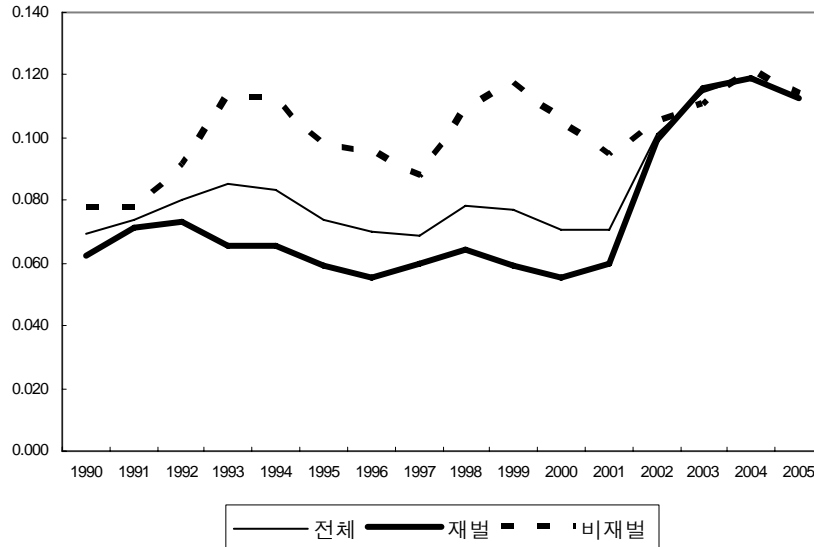
또한 기존의 대부분의 실증분석에서 비제조업의 경우 제조업과는 다른 재무전략을 추구할 가능성이 있기 때문에 제조업 자료만을 사용하여 온 점을 고려하여 본 연구에서도 제조업의 현금보유 행태에 국한하여 분석을 시도한다.

제1절 현금보유 추이

본 절에서는 우리나라 기업들의 현금보유 패턴의 시계열적 추이가 어떠한 모습을 보이고 있는지 살펴보되, 최근 논란이 되고 있는 우리나라 기업들의 ‘과다한 현금보유’ 현상이 어느 정도 일반화 될 수 있는 것인가 그리고 과연 그러한 현상이 경제적으로 어느 정도의 문제점을 내포하고 있는 것인가에 대하여 중점을 두어 분석한다.¹⁰⁾

10) 기존의 문헌에서와 같이 본 연구에서 ‘현금’이라 지칭하는 것은 기업의 대차대조표

[그림 3-1] 상장 제조업체 현금보유비율 추이: 가중평균



먼저 [그림 3-1]은 우리나라 상장 제조업체들의 현금보유비율을 총자산으로 가중평균한 값의 추이를 상장 제조업체 전체, 재벌기업 및 비재벌기업 등으로 나누어 나타낸 것이다.¹¹⁾¹²⁾¹³⁾ 비재벌기업의 경우는 재벌기업에 비해 현금보유비율의 변동폭이 다소 큰 가운데 약 10% 내외에서 등락하였으며 2002년 이후 현금보유비율 수준이 다시 증가하는 모습을 보이고 있다. 그러나 비재벌기업의 경우 최근의 현금보유비율 증가

상에서 현금(cash), 현금등가물(cash equivalent) 및 단기금융상품(marketable securities)과 단기매개가능증권(marketable securities)을 합한 개념이며, '현금보유비율'은 이를 총자산(asset)으로 나눈 것을 의미한다.

- 11) 본 연구에서 재벌은 1997년 이전 상호출자제한기업집단으로 지정되었던 30대 재벌의 계열사를 의미한다. 연도별로 상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단에 차이가 존재하므로 1997년 이전에 한번이라도 상호출자제한기업집단으로 지정된 경우에는 재벌로 처리하였다.
- 12) 가중평균은 현금보유비율(현금/총자산)을 총자산을 가중치로 하여 가중평균한 것이므로 결국 각 그룹별로 현금보유액의 총합을 총자산의 총합으로 나눈 값이다.
- 13) 앞서 언급한 바와 같이 김영산·윤형덕(2001)에서 이미 재벌과 비재벌 간에 현금보유 패턴이 차이를 나타내었다는 연구결과가 존재하므로 여기에서도 기업들의 현금보유비율을 재벌과 비재벌로 나누어 살펴본 것이다.

가 과거에 비해 과도하게 높은 수준은 아닌 것으로 판단된다.

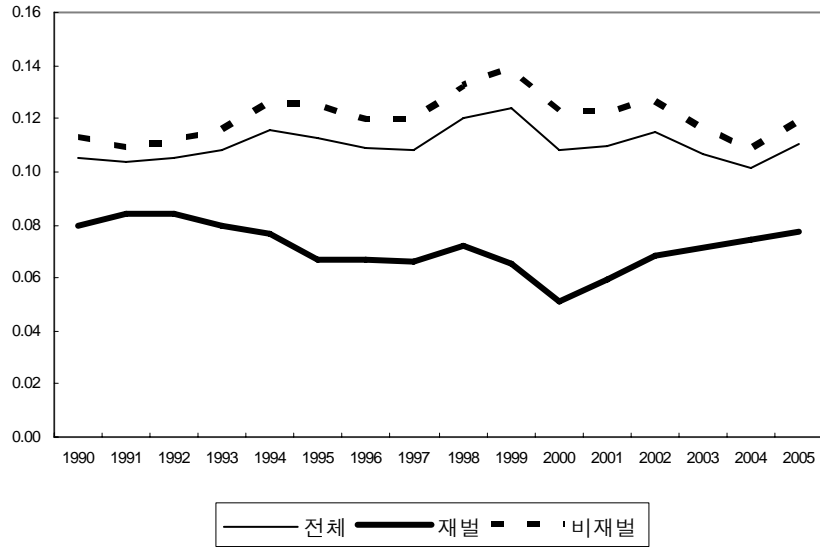
한편 재벌기업의 경우에는 총자산 대비 현금보유액의 비율이 2001년까지 약 6% 내외에서 등락하는 안정적인 모습을 보이다가 2002년부터 매우 빠른 속도로 증가하기 시작하였으며 2004년에는 최고치인 12%에 이르고 있다. 즉 재벌기업의 경우에는 특히 2002년부터 2004년까지의 현금보유비율이 2배 정도 증가할 정도로 그 속도가 매우 빨랐음을 알 수 있다. 적어도 이 그림만으로 판단할 때 최근 들어 우리나라 기업 특히 재벌기업 전체의 현금보유비율이 급속히 증가해 온 것만큼은 사실인 것으로 보인다.

그러나 가중평균값이 아닌 단순평균(simple average) 및 중간값(median)으로 계산한 현금보유비율의 추이를 살펴보면 이러한 현상이 재벌기업 전체의 일반화된 현상은 아닌 것으로 보인다. [그림 3-2]와 [그림 3-3]에서 보는 바와 같이 단순평균 또는 중간값으로 현금보유비율을 계산할 경우, 재벌기업의 현금보유비율이 최근 크게 증가하고 있다는 판단을 내리기 어려운 것으로 보인다. 단순평균의 경우 역시 2002년 이후 현금보유비율이 증가하고는 있으나 그 속도는 매우 완만하며 또한 시계열적으로 판단할 때 최근의 현금보유비율이 높은 수준은 아니다. 중간값을 고려할 경우 이러한 현상은 더욱 심화된다. 즉 최근의 현금보유비율의 중간값은 1990년대 초반과 비교해 볼 때 오히려 낮은 수준에 머물러 있다고 할 수 있다.¹⁴⁾

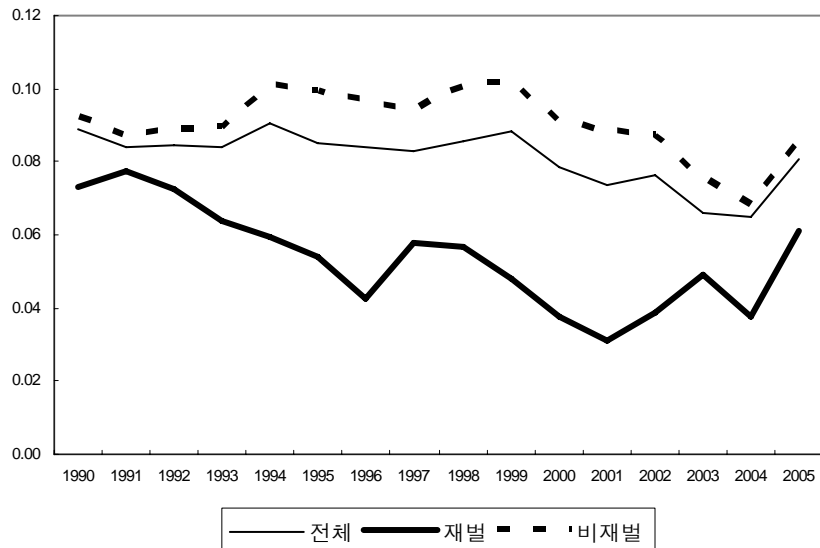
이와 같은 결과는 [그림 3-1]에서 보여지고 있는 재벌기업에 의한 최근의 급속한 현금보유 증가가 재벌기업 전체의 일반화된 현상이 아닌, 소수의 재벌기업에 의한 대규모 현금보유 증가에 기인한 것임을 시사한다고 볼 수 있다. 그렇다면 어떠한 기업들에 의한 현금보유 증가가 [그림 3-1]에서의 현상을 주도하고 있으며 그 정도는 어떠한가?

14) [그림 3-2] 및 [그림 3-3]에서 전 분석기간에 걸쳐 재벌의 현금보유비율이 비재벌과 비교하여 낮은 것은 제2장에서 설명한 바와 같이 현금수요의 규모의 경제가 존재하기 때문으로 해석된다. 또한 재벌기업의 경우 비재벌기업에 비해 금융권에 대한 접근성이 유리하기 때문에 상대적으로 낮은 현금보유 동기를 지니게 된다는 측면도 존재한다.

[그림 3-2] 상장 제조업체 현금보유비율 추이: 단순평균



[그림 3-3] 상장 제조업체 현금보유비율 추이: 중간값

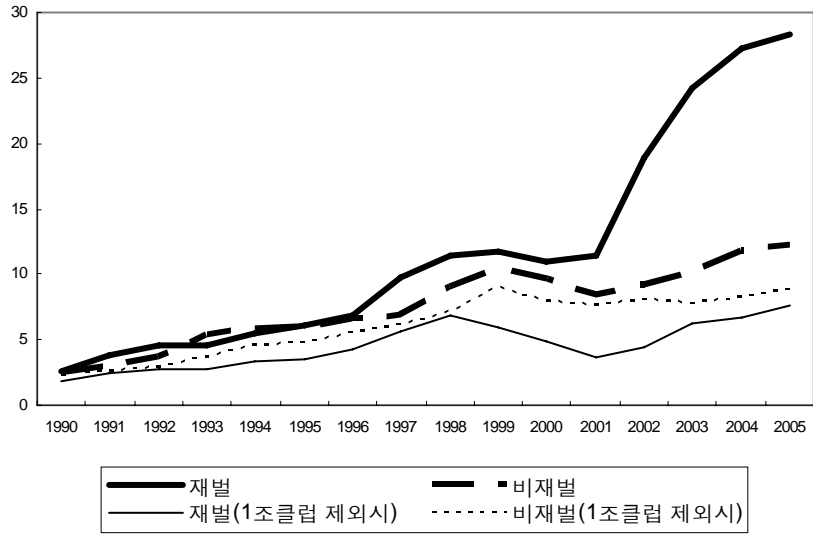


〈표 3-1〉 2005년 현금보유 상위기업

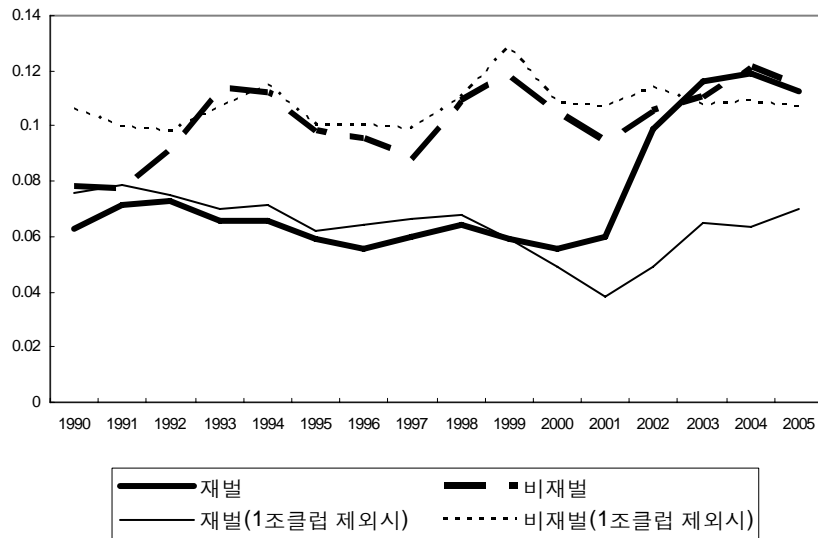
순위	기업명	현금자산보유액 (조원)	상장사 전체 대비 비중(누계, %)	업종
1	삼성전자	6.87	17.0	전기전자
2	현대자동차	6.01	31.8	운수장비
3	포스코	3.35	40.1	철강금속
4	LG.필립스LCD	1.47	43.7	전기전자
5	SK	1.41	47.2	화학
6	삼성중공업	1.39	50.6	운수장비
7	하이닉스반도체	1.22	53.7	전기전자
8	S-Oil	1.19	56.6	화학
9	기아자동차	1.12	59.4	운수장비
10	현대미포조선	0.65	61.0	운수장비
11	현대중공업	0.65	62.6	운수장비
12	동국제강	0.65	64.2	철강금속
13	삼성SDI	0.63	65.7	전기전자
14	한진중공업	0.61	67.2	운수장비
15	현대모비스	0.50	68.5	운수장비
상장사 전체		40.48	-	-

〈표 3-1〉은 2005년도를 기준으로 현금보유액이 높은 상위 15개사를 그 순위별로 나열한 것이다. 최상위 기업의 현금보유액은 6.9조원으로서 우리나라 상장 제조업체 전체의 현금보유액 총 40.5조원의 약 17%를 차지하고 있다. 이를 누계기준으로 보면 상위 6개 기업에 의해 보유하고 있는 현금규모는 우리나라 기업에 의해 보유되는 현금규모의 반 이상을 차지하고 있어, 위에서 지적한 대로 최근의 현금보유비율의 급속한 증가는 이들 몇몇 기업에 의해 주도되고 있다는 것을 뒷받침하고 있다. 이를 보다 명확히 파악하기 위하여 2005년 기준으로 현금자산보유액이 1조

[그림 3-4] 상장사 현금보유 규모 (조원)



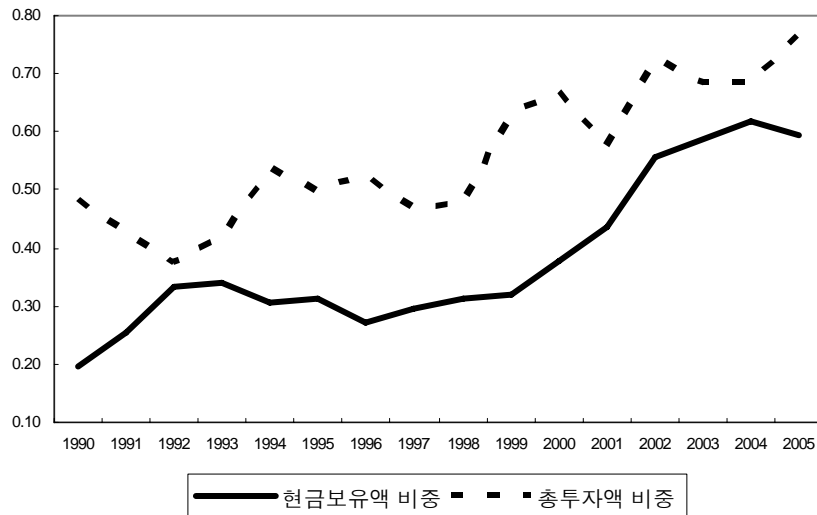
[그림 3-5] 상장사 현금보유 비율: 가중평균



원이 넘는 기업들을 제외할 경우 우리나라 상장 제조업체들의 현금보유 패턴이 어떻게 변화하는지를 분석해 보았다. [그림 3-4]는 현금보유액 규모의 추이를 먼저 살펴 본 것인데, 재벌의 경우 2002년 이후 그 규모가 매우 빠른 속도로 증가하였으나, '1조 클럽'을 제외할 경우 그 규모가 현격히 낮아짐을 알 수 있다. [그림 3-5]의 경우에도 '1조 클럽'의 영향이 얼마나 컸는가를 극명하게 드러내고 있다. 2002년 이후 급속한 속도로 증가하였던 재벌전체의 현금보유비율은 '1조 클럽'이 제외될 경우 현금보유비율 수준의 시계열적 측면에서나 증가속도의 측면에서 볼 때 최근의 움직임이 '과도'하다고 판단하는 것은 무리인 것으로 보인다.

본 절에서의 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 우리나라 기업 특히 재벌기업 전체로 볼 때 현금보유 비율이 과거에 비해 증가한 것은 사실이다. 둘째, 그러나 이러한 현상은 같은 재벌 내에서도 일반적으로 적용될 수 있는 것은 아니며 소수의 몇몇 기업에 의해 주도되고 있으며 이들을 제외할 경우 재벌기업의 현금보유비율은 그리 높은 수준도 아니며 그 증가속도가 빠르다고 보기도 어렵다.

[그림 3-6] 1조클럽 기업들의 현금보유액 및 총투자액 비중



다만, 이렇게 현금보유를 늘린 기업들이 현금보유를 늘리는 과정에서 투자를 축소하여 설비투자 부진의 원인으로 작용할 가능성은 존재한다. 따라서 [그림 3-6]에서는 분석대상 기업자료에서 1조클럽 기업들의 현금보유액 및 설비투자액 비중 추이를 살펴보았다. 그림에서 나타난 바와 같이 연도별로 변동이 있기는 하지만 1조클럽 기업들의 설비투자 비중은 꾸준히 상승해왔다. 따라서 이들 기업이 현금보유를 늘리는 과정에서 설비투자가 위축하였다는 주장은 받아들이기 어렵다고 판단된다.

이렇게 볼 때 과연 최근 제기되고 있는 ‘급증하고 있는 기업의 현금보유 증가를 해소하기 위해 재벌관련 규제를 철폐 또는 완화하여야 한다’는 주장은 재고의 여지가 있다고 판단된다. 적어도 최근의 현금보유 증가는 소수의 몇몇 재벌기업에 집중되어 있으며 이들 기업의 투자는 상대적으로 양호하게 나타나고 있기 때문이다.

제2절 영업이익률의 변동성 추이

앞서 언급한 바와 같이 Bates, Kahle and Stultz(2006)은 예비적 현금수요 모형과 미국의 기업 부문에서 나타나고 있는 현금흐름의 변동성 확대를 적용할 경우 미국 기업에서 나타나고 있는 현금성 자산의 증가를 대부분 설명할 수 있다고 주장하였다. 또한 이항용(2005)에서는 우리나라 상장 제조업체의 경우에 대한 개략적인 분석에서 외환위기 이후에 불확실성이 높을수록 현금보유가 높게 나타났음을 지적하였다.

이러한 기존 연구를 고려할 때 우리나라 기업이 직면한 불확실성이 증가하였다면 이러한 변화가 현금보유 증가를 설명할 수 있을 가능성이 높다. 본 연구에서는 기존연구에서 개별기업이 당면하는 불확실성의 대용변수로 사용되었던 영업이익의 변동성을 활용하여, 불확실성과 현금보유간의 관계를 분석하기로 한다.¹⁵⁾¹⁶⁾ 불확실성의 대용변수인 영업이

15) 한진희(1999), Chun, Kim, Lee and Morck(2004) 등에서 사용된 바 있다.

16) 다음 장에서 회귀분석 모형을 이용하여 우리나라 기업의 현금보유 결정요인에 대한 보다 정교한 실증분석을 실시한다. 여기에서는 이에 앞서 다음 장에서 가장 중요한 현금보유 결정요인으로 분석될 불확실성 변수의 추이 및 현금보유비율과의 관계를

익의 변동성은 각 기업별로 과거 5년 간 영업이익의 표준편차를 사용하였다. [그림 3-5]는 이와 같이 계산된 각 기업별 영업이익 표준편차의 연도별 평균값 및 중간값을 나타낸 것이다.

두 경우에 있어 모두 다음과 같은 두 가지 특성이 나타남을 알 수 있다. 첫째, 경제위기를 겪었던 1997년 이후 영업이익 표준편차의 값은 매우 높은 수준을 보이고 있으며 이러한 현상은 2003년 이후 다소 완화된다. 이러한 현상이 나타나는 이유는 영업이익 표준편차를 계산할 때 과거 5년 간의 자료를 이용하였기 때문에 2002년까지는 경제위기 효과가 지속되기 때문이다. 둘째, 이러한 경제위기 효과를 감안하더라도 전체적인 영업이익 표준편차의 값은 시간이 지남에 따라 증가하였음을 알 수 있다. 즉 경제위기 이전과 비교할 때 최근의 영업이익 표준편차의 값은 높은 수준이라고 할 수 있다.

따라서 만일 우리나라 기업들이 예비적 동기에 의해 현금보유를 하여 왔다면 그 중요성은 최근 들어 더욱 증대하였을 가능성이 있으며 이러한 가설은 다음 장에서 보다 정교한 회귀분석 모형을 이용하여 검증될 것이다.

추가적으로 앞서 발견된 1조클럽에 포함된 기업들의 변동성을 살펴 보았다. [그림 3-8]은 1조클럽에 포함된 기업의 변동성과 1조클럽에 포함되지 않은 변동성을 비교한 것이다. 1994년을 제외하고는 1조클럽에 포함된 기업들의 변동성이 높게 나타나는 것을 볼 수 있다. 이러한 차이가 통계적으로 유의한지를 확인하기 위해 평균 차이에 대한 t-test를 실시하여 보았다. 연도별 테스트는 1조클럽 기업의 관측치가 작아 수행하기 어려웠으므로 전체기간에 대하여 분석을 실시하였다. 테스트 결과 1조클럽의 변동성과 1조클럽을 제외한 기업의 변동성이 동일하다는 가설이 p-value 99.88 수준에서 기각되었다.

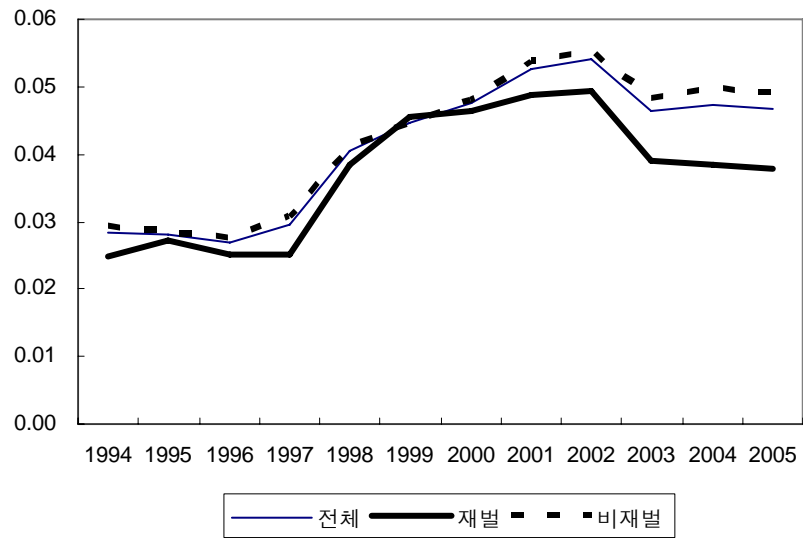
변동성 차이 하나로 1조클럽의 현금보유를 모두 설명할 수는 없겠지만 변동성이 기업의 현금보유에 영향을 미친다면 현금보유 급증에 일부 기여하였을 것으로 판단된다.¹⁷⁾

간략히 분석하려는 것이다.

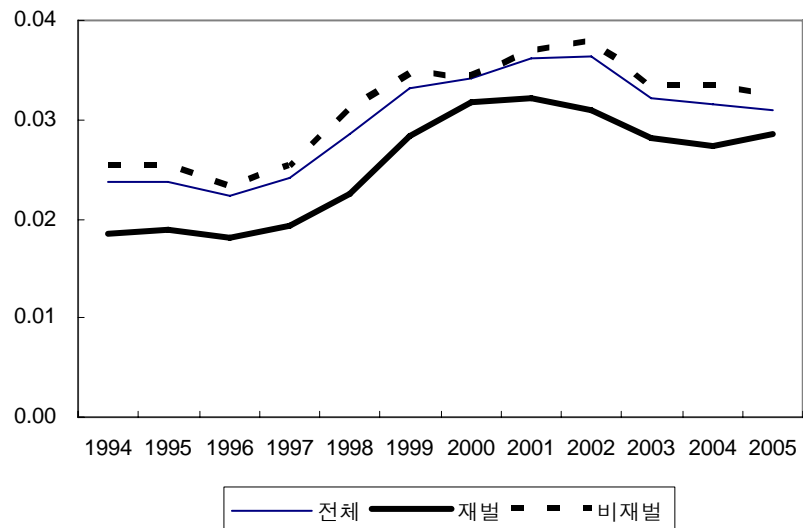
17) 이러한 점을 지적해 준 심사자에게 감사드린다.

[그림 3-7] 기업별 불확실성의 추이

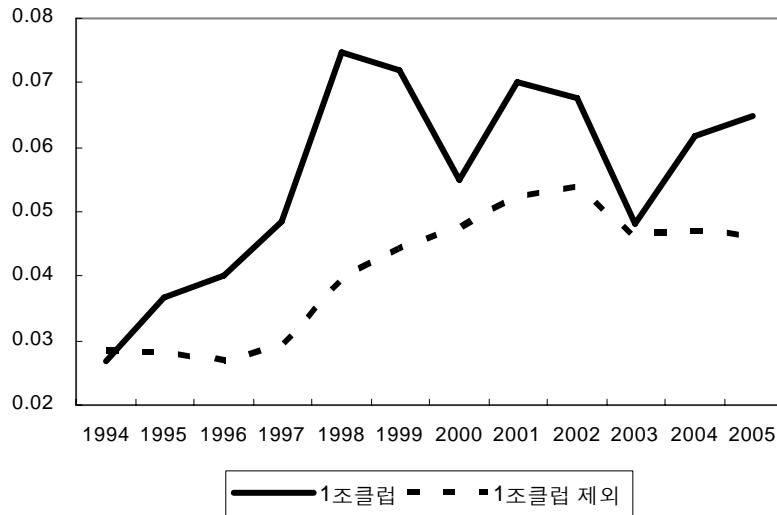
(a) 영업이익의 표준편차의 연도별 평균값



(b) 영업이익의 표준편차의 연도별 중간값



[그림 3-8] 영업이익 표준편차의 단순평균



제3절 현금보유의 평균회귀성

미국기업들의 현금보유 성향에 대하여 분석한 Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)은 간단한 평균회귀모형을 통하여 기업들이 유동성과 관련하여 목표치(target level)를 설정하여 자산을 운용한다는 가설을 검증하였다. 본 절에서는 기초분석의 마지막 단계로서 이들의 방법을 이용하여 우리나라 상장기업들의 경우에도 현금유동성에 대한 목표치를 설정하는가에 대해 검증해 보고자 한다.

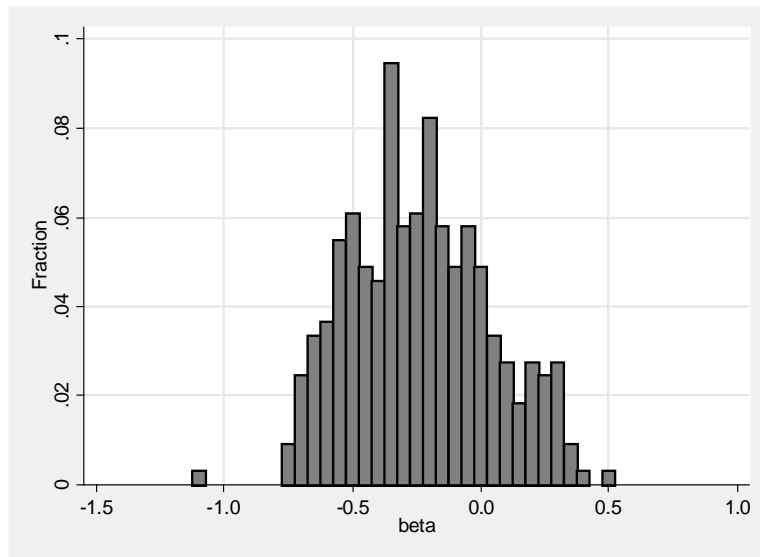
이를 위해 각 표본기업들별로 다음과 같은 회귀방정식을 추정한다.

$$\Delta(Cash/Asset)_t = \alpha + \beta\Delta(Cash/Asset)_{t-1} + \epsilon_t \quad (3-1)$$

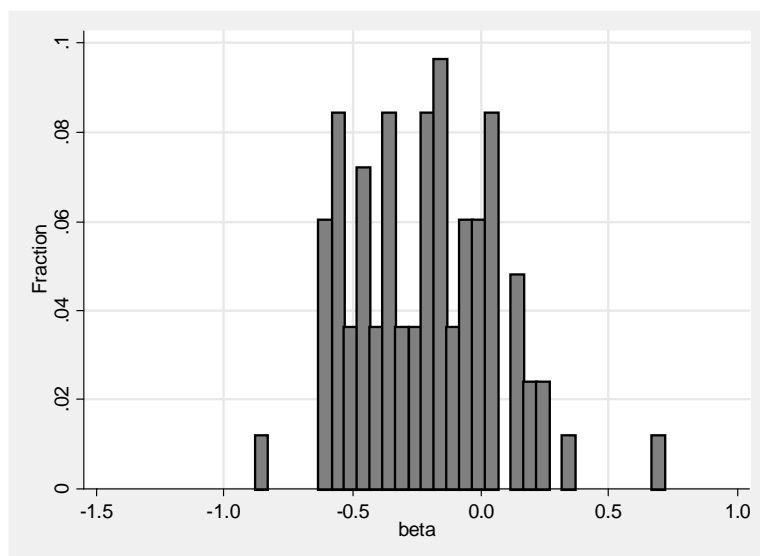
여기에서 Δ 는 1계차분(first difference)을 나타내며 ϵ_t 는 i.i.d.인 오차항을 의미한다. 이 회귀방정식의 계수 β 의 부호가 만일 음수(-)라면 이는 기업의 현금보유비율이 평균회귀성(mean-reverting property)을 가진다고 할

[그림 3-9] 회귀방정식 추정계수($\hat{\beta}$)의 분포도

(a) 재벌의 경우



(b) 비재벌의 경우



수 있으며 이는 기업들이 적절한 현금보유율의 목표치를 설정하여 자산을 운용하고 있다는 간접적인 증거가 될 수 있다. [그림 3-6]은 이와 같은 방식으로 각 기업별 시계열자료를 이용하여 회귀방정식 (3-1)을 추정 한 후 추정계수($\hat{\beta}$)들의 값을 재벌기업 및 비재벌기업으로 구분하여 그 분포도(histogram)을 나타낸 것이다. 재벌기업들이나 비재벌기업들 모두 전체적인 분포가 0보다 작은 쪽에 치우쳐 있음을 알 수 있으며 실제로 추정계수의 평균값 및 중간값도 재벌기업의 경우 -0.2050 및 -0.2168였으며 비재벌기업의 경우에는 -0.2454 및 -0.2384로 나타나 재벌기업이나 비재벌기업 모두에 있어 현금보유비율이 평균회귀적 성격을 가지고 있다는 가설을 기각할 수 없는 것으로 분석되었다.

이와 같은 결과는 우리나라의 경우에도 기업들로 하여금 자신들의 현금보유비율을 너무 높거나 혹은 너무 낮은 상태로 벗어나지 않도록 관리하도록 하는 체계적인 현금보유비율 결정요인들이 존재함을 의미한다. 이에 다음 장에서는 우리나라 기업들의 현금보유 결정요인에 대한 회귀분석을 수행하고자 한다.

제 4 장

우리나라 기업의 현금보유 결정요인 분석

제1절 분석자료 및 주요 변수의 구축

본 장에서는 Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) 및 Bates, Kahle and Stulz (2006) 등에서 사용된 실증적 방법론을 활용하여 1990년부터 2005년까지 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업들의 재무제표를 이용한 우리나라 기업의 현금보유 결정요인을 분석한다. 현금보유 결정요인 분석을 위한 주요 변수들은 현금보유비율과 마찬가지로 WISEfn의 「상장사 재무제표 DB」로부터 추출되었으며, 그 주요 내용은 <표 4-1>과 같다.

현금보유비율(변수명: cash)은 제3장에서 설명한 바와 같이 기업이 보유하고 있는 현금성 자산(현금, 현금등가물, 단기금융상품 및 단기매매가능 증권)을 총자산으로 나눈 것으로 정의하였다. 이러한 현금보유비율에 영향을 미칠 수 있는 변수로서는 다음과 같은 변수들이 사용되었다.

첫째, 제2장에서 설명한 바와 같이 거래적 동기에 의해 현금을 보유하는 경우에 있어 규모의 경제가 발생할 수 있다. 즉 기업들은 거래의 편의를 위하여 현금을 보유하게 되는데 이 때 규모가 보다 큰 기업일수록 금융시장에의 접근성 측면에서 유리하므로 기업의 규모가 클수록 현금보유비율은 낮을 가능성이 있다. 이를 통제하기 위하여 총자산의 로그값(변수명: lnsize)을 규모변수로 사용하였다. 둘째 일반적으로 수익성 있는 투자기회를 가지고 있는 기업의 경우에는 새로운 투자에 활용하기

위해 유동성 높은 현금보유비율을 높이려는 경향이 있을 것이다. 따라서 투자 등 다양한 기업활동 및 향후 성장성에 대한 시장의 평가를 반영하는 q-ratio를 현금보유에 영향을 미칠 수 있는 변수(변수명: q)로 사용하였다. 셋째, 다른 조건이 일정하다면 영업활동에 의한 현금유입이 많은 기업일수록 현금보유 비율이 높을 것으로 예상된다. 따라서 영업활동에 의한 현금유입을 총자산으로 나눈 변수(변수명: roa)를 구축하였다.

〈표 4-1〉 주요 변수에 대한 설명

변수명	내 용	정 의
cash	자산 대비 현금보유비율	- (현금 + 현금등가물 + 단기금융자산 + 단기매매가능 증권) / 총자산
lnsize	규모	- 총자산의 로그값
q	토빈의 q-ratio	- (시가총액 + 총부채 - 재고자산) / 총자산
roa	영업이익률	- 영업이익 / 총자산
invest	투자율	- 총투자 / 총자산
leverage	부채비율	- 총부채 / 총자산
risk	위험도	- 과거 5년 간 각 기업별 영업이익률(ROA)의 표준편차
bcrisis	외환위기 이전 더미	- 외환위기 이전 연도(1998년~2005년)는 1 외환위기 이후 연도(1990년~1997년)은 0
acrisis	외환위기 이후 더미	- 외환위기 이후 연도(1998년~2005년)는 1 외환위기 이전 연도(1990년~1997년)은 0
brisk	risk와 bcrisis의 교호작용항	- risk x bcrisis
arisk	risk와 acrisis의 교호작용항	- risk x arisis
divdum	배당지급더미	- 배당지급시 1, 배당미지급시 0

다음으로 기업의 투자율(변수명: invest)은 총투자를 총자산으로 나눈 값으로 정의하였는데, 기업의 투자지출이 많아지게 되면 기업의 현금성 자산이 소진되게 되므로 투자율과 현금보유율 간에는 음(-)의 관계가 존재할 것으로 예상된다. 그러나 이와 동시에 높은 투자에 의한 수익이 현금흐름으로 반영된다면 투자율과 현금보유 간에는 양(+)의 상관관계가 존재할 수도 있을 것이다.

부채율(변수명: leverage)이 현금보유와 가지는 관계도 이론적으로는 일의적이지 않다. 채무비율이 높은 기업은 보유하고 있는 현금으로 부채를 줄이려고 함으로써 두 변수 간에 음의 상관관계가 존재할 수도 있는 반면 재무관리 측면에서 이자율 변동에 따른 위험을 헷지(hedge)하고자 하는 동기가 있는 기업의 경우에는 부채율과 현금보유 비율 간에 양의 상관관계가 있을 수도 있다.

다음의 변수는 기업들이 직면하고 있는 현금흐름 위험(cash flow risk)에 대비하기 위한 예비적 성격의 현금보유(precautionary cash holding) 동기의 존재 여부 및 그 정도를 검증하기 위해 구축되었다. 즉 과거의 현금흐름의 편차가 큰 기업일수록 유사시에 대비한 현금보유를 늘리게 될 것이다. 따라서 제3장에서 살펴본 바 있는 기업별 영업이익의 과거 5개년 동안의 표준편차를 계산하여 이를 기업별 현금흐름 위험(변수명: risk)이라는 변수로 사용하였다. 만일 예비적 성격의 현금보유 동기가 존재한다면 현금보유와 양의 상관관계를 가질 것으로 기대된다.

마지막으로 배당금지금 더미변수(변수명: divdum)가 사용되었는데 이는 기업의 당기순이익이 배당금으로 지급되는 경우 기업의 현금보유 비율이 낮아지게 되기 때문에 포함된 것이다.¹⁸⁾

<표 4-2>는 위에서의 설명과 같이 구축된 주요 변수들에 대한 기초 통계량을 보고하고 있다.¹⁹⁾

18) <표 4-1>에는 이상에서 설명된 변수들 이외에도 외환위기 이후 더미(acrisis) 그리고 현금흐름 위험변수와 외환위기 전후 더미 간의 교호작용항(brisk, arisk)이 포함되어 있다. 이러한 변수들이 어떠한 이유에서 사용되었는지에 대한 설명은 논의의 편의를 위해 다음 절에서 회귀분석 모형의 설정에 대해 설명하면서 자세히 논의하도록 한다.

19) 종속변수인 현금보유비율이 0인 관측치는 1개에 불과하기 때문에 굳이 Tobit분석을 사용하지는 않았다.

〈표 4-2〉 주요 변수의 기초통계량

변수명	관측치수	평균	표준편차	최소값	최대값
cash	6,357	0.110	0.096	0.000	0.988
lnsize	6,405	18.740	1.407	14.535	24.646
q	5,846	0.857	0.622	0.017	26.810
roa	6,405	0.057	0.082	-1.806	0.550
invest	6,405	0.050	0.077	-0.956	0.799
leverage	6,405	0.599	0.506	0.029	26.477
risk	4,696	0.041	0.048	0.002	0.872
acrisis	6,622	0.501	0.500	0.000	1.000
brisk	4,696	0.009	0.017	0.000	0.182
arisk	4,696	0.032	0.051	0.000	0.872
divdum	6,622	0.706	0.456	0.000	1.000

제2절 실증분석 결과

본 절에서는 이상에서 구축된 데이터를 이용하여 회귀분석한 결과를 보고한다. 본 연구에서의 모든 회귀분석은 1990년부터 2005년까지 구축된 우리나라 상장 제조업체들의 패널데이터를 이용한 고정효과 모형(fixed effect model)을 사용하였다.²⁰⁾ 먼저 전체표본에 대한 회귀분석 결과를 보고한 다음, 전체표본을 재벌기업과 비재벌기업으로 나누어 회귀분석 결과를 보고하도록 한다.²¹⁾

20) 기업의 현금흐름 위험(risk) 변수가 과거 5년 동안의 영업이익의 표준편차로 계산되었기 때문에 실제로 본 실증분석에 포함되어지는 시계열은 1994년부터 2005년까지이다.

21) 표본을 재벌기업과 비재벌기업으로 나누어 각각에 대해 회귀분석을 따로 수행한 이유는 제3장에서 분석결과 재벌과 비재벌의 현금보유 패턴이 상당히 다른 측면이

1. 전체 표본에 대한 고정효과 모형 분석결과

먼저 전체 표본에 대한 고정효과 모형의 분석결과를 살펴본다. 제3장에서 기초분석 결과는 첫째, 적어도 재벌기업의 경우 외환위기 이후 현금보유비율이 증가하였으며 둘째, 기업의 현금보유의 주요 결정요인인 영업이익의 변동성 역시 외환위기 이후 전반적으로 증가하였음을 말해주고 있다.

이와 같은 정형화된 사실들(stylized facts)을 바탕으로 본 회귀분석 모형에서 검증하고자 하는 주요 가설들은 다음의 두 가지이다. 첫째, 외환위기 효과가 존재하는가? 즉 현금보유비율에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변수들을 통제한 이후에도 외환위기 이후 기업의 현금보유가 평균적으로 증가하였다고 판단할 수 있는가라는 질문에 대한 답을 구하고자 한다. 둘째, 예비적 현금보유의 동기가 존재하는가? 즉 우리나라 기업들의 경우에도 영업이익의 변동성 다시 말해 영업활동 상의 위험에 대비하기 위해 현금보유를 증가시켰는가에 대해 분석하고자 한다.

이러한 가설들을 검증하기 위한 회귀분석 결과는 <표 4-3>에 보고되어 있다.²²⁾ 먼저 모형 (1)과 (2)는 외환위기 효과가 존재하는가를 살펴보기 위해 기업별 위험도(risk) 변수는 포함시키지 않은 채 외환위기 이후 더미(acrisis)만을 포함시킨 경우이다. 추정결과 현금보유비율에 영향을

발견되었기 때문이다. 이 경우 물론 재벌과 비재벌기업 간의 현금보유 패턴의 차이를 전체표본을 대상으로 한 분석에서도 재벌더미를 추가함으로써 수행할 수 있으나, 고정효과 모형을 사용할 경우 재벌 또는 비재벌이라는 기업의 특성이 각 기업별로 특수한 그러나 시계열상으로는 변화가 없는 고정효과에 포함되어 추정이 재벌더미의 계수는 추정불가능하다. 이를 회피하기 위하여 고정효과 모형이 아닌 임의효과 모형(random effect model)을 사용할 수도 있으나, 이 경우에도 고정효과 모형을 사용한 실증분석 결과와 크게 다르지 않으므로 여기에서는 생략하기로 한다.

22) 본문에서는 외환위기 효과 및 예비적 동기에 의한 현금보유 효과와 관련된 변수의 추정계수만을 설명하며 여타 통제변수들에 대한 설명은 생략하였다. 여타 통제변수들의 경우에도 대부분의 경우 이론적으로 예측되는 방향으로 그 부호들이 결정되었으며 통계적으로도 유의한 수준임을 알 수 있다. 다만, 규모변수(lnsize)의 경우에는 모든 경우에 있어 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났는데 이는 기업의 규모가 고정효과에 가깝기 때문에 고정효과 모형의 특성 상 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난 것으로 판단된다.

〈표 4-3〉 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과 (기업전체)
: 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
lnsize	-0.002 (0.003)	0.000 (0.003)	-0.001 (0.004)	0.000 (0.004)
q	0.006*** (0.002)	0.028*** (0.005)	0.005*** (0.002)	0.024*** (0.006)
roa	0.110*** (0.016)	0.079*** (0.017)	0.153*** (0.020)	0.126*** (0.021)
invest		-0.092*** (0.017)		-0.083*** (0.019)
leverage		-0.031*** (0.006)		-0.026*** (0.007)
risk			0.187*** (0.057)	0.174*** (0.055)
acrisis	0.007 (0.006)	0.003 (0.006)		
divdum		0.015*** (0.003)		0.014*** (0.003)
상수항	0.132** (0.055)	0.097* (0.056)	0.122 (0.075)	0.087 (0.075)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0232	0.0517	0.0365	0.0591
F 통계량	5.19	8.97	6.92	9.06
관측치 수	5798	5798	4526	4526
기업 수	412	412	412	412

주: ()내는 이분산성 및 자기상관을 감안한 표준오차(heteroskedasticity and autocorrelation-adjusted standard error)를 나타내며 ***, **, *는 각각 추정계수가 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

미칠 수 있는 여타 변수들을 포함시킬 경우 외환위기 이후 더미는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났음을 알 수 있다. 이는 최근의 우리나라 상장 제조업체들의 현금보유비율 수준이 외환위기 이전과 비교하여 평균적으로는 크게 증가하지 않았음을 시사한다고 할 수 있다.

다음으로 모형 (3)과 (4)는 외환위기 이후 더미를 포함시키지 않은 상태에서 우리나라 기업들의 예비적 동기에 의한 현금보유가 존재하는가를 살펴보기 위하여 추정되었다. 추정결과 기업들의 현금보유에 있어 예비적 동기가 매우 중요함을 알 수 있다. 즉 risk에 대한 추정계수 값은 두 경우 모두에 있어 양의 값을 가지며 99%의 신뢰수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

그렇다면 이와 같은 외환위기 효과와 예비적 동기에 의한 현금보유 효과를 동시에 고려한다면 추정결과는 어떻게 될 것인가? <표 4-4>는 몇 가지 방식에 의해 외환위기 효과와 예비적 동기 효과를 동시에 고려한 것이다. 먼저 모형 (1) 및 (2)는 <표 4-3>에서 따로 고려하였던 두 가지 효과를 모형 내에 함께 포함시킨 것이다. 이 경우에도 예비적 동기 효과는 통계적으로 유의하게 존재하는 것으로 나타났다. 그러나 외환위기 효과는 모형 (1)과 (2)에서 통계적으로는 유의하나 그 부호가 반대로 나타났다. 특히 모든 통제변수들을 고려한 모형 (2)의 경우 음(-)의 부호가 나타나 외환위기 이후 오히려 기업들의 평균적인 현금보유비율이 줄어든 것으로 추정되었다. 이러한 추정결과는 다른 조건을 통제할 경우 외환위기 이후 우리나라 기업의 현금보유 비율이 평균적으로 증가하였다고 볼 수 없음을 시사한다고 할 수 있다.

한편 모형 (3)은 외환위기 효과와 예비적 동기 효과를 동시에 고려하되 교호작용항을 포함시켜 추정한 것이다. $brisk$ (또는 $arisk$)는 외환위기 이전 더미(또는 외환위기 이후 더미)와 risk 변수와의 교호작용항으로서, 만일 외환위기 이전(또는 이후)에 예비적 현금보유 효과가 존재한다면 통계적으로 유의한 양(+)의 추정계수를 가지게 될 것이다. 추정결과를 보면 외환위기 이전에는 예비적 동기에 의한 현금보유 효과가 존재하지 않았으나 외환위기 이전에는 예비적 동기에 의한 현금보유 효과가 99%의 신뢰도를 가지고 통계적으로 유의함을 알 수 있다.

〈표 4-4〉 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과 (기업전체)
: 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 함께 고려한 모형

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
lnsize	-0.001 (0.004)	0.000 (0.004)	0.000 (0.004)	0.000 (0.004)
q	0.005*** (0.002)	0.024*** (0.006)	0.024*** (0.006)	0.024*** (0.006)
roa	0.153*** (0.020)	0.126*** (0.021)	0.128*** (0.021)	0.128*** (0.021)
invest		-0.083*** (0.019)	-0.084*** (0.019)	-0.084*** (0.019)
leverage		-0.026*** (0.007)	-0.026*** (0.007)	-0.026*** (0.007)
risk	0.187*** (0.057)	0.174*** (0.055)		
acrisis	0.010* (0.005)	-0.013** (0.005)		-0.019*** (0.006)
brisk			0.011 (0.109)	0.011 (0.109)
arisk			0.186*** (0.058)	0.186*** (0.058)
divdum		0.014*** (0.003)	0.014*** (0.003)	0.014*** (0.003)
상수항	0.116 (0.075)	0.088 (0.076)	0.088 (0.075)	0.089 (0.076)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0365	0.0591	0.0597	0.0597
F 통계량	6.92	9.06	8.60	8.60
관측치 수	4526	4526	4526	4526
기업 수	412	412	412	412

주: ()내는 이분산성 및 자기상관을 감안한 표준오차(heteroskedasticity and autocorrelation-adjusted standard error)를 나타내며 ***, **, *는 각각 추정계수가 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

여기에 외환위기 이후 더미를 포함시킨 모형 (4)를 보면 모형 (2)에 서와 마찬가지로 여타 통제변수들을 감안할 때 외환위기 자체의 효과는 존재하지 않는 것으로 나타났으며 모형 (3)에서와 마찬가지로 예비적 동기의 현금보유가 외환위기 이전에는 존재하지 않았으나 외환위기 이후에는 통계적으로 유의한 수준에서 존재하는 것으로 나타났다.

지금까지의 실증분석 결과에 대한 논의를 종합하면 다음과 같다. 첫째 우리나라 상장 제조업체 전체의 평균으로 볼 때 외환위기 이전과 비교하여 외환위기 이후 즉 최근의 현금보유비율이 높다고 볼 수 없다. 둘째 기업의 영업활동과 관련된 위험의 존재는 예비적 동기에 의한 현금보유를 증가시켰으며 이러한 움직임은 특히 외환위기 이후에 강하게 나타난다. 따라서, 제3장에서 보여진 대로 외환위기 이후 기업들의 영업활동 위험이 과거에 비해 증가하였음을 고려할 때, 최근에 관찰되고 있는 현금보유비율의 증가는 영업활동 위험도의 증가에 따라 기업들이 예비적인 목적으로 현금보유를 증가하였기 때문인 것으로 판단된다.

한편 흥미로운 점은 앞서 이론을 설명할 때 제기되었던 거래비용 절감효과가 나타나지 않고 있다는 점이다. 즉, *Insize* 변수가 통계적으로 유의하지 않게 나타난다. 이러한 현상은 고정효과를 고려한 회귀분석을 사용하였기 때문일 가능성이 있다.²³⁾ 따라서 고정효과 모형 대신 전체 샘플을 풀링(pooling)하고 연도 및 산업더미를 포함하여 회귀분석을 실시하였다. 분석결과는 부록에 포함되어 있다. 예상대로 풀링한 회귀분석에서는 *Insize*의 계수가 통계적으로 유의한 음의 값을 가지며 이는 규모가 큰 기업일수록 현금보유 비율이 낮다는 점을 의미한다.

2. 재벌기업 및 비재벌기업에 대한 고정효과 모형 분석결과

제3장에서의 기초분석에서 본 것과 같이 기업들의 현금보유 패턴은 재벌기업과 비재벌기업 간에 상당한 차이가 있는 것으로 판단된다. 따라서 본 소절에서는 앞 절에서 수행된 회귀분석을 재벌기업 및 비재벌

23) 이러한 점을 지적해준 심사자에게 감사한다.

기업에 대해 각각 수행하였을 때 어떠한 차이점을 가지는가에 대해 분석하도록 한다.

먼저 외환위기 효과 및 예비적 동기 효과를 따로 고려한 <표 4-3>에서의 회귀분석 모형을 재벌기업 및 비재벌기업에 대해 수행한 결과는 <표 4-5> 및 <표 4-6>에 각각 보고되어 있다. 거의 대부분의 변수들에 대하여 그 결과는 전체 기업에 대해 분석하였던 <표 4-3>과 크게 다르지 않음을 발견할 수 있다. 즉 다른 통제변수들을 고려할 때 외환위기 이후의 현금보유 수준이 외환위기 이전의 현금보유 수준에 비해 크게 다르지는 않은 것으로 추정된다. 예비적 동기에 대한 추정결과도 재벌기업과 비재벌기업 모두에 있어 통계적으로 유의한 것으로 나타난다. 그러나 여기에서 한 가지 특징적인 것은 재벌기업의 위험도에 대한 반응이 비재벌기업에 비해 상대적으로 크다는 점이다. 즉 모형 (3) 및 모형 (4)에서 위험도에 대한 추정계수가 재벌의 경우 각각 0.395 및 0.437인 데 반해 비재벌의 경우에는 각각 0.155 및 0.139로 나타났다. 이는 재벌기업들이 비재벌기업들에 비해 위험도에 보다 민감하게 반응하였다는 것을 시사한다.

이상과 같은 결과는 재벌기업 및 비재벌기업에 대해 외환위기 효과와 예비적 동기 효과를 동시에 고려한 <표 4-7> 및 <표 4-8>에서도 동일하게 나타난다. 먼저 기업별 위험도와 외환위기 이후 더미를 같이 고려한 모형 (1)과 모형 (2)를 보면 재벌기업의 경우 위험도에 대한 추정계수는 비재벌기업의 경우에 비해 상대적으로 크게 나타났음을 알 수 있다. 또한 기업별 위험도와 외환위기 더미의 교호작용항을 추정한 모형 (3) 및 모형 (4)에서는 재벌기업이나 비재벌기업이나 외환위기 이전에 예비적 동기에 의한 현금보유가 존재한다고 할 수 없으나, 외환위기 이후에는 통계적으로 유의한 예비적 동기 효과가 존재하였으며, 그 정도는 재벌기업의 경우에 보다 현저하게 나타나는 것으로 추정되었다.

이상에서의 분석결과를 종합하면 다음과 같다. 첫째 재벌기업과 비재벌기업으로 표본을 나누어 분석한 결과는 전체표본에 대해 분석한 결과와 크게 다르지 않다. 즉, 재벌기업과 비재벌기업 모두에 있어 여타 통제변수들을 고려했을 때 외환위기 이후의 현금보유비율 수준이 외환위기 이전에 비해 높다고 판단할 수 없다. 그러나 예비적 동기 효과는

〈표 4-5〉 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과 (재벌)
: 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
lnsize	0.006 (0.005)	0.008* (0.005)	0.007 (0.006)	0.012** (0.006)
q	0.011* (0.006)	0.044*** (0.011)	-0.000 (0.008)	0.031*** (0.011)
roa	0.032 (0.042)	-0.035 (0.045)	0.094** (0.046)	0.042 (0.048)
invest		-0.048** (0.024)		-0.053* (0.030)
leverage		-0.064*** (0.015)		-0.077*** (0.015)
risk			0.395*** (0.090)	0.437*** (0.088)
acrisis	-0.014 (0.012)	-0.012 (0.009)		
divdum		0.005 (0.005)		0.003 (0.006)
상수항	-0.058 (0.092)	-0.077 (0.099)	-0.124 (0.120)	-0.180 (0.119)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0257	0.0734	0.0570	0.1114
F 통계량	1.98	3.63	3.49	4.85
관측치 수	1233	1233	943	943
기업 수	83	83	83	83

주: ()내는 이분산성 및 자기상관을 감안한 표준오차(heteroskedasticity and autocorrelation-adjusted standard error)를 나타내며 ***, **, *는 각각 추정계수가 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

〈표 4-6〉 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과 (비재벌)
: 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
lnsize	-0.004 (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.005 (0.005)	-0.003 (0.005)
q	0.006*** (0.002)	0.026*** (0.006)	0.005** (0.002)	0.022*** (0.006)
roa	0.123*** (0.018)	0.095*** (0.019)	0.155*** (0.023)	0.128*** (0.023)
invest		-0.113*** (0.021)		-0.097*** (0.023)
leverage		-0.028*** (0.006)		-0.023*** (0.007)
risk			0.155** (0.065)	0.139** (0.063)
acrisis	0.003 (0.006)	0.010* (0.006)		
divdum		0.017*** (0.003)		0.017*** (0.004)
상수항	0.192*** (0.069)	0.145** (0.072)	0.193** (0.092)	0.150 (0.095)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0294	0.0583	0.0414	0.0640
F 통계량	5.31	8.48	6.98	8.69
관측치 수	4565	4565	3583	3583
기업 수	329	329	329	329

주: ()내는 이분산성 및 자기상관을 감안한 표준오차(heteroskedasticity and autocorrelation-adjusted standard error)를 나타내며 ***, **, *는 각각 추정계수가 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

〈표 4-7〉 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과 (재벌)
: 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 함께 고려한 모형

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
lnsize	0.007 (0.006)	0.012** (0.006)	0.013** (0.006)	0.013** (0.006)
q	-0.000 (0.008)	0.031*** (0.011)	0.029*** (0.011)	0.029*** (0.011)
roa	0.094** (0.046)	0.042 (0.048)	0.048 (0.048)	0.048 (0.048)
invest		-0.053* (0.030)	-0.059** (0.029)	-0.059** (0.029)
leverage		-0.077*** (0.015)	-0.076*** (0.015)	-0.076*** (0.015)
risk	0.395*** (0.090)	0.437*** (0.088)		
acrisis	-0.023*** (0.008)	-0.002 (0.009)		-0.012 (0.011)
brisk			0.118 (0.114)	0.118 (0.114)
arisk			0.478*** (0.095)	0.478*** (0.095)
divdum		0.003 (0.006)	0.002 (0.006)	0.002 (0.006)
상수항	-0.101 (0.120)	-0.149 (0.116)	-0.200* (0.119)	-0.159 (0.116)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0570	0.1114	0.1166	0.1166
F 통계량	3.49	4.85	4.78	4.78
관측치 수	943	943	943	943
기업 수	83	83	83	83

주: ()내는 이분산성 및 자기상관을 감안한 표준오차(heteroskedasticity and autocorrelation-adjusted standard error)를 나타내며 ***, **, *는 각각 추정계수가 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

〈표 4-8〉 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과 (비재벌)
: 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 함께 고려한 모형

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
lnsize	-0.005 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)
q	0.005** (0.002)	0.022*** (0.006)	0.022*** (0.006)	0.022*** (0.006)
roa	0.155*** (0.023)	0.128*** (0.023)	0.130*** (0.024)	0.130*** (0.024)
invest		-0.097*** (0.023)	-0.097*** (0.023)	-0.097*** (0.023)
leverage		-0.023*** (0.007)	-0.023*** (0.007)	-0.023*** (0.007)
risk	0.155** (0.065)	0.139** (0.063)		
acrisis	0.008 (0.006)	0.009 (0.005)		0.005 (0.007)
brisk			0.029 (0.144)	0.029 (0.144)
arisk			0.147** (0.066)	0.147** (0.066)
divdum		0.017*** (0.004)	0.017*** (0.004)	0.017*** (0.004)
상수항	0.193** (0.092)	0.163* (0.093)	0.149 (0.095)	0.166* (0.093)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0414	0.0640	0.0643	0.0643
F 통계량	6.98	8.69	8.24	8.24
관측치 수	3583	3583	3583	3583
기업 수	329	329	329	329

주: ()내는 이분산성 및 자기상관을 감안한 표준오차(heteroskedasticity and autocorrelation-adjusted standard error)를 나타내며 ***, **, *는 각각 추정계수가 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

재벌기업 및 비재벌기업 모두에 있어 존재하는 것으로 나타나며 특히 외환위기 이후에 예비적 동기 효과가 통계적으로 유의하다. 둘째, 이러한 외환위기 이후의 예비적 동기 효과는 재벌기업의 경우 비재벌기업에 비해 더욱 큰 것으로 나타났다. 따라서 최근 재벌기업들에 의한 현금보유 증가는 외환위기 이전에 비하여 기업들의 영업활동에 따른 위험도가 증가하였기 때문일 가능성이 있다.

제3절 국가별 비교를 통한 우리나라 현금보유에 대한 평가

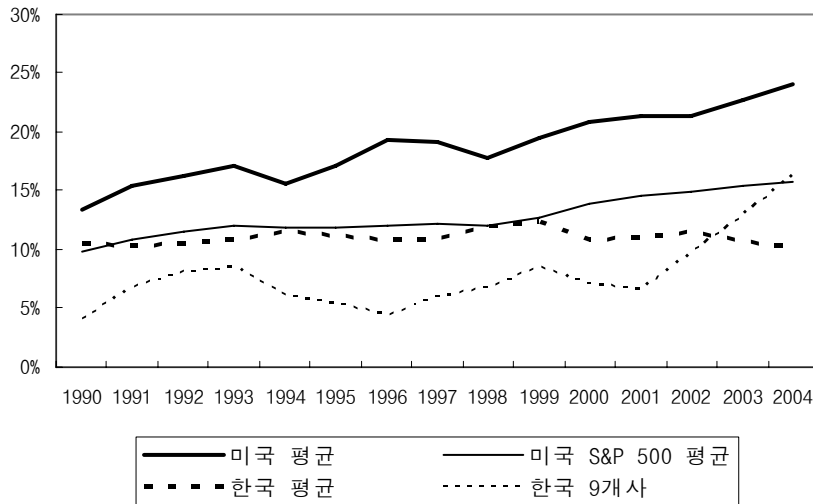
본절에서는 지금까지 살펴본 우리나라에 대한 분석결과를 기초로 최근 연구가 활발하게 진행된 미국의 현금보유 패턴 변화를 비교하고 자료가 입수가능한 몇 개 국가의 현금보유 패턴을 분석함으로써 우리나라 기업의 현금보유 패턴 변화가 ‘과도’한 것이라는 주장의 타당성을 점검해보도록 한다.

앞서 언급한 Bates, Kahle, Stulz(2006)의 연구에 따르면 미국기업은 1980년대 이후 지속적으로 현금보유 비중을 증가시켜 온 것으로 나타난다. 미국 기업의 평균 현금보유 비중은 1990년도에 13.4%에서 2004년에는 24.0%로 거의 두배에 가까운 증가세를 나타내었다. [그림 4-1]에는 미국 전체 기업, S&P500에 포함된 기업, 한국의 상장사 전체 및 한국의 1조이상 현금보유 기업 9개 회사의 현금보유 비중 추이가 나타나있다. 그림에서 발견되는 특징들은 다음과 같다.²⁴⁾

첫째, 우리나라 기업의 현금보유 비중은 미국과 비교할 때 현저히 낮은 수준을 나타내고 있다. 평균값 기준으로 볼 때 우리나라 기업의 현금보유 비중은 크게 증가하지 않은데 반해 미국의 경우 추세적으로 증가세를 나타내어 미국과 우리나라 기업의 현금보유 비중 차이는 확대되고 있는 상황이다. 둘째, 미국 S&P 500기업과 비교할 때 우리나라 상장사

24) Bates, Kahle, Stulz(2006)에 미국 자료가 2004년까지 제공되어 있으므로 우리나라 자료도 2004년까지만 포함하였다.

[그림 4-1] 한국과 미국의 현금보유 비중 추이



의 현금보유 비중은 90년대 말까지 유사한 수준을 보였으나 미국 S&P 500기업의 현금보유 비중이 지속적으로 확대되면서 최근 들어서는 우리나라 상장기업의 현금보유비중이 미국 S&P 500기업의 현금보유 수준을 하회하고 있다. 이상의 비교 결과는 앞서 회귀분석결과에서 나타난 바와 같이 우리나라 기업들이 영업위험을 고려하여 현금보유 비중을 결정하고 있음에도 불구하고 평균적인 현금보유 성향에서는 여전히 미국 기업에 비해 낮은 수준임을 의미한다. 물론 이러한 결과만을 가지고 우리나라 기업의 현금보유 수준이 '부적절하게 낮은 수준'이라고 판단하는 것은 무리이겠지만, 적어도 우리나라 기업의 현금보유가 지나치게 과도하다고 볼 근거는 없다고 판단된다.

셋째, 우리나라 상장기업의 현금보유 증가를 주도한 것으로 나타난 현금보유 1조 이상 9개 기업의 현금보유 비율 추이를 살펴보면 동 기업들은 2001년 이전까지 우리나라 상장기업의 평균에 훨씬 못 미치는 비율의 현금을 보유하고 있었으며 이후 현금보유비율을 급격하게 증가시켜 2004년 기준으로는 우리나라 기업들의 평균 현금보유비율을 넘어서는 수준에 달하고 있는 것으로 나타난다. 동 기업들의 현금보유비율은 미

〈표 4-9〉 외환위기를 겪은 국가별 현금보유 비중 비교(2004년 기준)

(단위: %)

	한국	말레이시아	인도네시아	태국
현금보유비중	9.8	12.8	12.1	9.8

자료: OSIRIS, 가중평균값

국 전체 기업의 현금보유비율에 비해서는 낮은 수준이지만 2004년 기준으로 S&P 500기업의 수준과 유사한 것으로 나타난다. 우리나라에서 현금보유 규모가 가장 크며 현금보유비율의 증가를 주도한 기업만을 고려할 경우에도 미국 S&P 500기업의 평균과 유사한 수준을 나타내었다는 점을 감안하면 우리나라 기업들의 현금보유 급증이 우려할 수준이라고 보는 시각을 정당화하기는 어려울 것으로 판단된다.

추가적으로 우리나라와 유사하게 외환위기를 겪은 국가들의 현금보유 수준을 살펴보았다. 분석대상 국가들은 말레이시아, 인도네시아, 태국이다. 분석자료는 OSIRIS에 포함되어 있는 기업들을 기준으로 하였다.

표에 나타난 바와 같이 우리나라의 현금보유 비중이 유난히 높다는 점을 발견하기는 어렵다. 물론 여러 가지 조건들을 고려한 연구가 추가적으로 이루어질 필요성이 있다는 점을 부정할 수는 없다. 국가별 현금보유 자료를 구축한 연구는 추후 연구과제로 남겨두기로 한다.

제 5 장

결론 및 시사점

본 연구에서는 1990년부터 2005년까지의 우리나라 상장사들의 재무 자료를 대상으로 기업의 현금보유 결정요인에 대한 실증분석을 수행하였으며, 특히 외환위기를 전·후하여 달라진 현금보유 결정요인의 변화 및 재벌과 비재벌간의 현금보유 결정요인의 차이 등도 분석하였다.

전체 자료에 대한 회귀분석 결과는 기존의 이론적 문헌에서 예측하는 바에 부합하는 것으로 보이며 미국기업 등에 대한 실증적 문헌에서의 결과와도 일치하는 것이었다. 본 연구에서 분석된 결과를 요약하면 다음과 같이 정리될 수 있다.

첫째, 우리나라 상장사의 현금보유 비중은 가중평균으로는 최근들어 크게 증가하였으나 단순평균으로는 과거에 비해 크게 증가한 것으로 보기 어렵다. 즉, 최근 현금보유가 증가한 것은 소수의 기업들이 현금보유 규모를 과거에 비해 급격하게 증가시키는 과정에서 관찰된 현상이며 전반적으로 기업들의 현금보유가 증가하였다고 보기는 어려운 상황이다. 특히 2005년 기준으로 현금보유 규모가 1조원을 넘어서는 9개 기업을 제외할 경우 기업들의 현금보유 규모 증가는 거의 관찰되지 않는다.

둘째, 미국에 대한 분석결과와 유사하게 우리나라의 경우에도 기업들로 하여금 자신들의 현금보유비율을 너무 높거나 혹은 너무 낮은 상태로 벗어나지 않도록 관리하도록 하는 체계적인 현금보유비율 결정요인들이 존재하는 것으로 나타났다.

셋째, 우리나라 기업들의 경우에도 영업성과의 불확실성에 대응하여

영업성과의 불확실성이 높을수록 현금보유 비중을 높게 가져가는 경향이 있는 것으로 나타났다. 또한 영업성과의 불확실성이 과거에 비해 상승한 것도 우리나라 기업의 현금보유 패턴 변화에 일부 영향을 미쳤을 것으로 사료된다

넷째, 영업성과의 불확실성에 대응하여 현금보유 비중을 높여가는 성향은 외환위기 이후 더욱 뚜렷이 관찰되고 있으며 재벌과 비재벌을 분류할 경우 재벌 계열사가 보다 영업성과의 변동성에 민감하게 반응하는 것으로 분석되었다. 최근 재벌계열사의 현금보유가 비재벌 기업에 비해 상대적으로 빠르게 증가한 것은 이러한 민감도의 차이에 기인하였을 가능성이 높다고 판단된다.

다섯째, 우리나라 기업의 현금보유 비중과 미국 기업의 현금보유 비중을 비교할 경우 우리나라 기업의 현금보유 비중이 아직까지는 상대적으로 낮은 수준으로 나타났으며, 현금보유 증가를 주도한 주요 기업만을 고려할 경우에도 미국 주요기업의 현금보유 비중과 유사한 수준에 그치는 것으로 나타났다. 따라서 우리나라 기업의 현금보유 비중이 비정상적으로 높은 수준이라고 볼 근거는 찾기 어려웠다.

본 연구에서 분석대상을 우리나라 기업과 미국기업에 한정하였으나, 기업의 현금보유 증가는 여타 국가들에서도 나타나는 현상으로 알려져 있다. 그러나 이러한 현금보유 증가를 근거로 기업관련 규제를 완화하여야 한다는 주장은 우리나라를 제외하고는 찾기 어려운 것이 사실이다. 외환위기의 경험 또한 기업의 국제화가 진전되면서 우리나라 기업의 재무활동은 세계적인 흐름을 따라가려는 움직임을 보이고 있으며 향후에도 이러한 추세가 지속될 가능성이 있다. 기업의 현금보유 확대 및 부채비율 감축 등 재무건전성의 확보노력을 국내적인 시각으로만 접근하는 것은 더 이상 바람직하지 않다고 판단된다.

마지막으로 우리나라 상장기업들의 현금보유가 절대액수에서는 증가하였으나 2005년에 보유비율 측면에서는 감소하였다는 점도 주목할 필요가 있다.²⁵⁾ 실증분석에서 보여졌듯이 우리나라 기업들이 일정한 목

25) 즉, 기업이 성장함에 따라 현금보유 절대액이 증가하는 것은 전혀 이상한 현상이 아니라는 점을 인식할 필요가 있다.

표치를 가지고 현금을 체계적으로 관리하고 있다는 점을 감안하면 현금 보유의 증가 또는 감소에 대하여 지나치게 민감한 반응을 보일 이유가 없어 보인다.

참 고 문 헌

- 김영산·윤형덕, “한국기업의 유동성 보유비율 분석: 재벌과 비재벌 기업의 비교,” 응용경제 제3권 제1호, 2001.
- 이한득, “국내기업의 현금보유 과도한가,” LG 주간경제, LG경제연구원, 2006.
- 이항용, “불확실성이 투자에 미치는 영향에 관한 실증분석.” 한국개발연구원 2005, 27(2), pp89~116.
- Acharya, Viral, Heitor Almeida and Murillo Campello, "Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies," NBER Working Paper 11391, 2005.
- Almeida, Heitor, M. Campello, M. Weisbach, "The Cash Flow Sensitivity of Cash," *Journal of Finance* 59, 2004.
- Bates, Thomas, Kathleen Kahle and Rene Stulz, "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?" NBER Working Paper 12534, 2006.
- Campbell, John, Martin Lettau, Burton Malkiel, and Yexiao Xu, "Have Individual Stock Returns Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk," *Journal of Finance*, 2001.
- Chun, Hyunbae, Jung-Wook Kim, Jason Lee, and Randall Morck, "Patterns of Comovement: The Role of Information Technology in the U.S. Economy," NBER Working Paper, 10937, 2004.
- Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Graham, John and Campbell Harvey, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," *Journal of Financial Economics* 60, 187-243, 2001.
- Hartford, Jarrad, Sattar Mansi and William Maxwell, "Corporate Governance and Firm Cash Holding," mimeo, 2005
- Hartzell, J. C., S. Titman and G. J. Twite, "Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax Based Explanation," University of Texas Working Paper.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, Rene Stulz, and Rohan Williamson, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of*

Financial Economics 52, 3-46, 1999.

Mulligan, Casey, "Scales Economies, the Value of Time, and the Demand for Money: Longitudinal Evidence from Firms," *Journal of Political Economy*, 1997.

Pinkowitz, Lee, Rene Stulz and Rohan Williamson, "Do firms in countries with poor investor rights hold more cash?", mimeo, 2003.

【부표 1】 기업의 현금보유에 대한 회귀분석 결과 (기업전체)
: 외환위기 효과 및 예비적 현금수요를 따로 고려한 모형

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
lnsize	-0.008*** (0.001)	-0.007*** (0.001)	-0.006*** (0.001)	-0.006*** (0.001)
q	0.008** (0.003)	0.049*** (0.007)	0.005** (0.002)	0.045*** (0.008)
roa	0.189*** (0.02)	0.082*** (0.02)	0.234*** (0.023)	0.124*** (0.024)
invest		-0.135*** (0.018)		-0.126*** (0.021)
leverage		-0.060*** (0.009)		-0.056*** (0.01)
risk			0.160*** (0.049)	0.158*** (0.05)
acrisis	0.025*** (0.007)	-0.003 (0.007)		
jaebuldum	-0.041*** (0.003)	-0.032*** (0.003)	-0.048*** (0.004)	-0.037*** (0.003)
divdum		0.036*** (0.003)		0.038*** (0.003)
상수항	0.241*** (0.019)	0.214*** (0.019)	0.221*** (0.022)	0.205*** (0.021)
연도더미 산업더미	포함 포함	포함 포함	포함 포함	포함 포함
R2	0.1113	0.1803	0.1237	0.1925
관측치 수	5798	5798	4526	4526

주: ()내는 이분산성 및 자기상관을 감안한 표준오차(heteroskedasticity and autocorrelation-adjusted standard error)를 나타내며 ***, **, *는 각각 추정계수가 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미함.