

경영자 지분율이 보유현금가치에 미치는 영향

The Effect of Managerial Ownership on the Value of Cash Holdings

조정은
부경대학교 경영대학

Jungeun Cho(jecho@pknu.ac.kr)

요약

본 연구는 경영자 지분율이 기업의 보유현금의 가치에 미치는 영향에 대해 검증하였다. 경영권 방호가설에 의하면 경영자는 자신의 사적이익을 위해 주주의 가치를 훼손시킬 수 있는 의사결정을 할 유인이 존재한다. 이러한 상황에서 경영자 지분율이 증가할수록 투자자들은 해당 기업의 보유현금이 비효율적으로 운용될 것으로 평가하여 보유현금의 가치는 감소할 것으로 예상된다. 반면 이해일치가설에 따르면 경영자 지분율이 증가할수록 경영자는 주주들과 이해관계가 일치함에 따라 자본시장에서는 보유현금이 기업가치를 증대시키기 위해 효과적으로 사용될 것으로 인식하여 보유현금의 가치는 증가할 수도 있다. 실증분석 결과, 경영자 지분율이 증가할수록 보유현금의 가치는 감소하는 것으로 나타나 경영권 방호가설을 지지하는 결과를 보고하였다. 본 연구는 경영자 지분율에 따라 기업의 보유하는 현금이 시장에서 차별적으로 평가되는지에 대한 실증적 근거를 제시하였다는 점에서 공헌점을 찾을 수 있다.

■ 중심어 : | 경영자 지분율 | 경영권 방호가설 | 이해일치가설 | 보유현금의 가치 |

Abstract

This study examines the effect of managerial ownership on the value of firms' cash holdings. According to the management entrenchment hypothesis, managers have incentives to make decisions that can undermine shareholders' value for their own private interests. In this situation, as the managerial ownership increases, investors may evaluate that the cash held by the company may be utilized inefficiently and the value of the cash holdings may decrease. On the other hand, based on the incentive alignment hypothesis, the value of cash holdings may increase as investors perceive cash holdings to be effectively used to increase corporate value as managers' interests are in agreement with shareholders. Empirical results show that the value of cash holdings decreased as managerial ownership increased. This study finds a contribution in that it presents empirical evidence on whether the cash held by the company is differentially evaluated according to the level of the managerial ownership.

■ keyword : | Managerial Ownership | Management Entrenchment Hypothesis | Incentive Alignment Hypothesis | Value of Cash Holdings |

I. 서론

본 연구는 경영자 지분율이 보유현금의 가치에 미치는 영향에 대해 검증하였다. 소유와 경영이 분리되어 있는 기업은 경영자와 주주간에 존재하는 정보불균형으로 인해 대리인 문제가 발생할 수 있다[1][2]. 경영자 지분율에 관한 선행연구에서는 경영자가 해당 기업에 대해 높은 수준의 지분을 보유하고 있을 경우 외부 투자자들의 견제와 감시활동이 감소하여 자신들의 기득권을 우선시하는 의사결정을 수행할 가능성이 높아진다고 주장하였다. 이에 따라 대리인 비용은 높아지게 된다는 것이다. 이러한 주장을 경영권 방호가설이라고 일컫는다[3-6].

반면 경영자가 기업의 지분을 많이 소유할수록 주주와의 이해관계가 일치하게 됨에 따라 대리인 비용이 감소한다는 주장도 제기되고 있다. 경영자의 지분율이 증가할수록 경영자가 해당 기업을 소유하는 것과 유사하게 인식되어 대리인 비용을 보다 효과적으로 감소시킬 수 있다는 것이다. 이러한 주장을 이해일치가설이라고 한다[1][7-9].

전술한 바와 같이 선행연구에서는 경영자 지분율이 대리인 비용에 미치는 영향에 대해 정(+) 혹은 부(-)의 상반된 연구결과를 제시하고 있다. 이에 본 연구는 경영자 지분율이 증가할수록 보유현금의 가치가 증가하는지 혹은 감소하는지 살펴보고자 한다. 보유현금의 가치는 투자자들이 기업의 현금이 어떻게 사용되는지 예측하는 바에 따라 결정된다[10][11]. 현금은 다른 자산에 비해 유동성이 높고, 경영자가 사적효용을 얻기 위해 유용하기가 수월한 자산이다[12-14].

Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 대리인 비용이 높은 기업의 경우 투자자가 현금의 가치를 낮게 평가한다고 보고하였다[10]. 국내 연구에서도 지배구조가 양호하여 대리인 문제가 존재할 가능성이 낮은 기업은 보유현금이 기업가치에 더 긍정적인 효과를 가져온다는 연구결과가 제시되고 있다[15][16].

경영권 방호가설에 따르면 경영자 지분율이 증가할수록 경영자는 자신의 특권을 누리기 위해 기업의 보유현금을 사적으로 유용하게 되어 시장에서 평가하는 보

유현금의 가치는 감소할 것으로 예측된다. 반면 이해일치가설에 따르면 경영자가 기업의 지분을 많이 보유할수록 주주와 이해관계가 일치되어 보유현금을 기회주의적으로 사용하기 보다는 기업가치를 증대시킬 목적으로 사용할 것으로 평가되어 보유현금의 가치는 증가할 것으로 예상된다.

본 연구는 국내기업을 대상으로 경영자 지분율이 기업의 보유현금의 가치에 미치는 영향을 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별성이 있다. 경영자의 지분이 기업의 경영의사결정에 미치는 영향이 크기 때문에 경영자 지분율에 따라 기업이 보유하는 현금이 시장에서 차별적으로 평가되는지에 대한 실증적 근거를 제시하였다는 측면에서 의미가 있다. 또한 보유현금가치와 관련된 선행연구에서는 보수적 회계처리, 감사품질, 공시품질과 같은 회계정보의 질 및 대리인 비용에 따른 보유현금가치의 효과를 살펴본 반면 본 연구에서는 경영자가 소유하는 지분에 따른 보유현금가치를 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별성을 가진다[17-19]. 더불어 경영자 지분율과 관련한 선행연구에서는 경영자 지분율이 기업의 이익조정 행태, 자기자본 및 타인자본비용에 변화를 가져오는지 살펴보았다[6][9][20]. 본 연구는 경영자 지분율에 따라 보유현금에 대한 투자자들의 평가를 검증하였다는 측면에서 선행연구에 추가적으로 공헌할 수 있을 것으로 판단된다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. 경영자 지분율에 관한 선행연구

경영자 지분율이 대리인 비용에 미치는 영향과 관련하여 두 가지의 상반된 가설이 존재한다. 첫 번째 가설인 경영권 방호가설에 따르면 경영자가 기업의 지분을 많이 보유할수록 주주의 가치를 높이기보다는 자신의 기득권을 유지하기 위한 기회주의적 의사결정을 하게 되어 대리인 비용이 높아진다. Jensen and Ruback(1983)은 경영자 지분율이 증가하는 경우 기업의 장기적 가치를 훼손시킬 수 있는 비효율적인 투자 프로젝트를 수행하여 사적이익을 추구한다고 주장하였다[4].

Demsetz(1983)는 경영자 지분율이 증가할수록 경영자가 기업의 가치를 극대화시키지 못하더라도 이들을 퇴출시키기 힘들어짐에 따라 경영자는 견제를 받지 않고 자의적인 영업활동을 하게 되어 기업가치가 감소할 수 있다고 주장하였다[3]. Morck et al.(1988)은 경영자 지분율이 높아지면 경영자는 노동시장에서 자신들의 평판을 높이고 시장에서 인수합병 위험 등에 적절히 대응하기 위해 노력하고자 하는 유인이 감소한다고 보고하였다[5]. 결과적으로 경영자는 효율적으로 자원을 배분하여 기업가치를 높이기보다는 자신의 사적효용을 극대화할 가능성이 높아진다고 보고하였다. 전홍민(2014)은 경영자 지분율이 높아질수록 자기자본비용이 증가한다는 분석결과를 제시하여 많은 지분을 보유한 경영자에 대해서 투자자는 해당 기업에 대해 위험프리미엄을 부여하는 것으로 나타났다[6].

반면 두 번째 가설인 이해일치 가설에 따르면 경영자 지분율이 높아질수록 경영자와 주주간의 이해관계가 일치되어 대리인 비용이 감소하게 된다. Jensen and Meckling(1976)은 경영자의 지분율이 증가하게 되면 경영자가 해당 기업을 소유하는 것과 유사하게 되고, 주주와 경영자 간의 이해관계가 일치함에 따라 대리인 비용을 효과적으로 감소시킬 수 있다고 주장하였다[1]. Warfield et al.(1995)도 경영자가 소유하고 있는 지분이 증가할수록 대리인 비용이 감소하여 경영자의 이익조정 유인이 감소한다는 결과를 발견하였다[7]. Ang et al.(2000)은 미국의 중소기업의 소유구조와 대리인 비용의 관련성에 대해 연구하였는데, 경영자가 주주일 때, 가족이 50% 이상의 지분을 소유하고 있을 때 대리인 비용은 감소한다고 주장하였다[21]. 이와 같이 경영자 지분율에 대한 선행연구들은 일관된 결과를 제시하기 보다는 경영권 방호가설과 이해일치가설을 모두 지지하는 분석결과들이 보고되고 있다.

2. 경영자 지분율이 보유현금의 가치에 미치는 영향

기업이 보유하고 있는 현금은 유동성이 높고, 경영자가 외부로부터 감시나 통제를 받을 가능성이 낮다는 점에서 경영자와 주주 사이에 대리인 문제를 발생시킬 유인이 존재한다. 즉 다른 자산에 비해 경영자가 사적이

익을 취득하기 위해 유용할 가능성이 높다는 특징을 지니고 있다[12][14]. 선행연구에 따르면 경영자가 사적이익추구를 위해 현금성 자산을 축적하고 있으며 현금을 많이 보유한 기업일수록 미래 경영성과를 악화시키는 인수합병을 무리하게 진행한다는 연구결과를 제시하였다[22][23].

최근에는 자본시장에서 기업이 보유하고 있는 현금을 어떻게 평가하는지 알아보는 보유현금의 가치와 관련된 연구가 활발히 수행되고 있다. Faulkender and Wang(2006)은 기업이 실제 보유하고 있는 현금과 시장에서 투자자들이 평가하는 현금의 가치는 동일하지 않고, 현금의 사용목적에 따라 보유현금의 가치가 달라진다고 주장하였다. 예를 들어, 기업의 규모가 작고, 현금 배당 수준이 높으며 채권의 신용등급이 낮은 기업들은 자금을 조달하는데 어려움이 있기 때문에 이러한 제약이 커질수록 추가적인 현금흐름이 주식수익률에 더 많이 반영된다고 보고하였다[24].

Dittmar and Mahrt-Smith(2007)은 대리인 문제가 심각한 기업일수록 시장에서 보유현금에 대해 부정적으로 평가한다는 결과를 발견하였다[10]. 국내 연구에서도 박순홍과 연강흠(2009) 및 김보영과 정균범(2013)은 대리인 비용이 높은 기업의 경우 보유현금이 기업가치에 반영되는 정도가 약하게 나타났다고 보고하였다[15][16]. 이러한 연구결과는 경영자가 사적이익을 얻기 위해 현금을 유용할 가능성이 높은 기업에 대한 보유현금의 가치는 부정적일 것이라는 점을 보여주고 있다.

이에 본 연구는 대리인 문제에 영향을 미치는 경영자 지분율이 기업의 보유현금의 가치와 관련성이 존재하는지 살펴보고자 한다. 경영권 방호가설에 따르면 경영자 지분율이 증가할 경우 투자자들이 경영자가 보유현금을 자신의 사적이익을 추구하기 위해 활용하는 것으로 인식하여 해당기업의 보유현금의 가치는 오히려 감소할 것으로 예상된다. 반면 이해일치가설에 의하면 경영자의 지분율이 증가할수록 투자자들이 이를 경영자와 주주의 이해관계가 일치하는 것으로 판단하게 된다. 그러면 보유현금의 가치는 시장에서 긍정적으로 평가되어 증가할 것으로 예측된다. 이와 같이 기업의 경영자 지분율이 보유현금의 가치에 미칠 수 있는 긍정적 영향과

부정적 영향에 대한 가능성이 존재하여 이를 사전적으로 예측할 수 없기 때문에 본 연구의 가설은 다음과 같이 귀무가설의 형태로 설정하였다.

가설: 경영자 지분율과 보유현금가치는 유의한 관계가 존재하지 않는다.

III. 연구방법론

1. 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위해 Faulkender and Wang(2006)의 보유현금가치 모형에 통제변수들을 추가하여 다음과 같은 연구모형 (1)을 설정한다.

$$CAR = \alpha + \beta_1 \Delta CASH + \beta_2 \Delta CASH \times MOWN_t + \beta_3 MOWN_t + \beta_4 \Delta E + \beta_5 \Delta NA + \beta_6 \Delta RD + \beta_7 \Delta INT + \beta_8 \Delta DIV + \sum \beta IND Dummy + \sum \beta YR Dummy + \epsilon \quad (1)$$

CAR	당기 4월부터 차기 3월 동안의 누적초과수익률;
$\Delta CASH$	(당기 현금및현금성자산 - 전기 현금및현금성자산)/전기 총자산;
MOWN	경영자 지분율;
ΔE	(당기 법인세차감전 순이익 - 전기 법인세차감전 순이익)/전기 총자산;
ΔNA	(당기 현금을 제외한 순자산 - 전기 현금을 제외한 순자산)/전기 총자산;
ΔRD	(당기 연구개발비 - 전기 연구개발비)/전기 총자산;
ΔINT	(당기 이자비용 - 전기 이자비용)/전기 총자산;
ΔDIV	(당기 배당금 - 전기 배당금)/전기 총자산.

위의 모형 (1)에서 종속변수로 사용된 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return, CAR)은 시장조정모형을 이용하여 월별 초과수익률을 산출한 후 해당연도 4월부터 차기 3월까지 누적한 합으로 계산한다[25][26]. 관심변수인 경영자 지분율은 사업보고서에 공시된 임원이 보유하는 지분율의 합으로 측정한다[6][27]. 본 연구에서는 경영자 지분율이 보유현금의 가치에 미치는 영향에 대해 사전적으로 예측하지 않았기 때문에 식 (1)에서 β_2 는 유의한 양(+) 또는 음(-)의 계수값을 가질 수 있을 것으로 예상된다.

기업의 보유현금가치를 측정하는 모형을 개발한 Faulkender and Wang(2006)은 기업의 수익성 변화, 투

자활동 및 재무활동 변화가 기업이 보유하는 현금에 대해 주주들이 가치를 부여하는 정도가 다르기 때문에 이러한 요소들을 반영하는 변수를 통제변수로 포함하였다[10][16-18][24]. 먼저 기업의 수익성 변화를 반영하기 위해 전년도 대비 당해 년도의 법인세차감전 순이익의 변화분(ΔE)을 통제하였고, 기업의 투자정책을 나타내는 변수로서 현금을 제외한 순자산의 변화분(ΔNA) 및 연구개발비 변화분(ΔRD)을 통제변수로 사용하였다. 기업의 자금조달과 관련된 재무활동은 이자비용의 변화분(ΔINT)과 배당금의 변화분(ΔDIV)을 포함하였다.

2. 표본의 선정

본 연구는 2002년부터 2015년을 표본기간으로 하여 이 기간 동안 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 다음의 조건에 해당하는 기업들을 표본으로 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 결산월이 12월인 기업
- (3) 한국신용평가정보(주)의 Kis Value에서 재무자료와 주가자료를 수집할 수 있는 기업
- (4) 자본이 잠식되지 않은 기업

상기한 조건을 만족하는 표본은 총 6,988개이며 분석에 포함된 변수들의 극단치로 인한 영향을 통제하기 위해 변수들의 상위 및 하위 1%에 해당하는 표본의 값을 winsorization 하였다.

IV. 실증분석

1. 변수의 기술통계 및 상관관계 분석

[표 1]은 본 연구의 가설을 검증하기 위해 실증분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 종속변수인 누적초과수익률(CAR)의 평균(중간값)은 약 -1.3%(-3.4%)로 보고되었다. 현금($\Delta CASH$)은 전년도 대비 평균 0.4% 증가하여 평균적으로 기업의 보유현금이 증가한다는 것을 의미한다. 경영자 지분율(MOWN)의 평균은 약 11.2%인 것으로 나타났다.

표 1. 기술통계량

Variable	Mean	Q1	Median	Q3	STD
CAR	-0.013	-0.146	-0.034	0.085	0.219
△CASH	0.004	-0.014	0.001	0.020	0.050
MOWN	0.112	0.000	0.038	0.189	0.147
△E	0.005	-0.027	0.001	0.031	0.086
△NA	0.066	-0.020	0.041	0.126	0.182
△RD	0.001	0.000	0.000	0.000	0.003
△INT	0.000	-0.002	0.000	0.002	0.007
△DIV	0.001	0.000	0.000	0.001	0.008

CAR 당기 4월부터 차기 3월 동안의 누적초과이익률;
 △CASH (당기 현금및현금성자산 - 전기 현금및현금성자산)/전기 총자산;
 MOWN 경영자 지분율;
 △E (당기 법인세차감전 순이익 - 전기 법인세차감전 순이익)/전기 총자산;
 △NA (당기 현금을 제외한 순자산 - 전기 현금을 제외한 순자산)/전기 총자산;
 △RD (당기 연구개발비 - 전기 연구개발비)/전기 총자산;
 △INT (당기 이자비용 - 전기 이자비용)/전기 총자산;
 △DIV (당기 배당금 - 전기 배당금)/전기 총자산.

[표 2]에 제시된 상관분석은 가설을 검증하기 위한 회귀분석에 포함된 개별 변수들 간의 상관관계를 보여 주고 있다. 상관관계의 정도는 상관계수를 통해서 확인할 수 있으며 상관계수 아래 괄호 안의 값(p-value)은 각 변수간의 상관관계가 유의한지를 나타낸다. 즉, 개별 변수들 간의 연관성 정도를 파악할 수 있다. 예를 들어 보유현금의 변화(△CASH)와 누적초과이익률(CAR) 간의 관계를 보여주는 상관계수는 0.026이며 이 계수는 5% 수준의 유의한 양(+)의 계수값을 보이고 있다. 이러한 결과는 기업이 보유하는 현금수준이 증가할수록 기업가치도 높아지는 것을 의미한다. 경영자 지분율(MOWN)은 CAR과 유의하지 않은 음(-)의 상관관계를 보였다. 법인세차감전 이익의 변화분(△E)과 배당금의 변화분(△DIV)은 CAR과 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 반면 이자비용의 변화분(△INT)은 CAR과 유의한 음(-)의 상관관계를 가지고 있는 것이 관찰되었다. 그러나 상관분석은 개별 변수들 간의 상관관계를 제시하고 있기 때문에 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 통제변수를 포함한 다변량 회귀분석을 통하여 본 연구의 가설을 검증하고자 한다.

표 2. 상관분석

	CAR	△CASH	MOWN	△E	△NA	△RD	△INT	△DIV
CAR	1.000							
△CASH	0.026 (0.016)	1.000						
MOWN	-0.012 (0.249)	-0.008 (0.423)	1.000					
△E	0.054 (0.000)	0.101 (0.000)	-0.007 (0.488)	1.000				
△NA	-0.009 (0.397)	-0.090 (0.000)	0.009 (0.374)	0.112 (0.000)	1.000			
△RD	0.005 (0.629)	0.030 (0.004)	-0.015 (0.156)	0.000 (0.980)	0.095 (0.000)	1.000		
△INT	-0.030 (0.005)	0.063 (0.000)	0.049 (0.000)	-0.137 (0.000)	0.216 (0.000)	0.046 (0.000)	1.000	
△DIV	0.059 (0.000)	0.040 (0.000)	0.008 (0.436)	0.243 (0.000)	0.158 (0.000)	0.036 (0.001)	-0.057 (0.000)	1.000

1) 변수에 대한 설명은 표 1 참조
 2) 괄호 안의 값은 P값을 의미함

2. 가설 검증 결과

[표 3]은 경영자 지분율이 해당 기업의 보유현금의 가치에 미치는 영향을 살펴보기 위한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 여기서 관심변수는 보유현금의 변화(△CASH)와 경영자 지분율(MOWN)의 상호작용 변수(△CASH×MOWN)이다. 실증분석 결과, △CASH는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수값이 관찰되어 시장에서 기업이 보유하고 있는 현금의 증가에 대해 긍정적으로 평가하는 것으로 나타났다. 관심변수인 △CASH×MOWN은 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 경영자 지분율이 높아질수록 기업의 보유현금의 가치가 감소한다는 것을 의미하며 경영권 방어 가설을 지지하는 결과를 발견하였다. 즉, 기업의 경영자

표 3. 경영자 지분율이 보유현금가치에 미치는 영향

Variable	Dependent Variable: CAR	
	Estimate	t-value
Intercept	-0.076	-3.55 ***
△CASH	0.748	5.85 ***
△CASH×MOWN	-1.654	-2.25 **
MOWN	0.071	1.97 *
△E	0.985	15.69 ***
△NA	0.282	9.05 ***
△RD	1.212	0.79
△INT	-3.848	-4.89 ***
△DIV	3.694	5.86 ***
Adj R2	0.08	
F-value	21.87***	
N	6,988	

1) 변수에 대한 설명은 [표 1] 참조

2) ***, **는 각각 양측검정으로 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

지분율이 증가할 경우 투자자들은 경영자가 보유현금을 자신의 사적이익을 얻기 위한 목적으로 활용할 것으로 판단하여 해당 기업의 보유현금의 가치는 오히려 감소하는 것으로 해석된다.

본 연구의 경우 각 회귀식의 추정과정에서 독립변수들 간의 VIF(variance inflation factor)를 확인한 결과 일반적으로 다중공선성 문제가 있다고 보는 임계치인 10보다 낮은 2이하로 나타나 다중공선성으로 인한 문제가 심각하지 않은 것으로 나타났다.

본 연구의 분석결과는 경영자 지분율에 따라 기업이 보유하고 있는 현금이 시장에서 차별적으로 인식되는지에 대한 실증적 근거를 제시하였다는 점에서 선행연구와의 차별성을 가질 것으로 판단된다.

3. 추가 분석

본 추가분석에서는 경영자 지분율을 기준으로 소유경영자 지배기업과 전문경영자 지배기업으로 구분하여 보유현금가치에 미치는 영향을 검증하였다. 경영자 지분율이 평균값 이상인 기업을 소유경영자 지배기업으로 구분하고, 경영자 지분율이 평균값 미만인 기업을 전문경영자 지배기업으로 구분하였다[29]. [표 4]에서 DMOWN은 소유경영자 지배기업이면 1, 전문경영자 지배기업이면 0인 변수를 의미한다. 여기서 관심변수는 보유현금의 변화(ΔCASH)와 소유경영자 지배여부(DMOWN)의 상호작용 변수(ΔCASH×DMOWN)이다.

분석 결과, ΔCASH×DMOWN은 5% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 나타냈다. 즉 경영자가 소유한 지분율이 높은 소유경영자 지배기업이 전문경영자 지배기업에 비해 시장에서 평가하는 보유현금의 가치가 더 낮다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 경영자 지분율을 연속변수로 사용하여 분석한 결과와 일관된 결과로서 투자자들은 경영자가 기업의 지분을 많이 보유할수록 보유현금을 효율적으로 사용하기 보다는 현금을 유용하여 자신의 기득권을 유지하기 위한 비효율적 의사결정을 내릴 것으로 인식한다고 해석된다. 또한 소유경영자 지배기업은 경영자를 효과적으로 통제하고 감시할 수 있는 주체나 제도가 미비하기 때문에 보유현금의 가치가 부정적으로 나타나는 것으로 판단된다.

표 4. 소유경영자 지배기업과 전문경영자 지배기업을 구분한 분석

Variable	Dependent Variable: CAR	
	Estimate	t-value
Intercept	-0.075	-3.55 ***
ΔCASH	0.744	5.83 ***
ΔCASH×DMOWN	-0.488	-2.21 **
DMOWN	0.022	2.04 **
ΔE	0.981	15.62 ***
ΔNA	0.282	9.06 ***
ΔRD	1.222	0.8
ΔINT	-3.866	-4.92 ***
ΔDIV	3.707	5.88 ***
Adj R2	0.08	
F-value	21.87***	
N	6,988	

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

본 연구의 [표 3]과 [표 4]의 수정 R_2 는 0.08로 나타났다. 보유현금가치를 분석한 국내 선행연구들을 살펴본 결과 평균적으로 0.06에서 0.08 정도로 본 연구결과와 유사한 수정 R_2 가 나타나는 것을 확인하였다 [16][28][30]. 따라서 보유현금가치의 모형을 사용한 연구들의 분석결과에서 상대적으로 낮은 수정 R_2 값을 보여 본 연구의 결과만이 낮은 수정 R_2 를 보이는 것은 아닌 것을 확인하였다. 이와 같이 상대적으로 낮은 수정 R_2 값은 본 연구의 한계점이라고 할 수 있다.

V. 결론

본 연구에서는 경영자 지분율이 기업의 보유현금의 가치에 미치는 영향에 관해 살펴보았다. 경영권 방호가 설에 의하면 경영자는 자신의 사적효용을 극대화하기 위해 주주의 가치를 훼손시킬 수 있는 의사결정을 내릴 가능성이 존재하여 대리인 비용이 높다. 이러한 상황에서 경영자 지분율이 증가할수록 투자자들이 해당 기업의 보유현금이 비효율적으로 운용될 것으로 평가하여 보유현금의 가치는 감소할 것으로 예측된다. 반면 이해 일치가설에 따르면 경영자가 보유하고 있는 지분이 증가할수록 경영자는 주주들과 이해관계가 일치하게 되어 보유현금을 기업가치를 증진시키기 위해 효과적으로 사

용할 것으로 판단하여 시장에서 인식하는 보유현금의 가치는 증가할 가능성도 존재한다. 실증분석 결과, 경영자 지분율이 증가할수록 보유현금의 가치는 감소하는 것으로 나타나 경영권 방호가설을 지지하는 결과를 보고하였다. 이러한 결과는 기업의 경영자가 소유하는 지분이 많아질수록 투자자들이 경영자가 자신의 사적효용을 위해 보유현금을 사용할 것으로 인식하여 해당 기업의 보유현금에 대한 평가는 부정적으로 나타나는 것으로 해석된다.

본 연구는 경영자 지분율이 높은 기업의 보유현금과 경영자 지분율이 낮은 기업의 보유현금을 시장에서 차별적으로 인식하는지 분석하고 있다. 따라서 경영자가 지분을 적게 소유할수록 해당 기업의 보유현금의 질이 향상되는지에 대해서는 직접적으로 파악할 수 없다는 한계점이 있다. 이익의 질과 같이 보유현금의 질을 측정할 수 있는 모형이 개발된다면 후속연구와 관련하여 흥미로운 연구주제가 될 것으로 기대된다. 또한 본 논문에서 통제하지 못한 다른 요인들이 독립변수와 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 가능성도 존재한다. 이 점을 보완하기 위해 여러 가지 통제변수들을 포함하였지만 본 연구에서 고려하지 못한 생략변수들이 존재할 가능성이 있다. 마지막으로 본 연구의 표본은 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 하였기 때문에 본 연구의 결과를 우리나라 주식시장에 상장된 모든 기업에 적용하여 일반화하기는 힘들 것으로 판단된다. 후속연구에서 유가증권시장과 다른 특성을 가진 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석을 진행한다면 본 연구에 대해 추가적인 공헌점을 가질 수 있을 것으로 기대한다.

전술한 한계점에도 불구하고 본 연구의 결과는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 본 연구는 경영자의 지분이 기업의 경영의사결정에 미치는 영향이 크기 때문에 경영자 지분율에 따라 기업이 보유하는 현금이 시장에서 차별적으로 평가되는지에 대한 실증적 근거를 제시하였다는 데 학문적 유용성이 존재한다. 둘째, 본 논문은 우리나라 기업을 대상으로 지배구조의 특성에 따라 보유현금의 가치에 차이가 발생한다는 점을 시사하고 있다. 특히 현대경영에서는 지배구조와 관련된 다양한 문제가 기업경영실무에 있어서 중요한 주제로 대두

되어 연구되고 있다. 따라서 한국기업을 대상으로 경영자 지분율이 보유현금의 가치평가에 영향을 미칠 수 있다는 점은 기업의 외부 이해관계자들에게 실무적인 시사점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 셋째, 보유현금가치와 관련된 선행연구에서는 회계처리의 보수성, 감사품질, 공시품질과 같은 회계정보의 질 및 기업에서 발생하는 대리인 비용이 보유현금가치에 미치는 영향에 대해 살펴보았으나 본 연구에서는 경영자가 소유하는 지분에 따른 보유현금의 가치를 검증하였다는 측면에서 선행연구와 차별성을 가진다[17-19]. 또한 경영자 지분율에 대한 선행연구는 주로 경영자 지분율이 기업의 이익조정, 자기자본비용 및 타인자본비용에 변화를 가져오는지 알아보았다[6][9][20]. 본 연구는 이에 더하여 경영자의 지분율 수준에 따라 차별적으로 나타나는 보유현금에 대한 투자자들의 평가를 분석하였다는 측면에서 선행연구에 추가적인 공헌점을 가질 것으로 판단된다.

참고문헌

- [1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360, 1976.
- [2] R. LaFond and S. Roychowdhury, "Managerial Ownership and Accounting Conservatism," *Journal of Accounting Research*, Vol.46, No.1, pp.101-135, 2008.
- [3] H. Demsetz, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.375-390, 1983.
- [4] M. C. Jensen and R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp.5-50, 1983.
- [5] 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.
- [6] 전홍민, “경영자 지분율이 자기자본비용에 미치는 영향: 한국기업을 중심으로,” 세무와 회계저널, 제15권, 제1호, pp.9-29, 2014.
- [7] D. Warfield, J. Wild, and L. Wild, “Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20, pp.61-91, 1995.
- [8] Q. Cheng and T. Warfield, “Equity Incentives and Earnings Management,” *The Accounting Review*, Vol.80, pp.441-476, 2005.
- [9] 전홍민, 박성중, “경영자 지분율이 타인자본비용에 미치는 영향: 한국상장기업을 중심으로,” *기업경영연구*, 제24권, 제2호, pp.131-151, 2017.
- [10] A. Dittmar and J. Maht-Smith, “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings,” *Journal of Financial Economics*, Vol.83, No.3, pp.599-634, 2007.
- [11] T. Bates, K. Kahle, and R. Stulz, “Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to?,” *Journal of Finance*, Vol.64, No.5, pp.1985-2021, 2009.
- [12] S. C. Myers and R. G. Rajan, “The Paradox of Liquidity,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.113, pp.733-771, 1998.
- [13] E. Lie, “Excess Funds and Agency Problems: an Empirical Study of Incremental Cash Distributions,” *The Review of Financial Studies*, Vol.13, pp.219-248, 2000.
- [14] S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “Tunneling,” *American Economic Review*, Vol.90, pp.22-27, 2000.
- [15] 박순홍, 연강흠, “기업지배구조가 보유현금수준에 미치는 영향,” *재무관리연구*, 제26권, 제4호, pp.1-34, 2009.
- [16] 김보영, 정관범, “대리인비용 및 정보비대칭과 보유현금의 가치,” *회계저널*, 제23권, 제5호, pp.459-485, 2014.
- [17] H. Louis, A. Sun, and O. Urcan, “Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.29, No.4, pp.1249-1271, 2012.
- [18] P. Huang and Y. Zhang, “Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from the Diversion of Corporate Resources,” *The Accounting Review*, Vol.87, No.1, pp.199-229, 2012.
- [19] J. B. Kim, J. J. Lee, and J. C. Park, “Audit Quality and the Market Value of Cash Holdings: the Case of Office-level Auditor Industry Expertise,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol.34, No.2, pp.27-57, 2015.
- [20] 백상미, 양대천, 김진배, “코스닥 등록 및 공개 기업의 경영자 지분과 이익조정,” *회계정보연구*, 제29권, 제3호, pp.395-429, 2011.
- [21] J. S. Ang, A. C. Rebel, and J. W. Lin, “Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Finance*, Vol.55, pp.81-106, 2000.
- [22] J. Harford, “Corporate Cash Reserves and Acquisitions,” *The Journal of Finance*, Vol.54, pp.1969-1997, 1999.
- [23] T. Bates, “Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds,” *The Journal of Finance*, Vol.60, pp.105-135, 2005.
- [24] M. Faulkender and R. Wang, “Corporate Financial Policy and the Value of Cash,” *Journal of Finance*, Vol.61, No.4, pp.1957-1990, 2006.
- [25] 손성규, 이은철, “반기재무제표에 대한 검토의견의 정보효과,” *회계학연구*, 제30권, 제1호, pp.1-34, 2005.
- [26] 김지홍, 장진호, 여은정, “연간이익 공시 시점별 시장반응,” *회계학연구*, 제31권, 제2호, pp.35-55, 2006.
- [27] 전홍민, 한혜상, 유용근, “경영자 지분율이 실질적 이익조정에 미치는 영향,” *경영학연구*, 제42

권, 제5호, pp.1219-1238, 2013.

[28] 조정은, 최현정, “감사품질과 보유현금의 가치,”
회계·세무와 감사연구, 제60권, 제3호, pp.47-83,
2018.

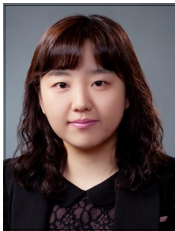
[29] 이경태, 이상철, 박애영, “소유 및 지배구조와 경
영자 스톡옵션 보상,” 증권학회지, 제34권, 제3호,
pp.37-70, 2005.

[30] 송민섭, “자본시장 제약과 현금의 가치관련성에
관한 연구,” 회계저널, 제23권, 제1호, pp.1-31, 2014.

저 자 소 개

조 정 은(Jungeun Cho)

정회원



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

경영대학 조교수

<관심분야> : 재무회계, 관리회계, 기업지배구조