

# Issue Paper

2005. 11. 11.

## 기업 현금보유수준의 진단 및 시사점

### 목차

#### 요약

---

I. 연구의 배경

---

II. 기존 문헌 연구

---

III. 현금보유수준 변화의 원인 분석

---

IV. 시사점

---

작성 : 이영주 수석연구원(3780-8043)  
khlee@seri.org

박현수 수석연구원

감수 : 김경원 연구위원(3780-8040)  
alexkim@seri.org

## 〈 Executive Summary 〉

최근 기업이 보유하고 있는 현금의 규모가 크게 증가했다. 310개 상장 비금융기업들이 2004년 보유하고 있는 현금은 36.1조 원으로, 1997년 17.6조 원에 비해 2배 이상 증가한 규모다. 현금의 절대 규모뿐만 아니라 매출액 대비 현금의 비율로 측정한 현금보유수준도 크게 상승했다. 반면 보유현금 대비 투자 비율은 G7 선진국과 비교해도 낮은 수준으로 하락했다. 이처럼 기업 현금이 투자에 적절히 활용되지 못하면 기업의 미래 성장잠재력이 저하되는 문제를 초래할 것으로 우려된다.

기업 현금 증가에 대해서는 다양한 원인 분석이 존재하는데, 먼저 국내외 경제불안, 정부규제 등 경영환경의 불확실성 가중으로 기업의 위험회피 성향이 높아진 데서 이유를 찾는다. 하지만 이에 대해서는 기업은 수익을 거둘 수 있다면 어떤 환경에서라도 투자를 할 것이므로 수익사업의 부재가 원인이라는 반론도 있다. 한편 외국인지분율 상승으로 경영권에 대한 위협이 커지고 있는 점도 경영환경의 불확실성 요인의 하나로서 현금 증가의 원인으로 지적된다. 또 구조조정이 늦어짐에 따라 부실기업이 난립하고 이로 인해 상대적으로 수익성이 우량한 중견·중소기업들이 현금을 비축한다는 주장도 존재한다.

본 연구에서는 3가지 가설을 통해 이러한 주장들을 실증적으로 확인하였다. 첫째, 외환위기 이후 기업의 위험회피 성향이 높아졌다는 가정 아래 현금보유수준이 수익성 요인보다 리스크 요인에 더 민감하게 반응할 것이라는 가설을 검증하였다. 그 결과 외환위기 이후 대기업들의 현금보유수준은 매출액변동성과 유의한 정의 관계가 있으나 투자수익률과는 관련이 없는 것으로 나타나 가설을 지지하였다. 둘째, 자본시장 개방으로 외국인지분율이 높아지면서 적대적 M&A 위협도 커지고 있다는 점이 기업의 현금보유수준에 영향을 미친다는 가설을 검증한 결과, 기업의 현금보유수준은 외국인지분율과 유의한 정의 관계가 있음을 발견하였다. 셋째, 구조조정 지연으로 인한 부실기업의 증가가 중견·중소기업의 현금선호 성향을 높였는지 검증한 결과, 부실기업의 비중이 큰 산업에 소속된 기업의 현금보유수준이 유의적으로 높은 것으로 드러나 가설을 뒷받침해주었다.

이러한 실증분석 결과에 따르면, 기업들의 현금선호 성향을 낮추고 투자를 활성화하기 위해서는 무엇보다 경제의 안정적 운용을 통해 경기변동성을 줄이고, 경영권 방어 장치를 도입할 수 있게 하여 경영권에 대한 불안감을 덜어주며, 산업의 구조조정을 촉진해야 할 것이다.

## 《 요약 》

### I. 연구의 배경

□ 외환위기 이후 기업들이 보유한 현금 규모가 크게 확대

- 1991년부터 2004년까지 유가증권시장(舊 거래소시장)에 연속적으로 상장된 310개 비금융기업이 보유한 현금 총액은 1997년 17.6조 원에서 2004년 36.1조 원으로 2.1배 증가
- 영업활동을 통한 현금흐름이 대폭 개선된 것에 비해 투자가 부진한 것이 현금 규모 증가의 원인

□ 보유현금의 절대 규모뿐만 아니라 매출액 대비 현금의 비율로 측정한 현금보유수준도 크게 상승

- 대기업의 현금비율은 2000년 5.7%에서 2004년 9.1%로, 중견·중소기업의 경우에는 2000년 5.1%에서 2004년 9.7%로 상승
- 1990년대 한국 기업은 G7 국가에 비해 현금비율이 크게 낮았으나 2002년 이후에는 G7 국가 평균 수준에 근접

□ 보유현금 규모에 비해 투자 수준은 크게 하락

- 외환위기 이전에는 기업들이 보유한 현금보다 2배 정도 많은 투자를 시행하여왔으나 최근에는 투자 규모가 보유현금 규모의 60~70% 수준에 그침
- 과거 국내 경제의 고성장을 견인하던 국내 기업들의 투자 성향(보유현금 대비 설비투자 비율)이 G7 국가 평균보다도 낮은 수준으로 하락

□ 현금보유수준의 상승 원인에 대한 3가지 가설을 검증

- 기업들의 현금보유수준이 수익성보다 경영실적의 변동성에 더 민감하게 반응하는지 검증
  - 외환위기 경험, 자본시장 개방 등으로 기업들의 리스크 회피 성향이 높아졌을 것으로 판단
- 외국인주주들의 경영권 간섭이나 잠재적인 M&A 위협으로 인해 현금을 축적하고 있다는 가설에 대해 검증
  - 외국인투자자 지분율이 높은 기업일수록 경영권에 대한 위협이 증가하고 외국인주주들의 경영간섭이 커져 현금보유수준이 높을 것으로 추정
- 중견·중소기업의 경우 구조조정 부진으로 인한 산업 내 경쟁격화와 수익성 저하가 개별기업의 현금보유수준에 영향을 미치는지 검증
  - 건전한 기업들도 부실기업과의 가격전쟁(Price war)을 버텨내기 위해 유동성 확보 차원에서 현금이 필요

## II. 기존 문헌 연구

- 경영환경이 불확실할수록 유동성에 대한 예비적 수요(Precautionary demand for liquidity)가 증가한다는 해외 실증분석 사례가 존재
  - Beltz & Frank(1996)는 미국 기업을 대상으로 한 실증분석에서 매출액 변동성이 큰 기업일수록 현금보유수준이 높다는 결과를 발표
    - 매출액변동성이 크다는 것은 기업의 경영실적이 불안정하다는 의미로 이러한 기업들은 미래에 대한 불안감 때문에 많은 현금을 보유
  - Baum 등(2005)의 분석에서는 거시경제의 변동성(경기변동성)이 높아질수록 기업들의 현금보유수준이 동질화되는 경향이 있다고 주장

### III. 현금보유수준 변화의 원인 분석

#### 1. 현금보유수준과 경영실적 변동성의 관계

□ 1991년부터 2004년까지 306개 상장 비금융기업들의 균형 패널 데이터 (Balanced Panel Data)를 이용하여 실증분석

- 1991~2004년 동안 연속적으로 주식시장에 상장된 306개 기업들을 표본기업으로 선정하여 패널 데이터 회귀분석(고정효과모델)을 실시
- 외환위기 이전(1991~1996년)과 이후(1999~2004년)로 구분하여 분석

□ 실증분석에서 외환위기 이후 대기업들은 수익성보다 경영실적의 변동성에 대해 더 민감하게 반응하는 것으로 나타남

- 외환위기 이후 대기업들은 매출액변동성이 클수록 현금보유를 선호하는 것으로 나타남
- 외환위기 이전에는 현금보유수준과 매출액변동성 간에 유의한 관계가 발견되지 않아 외환위기 이후 기업들의 리스크 회피 성향이 높아졌음을 시사
- 외환위기 이전에는 투자수익률이 높은 대기업들의 현금보유수준이 낮았으나 외환위기 이후에는 이러한 관계가 나타나지 않음

#### 2. 현금보유수준과 외국인투자자 지분율

□ 현금비율이 외국인지분율과 유의한 관계를 보이는지 분석

- 306개 상장 비금융기업들을 대상으로 자본시장이 완전 개방된 이후인 1999~2004년 기간을 분석

- 현금비율과 외국인지분율이 유의한 관계를 나타내는지 회귀분석을 실시
  - 현금비율을 결정하는 기업특성변수들을 사용하여 여타 효과는 통제

□ 외국인지분율이 높을수록 현금보유수준도 높게 나타남

- 대기업의 현금보유수준은 외국인지분율과 유의한 정의 관계를 보여 외국인지분율이 높을수록 경영권 방어를 위해 현금보유수준이 높아진다는 가설을 입증
- 중견·중소기업의 경우에도 외국인지분율과 현금비율이 유의한 정의 관계를 보임

### 3. 현금보유수준과 구조조정

□ 산업내 부실기업의 비중과 현금보유수준과의 회귀분석을 실시

- 213개 중견·중소기업을 대상으로 12개 업종으로 구분하고 각 산업 내 부실기업의 수를 이용하여 "부실지수"를 계산
- 현금비율을 기업특성변수들로 통제한 후 부실지수가 현금비율에 대해서 설명력을 가지는지 회귀분석을 실시

□ 산업의 부실도와 기업의 현금비율 간에 정의 관계가 나타남

- 외환위기 이후 부실기업이 많은 산업에 속해 있는 기업이 상대적으로 높은 현금보유수준을 보임
- 부실기업 비중이 높은 산업에 속한 기업들은 경쟁심화로 수익 창출이 불투명하기 때문에 투자를 줄여 현금보유수준을 높이는 것으로 판단

## IV. 시사점

- 단기적인 경기부양 정책이나 저금리 정책으로 인해 경기변동성이 확대되는 것을 지양
  - 단기적인 경기부양 정책에 의해 버블이 형성되고 와해되는 과정에서 경기변동성이 확대되고 이로 인해 기업들의 위험회피 성향이 상승
  - 통화정책을 통한 경기조절 능력을 강화하여 경제를 안정적으로 운영하기 위한 노력을 제고
  
- 기업이 다양한 경영권 안정 장치를 도입할 수 있게 하여 경영권 방어 때문에 과도한 현금이 기업 내부에 유보되지 않도록 제도를 정비
  - 다양한 경영권 방어 장치를 도입할 수 있도록 규제를 완화
  - 국가 차원에서도 외국인투자자의 적대적 M&A에 대한 감시가 필요
    - 미국은 Exon-Florio 법안에 근거하여 공식적으로 국가안보에 영향을 미치는 외국자본의 M&A 시도를 규제하는데, 실제로는 국가안보뿐만 아니라 자국의 첨단기술 산업을 보호하기 위한 수단으로도 널리 이용
  
- 중견·중소기업들의 투자 활성화를 위해서는 구조조정을 통한 수익성 안정이 우선되어야 함
  - 중소기업에 대한 무차별적 보호정책은 산업 전체의 투자 위축과 경쟁력 저하를 초래
  - 따라서 중소기업에 대한 선별적 보호정책이 필요하며 기업 간 통폐합, 업종 전환을 촉진

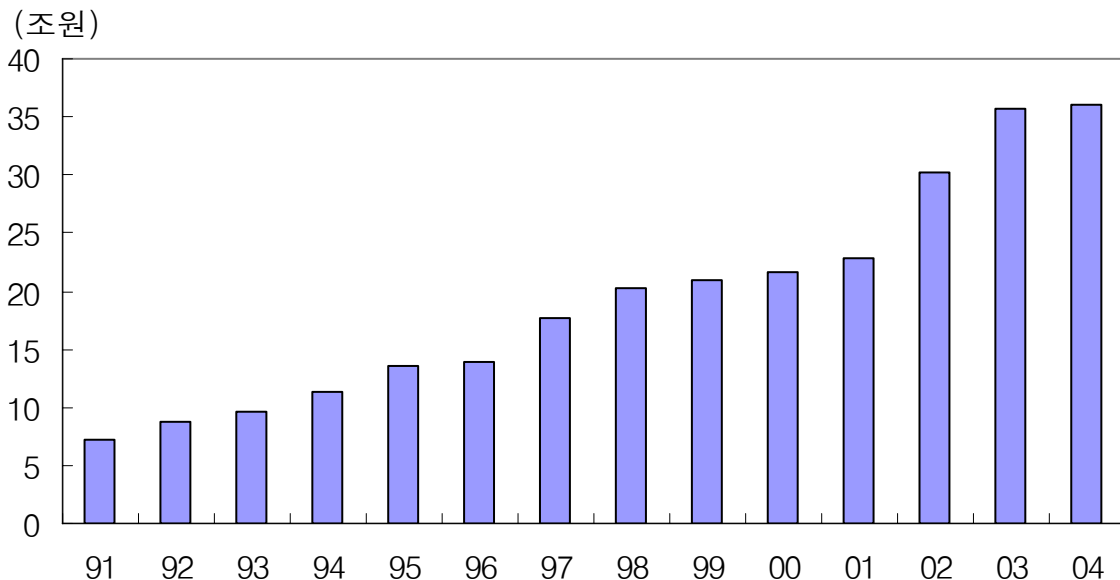
## I. 연구의 배경

### 외환위기 이후 기업의 현금보유 규모가 큰 폭으로 증가

□ 외환위기 이후 기업들이 보유한 현금<sup><1></sup> 규모가 크게 확대

- 1991년부터 2004년까지 유가증권시장(舊 거래소시장)에 연속적으로 상장된 310개 비금융기업이 보유한 현금 총액은 1997년 17.6조 원에서 2004년 36.1조 원으로 2.1배 증가
- 2004년 말 유가증권시장에 상장되어 있는 565개 비금융기업<sup><2></sup>의 현금 총액은 57.5조 원
- 기업의 현금 규모는 외환위기를 겪은 1997년과 1998년에 큰 폭으로 증가하였고, 1999~2001년에는 정체를 보이다가 2002년 이후 다시 크게 늘어남

상장 비금융기업의 현금보유 규모



자료: DataGuide DB

<1>현금은 현금 및 예금과 단기금융상품, 시장성 유가증권 등을 포함

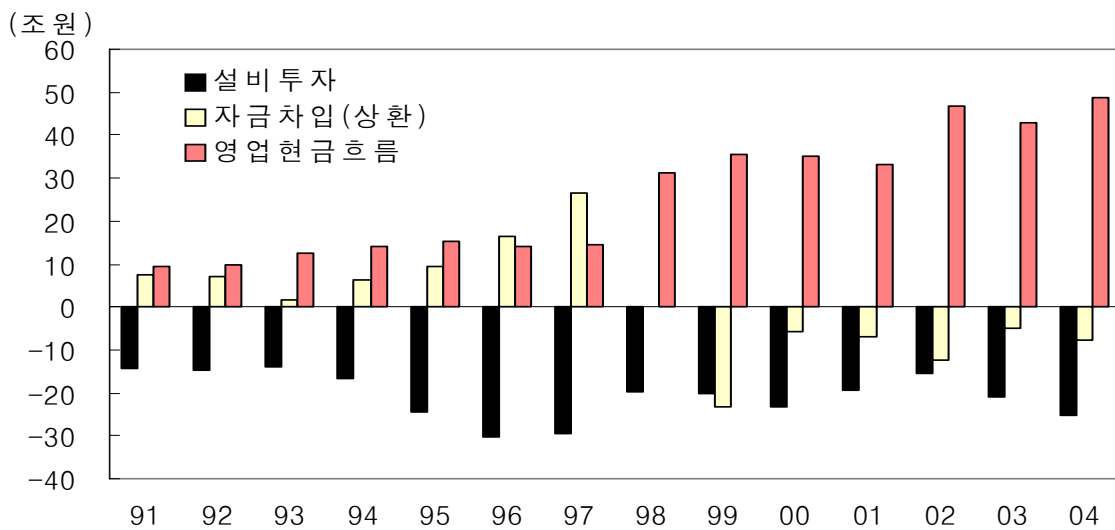
<2>12월 결산법인 기준



□ 영업활동을 통한 현금흐름(이하 '영업현금흐름')이 대폭 개선된 것에 비해 투자가 부진한 것이 현금 규모 증가의 원인

- 외환위기 이후 기업들이 수익성 및 현금흐름 위주의 경영을 실시함에 따라 영업현금흐름이 크게 개선
  - 영업현금흐름은 1997년 +14.7조 원에서 2004년 +48.6조 원으로 3.3배 증가
- 외환위기 이전에는 영업현금흐름과 자금차입을 통해 투자자금을 충당하였으나 2000년 이후에는 투자와 부채상환을 합쳐도 영업현금흐름에 미치지 못하는 상황

영업현금흐름, 투자 및 자금차입(상환) 추이



주: (+) 값은 현금 유입, (-) 값은 현금 유출을 의미

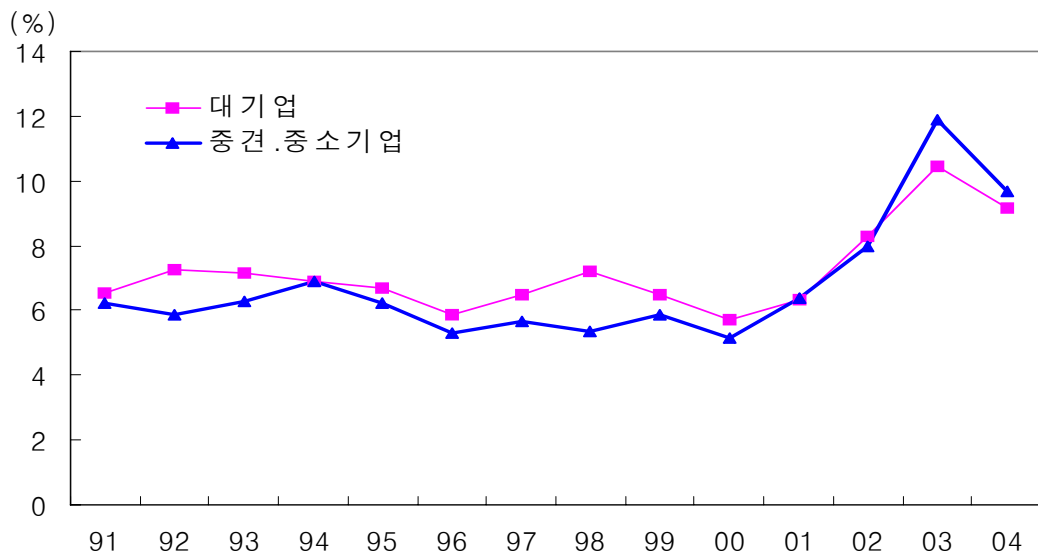
자료: DataGuide DB

### 매출액 대비 현금의 비율도 크게 상승

□ 보유현금의 절대 규모뿐만 아니라 매출액 대비 현금의 비율로 측정한 현금보유수준도 크게 상승

- 기업들은 규모(자산 또는 매출액)가 커질수록 필요 운용자금도 늘어나 현금 규모가 확대될 수 있으므로 현금보유수준의 변화를 평가하기 위해서는 기업 규모 대비 현금의 비율을 분석할 필요
- 매출액 대비 현금 비율(이하 '현금비율')이 2000년 이후 큰 폭으로 상승
  - 대기업의 현금비율은 2000년 5.7%에서 2004년 9.1%로, 중견·중소기업의 경우에는 2000년 5.1%에서 2004년 9.7%로 상승<sup><3></sup>

현금비율 추이



자료: DataGuide DB

□ 한국 기업의 현금보유수준이 G7 선진국에 버금가는 수준으로 상승

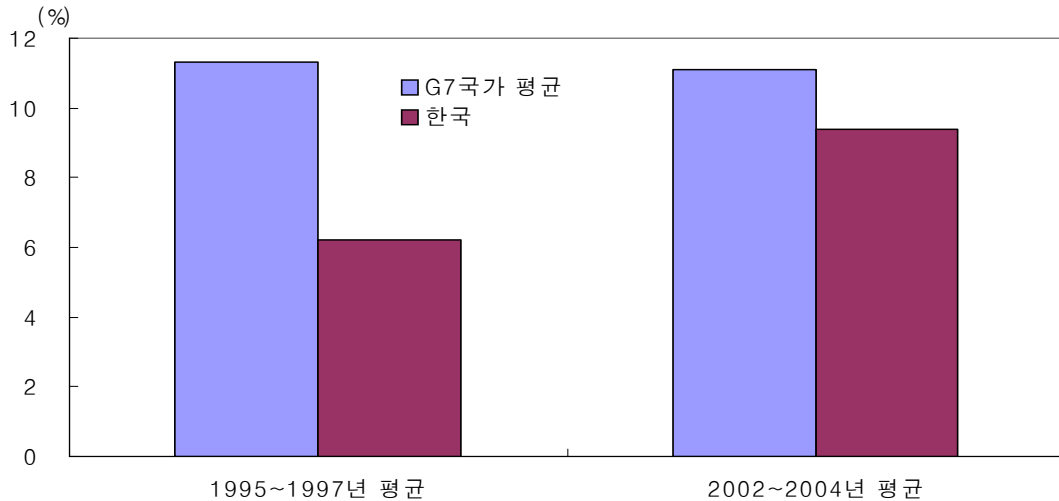
- 한국 기업의 현금비율을 G7 국가 중 이탈리아를 제외한 6개국<sup><4></sup>과 비교
  - 6개국의 현금비율은 1995~1997년 평균 11.3%, 2002~2004년 평균 11.1%로 비슷한 수준을 유지
- 1990년대 한국 기업은 G7 국가에 비해 현금비율이 크게 낮았으나 2002년 이후에는 G7 국가 평균 수준에 근접

<3>대기업은 2004년 기준 매출액 5,000억 원 이상, 중견·중소기업은 매출액 5,000억 원 미만으로 정의

<4>미국(기업수: 477개), 영국(226개), 일본(188개), 프랑스(190개), 독일(144개), 캐나다(145개)

- 한국 기업의 현금비율은 1995~1997년 평균 6.2%에서 2002~2004년 평균은 9.4%로 상승

### 현금보유수준 비교

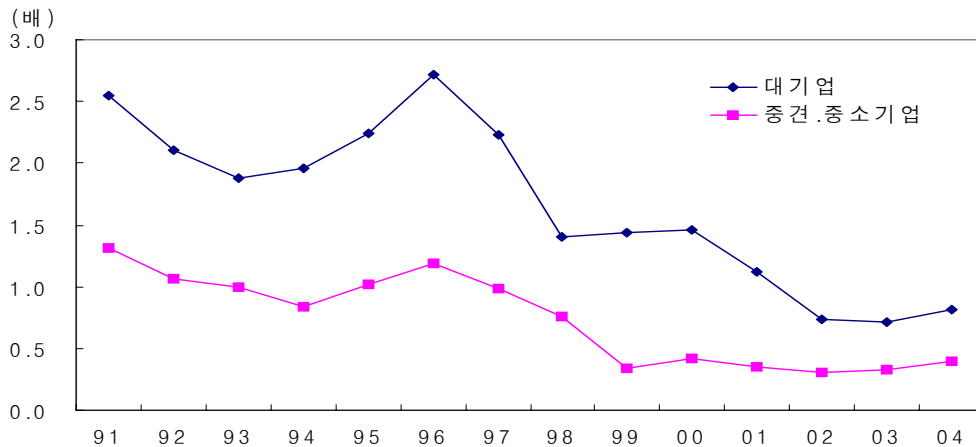


자료: Datastream, DataGuide DB

### 보유현금 규모에 비해 투자 수준은 크게 하락

- 외환위기 이후 보유현금 대비 투자 비율이 크게 하락하는 등 기업들의 투자 성향이 매우 낮아짐
  - 외환위기 이전에는 기업들이 보유한 현금보다 2배 정도 많은 투자를 시행하여왔으나 최근에는 투자 규모가 보유현금 규모의 60~70% 수준에 그침
  - 현금 대비 투자 비율의 하락은 대기업 및 중견·중소기업 모두에 공통적인 현상
    - 대기업은 외환위기 이전 보유현금보다 1.8~2.6배 많은 설비투자를 시행하였으나 최근 3년 동안은 0.6~0.8배로 하락
    - 중견·중소기업의 현금 대비 투자 비율은 외환위기 이전 0.7~1.5배에서 최근 3년 동안 평균은 0.2~0.5배 수준으로 하락

### 현금 대비 투자 비율 추이

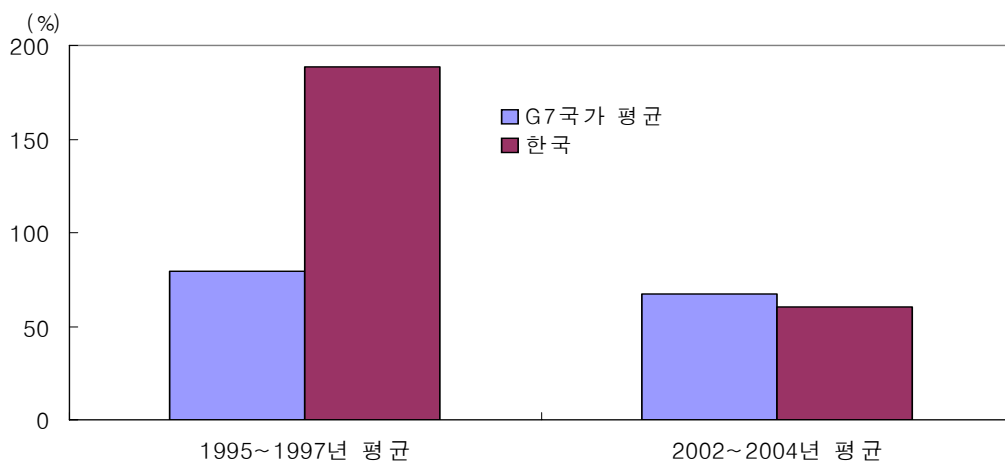


자료: DataGuide DB

□ 과거 국내 경제의 고성장을 견인하던 국내 기업들의 투자 성향(보유현금 대비 설비투자 비율)이 G7 국가 평균보다도 낮은 수준으로 하락

- 1995~1997년 동안 G7 국가들의 평균 현금 대비 설비투자 비율은 79%에서 2002~2004년에는 67%로 하락
- 국내 기업들의 현금 대비 설비투자 비율은 같은 기간 189%에서 60%로 크게 하락

### 보유현금 대비 투자 성향 비교



주: 투자성향은 설비투자를 보유 현금으로 나눈 비율

자료: Datastream, DataGuide DB

## 현금보유수준의 상승 원인에 대한 분석 필요

□ 기업 현금의 활용은 기업의 성장잠재력 확충에 중요한 역할

- 기업의 여유자금은 기존 사업의 확충, 신규 사업에 대한 투자, 또는 새로운 사업 기회 발굴을 위한 연구개발 투자 등으로 활용되어야 함
  - 적절한 투자기회를 발굴하지 못할 경우에는 배당이나 자사주 매입 등을 통해 주주들에게 환원하는 것이 정석
- 기업 현금이 투자에 적절히 활용되지 못하고 계속해서 내부에 축적된다면 이는 기업의 미래 성장잠재력이 저하되고 있음을 의미

□ 최근 기업들의 투자부진으로 인한 현금보유수준 상승의 원인에 대해 다양한 분석이 존재하나 이에 대한 실증분석은 부족

- 일부에서는 국내외 경제상황에 대한 불안감, 정부규제, 경영권 위협 등 경영환경의 불확실성이 커짐에 따라 기업들이 투자에 나서지 못하고 현금을 비축한다고 주장
- 한편 기업들은 이윤의 논리로 움직이기 때문에 높은 수익을 거둘 수 있다면 어떤 환경에서라도 투자를 할 것이므로 최근의 현금 증가는 수익사업의 부재에 기인한다는 주장도 존재

## 현금보유수준에 대한 3가지 가설을 검증

□ 기업들의 현금보유수준이 수익성보다 경영실적의 변동성에 더 민감하게 반응하는지 검증

- 외환위기 경험, 자본시장 개방 등으로 기업들의 리스크 회피 성향이 높아졌을 것으로 판단

- 이에 따라 기업들이 과거에 비해 매출액변동성 등과 같은 경영실적의 변동성에 더욱 민감하게 반응할 것이라는 추정이 가능
  - IT 버블 붕괴 이후 세계경제의 부침이 심해지고 정부의 경기운용이 안정적이지 못해 경기 변동성이 커짐에 따라 기업의 매출액 변동성도 상승<sup><5></sup>
  - 만약 기업 현금 증가가 수익성 저하 또는 수익사업의 부재에 기인한다면 현금보유수준은 수익성 요인에 더 민감하게 반응할 것임
- 외국인주주들의 경영권 간섭이나 잠재적인 M&A 위협으로 인해 현금을 축적하고 있다는 가설에 대해 검증
- 자본시장의 완전 개방으로 외국인투자자의 지분율이 높아짐에 따라 경영권에 대한 위협을 느끼는 기업이 증가
  - 한국은행은 투기성 외국자본의 진출로 적대적 M&A에 대한 위협이 높아져 기업들의 경영 안정성이 저해되고 있다고 지적<sup><6></sup>
  - 2004년 11월 대한상공회의소와 중앙일보가 상장기업을 대상으로 실시한 설문조사에 따르면, 적대적 M&A 위협에 대해 경영차질 등 부작용이 크다고 응답한 비율이 62.8%를 차지
  - 외국인투자자 지분율이 높은 기업일수록 경영권에 대한 위협이 증가하고 외국인주주들의 경영간섭이 커져 현금보유수준이 높을 것으로 추정
  - 적대적 M&A 위협이 있을 경우 기업들은 자사주 취득 등의 경영권 방어 전략을 펼치기 위해 현금이 필요
  - 외국인주주의 경영간섭으로 장기투자가 위축되어 보유현금이 증가
- 중견·중소기업의 경우 구조조정 부진으로 인한 산업 내 경쟁격화와 수익성 저하가 개별기업의 현금보유수준에 영향을 미치는지 검증

<5>매출액 증가율의 표준편차 값이 1992~1996년 0.06에서 2000~2004년은 0.12로 증가

<6>한국은행, "투기성 외국자본의 문제점과 정책과제", 2005. 3.

- KDI 보고서는 최근 설비투자 부진의 원인으로 중소기업의 수익성 하락을 지적하고 이의 개선을 위해서 부실 중소기업에 대한 구조조정이 필요하다고 주장<7>
- 부실기업의 증가는 가격경쟁 등을 초래하여 산업 전반의 수익성을 저하시키며, 이로 인해 미래 수익성 전망이 불투명해져 투자 의욕이 감퇴
  - 건전한 기업들도 부실기업과의 가격전쟁(Price war)을 버텨내기 위해 유동성 확보 차원에서 현금이 필요
- 구조조정 지연으로 부실기업이 많은 산업에 소속된 기업의 현금보유수준이 그렇지 않은 산업의 기업에 비해 높게 나타나는지를 검증

<7>KDI, "설비투자 추이 분석 및 시사점", 2005. 7.

## II. 기존 문헌 연구

### 1. 이론적 배경

#### 현금보유를 설명하는 3가지 이론

- 거래비용의 관점에서 기업은 외부자금 조달에 따르는 비용이 내부 유보에 따르는 기회비용보다 클수록 현금보유를 선호(Opler et al., 1999)
  - 기업들은 현금보유의 한계수익(Marginal benefits)과 한계비용(Marginal costs)이 같아지는 지점에서 현금 보유량을 결정
  - 부도위험을 낮추고, 투자자금을 적기에 공급할 수 있으며, 외부자금을 수시로 조달하는 데 소요되는 비용을 줄일 수 있다는 점이 현금보유에 따르는 혜택
  - 반면 설비확장이나 연구개발 투자를 지연 또는 포기한 데 따르는 기회비용이 발생
- Pecking Order 이론에서는 기업들이 투자 원천으로 내부자금을 우선적으로 사용하기 때문에 현금을 보유하려는 동기가 발생한다고 설명(Myers, 1984)
  - 기업들은 투자를 집행할 때 내부자금, 저위험 차입금, 고위험 차입금, 자기자본을 순차적으로 사용
  - 정보비대칭 문제가 클수록 자금조달 비용이 상승하기 때문
  - 따라서 이 이론에서는 적정 현금 수준이라는 것은 존재하지 않으며 현금 보유 규모는 투자자금 수요에 따라 결정



- Free Cash Flow 이론에서는 경영자가 자신의 재량권을 높이기 위해 되도록 많은 현금을 내부에 유보하려는 동기를 가진다고 설명(Jensen, 1986)
  - 감시장치가 충분하지 않을 경우 경영자들은 Free Cash Flow를 내부에 축적
  - 현금이 기업 내부에 과도하게 축적되면 현금을 낭비적인(수익성이 낮은) 투자에 활용하는 대리인 비용(Agency costs)이 크게 발생

## 2. 실증분석

- 현금보유를 결정하는 기업특성 요인들에 대한 실증분석이 다수 존재
  - Opler 등(1999)은 미국 기업을 대상으로 현금결정 요인을 분석하여 투자 기회가 많은 기업(Tobin's q값이 큰 기업)의 현금보유수준이 높고, 자금 조달 능력이 우수한 기업(규모가 크거나 부채비율이 높거나 신용등급이 우량한 기업)의 현금보유수준이 낮게 나타나는 결과를 도출
    - 기업들은 영업에서 적자가 발생할 경우 현금보유수준을 급격히 높이는 현상이 발생한다는 결과도 제시
  - 유럽 기업을 대상으로 한 Ferreira 등(2002)의 연구에서도 투자기회가 많은 기업은 현금보유수준이 높고, 부채비율이 높은 기업은 현금보유수준이 낮게 나타남
    - 특히 은행 차입금을 많이 쓰는 회사일수록 현금보유수준이 낮아 은행과의 관계가 친밀할수록 현금보유의 유인이 감소한다고 주장
- 현금보유와 기업성과의 관계에 대한 분석도 있음

- Harford(1999)는 현금이 풍부한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 더 많은 M&A를 추진하며 투자가치가 부실한 M&A에 참여하는 확률도 높다는 결과를 제시
  - 이는 현금이 과도한 기업일수록 대리인 문제의 발생 가능성이 높다는 것을 시사한다고 주장
  
- 경영환경이 불확실할수록 유동성에 대한 예비적 수요(Precautionary demand for liquidity)가 증가
  - Beltz & Frank(1996)는 미국 기업을 대상으로 한 실증분석에서 매출액 변동성이 큰 기업일수록 현금보유수준이 높다는 결과를 발표
    - 매출액변동성이 크다는 것은 기업의 경영실적이 불안정하다는 의미로 이러한 기업들은 미래에 대한 불안감 때문에 많은 현금을 보유
  
  - Baum 등(2004)의 분석에서는 거시경제의 변동성(경기변동성)이 높아질수록 기업들의 현금보유수준이 동질화되는 경향이 있다고 주장
    - 이에 대한 이유로 미래 상황이 불확실할 경우 경영자들은 기업 특성에 맞는 차별적인 현금 전략을 펴기보다는 다른 회사들과 비슷한 전략을 추구하기 때문이라고 설명
    - 경기변동은 기업들의 매출액변동을 야기한다는 점에서 Beltz & Frank의 연구와 일맥상통

### Ⅲ. 현금보유수준 변화의 원인 분석

#### 1. 현금보유수준과 경영실적 변동성의 관계

##### 현금비율과 수익성, 매출액변동성의 관계에 대한 실증분석

- 1991년부터 2004년까지 306개 상장 비금융기업들의 균형 패널 데이터 (Balanced Panel Data)를 이용하여 실증분석
  - 1991~2004년 동안 연속적으로 주식시장에 상장된 306개 기업들을 표본기업으로 선정하여 패널 데이터 회귀분석을 실시
    - 시간효과와 개별기업효과를 고려한 고정효과모델(Fixed Effect Model)을 사용
  - 분석 시기는 외환위기 이전(1991~1996년)과 이후(1999~2004년)로 구분하였으며, 대기업과 중견·중소기업을 분리하여 기업의 규모에 따라서 결과가 다르게 나타나는지도 분석

##### 표본기업의 특성(2004년 기준)

(단위: 조 원, %)

	표본기업(A)	전체 상장기업(B)	비율(A/B)
매출액	353.4	592.0	59.7
현금	36.2	57.5	63.0
설비투자	25.4	39.6	64.1

- 선행연구에서 검증된 변수를 선정하여 분석
  - 거래비용 및 정보비대칭성을 나타내는 기업특성변수로 투자수익률, 차입금비율을 사용하고 불확실성을 나타내는 변수로서 매출액변동성을 사용

- 현금흐름 수준, 기업규모에 따르는 현금보유수준의 차이를 통제하기 위해 현금흐름비율, 매출규모를 통제변수로 추가

- 종속변수인 현금비율은 매출액 대비 현금의 비율을 사용

**현금비율에 대한 설명변수**

설명변수	계산식	현금비율과의 관계에 대한 가설
현금흐름 비율	영업활동현금흐름/매출액	- 현금흐름이 양호하면 현금을 내부에 축적할 필요성이 감소 - 경영자들은 현금의 내부 축적을 선호
차입금비율	이자지급부채/자산	- 차입금이 많은 회사는 은행과의 관계가 좋다는 의미로 현금을 덜 보유 - 차입금이 지나치게 많은 회사는 부도위험을 낮추기 위해 많은 현금을 선호
매출규모	log(매출액)	- 규모가 큰 회사는 외부 자금조달이 유리하므로 현금보유 필요성이 감소
투자수익률	세후영업이익률/투하자본	- 투자수익률이 높을수록 현금보유의 기회비용이 커지므로 현금보유 유인이 감소
매출액 변동성	3년간 매출액 표준편차/평균	- 매출액변동성이 클수록 미래에 대한 불확실성에 대한 예비적 동기의 현금 수요가 증가

□ 기업특성변수들 간의 상관관계는 높지 않은 것으로 나타남

- 기업특성변수들 간의 상관관계는 ±0.29 이하로 높지 않아 다중공선성 문제의 발생 가능성이 크지 않은 것으로 판단

## 기업특성변수들 간의 상관관계

	현금흐름 비율	기업규모	차입금비율	투자수익률	매출액 변동성
현금흐름비율		0.157	-0.075	0.129	-0.087
기업규모	0.092		-0.047	0.193	-0.076
차입금비율	-0.086	0.121		-0.073	0.179
투자수익률	0.259	0.140	-0.289		-0.077
매출액변동성	-0.072	0.142	0.031	0.063	

주: 대각선 좌하는 외환위기 이전(1991~1996년), 우상은 외환위기 이후(1999~2004년)

## 외환위기를 전후로 기업특성변수들의 설명력에 변화 예상

□ 외환위기 이후 현금보유수준에 대한 매출액변동성의 설명력은 높아지고 투자수익률과 부채비율의 설명력은 약화되었을 것으로 예상

- 외환위기를 겪으면서 기업들의 위험회피 성향이 높아져 현금보유수준에 대한 매출액변동성의 설명력이 높아졌을 것으로 예상
- 현금보유수준에 대한 투자수익률의 설명력은 약화되었을 것으로 예상
  - 외환위기 이전에는 투자수익률이 높은 기업일수록 많은 투자를 시행하여 현금보유수준이 낮았으나 외환위기 이후에는 현금보유수준이 수익성 이외의 다른 요인에 의해 더 큰 영향을 받았을 것으로 추정
- 재무건전성을 중시하는 성향이 크게 높아짐에 따라 현금보유수준에 대한 차입금비율의 설명력도 약화되었을 것으로 예상
  - 과거에는 자금조달이 우수한 기업(차입금비율이 높은 기업)들은 현금보유의 필요성을 적게 느꼈으나 외환위기 이후에는 안정성에 대한 민감도가 커지면서 이러한 관계가 더 이상 성립되지 않을 것으로 추정

외환위기 전후 현금보유수준과 기업특성의 관계 변화 추정

	매출액변동성	투자수익률	부채비율
외환위기 이전	×	-	-
외환위기 이후	+	×	×

주: + (유의한 정의 관계), - (유의한 부의 관계), × (유의적인 관계 없음)

분석결과: 외환위기 이후 매출액변동성의 설명력 증가

□ 예상대로 외환위기 이후 대기업들은 수익성보다 경영실적의 변동성에 대해 더 민감하게 반응하는 것으로 드러남

- 외환위기 이후 대기업들은 매출액변동성이 클수록 현금보유를 선호하는 것으로 나타남
  - 외환위기 이전에는 현금보유수준과 매출액변동성 간에 유의한 관계가 발견되지 않아 외환위기 이후 기업들의 리스크 회피 성향이 높아졌음을 시사
- 외환위기 이전에는 투자수익률이 높은 대기업들의 현금보유수준이 낮았으나 외환위기 이후에는 이러한 관계가 나타나지 않음
  - 과거에는 수익성이 높을수록 활발한 투자로 인하여 현금보유수준이 낮았으나 외환위기 이후에는 현금보유수준이 수익성 이외의 요인에 의해 결정
- 차입금비율과 현금보유수준과의 관계도 외환위기 이전에는 유의한 부의 관계가 나타났으나 외환위기 이후에는 유의한 관계가 발견되지 않음
  - 외환위기 이후 자금조달 능력과 관계없이 기업의 재무안정성이 크게 중요시되면서 차입금비율의 설명력이 사라진 것으로 판단

- 외환위기 이후 대기업들의 경우 매출액 규모가 작을수록 현금보유수준이 높아지는 현상이 나타남

현금비율에 대한 기업특성별 회귀분석 결과

	대기업	
	외환위기 이전(1991~1996년)	외환위기 이후(1999~2004년)
상수항	0.782**	1.588 ***
매출액변동성	0.002	0.101 ***
투자수익률	-0.743***	-0.066
차입금비율	-0.163***	-0.025
현금흐름비율	0.092***	0.091 ***
매출규모	-0.065	-0.165 ***

추정회귀식 :  $현금비율_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{매출액변동성}_{it} + \beta_2 \text{투자수익률}_{it} + \beta_3 \text{차입금비율}_{it} + \beta_4 \text{현금흐름비율}_{it} + \beta_5 \text{매출규모}_{it} + \alpha_i + \mu_t + \epsilon_{it}$   
 ( $\alpha_i$ 는 개별기업효과,  $\mu_t$ 는 시간효과,  $\epsilon_{it}$ 는 오차항)

주: \*\*, \*\*\*는 각각 5%, 1% 유의수준에서 유의

□ 중견·중소기업들에서도 외환위기 이후 투자수익률과 현금비율 간의 유의적인 관계가 나타나지 않음

- 중견·중소기업들도 외환위기 이전에는 투자수익률이 높을수록 현금보유수준이 낮은 현상이 발견되었으나 외환위기 이후에는 이러한 관계가 나타나지 않음
- 매출액변동성에 대한 반응은 두 시기 모두 유의적인 관계가 없는 것으로 나타남
- 대기업과 달리 중견·중소기업들은 규모가 작아 매출액변동성이 클수록 Free Cash Flow가 급속히 악화될 수 있기 때문인 것으로 판단

현금비율에 대한 기업특성별 회귀분석 결과

	중견·중소기업	
	외환위기 이전(1991~1996년)	외환위기 이후(1999~2004년)
상수항	1.611 ***	3.575 ***
매출액변동성	0.023	-0.077
투자수익률	-0.212 ***	0.007
차입금비율	-0.068 ***	-0.054 ***
현금흐름비율	0.111 ***	0.317 ***
매출규모	-0.185 ***	-0.418 ***

추정회귀식: 현금비율<sub>it</sub> = β<sub>0</sub> + β<sub>1</sub>매출액변동성<sub>it</sub> + β<sub>2</sub>투자수익률<sub>it</sub> + β<sub>3</sub>차입금비율<sub>it</sub> + β<sub>4</sub>현금흐름비율<sub>it</sub> + β<sub>5</sub>매출규모<sub>it</sub> + α<sub>t</sub> + μ<sub>i</sub> + ε<sub>it</sub>  
 (α<sub>t</sub>는 개별기업효과, μ<sub>i</sub>는 시간효과, ε<sub>it</sub>는 오차항)

주: \*\*, \*\*\*는 각각 5%, 1% 유의수준에서 유의

## 2. 현금보유수준과 외국인투자자 지분율

### 외환위기 이후 외국인투자자 지분율이 크게 상승

□ 외환위기 이후 상장기업에 대한 외국인투자자 지분율이 대폭 상승하고 외국인 2대 주주의 숫자도 크게 증가

- 유가증권시장 상장 기업들에 대한 외국인투자자의 지분율은 시가총액 기준으로 1999년 21.7%에서 2004년 42.0%로 상승
- 코스닥시장의 외국인투자자 지분율은 1999년 7.5%에서 2004년 15.4%로 상승
- 외국인투자자가 2대 주주인 상장 기업들의 숫자도 2004년 9월 기준으로 138개에 달함



상장법인 외국인 2대 주주 현황

구분	2003.12.31.	2004.9.14.	증감
회사 수	116	138	22
외국인 2대 주주 수	64	66	2

주: 외국인 2대 주주는 상장법인의 지분을 보유하고 있는 외국인투자자 중 최대주주(특수 관계인 포함)에 이어 두 번째로 많은 지분을 보유하고 있는 외국인을 의미

자료: 증권선물거래소

□ 외환위기 이후 현금보유수준이 높아진 기업의 외국인투자자 지분율이 현금비율이 하락한 기업에 비해 상대적으로 높음

- 현금비율이 상승한 기업의 2004년 평균 외국인투자자 지분율(12.9%)은 현금비율 하락기업의 평균 외국인투자자 지분율(8.7%)보다 4.2%p 높음
- 대기업만을 대상으로 할 경우 현금비율 상승기업의 외국인투자자 지분율은 평균 34.0%, 하락기업은 평균 10.8%로 격차가 더욱 벌어짐

외국인투자자 지분율 추이

(단위: %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
현금비율 상승기업	6.3	5.9	6.9	7.2	10.3	12.9
현금비율 하락기업	5.5	5.5	5.8	6.1	7.4	8.7

주: 현금비율 상승(하락)기업은 외환위기 이후 7개년(1998~2004년) 평균 현금비율이 외환위기 이전 7개년(1991~1997년) 현금비율보다 상승(하락)한 기업

외국인지분율과 현금비율의 관계 분석

□ 기업 경영환경의 불확실성 요소 중 하나로서 외국인지분율 상승으로 인한 경영권 위협과 현금보유수준과의 관계를 분석

- 자본시장의 개방으로 외국인지분율이 상승하여 경영권이 불안해짐에 따라 기업들의 현금보유수준이 상승했는지 분석
  - 현금은 적대적 M&A 시도가 있을 경우 경영권을 방어하는 주요 수단
  - Pinkowitz(2002)의 실증 연구에 따르면 현금보유수준이 높을수록 적대적 M&A의 대상이 될 가능성이 감소
- 외국인주주들의 경영권 간섭으로 장기투자가 저해됨에 따라 현금보유수준이 상승했을 가능성도 존재
  - 최근 외국인주주의 경영간섭으로 투자를 감축하는 사례가 증가<sup><8></sup>

□ 현금비율이 외국인지분율과 유의한 관계를 보이는지 분석

- 306개 상장 비금융기업들을 대상으로 자본시장이 완전 개방된 이후인 1999~2004년 기간을 분석
- 현금비율과 외국인지분율이 유의한 관계를 나타내는지 회귀분석을 실시
  - 현금비율을 결정하는 기업특성변수들을 사용하여 여타 효과는 통제

**분석결과: 현금비율과 외국인지분율은 정의 관계**

□ 외국인지분율이 높을수록 현금보유수준도 높게 나타남

- 대기업의 현금보유수준은 외국인지분율과 유의한 정의 관계를 보임
  - 외국인지분율이 높을수록 경영권 방어를 위해 현금보유수준이 높아진다는 가설을 입증
- 중견·중소기업의 경우에도 외국인지분율과 현금비율이 유의한 정의 관계를 보임

<8>SK텔레콤은 2003년 3세대 이동통신에 대한 대규모 투자계획을 발표했다가 외국인주주들의 반발로 투자 규모를 2.49조 원에서 1.95조 원으로 감축

현금비율에 대한 외국인지분을 회귀분석 결과(1999~2004년)

	대기업	중견·중소기업
상수항	1.798 ***	3.623 ***
외국인지분율	0.120 ***	0.273 **
매출액변동성	0.083 ***	-0.085
투자수익률	-0.063	-0.006
차입금비율	-0.017	-0.051 ***
현금흐름비율	0.094 ***	0.320 ***
매출규모	-0.190 ***	-0.425 ***

추정회귀식 : 현금비율<sub>it</sub> = β<sub>0</sub> + β<sub>1</sub>외국인지분율<sub>it</sub> + β<sub>2</sub>매출액변동성<sub>it</sub> + β<sub>3</sub>투자수익률<sub>it</sub> + β<sub>4</sub>차입금비율<sub>it</sub> + β<sub>5</sub>현금흐름비율<sub>it</sub> + β<sub>6</sub>매출규모<sub>it</sub> + α<sub>i</sub> + μ<sub>t</sub> + ε<sub>it</sub>  
 (α<sub>i</sub>는 개별기업효과, μ<sub>t</sub>는 시간효과, ε<sub>it</sub>는 오차항)

주: \*\*, \*\*\*는 각각 5%, 1% 유의수준에서 유의

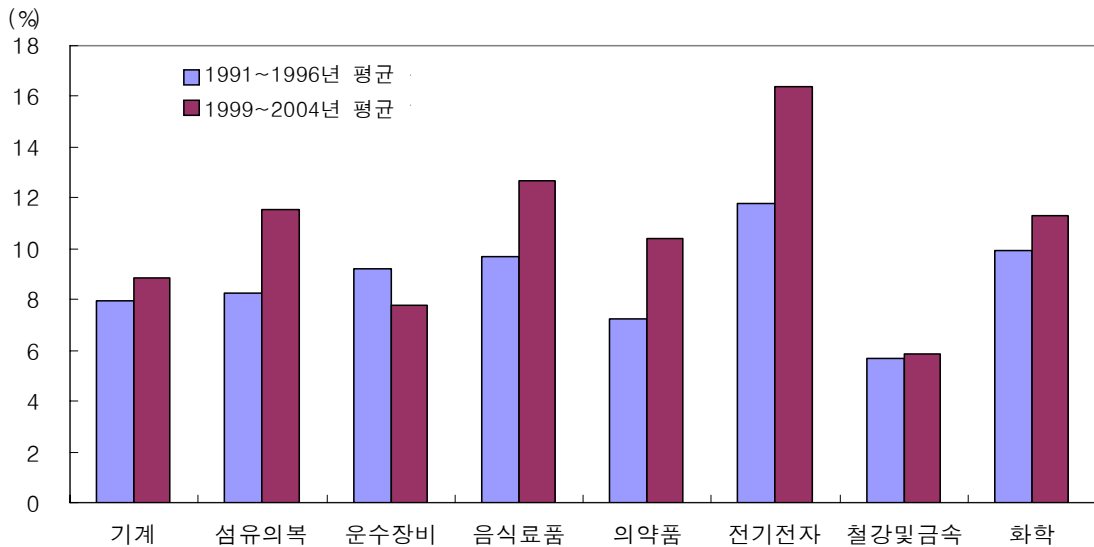
### 3. 현금보유수준과 구조조정

#### 부실기업 비중이 높은 산업의 현금비율이 큰 폭으로 상승

□ 외환위기 이후 섬유·의복, 전기·전자, 음식료 산업의 현금보유수준이 크게 상승

- 구조조정 지연에 따른 부실 중소기업의 증가와 현금비율과의 관계를 살펴보기 위해 표본기업 306개 중 대기업을 제외한 213개 중견·중소기업들을 대상으로 산업별 현금보유수준을 분석
- 외환위기 이후 평균 현금비율이 외환위기 이전보다 3%포인트 이상 상승한 산업은 섬유·의복, 의약품, 전기·전자, 음식료 등

산업별 외환위기 전후 현금비율 비교



□ 산업 내 부실기업의 비중이 높을수록 현금보유수준이 높게 나타남

- 현금비율이 큰 폭으로 상승한 4개 산업 중 의약품을 제외한 나머지 3개 산업은 영업적자이거나 이자보상비율이 1배 미만인 기업들의 비중이 40% 이상을 차지

상장기업 대상 산업별 부실기업 비중 비교(2004년 기준)

(단위: 개, %)

	음식료	전기·전자	섬유·의복	화학	철강	기계	의약품
전체기업 수(A)	13	29	15	35	10	16	15
부실기업 수(B)	8	12	6	9	2	3	2
비중(B/A)	61.5	41.4	40.0	25.7	20.0	18.8	13.3

주: 부실기업은 영업이익이 적자이거나 이자보상비율이 1배 미만인 기업

- 분석 대상 기업을 비상장기업까지 확대시킬 경우에도 음식료, 전기·전자, 섬유·의복 업종의 부실이 높게 나타남
- 한국은행이 중소기업을 대상으로 조사한 산업별 이자보상비율을 비교해 보면 음식료, 전기·전자, 섬유·의복의 이자보상비율이 전체 산업 평균을 하회

비상장기업 포함 산업별 이자보상비율(2003년 기준)

(단위: %)

	음식료	전기·전자	섬유·의복	제조업(중소기업) 평균
이자보상비율	220.33	72.7	58.5	255.93

주: 전기·전자 업종의 이자보상비율은 컴퓨터 및 사무용기기, 통신기기 및 방송장비 산업의 평균을 사용

자료: 한국은행, "기업경영분석", 2004

□ 산업 내 부실기업의 비중과 현금보유수준과의 회귀분석을 실시

- 213개 중견·중소기업을 12개 업종으로 구분하고 각 산업 내 부실기업의 수를 이용하여 "부실지수"를 계산
  - 부실지수 = 부실기업 수 / 중견·중소기업 수
- 현금비율을 기업특성변수들로 통제한 후 부실지수가 현금비율에 대해서 설명력을 가지는지 회귀분석을 실시
  - 산업별 영향력을 평가하기 위해 시간효과만을 고려
- 분석 기간은 외환위기 이전(1991~1996년)과 이후(1999~2004년)로 구분

산업별 부실지수

건설업	기계	비금속광물	섬유의복	운수장비	운수창고
0.15	0.19	0.00	0.40	0.28	0.11
유통업	음식료	의약품	전기전자	철강및금속	화학
0.18	0.62	0.13	0.41	0.20	0.26

주: 부실지수 = 부실기업 수 / 중견·중소기업 수

**분석결과: 부실지수가 높을수록 현금보유수준이 높음**

□ 외환위기 이후 부실지수와 현금비율 간에 유의한 정의 관계가 나타남

- 외환위기 이후 부실지수가 높은 산업에 속해 있는 기업일수록 현금보유 수준이 높은 것으로 나타남
- 부실기업 비중이 높은 산업에 속한 기업들은 경쟁심화로 미래 수익 창출이 불투명하기 때문에 투자를 줄여 현금보유수준을 높이는 것으로 판단
  - 부실기업들은 유동성 확보를 위해 덤핑을 하는 경우가 많아 이에 가격 인하 등으로 대응하기 위해서도 현금 확보가 필요
  - 외환위기 이전에는 현금비율과 부실지수 간에 유의한 관계가 나타나지 않았는데 이는 외환위기 이후 산업부실에 대한 기업들의 위험회피 성향이 높아졌기 때문으로 판단

**부실지수와 현금비율 간의 회귀분석 결과**

	중견·중소기업	
	외환위기 이전(1991~1996년)	외환위기 이후(1999~2004년)
상수항	0.800***	1.328 ***
<b>부실지수</b>	0.020	0.191 ***
매출액변동성	0.083***	0.350 ***
투자수익률	-0.327***	0.028
차입금비율	-0.060***	-0.093 ***
현금흐름비율	0.176***	0.340 ***
매출규모	-0.081***	-0.162 ***

추정회귀식: 현금비율<sub>it</sub> = β<sub>0</sub> + β<sub>1</sub>부실지수<sub>it</sub> + β<sub>2</sub>매출액변동성<sub>it</sub> + β<sub>3</sub>투자수익률<sub>it</sub> + β<sub>4</sub>차입금비율<sub>it</sub> + β<sub>5</sub>현금흐름비율<sub>it</sub> + β<sub>6</sub>매출규모<sub>it</sub> + μ<sub>t</sub> + ε<sub>it</sub>  
 (μ<sub>t</sub>는 시간효과, ε<sub>it</sub>는 오차항)

주: \*\*, \*\*\*는 각각 5%, 1% 유의수준에서 유의

## IV. 시사점

### 경영환경의 불확실성 증대, 구조조정 부진 등이 현금 증가의 원인

□ 실증분석에서 외환위기 이후 경영환경의 불확실성이 커지고 이에 대한 기업들의 위험회피 성향이 높아진 것이 현금보유수준을 상승시킨 것으로 나타남

- 외환위기 이전에는 투자수익률과 같은 수익성 요인이 대기업들의 현금보유수준 결정에 영향을 미쳤으나 외환위기 이후에는 매출액변동성과 같은 불확실성 요인의 영향력이 증가

- 이는 외환위기 이후 대기업들의 위험회피 성향이 높아진 데 기인

□ 자본시장 개방 이후 외국인지분율 상승에 수반되는 불확실성 요인이 대기업들의 현금보유수준을 높이는 원인으로 작용

- 실증분석에서 외국인지분율의 상승이 대기업의 현금보유수준을 높이는 것으로 나타남

- 외국인지분율의 상승과 함께 기업들은 잠재적 M&A 위협에 직면하게 되는데 이러한 경영환경의 불확실성에 대비하기 위하여 현금유보를 확대하는 것으로 보임

□ 중견·중소기업들은 구조조정 지연 등에 따른 산업 내 경쟁격화와 수익성 저하가 현금보유수준 상승의 원인

- 실증분석 결과 부실기업 비중이 높은 산업에 소속된 기업들의 현금보유수준이 유의적으로 높게 나타남

- 부실기업의 난립은 덩핑과 같은 가격전쟁을 초래하게 되는데 이로 인한 산업 내 경쟁격화는 상대적으로 수익성이 양호한 기업들의 현금 수요를 높이는 결과를 낳는 것으로 판단

### 경제의 안정적 운용과 경영권 안정을 위한 대책 필요

□ 단기적인 경기부양 정책이나 저금리 정책으로 인해 경기변동성이 확대되는 것을 지양

- 단기적인 경기부양 정책에 의해 버블이 형성되고 와해되는 과정에서 경기변동성이 확대되고 이로 인해 기업들의 위험회피 성향이 상승
  - 2000~2001년 코스닥 시장 버블, 2002~2003년 플라스틱 버블 등이 대표적인 사례
  - 최근에는 지속적인 저금리를 통한 경기의 상시 부양 체제로 인해 부동산가격 불안이 점증
- 통화정책을 통한 경기조절 능력을 강화하여 경제를 안정적으로 운용하기 위한 노력을 제고

□ 기업이 다양한 경영권 안정 장치를 도입할 수 있게 하여 경영권 방어 때문에 과도한 현금이 기업 내부에 유보되지 않도록 제도를 정비

- 다양한 경영권 방어 장치를 도입할 수 있도록 규제를 완화
- 국가 차원에서 외국인투자자의 적대적 M&A에 대한 감시도 필요
  - 미국은 Exon-Florio 법안에 근거하여 공식적으로 국가안보에 영향을 미치는 외국자본의 M&A 시도를 규제하는데, 실제로는 국가안보뿐만 아니라 자국의 첨단기술 산업을 보호하기 위한 수단으로도 널리 이용<sup><9></sup>

<9>한국은행, "투기성 외국자본의 문제점과 정책과제", 2005.3., pp. 33-34



□ 투기성 자본의 폐해를 예방할 수 있도록 감독을 강화

- 단기 투자펀드의 경영간섭으로 기업들이 장기 투자에 나서지 못하고 있어 이에 대한 제도 개선이 필요
- 국내 기업에 투자하는 해외 펀드의 주주구성이나 지분율 등에 대한 공시 제도를 강화하여 투명성을 제고
  - 유럽, 일본 등에서도 최근 헤지펀드 등 투기자본에 대한 규제를 강화하는 추세

**투자활성화를 위한 제도 개선 및 산업 구조조정 촉진이 필요**

□ 대기업을 위한 투자 활성화를 위해 투자지원 정책 및 투자환경 개선이 필요

- 대기업을 위한 리스크가 큰 모험 사업이나 장기투자 사업에 적극적으로 진출하도록 투자지원 정책이 필요
- 대기업을 위한 국내에 더 많은 투자를 할 수 있도록 국내 투자환경을 개선

□ 중견·중소기업들의 투자 활성화를 위해서는 구조조정을 통한 수익성 안정이 우선되어야 함

- 중소기업에 대한 무차별적 보호정책은 산업 전체의 투자 위축과 경쟁력 저하를 초래
- 따라서 중소기업에 대한 선별적 보호정책이 필요하며 기업 간 통폐합, 업종 전환을 촉진

□ 중견·중소기업들의 신규시장 개척을 지원하는 대책도 필요

- 우량 중견기업들의 경우 기업 내 많은 유동성자금을 확보하고 있음에도 불구하고 기업 확장에 소극적인 상황
- 성숙 산업에 속해 있는 중견기업의 경우 신규 사업 개발 및 해외시장 개척을 통해 돌파구를 마련할 수 있도록 지원 대책을 마련

## 금융시장의 효율화를 통해 기업 자금 사용을 활성화

### □ 금융중개 기능의 활성화를 통해 기업의 현금 선호 성향을 축소

- 효율적인 금융시장의 발달은 기업들의 현금비율을 낮추는 효과가 있음<sup><10></sup>
  - 현금이 필요할 때 금융시장에서 원활하게 자금조달이 가능하다면 많은 현금을 유보시킬 필요성이 줄어들음
- 외환위기 이후 금융기관들의 위험관리가 강화되고 재무안정성을 우선시하는 풍토가 지속되면서 기업대출이 위축
  - 중견·중소기업은 은행 대출이 어려워짐에 따라 현금유보를 증가시켰을 가능성도 존재

### □ 주식시장의 국내 투자자 기반을 확충하고 신용등급이 낮은 기업을 위해 회사채시장을 활성화

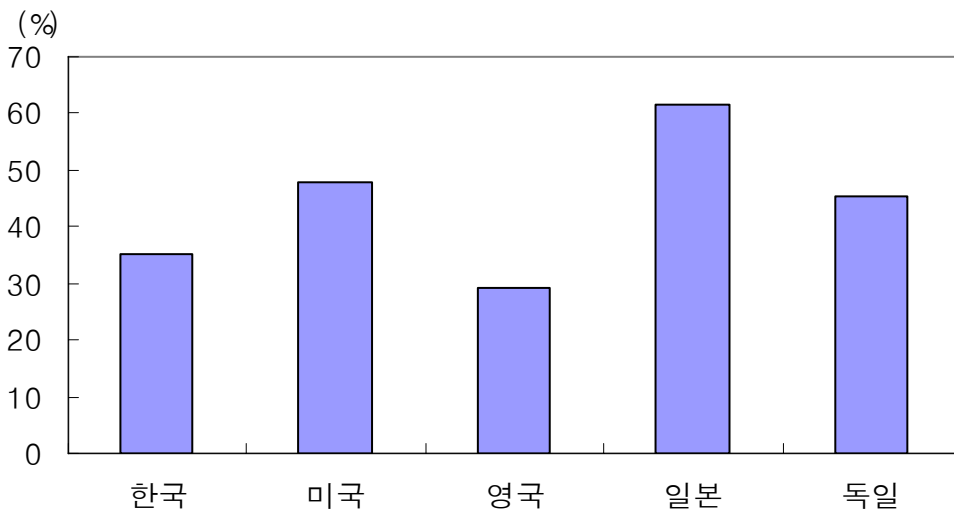
- 주식시장의 국내 투자자 기반을 확충하여 주식시장의 자금중개 기능을 정상화
  - 현재는 외국인투자자 지분을 상승을 우려하여 주식시장으로부터의 자금조달을 기피하는 기업이 다수
- 비우량기업을 위한 채권시장을 활성화하여 중견·중소기업의 자금조달 환경을 개선

<10>Pinkowitz and Williamson(2001)

## 기업들은 현금보유에 따르는 기회비용을 인식

- 재무안정성이 크게 개선된 상태로 안정성 위주의 전략에서 탈피할 수 있는 여건이 형성
  - 상장 기업의 경우 차입금의존도(이자지급부채/총자산) 등 재무비율이 선진국보다 양호한 수준으로 개선된 상태
    - 2004년 말 한국 기업의 평균 차입금의존도는 35.1%로 미국, 일본, 독일보다 낮은 수준
  - 국제 경쟁력 강화와 성장 지속을 위해 혁신적인 사업을 발굴하고 연구개발 등의 투자를 확대해야 할 시점으로 판단

국가별 차입금의존도 비교(2004년)



주: 각국 증권거래소 상장 비금융기업(한국 310개, 미국 477개, 영국 226개, 일본 188개, 독일 144개 기업)

자료: Datastream DB

## 참고문헌

- 김지수·조정일, "기업의 투자지출과 자금조달의 관계에 대한 연구" 재무관리연구 제18권 제2호, 2000
- 박순식, "기업의 유동성 결정요인에 관한 연구" 경영교육논총 제33집, 2004
- 이병기, "기업투자의 현금흐름 민감성에 대한 실증분석-기업규모를 중심으로", 산업조직연구 제8집 제1호, 2000
- 최도성·이장우, "불확실성이 성장기회와 투자에 미치는 영향", 재무연구 제14권 제1호, 2001
- 전용수, 임태순 "현금흐름이 투자행위에 미치는 영향에 관한 연구", 재무관리연구 제 17권 제2호, 2000
- 삼성경제연구소, "외국인 주식투자가 국내 기업의 성장에 미치는 영향", 2004
- 한국은행, "투기성 외국자본의 문제점과 정책과제", 2005
- 한국증권연구원, "외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토", 2004
- Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M.S., "Corporate Demands for Liquidity", National Bureau of Economic Research, 2002
- Baum, C.F., Caglayan, M., Ozkan, N., and Talavera, O., "The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-Financial Firms' Demand for Liquidity", Discussion paper, DIW Berlin, 2004
- Beltz, J. and Frank, M., "Risk and Corporate Holdings of Highly Liquid Assets", Working Paper, University of British Columbia, 1996

Faleye, O., "Cash and Corporate Control", *Journal of Finance*, Vol., LIX, No. 5, 2004

Ferreira, M.A. and Vilela, A., "Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, 2002

Harford, J., "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *Journal of Finance* VOL. LIV, No. 6, 1999

Jensen, M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow", *American Economic Review* 76, 1986

Myers, S.C., "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39, 1984

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R., "The Determinants of Corporate Cash Holdings", *The Journal of Financial Economics* 52, 1999

Pinkowitz, L. and Williamson, R., "Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan", *Review of Financial Studies* 14, 2001

Pinkowitz, L., "The Market for Corporate Control and Corporate Cash Holdings", Working Paper, Georgetown University, 2002

"Giving \$75 billion back, with plenty to spare", *Economist*, July 23, 2004

"Time to put ideas into practice", *Economist*, April 21, 2005

"The uses of cash", *Businessweek*, Oct. 29, 2004