

기업의 적정 현금 보유수준에 관한 논의

박 상 수*

〈목 차〉

- I. 서론 : 문제의 제기
- II. 현금보유수준의 변화
- III. 결론

〈요 약〉

최근 십여 년간 국내외 언론은 종종 기업들이 현금을 너무 많이 쌓아두고 있다고 비난성 보도를 하곤 했다. 일부 정치인들도 이에 편승하여 기업이 투자는 하지 않으면서 현금을 너무 많이 쌓아두고 있는 것은 도덕적 해이가 아니냐고 문제를 제기하고 있다. 기업은 현금을 너무 적게 보유해도 문제지만 너무 많이 보유해도 문제이다. 현금이 너무 적은 경우의 문제점은 명확하다. 현금이 부족하여 유동성 위기를 겪는 기업들은 직원들의 사기가 저하됨은 물론 유능한 임직원을 상실할 위험이 커지고, 좋은 부품을 공급받기가 어려워질 것이며 소비자들은 회사의 제품을 외면할 것이다. 문제를 단시일에 해결하지 못하면 유동성 위기는 곧 기업을 존폐의 위기로 몰아갈 수도 있다. 그렇다고 해서 현금을 많이 쌓아 놓는다고 좋은 것만은 아니다. 지나친 현금 보유는 적절한 곳에 투자하여 얻을 수 있는 수익의 창출기회를 잃을 뿐만 아니라 여유 있는 현금은 임직원들의 대리인 문제를 확대시켜 기업가치를 훼손시킬 수 있다. 따라서 기업은 항상 적절한 수준의 현금을 보유해야 한다. 과거에는 적절한 현금보유수준을 결정짓는 요인으로 이자율과 거래비용을 매우 중시하였다. 그러나 지금과 같이 저금리와 저거래비용 시대에는 이러한 요인보다는 장래의 불확실성에

* 경희대학교 경영대학 교수

대한 예비적 동기와 대리인 비용이 보다 중요한 역할을 한다고 볼 수 있다. 이 두 가지 요인 중에서 최근의 현금보유수준의 증가를 불러온 것은 증가한 불확실성에 대한 대비라는 것이 국내외 연구자들의 한결같은 결론이다.

I. 서론 : 문제의 제기

국내외 언론과 일부 정치인들은 대기업들이 과다한 현금을 쌓아놓고 있다고 비난하지만 기업들이 보유하고 있는 현금이 과연 과다한 것인지 적정한 것인지를 평가하기는 쉽지 않은 일이다. 기업들이 순이익을 주주들에게 배당하지 않고 사내에 현금으로 유보하는 것이 경영자들의 사적인 이익을 위해서 그러는 것인지 혹은 불확실한 경영환경에 대비하는 것인지 판단하기가 쉽지 않기 때문이다.

적정현금을 논하기 위해서 우리는 먼저 현금이 의미하는 바가 무엇인지부터 정의해야 한다. 현금이 무엇이나 하는 문제는 얼핏 쉬운 것 같지만 막상 그 의미를 파고들면 간단하지가 않다. 우선 기업의 현금은 단순히 현금 그 자체만 의미하진 않는다. 가까운 의미로는 우선 현금과 현금등가물 즉 시장에서 즉시 현금화할 수 있는 증권이나 요구불예금을 포함하여 현금이라고 한다.

현금을 이렇게 현금과 현금등가물로 보고 적정 현금보유량이 얼마인지 따져 보는 것도 중요하지만, 보다 중요한 의미에서 현금은 단순히 현금과 현금등가물이 아니라 기업이 활용할 수 있는 유동성을 의미한다. 기업의 유동성이란 현금화가 가능한 자원의 또 다른 표현이지만 이것은 보다 구체적으로 기업의 현금흐름표상에 나타난 기말현금을 의미한다고 볼 수 있다.

현금흐름표상에 나타난 기말현금은 단순히 현금 그 자체와 현금등가물을 넘어 기업이 영업활동과 재무활동 그리고 투자활동의 결과 나타난 산물이다. 현금흐름표상의 현금이 영업활동, 재무활동 그리고 투자활동의 결과를 나타낸 것이라면 이 중 영업활동의 결과 나타난 순이익은 기업이 현금보유량을 결정짓는 외생변수일지언정 내생변수는 아니다. 투자활동은 영업활동의 결과 나타난 순이익만큼은 아니지만 기업이 가지고 있는 투자기회와 그에 대한 평가로 결정된다. 따라서 현금보유량을 결정하는데 있어서 여전히 외생변수에 가깝다. 반면에 배당정책을 포함하여 기업의 재무활동은 기업의 유동성 곧 현금

확보에 대한 직접적인 의사결정과 그 집행활동이라고 볼 수 있다.

그렇다면 기업은 어떠한 동기로 현금을 보유하는 것일까? 재무학(finance) 혹은 금융경제학에서는 기업의 현금보유동기를 다음 네 가지 정도로 설명하고 있다. 첫째는 거래동기(transaction motive)이다. 현금으로 보유하면 보다 수익성 있는 곳에 투자하여 이익을 볼 수 있으므로 현금으로 보유하는 데는 기회비용이 든다. 그런데도 굳이 현금으로 보유하는 이유는 만일 다른 금융자산으로 가지고 있다가 지급수단으로 현금이 필요하여 그것을 현금으로 바꾸기 위해서는 거래비용이 든다. Baumol(1952)과 Miller and Orr(1966)은 이 점에 착안하여 기회비용과 거래비용의 합을 최소화시키는 현금관리모형을 제시하기도 하였다.

둘째, 기업이 현금을 보유하는 이유를 예비적 동기(precautionary motive)로 설명하기도 한다. 이것은 사업의 특성이나 경영환경의 변화로 자본시장에서 자금을 조달하기가 용이하지 않은 경우를 대비하여 기업이 자체적으로 현금을 보유하고자 하는 동기를 말한다. 위험도가 높은 사업을 하는 기업일수록 현금을 보다 많이 보유하고자 한다. 또한 기업집단 내에서 현금흐름이 풍부한 기업은 집단내 열악한 기업의 유동성 위기를 돕기 위한 예비적 동기로 현금을 보유할 수 있다.

셋째, 대리인 동기이다. 확고한 지위를 확보한 경영자들은 주주들에게 배당이나 자사주 취득을 통해 현금을 돌려주기보다는 사내에 현금을 보유하고자 한다. 현금을 많이 보유할수록 경영자들의 효용은 증가한다. 풍부한 여유현금으로 경영자는 회사 돈으로 자신의 효용을 증진시킬 수 있는 여러 가지 활동(스포츠, 여행 등)을 즐길 수도 있고, 부하직원들에게 은혜를 베풀 수도 있으며, 기타의 이해관계자들에게도 마찬가지로 유사한 시혜를 베풀 수 있다. 또한 풍부한 여유자금으로 여러 가지 비관련 사업에 투자하여 기업의 영업위험을 줄이려 하거나 M&A등을 통해 몸집을 불려 대마불사의 신화를 창조하려고 할 수도 있다

마지막으로 세금동기 즉 세금을 회피하거나 덜 내기 위해 현금을 보유하거나 보유하지 않을 수도 있다. 해외에서 소득을 올리는 기업들은 그 돈을 본국으로 송금하면 세금을 더 내야하기 때문에 세금을 줄이기 위하여 송금을 피하고 그 결과 다국적기업들은 해외에 축적한 현금 때문에 연결재무제표상 현금보유가 증가할 수 있다. 이와 관련하여 만일 해외송금에 대한 세율을 폐지하거나 낮춰 준다면 국내기업의 단독 현금보유는 증가할 것이다. 또 만일 배당소득세가 높아 현금배당을 피하는 경우가 있다면 이 경우에도 현금보유가 증가할 수가 있을 것이다.

따라서 기업이 과다한 현금을 보유하고 있다면 위의 어느 경우에 해당되는지 판단하여 정책적인 대응 방안을 생각해 볼 수 있을 것이다.

II. 현금보유수준의 변화

1. 현금보유이론

1.1 현금, 유동자산 그리고 순운전자본

적정현금 보유수준을 논하기 위해서 먼저 현금에 대해서 정리해 보도록 한다. 기업의 재무상태표(과거의 대차대조표)는 기업이 보유하고 있는 자산을 유동자산과 비유동자산으로 나누어 기록하고 있다. 자산의 유동성이란 얼마나 쉽게 그리고 빨리 현금으로 바꿀 수 있느냐 하는 것으로서 가치의 심각한 훼손 없이 현금으로 신속하게 바꿀 수 있을수록 유동성이 크다고 한다. 순금은 현금으로 쉽고 빠르게 바꿀 수 있으므로 유동자산 중에서도 현금등가물로 볼 수 있다.

재무상태표의 유동자산은 유동성의 정도에 따라 현금과 현금등가물, 시장성 있는 유가증권(marketable securities), 외상매출금, 재고품 등의 순으로 표시된다. 순운전자본은 유동자산에서 유동부채를 차감한 것인데 유동부채라 함은 보통 1년 이내에 현금으로 갚아야 할 채무로서 장기로 발행된 부채라도 만기가 1년 이내인 경우에는 유동부채로 본다. 재무상태표는 과거 대차대조표라고 하였듯이 대변과 차변이 일치하는 구조로서 특정시점에서 기업의 재무상태를 보여주며 다음과 같이 요약된다.

$$\text{유동자산} + \text{비유동자산} = \text{유동부채} + \text{장기부채} + \text{자기자본} \dots\dots\dots (1)$$

그런데 유동자산 = 현금 + 현금이외의 유동자산이므로 이를 식 (1)에 대입하면 현금 은 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$\text{현금} = \text{유동부채} + \text{장기부채} + \text{자기자본} - \text{비유동자산} - \text{현금이외의 유동자산} \dots\dots\dots (2)$$

식 (2)를 보면 기업의 현금이 늘어나고 줄어드는 것은 각 항목에 변화가 있을 때 발생한다는 것을 쉽게 알 수 있다. 먼저 현금이 늘어나는 경우를 생각해 보면 다음과 같다.

- 유동부채의 증가 (외상매입금의 증가, CP의 발행 등)
- 장기부채의 증가 (회사채의 발행, 은행으로부터의 장기차입)
- 자기자본의 증가 (유상증자, 이익잉여금의 증가)
- 비유동자산의 감소 (고정자산의 매각, 감가상각비의 증가)

- 현금이외의 유동자산의 감소 (시장성 있는 유가증권의 매출, 외상매출금의 현금회수)

이와 같이 현금이 증가하는 활동을 현금의 원천이라고 한다. 반면에 현금이 감소하는 경우는 위의 경우와 반대되는 거래가 발생하는 경우이다. 즉,

- 유동부채의 감소 (외상매입금의 상환, CP의 상환 등)
- 장기부채의 감소 (회사채의 청산, 은행차입금 변제)
- 자기자본의 감소 (자사주 취득, 순손실의 발행)
- 비유동자산의 증가 (고정자산의 취득)
- 현금이외의 유동자산의 증가 (시장성 있는 유가증권의 취득, 외상매출금의 증가)

이와 같이 현금이 감소하는 활동을 현금의 사용이라고 한다. 기업의 현금보유는 결국 현금의 원천과 사용의 차이에 의해 결정된다. 전기말 현금보유액에 당기에 발생한 현금의 원천과 사용의 차이로 확보된 현금을 더하면 당기말의 현금보유액이 된다.

1.2 현금관리 모형

본 절에서 설명하고자 하는 현금관리 모형은 위에서 살펴 본 현금의 원천 - 현금의 사용의 차액으로 결정되는 현금관리를 의미하는 것이 아니라 당장 지급수단으로 사용할 수 있는 현금과 현금등가물을 얼마나 보유할 것이냐 하는데 대한 답을 구하려는 것이다. 모형에서는 기업이 일정기간에 지급해야 할 현금의 크기를 알고 있거나, 기업이 보유해야 할 최소한의 현금보유액을 알고 있으며 현금의 조달이나 처분은 시장성 있는 유가증권을 통해서 이루어진다고 가정한다.

기업이 시장성 있는 유가증권 대신 현금을 얼마나 보유하는 것이 현명한지는 그것을 보유함으로써 얻을 수 있는 혜택과 현금을 보유하는데 들어가는 비용을 동시에 비교함으로써 알 수 있다. 현금을 보유하여 얻을 수 있는 이점은 현금을 지급하지 못하여 일어나는 여러 가지 손실을 피할 수 있는 것이지만 기업이 언제라도 현금으로 전환할 수 있는 시장성 있는 유가증권을 가지고 있는 한 결국 그것은 현금이외의 유동자산을 현금으로 전환하기 위한 거래비용이 들지 않는다는 것으로 볼 수 있다.

반면에 현금을 보유함으로써 지불하는 비용은 그것을 시장성 있는 유가증권으로 가지고 있지 않고 현금으로 가지고 있으므로 해서 유가증권에서 얻을 수 있는 이자나 시세 차익을 누리지 못한다는 것이다.¹⁾ 보몰(Baumol)은 만일 어떤 기간에 기업의 현금순유출

1) 그 외에도 현금을 보유함으로써 현금을 분실하거나 불필요한 지출이 일어날 가능성이 커지는

이 일정하게 발생한다면 기업의 적정현금보유량은 다음과 같이 결정된다고 하였다. 보물의 현금관리 모형은 사실 기업의 재고관리 모형을 현금관리에 그대로 적용한 것이다.

즉 보물에 따르면 기업은 일정 기간에 순유출될 현금총액(F라고 하자)을 시장성 있는 유가증권 등의 형태로 확보하고 있다가 현금보유액이 지켜야 할 최저수준 이하로 떨어지면 시장성 있는 유가증권 중에서 아래 표시한 금액(C*) 만큼을 현금으로 확보하는 것이 최적이라는 것이다. 즉 보물 모형이 제시하는 최적현금변환량(C*)은 현금보유에 의해 발생하는 기회비용(즉 이자율과 같은 수익률)을 r, 현금확보를 위한 거래비용(시장성 있는 유가증권을 매도할 때 발생하는 거래비용)을 t 라고 하면 다음과 같이 결정된다. 즉,

$$C^* = \sqrt{(2F \times t) / r} \dots\dots\dots (3)$$

위 식에서 F는 계획기간 동안 순유출될 현금의 총액이다. 위 식은 시장성 있는 유가증권으로부터 1 거래시 확보해야 할 현금의 양이기 때문에 최적현금보유액과는 약간의 차이가 있다. 만일 기업이 보유해야 할 최소한의 현금보유액을 L이라고 하면 주어진 기간에 기업의 평균현금보유액은 (L + C*/2)가 될 것이다. 기업이 시장성 있는 유가증권으로부터 확보한 현금은 시간과 비례하여 감소하다가 결국은 0이 되는 시점에서 새로운 현금확보거래를 할 것이기 때문이다. 이상과 같은 현금관리 모형에 따라 기업의 평균현금보유액을 기업의 최적현금보유액으로 볼 수도 있을 것이다.

식 (3)이 갖는 의미를 살펴보면 1회 현금거래비용인 t가 클수록 그리고 이자율 r이 낮을수록 적정현금보유량은 많아진다. 시장성 있는 유가증권을 팔아 현금으로 전환하는 비용이 높다면 현금확보 거래를 되도록 안하려고 할 것이기 때문에 한 번에 많은 현금을 확보하는 것이 유리할 것이고 또한 이자율이 낮으면 시장성 있는 유가증권에서 얻는 이익도 낮으므로 현금을 많이 가지고 있으려 할 것이다.

정확히 반대의 논리로 거래비용 t가 낮을수록 그리고 이자율이 높을 수록 적정현금보유액은 적어진다. 이와 같은 적정현금보유정책은 상식적인 판단과 다르지 않다. 시장성 있는 유가증권을 현금으로 바꾸는데 드는 비용이 크지 않다면 굳이 현금을 많이 확보해 놓을 필요가 없으며 또 반대로 만일 이자율(또는 수익률)이 그리 높지 않다면 굳이 유가증권에 투자해 추가이익을 얻으려고 노력할 필요도 없을 것이다.

그런데 위 보물 모형은 현금흐름이 매우 일정한 환경에서나 이용가능하다. 예를 들어 현금의 유출입이 일정하지 않고 불규칙적이며 예측하기 어려운 상황에서는 위 모형을 적용하여 현금을 관리하기가 어렵다. 이런 불확실성이 큰 상황에서 현금관리를 보다 효

것도 일종의 비용으로 볼 수 있다.

울적으로 하기 위한 모형은 밀러-오어(Miller & Orr)가 제시하였다. 밀러-오어 모형에 따르면 만일 기업의 현금보유량이 유지해야 할 현금의 최저수준(L) 이하로 떨어지면 시장성 있는 증권을 팔아 현금을 확보해야 한다. 이 때 얼마만큼의 현금을 조달해야 할지 그 적정량을 C^* 라고 하면 그것은 다음과 같이 주어진다. 즉,

$$C^* = \sqrt[3]{(3/4) \times t \times \sigma^2 / r} \dots\dots\dots (4)$$

식 (4)에서 t 와 r 은 보물 모형에서와 마찬가지로 거래비용과 현금의 기회비용을 말하고 σ 는 기간에 발생하는 현금흐름의 표준편차이다. 식 (4)에 의하면 현금이 하한선인 L 이하로 내려갈 때 시장성 있는 유가증권을 처분하여 확보해야 하는 현금확보액(C^*)은 거래비용 t 에 비례하고 이자율 즉 기회비용 r 에 반비례한다. 한편 현금흐름의 변동성 즉 표준편차(σ)가 크면 클수록 더 많은 현금을 보유해야 한다는 것을 의미한다. 이것은 기업의 현금보유액이 같다면 현금흐름의 불확실성이 크면 클수록 하한선 아래로 현금보유액이 내려갈 확률이 커지므로 이를 방지하기 위하여 현금보유액을 많이 가지려는 것이다.

한편 밀러-오어 모형은 현금보유의 상한선인 U 를 특정하기도 한다. 기업의 현금보유량이 상한선 U 를 초과하게 되면 경영자는 일정한 현금을 시장성 있는 유가증권으로 바꾸어 현금보유량을 다시 $(L + C^*)$ 로 낮추어야 한다. 현금보유의 상한선 U 는 다음과 같이 주어진다.

$$U = L + 3C^* \dots\dots\dots (5)$$

즉, 현금보유액이 U 를 초과하면 기업은 $2C^*$ 만큼의 현금을 시장성 있는 유가증권으로 바꾸어야 한다. 현금보유가 하한선 아래로 내려갈 경우에는 기업경영에 상당한 지장을 초래하는 경우로서 허용될 수 없는 경우인데 반해 상한선 위로 갈 경우에는 기업경영에 지장을 초래하는 것은 아니고 다만 비효율적으로 많은 현금을 보유하는 경우라고 생각된다. 다시 말해서 $2C^*$ 로부터 얻을 수 있는 기회이익이 이를 시장성 있는 유가증권으로 바꾸는 거래비용 t 를 초과한다고 생각되는 수준인 것이다.

밀러-오어의 모형은 보물 모형과 마찬가지로 거래비용이 높을 수록 그리고 이자율이 낮을수록 현금보유를 많이 하고 그 반대의 경우에는 현금보유를 적게 하라는 메시지를 전하고 있다. 그러나 밀러-오어 모형은 이에서 한 걸음 더 나아가 보물 모형이 미처 반영하지 못한 현실 세계에서 현금유출입의 불확실성을 고려하여 보다 현실적으로 적절한 현금관리를 할 수 있도록 도와주는 점에서 높이 살만하다.

1.3 기업성장과 현금보유

이제 현금을 현금과 현금등가물로만 보는 것이 아니라 기업이 가지고 있는 유동성 있는 자산으로까지 개념을 확대해서 생각해 보자. 우리는 이미 위에서 식 (2)를 통해 현금의 원천과 사용을 살펴보았다. 기업의 현금이 늘어나는 이유는 현금의 원천이 현금의 사용보다 많기 때문이고, 그 반대의 경우에는 마찬가지로 현금의 원천이 현금의 사용보다 적기 때문에 발생하는 것이다.

먼저 현금이 적정수준보다 늘어나는 경우는 1) 외상매입금 혹은 CP 발행 등 유동부채가 증가하였거나, 2) 장기부채 혹은 유상증자를 통해 과거보다 많은 자금을 조달하였으나 이를 바로 투자활동 등에 투입하여 사용하지 않았거나, 3) 고정자산을 매각하였거나, 4) 외상매출금을 회수하였거나 재고나 시장성 있는 유가증권 등을 매도하여 유동자산이 감소하였거나, 5) 기업의 순이익이 발생하였으나 배당이나 자사주 취득을 그만큼 많이 하지 않아 이익잉여금이 증가하였기 때문이다.

기업의 현금이 상당기간 적정수준 이상으로 늘어나 문제가 된다면 그것은 아마도 순이익이 발생하였으나 그만큼 배당이나 자사주 매입을 통해 현금을 주주에게 돌려주지 않고 이익잉여금으로 사내에 유보를 시켜서일 가능성이 많다. 물론 필요하다면 기업은 장기자본을 조달하거나 자산을 매각하거나, 외상매입을 늘리거나 외상매출을 줄여서 현금을 보유할 수도 있다. 그러나 이러한 경우는 임박한 불확실성에 대비하기 위해서가 아니라면 일어나기 힘들다.

반면에 현금이 적정수준보다 감소하는 경우는 1) 외상매입금 혹은 CP 등을 과거보다 더 많이 상환하였거나, 2) 장기부채를 상환하였으나 거기 상응하는 리볼빙 발행을 못하였거나, 3) 순손실이 발생하였거나 혹은 자사주 취득을 과도하게 하여 이익잉여금이 줄어들었거나, 4) 장기자본조달 이상으로 고정자산에 많이 투자하였거나. 5) 외상매출금 혹은 재고품과 같은 현금 이외의 유동자산이 늘어났기 때문이다. 요약하면 기업의 현금이 부족한 경우는 기업의 과잉투자, 자본조달의 곤란 혹은 순손실의 발생 등이 요인이다.

그러므로 우리가 본고에서 논의하고자 하는 것이 기업의 적정현금보유결정이라면 그것은 결국 기업의 현금배당(자사주 취득 포함)결정과 매우 긴밀한 관계를 갖지 않을 수 없다. 기업이 외부에서 자본을 전혀 조달하지 않고 성장하고자 한다면 달성할 수 있는 최대의 성장률을 내부성장률(internal growth rate)이라고 하는데, 그것은 기업이 얼마나 순이익을 유보시키느냐에 달려 있다. 즉, 내부성장률을 g , 유보율을 v 라고 하면 내부성장률 g 는 다음과 같이 표시된다.

$$g = \frac{ROA \times v}{1 - ROA \times v} \dots\dots\dots (6)$$

ROA는 총자산수익률이며 v 는 1에서 자사주취득을 포함하여 주주에게 지급된 현금배당을 순이익으로 나눈 배당성향을 뺀 것이다. 이 식을 살펴보면 기업이 벌어들인 모든 순이익을 배당으로 지급하면 유보율 v 는 0이 되어, g 도 0이 된다. 즉 기업이 순이익의 100%를 배당으로 지급하면 기업은 외부자금조달 없이 성장할 수 없다는 말이다. 반대로 만일 기업이 벌어들인 순이익에서 배당을 전혀 하지 않고 모두 사내에 유보시켜 투자를 한다면 (즉 v 는 1), 기업의 성장률은 위 식(6)을 따라 $(\frac{ROA}{1-ROA})$ 가 되어 ROA의 크기에 따라 내부성장률이 결정된다.²⁾

이와 같이 만일 ROA를 알고 있는 어떤 기업이 외부에서 자본을 조달하지 않고서 최대한의 성장률 g 를 달성하려면 유보율은 다음과 같이 결정해야 한다. 즉,

$$v = \frac{g}{(1+g)ROA} \dots\dots\dots (7)$$

식 (7)을 따르면 외부에서의 자본조달 없이 성장률 g 를 달성하고자 한다면 그만큼 내부유보를 많이 해야 함을 의미한다. 만일 기업이 성장을 위해 이렇게 내부유보를 시켜 놓고 즉시 투자를 하지 않고 있으면 그만큼 기업은 현금을 과다하게 보유하는 것처럼 보일 수 있다.

그런데 기업이 외부에서 자본조달을 하지 않고 오로지 내부에서 창출된 자기자본에만 의존하여 성장해 간다면 성장이 제한적일 수밖에 없을 뿐만 아니라 동시에 목표로 하고 있는 자본구조가 있다면 목표자본구조도 달성할 수 없게 된다. 즉 시간이 갈수록 자기자본의 비율이 커지고 부채비율은 낮아질 것이다. 따라서 기업이 외부에서의 자본조달을 허용하되 목표자본구조를 유지하는 수준으로 외부의 자본조달을 허용한다면 기업이 달성할 수 있는 최대한의 성장률은 어떻게 될까? 우리는 이러한 성장률을 유지가능성장률(sustainable growth rate)이라고 부른다. 그것은 바로 아래 식 (8)이 보여준다.

2) 이 때 ROA가 0이면 성장률도 0이고, ROA가 10%이면 성장률은 11.1%, ROA가 20%이면 성장률은 25%, ROA가 50%이면 성장률은 100%가 될 것이다.

$$g = \frac{ROE \times v}{1 - ROE \times v} \dots\dots\dots (8)$$

위식에서 ROE는 자기자본수익률이며 v 는 앞에서와 같이 1에서 자사주취득을 포함하여 주주에게 지급된 현금배당을 순이익으로 나눈 배당성향을 뺀 것이다. 이것도 식 (6)과 마찬가지로 기업이 벌어들인 모든 순이익을 모두 배당으로 지급하면 유보율이 0이 되어, g 가 0이 된다. 즉 기업이 순이익의 100%를 배당으로 지급하면 기업은 목표자본구조를 지키려고 하는 한 성장할 수 없다는 말이다. 반대로 만일 기업이 벌어들인 순이익을 모두 사내에 유보시켜 투자를 한다면 기업의 성장률은 위 식 (8)에서 보는 바에서 ($\frac{ROE}{1 - ROE}$)가 되어 ROE의 크기에 따라 유지가능성장률이 결정된다.³⁾

또 위에서와 마찬가지로 만일 ROE를 알고 있는 어떤 기업이 외부에서 자본을 조달하되 기존의 자본구조 부채비율을 유지하면서 최대한의 성장률 g 를 달성하려 한다면 유보율은 다음과 같이 결정되어야 한다. 즉,

$$v = \frac{g}{(1 + g)ROE} \dots\dots\dots (9)$$

즉 기업의 내부유보율은 ROE와 성장률을 감안할 때 위와 같이 결정되어야 한다. 만일 그 이상으로 유보를 하게 되면 기업은 과잉투자를 하게 되던가 혹은 과도한 현금을 보유하는 결과를 초래하게 될 것이다. 아래 <표 1>은 기업의 ROE가 주어진 경우에 특정한 유지가능성장률을 달성하기 위한 유보율을 보여 주고 있다. 표를 보면 ROE가 10%인 기업이 10%의 성장률을 달성하려면 약 91%를 유보하고, 5%의 성장률을 달성하려면 약 48%를 유보하여야 한다. 또 ROE가 15%인 기업이 연간 15%의 성장률을 달성하려면 순이익의 약 87%를 유보해야 하며, 8%의 성장률을 달성하려면 49%를 유보해야 함을 알 수 있다. 즉, 높은 성장률을 달성하려면 ROE가 상당히 높지 않은 이상 많은 양의 순이익을 유보해야 함을 표에서 알 수 있다.

3) 이때도 내부성장률과 마찬가지로 ROE가 0이면 성장률도 0이고, ROE가 10%이면 성장률은 11.1%, ROE가 20%이면 성장률은 25%, ROE가 50%이면 성장률은 100%가 될 것이다.

〈표 1〉 유지가능성장률(g)을 달성하기 위한 내부유보율(v)

ROE \ g	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.1	0.15	0.2	0.25	0.3	0.4
0.05	0.20	0.39	0.58	0.77	0.95										
0.1	0.10	0.20	0.29	0.38	0.48	0.57	0.65	0.74	0.83	0.91					
0.15	0.07	0.13	0.19	0.26	0.32	0.38	0.44	0.49	0.55	0.61	0.87				
0.25	0.04	0.08	0.12	0.15	0.19	0.23	0.26	0.30	0.33	0.36	0.52	0.67	0.80	0.92	
0.3	0.03	0.07	0.10	0.13	0.16	0.19	0.22	0.25	0.28	0.30	0.43	0.56	0.67	0.77	0.95

1.4 현금보유동기와 대리인 문제

하버드 대학의 Jensen 교수는 1986년 기업이 가지고 있는 여유현금흐름(free cash flow)이 경영자들의 대리인문제를 심화시켜 대리인 비용을 발생시킨다고 주장하였다. 즉, 풍부한 현금흐름을 가지고 있는 기업의 경영자들은 (사실은 직원들까지도 방만한 비용 관리를 통해) 이 돈을 잘못 사용하기 쉽다는 것이다. 경영자들은 소극적으로는 풍부한 현금을 방만하게 사적으로 사용하여 이익을 추구할 수도 있고, 보다 적극적으로는 과잉 투자를 하거나 M&A 등을 통해 자신의 인적자본의 다각화를 비롯해 사회적 지위 향상을 얻는 등 사회적 경제적 이익을 추구하기 쉽다는 것이다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 지배구조의 강화가 필요하지만, 그것만으로는 경영자의 잘못된 현금사용을 막기 어려우므로 기업은 현금배당이나 자사주 취득을 이용하여 기업이 보유하고 있는 현금을 주주들에게 돌려주는 것이 주주의 이익에 보다 더 잘 합치된다고 주장하였다. 이와 관련하여 Easterbrook(1984) 등은 기업은 현금배당을 실시하는 것이 경영자의 대리인 비용을 줄이는 길이라고 주장하였다. 벌어들인 이익을 배당으로 주주들에게 지급하고 기업의 투자를 위해 자금이 필요한 경우에는 자본시장에서 투자자들의 감시와 동의 속에서 새롭게 자금을 조달하는 것이 경영자의 대리인 문제를 완화하는 방법이라는 것이다. 바로 자본시장의 감시기능을 강조한 주장이다.

이러한 주장에 대해 기업의 현금보유가 경영환경의 불확실성에 대비하기 위하여 필요하다는 주장이 있다. 바로 현금보유의 예비동기(precautionary motive)이다. 현금흐름의 변동성이 큰 기업들, 혹은 막대한 R&D 투자가 필요한 기업들은 경제 상황에 따라 자본시장을 이용하려면 매우 불리한 경우가 있다. 기업은 이러한 위험에 대처하기 위하여 현금을 보유하려는 동기를 가지고 있다. 위험도가 높은 사업을 하는 기업일수록 현금을 보다 많이 보유하는 이유가 바로 이것이다.

2. 실증증거

본 절에서는 현금보유를 결정하는 요인과 그것이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 대표적인 국내연구와 국외연구 결과를 소개하고 현금보유 수준에 대한 최근의 변화를 알아보기로 한다.

2.1 우리나라의 경우

- 빈기범, 서은숙, 승민규(2006)의 연구를 중심으로 -

2012년 9월 27일자 조세일보는 다음과 같은 기사를 전하고 있다.

『“모 의원이 국회 입법조사처에 의뢰한 자료에 의하면 2012년 3월 말 기준으로 63개 상호출자제한 기업집단 중 2012년 1분기 연결재무제표를 작성한 45개 기업집단의 사내유보금 총액은 313조원이었다. 특히 분석대상 45개 기업집단 중 10대 재벌그룹의 사내유보금은 무려 183조원(58.5%)이나 되어 전체 유보금의 절반을 넘어서는 것으로 조사됐다. 10대 재벌그룹의 사내유보금 중 현금성자산으로 보유하고 있는 금액만도 52조 1,461억 원(2009년말 기준)이나 되어 현금성자산 보유비율이 28.5%나 되는 것으로 나타났다.”

모 의원은 “재벌 대기업이 경제 불확실성을 이유로 생산적인 투자와 일자리 창출 등의 투자는 줄이면서 비생산적 목적으로 사내유보금을 활용, 내수경제 활성화를 저해하고 일자리창출 등을 위한 생산적 투자를 부진케 함으로써 서민경제를 더욱 어렵게 만들고 있다”고 지적했다. 이어 “따라서 재벌그룹의 과다한 사내유보금을 서민경제를 살리고 일자리 창출 등 경제민주화 가치에 부합되는 활동으로 유도하기 위한 제도상의 개선책이 적극 필요한 상황”이라고 설명했다.』

이렇게 재벌 대기업이 보유하고 있는 사내유보금이 과다하고 이 돈이 서민경제 활성화를 위해서 사용될 수 있도록 유도하기 위해 과세처분을 해야 한다고 하는 모 의원의 주장은 타당한 것일까? 이에 대한 답변의 하나로 빈기범, 서은숙, 승민규(2006)의 연구를 중심으로 알아보기로 한다.

빈기범, 서은숙, 승민규 (2006)[이하 저자들]은 기업의 현금보유 수준을 결정짓는 요인이 무엇인지 분석한 다음, 이 분석 모형에 근거하여 기업의 적정현금수준을 추정하였다. 이들은 기업이 실제 보유한 현금수준이 적정현금수준 추정치보다 많고 적음에 따라 기업의 가치가 어떤 영향을 받는지를 조사하였다. 이들은 무엇보다도 자금조달에 제약을 받는 기업들은 현금의 과다보유 여부가 기업가치에 아무런 영향을 미치지 않으나, 자금조달에 제약을 받은 기업들은 현금을 과다하게 보유할수록 기업의 가치에 부정적인 영

향을 미치고 있음을 밝히고 있다. 이하에서 저자들의 연구를 보다 자세하게 설명하기로 한다.

먼저 현금보유수준을 결정짓는 주요 요인으로 다음과 같은 변수가 고려되었다. 괄호 안은 현금보유수준에 미치는 영향의 방향성을 의미한다.

- 1) 배당 : 기업이 현금으로 배당을 지급하면 똑같은 순이익을 가진 기업에 비하여 현금보유는 적어질 수밖에 없다. (-)
- 2) 투자기회 : 기업의 투자기회가 많을수록 기업은 그 기회를 놓치지 않기 위해 현금보유를 많이 하려고 한다. 그러나 대리인이론에 따르면 기업의 투자기회가 빈약할수록 경영자는 자신의 이익에 부합하는 투자안에 투자하기 위한 현금을 확보하려고 할 것이다. (+, -)
- 3) 유동자산 : 유동자산은 쉽게 현금으로 전환할 수 있기 때문에 기업이 유동자산이 많다면 현금을 많이 보유할 필요가 없다.(-)
- 4) 부채비율 : 부채비율은 현금보유수준에 양의 관계를 가질 수도 있고 음의 관계를 가질 수도 있다고 생각된다. 우선 양의 방향으로 영향을 줄 수 있는 이유는 부채가 많을수록 향후 추가적인 자금조달이 어려울 것이므로 현금을 많이 보유하려고 할 것이다. 반대로 음의 관계를 가질 수 있는 것은 부채가 많은 기업은 자금조달 능력이 좋은 것이므로 현금보유의 필요성을 많이 느끼지 않는다. 또한 부채비율이 낮을수록 외부의 감시가 느슨해지므로 경영자는 자신의 이익을 위해 현금을 많이 보유하고자 할 것이다. (+,-)
- 5) 기업규모 : 기업규모가 클수록 기업 내의 여러 부문에서 현금을 돌려 사용할 수 있으므로 예비적인 현금보유의 필요성이 줄어든다. 그러나 기업이 현재까지 성과가 좋아서 성장해 온 것이라면 내부유보자금을 축적해 왔을 수도 있다. 또한 큰 기업일수록 외부로부터 M&A위험이 줄어들어 경영자는 자신의 이익을 위해 현금을 많이 보유하려고 할 것이다. 이 경우에는 양의 관계가 성립될 것이다. (-, +)
- 6) 현금흐름 : 평소에 현금흐름이 많은 기업은 많은 현금을 보유할 필요가 없다. 그러나 만일 기업이 미래의 투자소요자금을 고려하여 현금흐름을 사내에 축적한다면 오

히려 현금보유수준이 증가할 수도 있다. (-, +)

- 7) 현금흐름의 불확실성 : 현금흐름이 많더라도 현금흐름의 변동성이 크다면 현금부족 사태가 발생할 가능성은 더 크다. 현금흐름의 불확실성이 클수록 기업은 더 많은 현금을 보유하려고 할 것이다. (+)
- 8) 연구개발비용 : 연구개발비는 불확실성이 높아 외부의 자금을 조달하기가 어렵다. 따라서 기업이 연구개발비를 많이 지출할수록 현금으로 대비할 필요가 높아 양의 관계가 성립한다. 그러나 만일 기업이 연구개발비에 내부자금을 우선적으로 사용했다면 현금수준은 감소하여 음의 관계가 될 수도 있다. 이것은 일반투자도 마찬가지이다. (+ -)
- 9) 대기업집단 여부 : 대기업집단 소속의 기업은 현금이 부족할 경우 계열회사로부터 지원받기가 수월하다. 따라서 대기업집단 소속 기업들은 현금보유수준을 굳이 높이지 않을 것이다.(-)
- 10) 소유구조 : 소유구조가 분산되어 있을수록 경영자에 대한 감시기능이 떨어지므로 경영자는 자신의 이익을 위해 현금보유를 늘일 것이다.(+)
- 11) 이자율 : 거시경제변수로서 이자율이 낮을수록 현금보유의 기회비용이 감소하므로 현금보유수준이 높아진다.(-)
- 12) 결제수단 : 거시경제변수로서 현금의 대체수단으로서 어음교환규모 (-)
- 13) 기업고유위험 : 기업고유위험이 클수록 자금조달비용이 커지므로 현금보유수준과는 양의 관계에 있을 것이다.(+)
- 14) 산업 : 산업별로 현금보유수준에 차이가 있다.

이러한 요인들이 과연 기업의 현금보유수준에 영향을 미치는지를 조사하기 위하여 저자들은 우리나라 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 비금융기업들의 자료 중 1999년부터 2004년까지의 상장협 TS2000 자료를 이용하여 조사하였다. 이들은 먼저 2개의 현

금보유수준에 대한 변수를 1) 현금성자산보유성향 I $\{= \text{현금및현금등가물}/(\text{총자산} - \text{현금및현금등가물})\}$, 2) 현금성자산보유성향 II $\{=(\text{현금및현금등가물}+\text{단기금융상품})/(\text{총자산} - \text{현금및현금등가물}-\text{단기금융상품})\}$ 로 정의하고 이 두 변수에 대해 앞에서 설명한 여러 가지 설명변수들이 어떠한 설명력을 갖는지를 조사하였다. 분석결과는 다음과 같았다.

- 1) 배당의 경우에는 배당금의 크기가 아니라 배당을 했는지 안했는지 여부를 표시한 더미변수를 쓴 결과 유의적인 관계가 없는 것으로 나타났다.
 - 2) 투자기회를 의미하는 대응변수로 사용된 토빈Q는 기대했던 대로 기업의 현금보유 수준과 유의미한 양의 관계를 갖는다.⁴⁾
 - 3) 유동자산을 의미하는 순운전자본은 기대했던 대로 기업의 현금보유수준과 유의미한 음의 관계를 갖는다.
 - 4) 부채비율은 강한 음의 관계를 갖는 것으로 밝혀졌다. 가설에서는 양의 관계도 가질 수 있다고 하였으나 실제로는 부채비율이 낮은 기업이 오히려 현금을 많이 가지고 있는 것으로 나타난 것이다. 부채가 많은 기업들은 자금조달 능력이 좋을 것이므로 현금보유의 필요성을 느끼지 않기 때문이거나 부채비율이 낮을수록 외부의 감시가 느슨해지므로 경영자는 자신의 이익을 위해 현금을 많이 보유하고자 하기 때문이라는 대리인 이론과 일치하는 결과가 나온 것이다. 그러나 필자는 경영성과가 좋은 기업들이 부채도 갚고 동시에 현금도 많이 보유한 때문이 아닐까 생각한다.
 - 5) 기업규모가 클수록 현금이 많거나 혹은 적을 것이라는 여러 가지 시나리오가 있었으나 실증결과는 아무런 관계가 없는 것으로 나타났다. 이것은 어떤 기업은 규모가 크기 때문에 현금을 많이 보유할 필요가 없는 반면에, 어떤 기업은 오히려 기업의 성장과 더불어 현금의 축적이 가능하고 현금보유가 증가하였기 때문에 이러한 결과가 나타날 수도 있다.
 - 6) 현금흐름은 현금보유수준과 유의미한 양의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 현금흐름이 많은 기업은 현금을 많이 보유할 필요가 없음에도 양의 관계를 갖는 것은 벌어
-
- 4) 그러나 토빈Q는 투자기회 뿐만 아니라 기업의 가치 전부를 의미한다고 볼 수 있기 때문에 이 변수가 반드시 투자기회를 의미한다고 볼 수만은 없을 것이다.

들인 현금을 투자하거나 배당으로 처분하지 않고 기업이 사내에 현금을 쌓아 두고 있기 때문에 이러한 결과가 나타난 것이다. 현금흐름이 많은 기업이 미래의 투자수요에 대비하기 위하여 현금을 쌓는다는 가설과 일치하는 것으로 볼 수 있다.⁵⁾

- 7) 현금흐름의 불확실성은 예상했던 대로 현금보유수준과 유의미하게 양의 관계에 있었다. 현금흐름의 불확실성이 클수록 기업은 현금이 부족한 경우에 대비하여 현금을 더 많이 보유하고 있는 것이다.
- 8) 연구개발비용은 가설에서 양 혹은 음의 상관관계를 가질 수 있는 것으로 보았으나 아무런 유의미한 결과가 나타나지 않았다. 현재의 연구개발비로 지출이 많은 기업 중에서 어떤 기업은 미래의 연구개발을 위하여 현금을 축적해 놓았으나, 어떤 기업들은 현재의 연구개발을 위해 현금을 이미 많이 사용했다면 이런 결과가 나타날 수 있다.
- 9) 대기업집단에 속한 기업들은 가설과 같이 그렇지 않은 기업보다 현금보유수준이 유의미하게 낮은 것으로 나타났다. 기업집단내의 계열사 간에 내부자본시장이 형성되어 현금보유의 필요성이 감소한다는 가설과 일치하는 결과이다.
- 10) 소유구조에 대하여 저자들은 주주수를 대용변수로 삼았는데 저자들이 현금보유수준으로 정의한 두 개의 변수에 대하여 상이한 결과를 보여 주고 있다. 주주수를 기업의 소유구조의 분산정도로 보는 것은 필자의 견해로는 문제가 있다. 주주수는 우선 기업의 규모와 밀접한 관계가 있다. 기업규모가 클수록 주주수도 많아지기 때문이다. 기업의 소유구조는 주주수 보다는 블록으로 소유하고 있는 대주주가 있는지, 있다면 몇 명이며 대주주와의 관계는 어떠한지, 또한 그들이 보유한 지분은 얼마나 되는지 등을 알아보아야 한다. 따라서 소유구조의 분산 정도를 표시하는 변수는 구하기가 쉽지 않다.
- 11) 거시경제변수인 이자율은 기업의 고유한 특성치를 나타내는 기타 설명변수들과 동시에 고려할 때 기업의 현금보유수준과 아무런 관계가 없는 것으로 나타났다. 그러나 다른 요인을 고려하지 않고 CD 금리와 현금성자산보유성향 두 변수간의 상관관계

5) 필자의 견해로는 미래의 불확실성에 대비하거나 지위가 확고한 경영자가 자신의 사적이익을 위하여 현금흐름을 사내에 축적하는 경우도 있을 수 있다고 생각된다.

수만을 조사해 보면 이 둘 사이에는 유의미한 음의 상관관계가 있다. 이것은 기업들이 현금보유수준을 결정하는 것은 개별 기업의 특성에 따른 결정이지, 거시경제적 변수의 변화에 기인한 것은 아니라는 것을 의미한다.

- 12) 현금의 대체수단으로서 어음교환규모는 현금성자산보유성향 I에서는 가설과 같이 음의 관계를 보여주고 있으나, 현금성자산보유성향 II와는 아무런 관계가 없는 것으로 나타났다. 현금성자산보유성향 II는 금융자산을 포함한 현금성자산이고 어음은 금융자산 중에 하나이므로 이러한 결과가 도출된 것으로 보인다.
- 13) 기업고유위험은 월간 실질수익률을 월간 실질 시장수익률에 회귀분석한 후 잔차의 표준편차로 측정하였는데 이것은 예상했던 대로 유의미하게 양의 관계에 있는 것으로 확인되었다. 즉 기업의 고유위험이 클수록 기업의 현금보유수준은 높아진다.
- 14) 마지막으로 현금보유수준은 산업별로 큰 차이가 있었다. 그러나 현금보유수준이 가장 큰 산업과 가장 작은 산업들은 연도별로 일정하지 않다.

저자들은 이렇게 현금보유수준을 결정짓는 요소들을 확인하여 이 요소들에 기반을 둔 적정현금보유 모델을 추정하고, 이 모델에서 추정된 현금보유수준의 잔차를 기업의 현금보유가 과다한지 혹은 과소한지를 나타내는 측정치로 삼았다. 다음 이 잔차를 기업의 성과 혹은 가치를 나타내는 토빈Q에 회귀시켜 과연 기업의 과다한 현금보유가 기업의 성과에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보았다. 그런데 저자들은 과다한 현금보유수준이 기업의 성과에 미치는 영향이 기업이 자금조달에 제약을 받는 기업인지 아닌지에 따라 상이한 결과를 가져 올 것으로 판단하고 표본기업 중에서 자금조달에 제약을 받는 기업과 제약을 받지 않는 기업을 골라 분석하였다.

저자들은 자금조달에 제약을 받는 기업은 당해 연도에 배당을 지급하지 못했고 표본기업중 시가총액이 하위 20% 혹은 30%이하인 기업으로 정의하고, 자금조달에 제약을 받지 않는 기업은 당해 연도에 배당을 지급했고 동시에 표본기업 중 시가총액이 20% 혹은 30% 이상인 기업으로 정의하였다.

저자들은 우선 현금흐름과 현금보유수준의 관계가 이 두 그룹 간에 어떤 차이가 있는지를 조사하였는데 놀랍게도 자금조달에 제약을 받지 않는 그룹에서 현금흐름이 많을수록 현금보유를 더 많이 하는 것으로 나타났다. 앞에서 전체 표본기업을 대상으로 했을 때 현금흐름이 현금보유수준에 양의 관계를 갖는 것을 보고 현금흐름이 많은 기업들이

현금을 더 쌓으며 이것은 미래의 투자수요에 대비하기 위한 것일 수도 있다고 한 것에 대한 반대 증거인 것이다. 왜냐하면 미래 투자수요에 대비하기 위한 것이라면 자본조달에 제약이 없는 기업은 현금흐름과 현금보유수준간에 아무런 관계가 없어야 하고 있더라도 자금조달에 제약이 있는 기업보다는 적게 해야 할 것이기 때문이다.

저자들은 이어서 과다한 현금보유가 이 두 그룹에서 토빈Q로 측정된 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석결과는 자금조달에 제약을 받는 기업에서는 현금 보유수준의 잔차가 기업가치와 유의미한 관계를 갖지 않으나 자금조달에 제약을 받지 않는 기업에서는 유의미한 음의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉 자금조달에 제약을 받지 않은 기업들이 과다한 현금을 보유하는 것은 기업의 가치를 손상하는 것으로 나타난 것이다. 이것은 바로 앞에서 살펴 본 현금흐름이 현금보유수준에 미치는 양의 관계가 그럴 필요가 없는 자금조달 비제약그룹에서만 나타난 것과 일맥상통하는 분석결과이다.

이와 같은 결과를 두고 저자들은 자본제약이 없는 그룹에서 현금흐름이 많을수록 현금보유를 더 많이 하고, 또 과잉현금보유수준이 높을 수록 기업가치가 손상되는 것은 대리인 문제에 기인하는 것이라고 지적하였다. 자본제약이 없는 기업에서 Jensen이 지적한 여유현금(free cashflow)의 대리인 문제가 심각하게 발생할 가능성이 있다는 것이다.

2.2. 외국의 경우

- Bates, Kahle, Stulz (2009)의 연구를 중심으로 -

2012년 10월 3일자 연합뉴스는 영국의 더 타임스를 인용하여 세계 500대 기업이 투자하지 않고 쌓아 둔 현금자산 총액이 4조 달러(약 4,453조원)에 이르는 것으로 파악됐다고 보도했다. 기사를 인용하면 다음과 같다.

『국가별로는 미국이 1조 8,140억 달러로 가장 규모가 컸으며, 일본(5,730억 달러), 독일(2,590억 달러), 프랑스(2,280억 달러), 영국(1,470억 달러) 등이 뒤를 이었다. 홍콩과 중국의 대표기업 보유 현금자산은 각각 1,120억 달러로 집계됐으며, 한국은 스위스(830억 달러)에 이어 9위에 올랐다. 기업들은 신규 투자를 꺼리게 하는 법적 장애 요인으로 ‘금융 규제(44%)’와 ‘노동법 제약(44%)’을 으뜸으로 꼽았다. 이 밖에 ‘독점 규제법(38%)’, ‘무역장벽(30%)’, ‘외국기업 투자제한(28%)’ 등도 걸림돌로 지적됐다. 기업들은 법률적 장애 요인 외에도 ‘불확실한 경제전망’, ‘정치 불안’, ‘투자 기회 부족’, ‘전문인력 부족’ 등을 투자를 망설이는 이유로 들었다. 호건라벨스의 앤드루 피어슨 기업담당 이사는 “세계적인 경기침체로 기업들이 신규 투자는 물론 주주 배당도 억제하는 것으로 확인됐다”며 “쌓아 둔 현금이 조만간 투자처를 찾아 나설 가능성이 커졌다는 점에서 희망적인 측면도 있다”고 분석했다.』

2010년 9월 2일자 매일경제도 다음과 같은 기사를 실고 있다.

『지난 8월 증시에서 정보기술(IT) 분야에서 영향력이 막강한 애널리스트인 베른스타인 리서치의 토니 사코나기는 애플의 최고경영자(CEO) 스티브 잡스와 이사진에게 ‘공개편지’를 썼다. “애플의 경이로운 실적은 칭찬할 만하다. 그러나 내가 만난 주주들은 경영진에 대해 화가 나 있다. 하나 같이 금고에 쌓아둔 막대한 현금을 주주들에게 배당이나 자사주 매입 등으로 돌려줄 생각도 없고, 그렇다고 어떻게 사용하겠다는 미래 비전을 밝히는 것도 꺼려하기 때문이다.” 애플의 현금 보유액은 대략 240억 달러(28조원). 아이팟-아이패드-아이폰의 연이은 성공으로 하루가 다르게 금고는 현금으로 쌓여가지만 풀 생각은 없어 보인다.

매 분기 실적이 발표될 때마다 공간에 쌓인 막대한 현금을 놓고 주주와 애널리스트, 경영진 사이에 설전이 벌어지지만 CEO 잡스도, 최고재무책임자(CFO) 오펜하이머도 두루뭉술한 입장만 되풀이한다. 애플뿐 아니다. 적지 않은 기업이 금고에 현금을 쌓아두고 있다. 지난 20여 년 동안 미국 기업의 자산 대비 현금보유비율은 두 배 이상 높아졌다. 한국 기업도 비슷한 상승곡선을 긋고 있다. 일본 기업은 소니뱅크, 마쓰시타뱅크, 도요타뱅크로 불릴 정도로 막대한 현금을 쌓아왔다.』

이렇게 최근 10여 년간 기업의 현금보유 수준이 과거보다 크게 늘었다는 언론과 학계의 지적이 줄을 이었다. 이하에서는 이 분야의 대표적인 연구논문인 Bates, Kahle, Stulz (2009)[이하 Stulz 등]의 연구를 살펴봄으로서 외국에서 현금보유수준의 변화는 어떻게 이루어 졌으며 이에 대한 학계의 평가는 어떠한지 살펴보기로 한다.

Stulz 등은 기업이 현금을 보유하는 동기를 다음 네 가지로 분류하였다.

1) 거래동기

기업이 비현금 금융자산을 현금으로 바꾸어 지급수단으로 사용하고자 할 때 거래비용이 든다면 이 거래비용에 규모의 경제가 작용하여 대기업은 상대적으로 현금을 적게 보유하려고 할 것이다. 그런데 이러한 동기에 의한 현금보유 수요는 시간이 흐르면서 축소될 것이다. 왜냐하면 기업들은 비현금 금융자산을 보다 효율적으로 현금으로 바꾸는 방법을 알아갈 것이기 때문이다.

2) 예비동기

자본시장을 이용하는데 비용이 든다면 불리한 경영환경에서 보다 유리한 상황을 짐작기 위해서 기업들은 현금을 보유하고자 한다. 특히 위험이 큰 기업들은 보다 많은 현금을 보유하고자 할 것이다. 또한 투자기회가 많은 기업일수록 보다 많은 현금을 보유하려

고 할 것이고 자금조달에 제약이 있는 기업들은 보다 많은 현금을 보유하려고 할 것이다. 그 중에서도 영업이익과 투자기회간의 상관관계가 낮을수록 기업들은 부채를 갚는 대신에 현금을 쌓아 두려고 할 것이다.

이 기업들은 현금흐름이 낮은 시기에도 투자비를 충당할 수 있도록 현금흐름이 좋은 시기의 현금흐름을 담보로 채권을 발행하여 현금을 쌓기도 할 것이다. 그런데 이러한 예비적 동기에 의한 현금보유 수요는 파생금융시장이 성장하고 미래에 대한 예측가능성과 통제가 높아지면서 감소해야 할 것이다. 그러나 반면에 기업들의 고유한 위험은 최근에 크게 증가하였고, 뿐만 아니라 최근에 상장된 많은 기업들의 불확실성은 매우 크다. 이런 점을 감안하면 시간이 흐를수록 현금보유수준은 높아질 수밖에 없다.

3) 세금동기

해외에서 소득이 발생한 기업들은 국내로 현금을 송금하면 세금을 물어야 하므로 현금을 해외에 쌓아 두려고 한다. 그 결과 다국적 기업들은 해외에 현금을 쌓아 두는 것이 유리하다.

4) 대리인동기

확고한 자리를 확보한 경영자들은 투자기회가 안 좋을 때 현금을 배당으로 지급하는 것보다 사내에 유보시키려고 한다.

이상의 현금보유동기를 가설로 Stulz 등은 미국의 기업들이 최근에 현금보유를 크게 늘린 현상과 그 동기를 분석하였다. 즉 1980년~2004년간 비금융 및 비공익기업들의 자료에 의하면 평균 현금보유수준은 1980년에 10.48%였던 것이 2004년에는 24.03%로 증가하였다. 현금보유수준은 어느 해에 갑자기 증가한 것이 아니라 표본기간 꾸준히 증가하였는데 연간 약 0.45%씩 증가하였다. 이와 같은 현상은 평균이 아니라 중앙값(메디안)을 사용해서 분석해도 마찬가지였다.

Stulz 등은 이러한 현금보유수준의 증가가 몇몇 대기업들에 의해서 주도된 것이 아니라 기업의 규모와 상관없이 일반적인 행태라는 것을 발견하였다. 오히려 기업규모가 작은 기업들의 현금보유수준이 더 많이 증가하였으며 대기업들의 현금보유는 1998년 이후에야 급증하였다. 저자들은 현금보유수준의 증가가 1990년대에 급증한 IPO 기업들의 자금조달행태와 관련이 있는 것인지 알아보았다.

IPO 이후 멀지 않은 시점에서 많은 기업들이 유상증자를 실시하므로 이들 기업에서 현금이 축적될 수도 있기 때문이다. 표본기업을 5년 이내에 IPO를 한 기업과 그렇지 않은 기업들로 나누어 분석해 본 결과, 최근에 IPO를 한 기업이나 그렇지 않은 기업 사이

에는 현금보유수준에 큰 차이가 없다는 것이 밝혀졌다.

저자들은 또 배당지급과 현금보유수준과의 관계를 조사하였다. 결과는 배당을 지급하지 않은 기업들의 현금보유는 급증하였으나, 배당을 지급한 기업들의 현금보유수준은 크게 증가하지 않았다. 이들은 또한 순이익이 적자인 기업들과 순이익이 흑자인 기업들로 나누어 현금보유수준의 증가여부를 살펴 본 결과 순이익이 적자인 기업들의 현금보유가 훨씬 더 큰 폭으로 증가한 것을 발견하였다.

자금조달에 제약이 있을 것으로 생각되는 기업들 - 즉, 배당을 지급하지 않은 기업과 순이익이 적자인 기업들 - 에서 현금보유수준이 크게 증가한 것은 예비적 동기에 의한 현금보유 가설과 일치한다. 즉 이러한 기업은 자금조달에 여러 제약이 있을 수 있기 때문에 내부에 현금을 축적하여 유사시에 대비하고자 할 것이란 것이다.

예비적 동기에 의한 현금보유가설을 더 깊이 조사하기 위하여 저자들은 표본기업을 현금흐름의 변동성에 따라 산업별로 5개 그룹으로 나누고 현금보유수준이 그룹별로 어떻게 변했는지 살펴보았다. 기대했던 대로 변동성이 가장 큰 그룹에서 현금보유수준이 가장 크게 증가한 것이 관찰되었다. 즉, 이 그룹의 1980년도 현금보유수준이 12.9%였는데 2006년에는 39.0%로 증가한 것이다.

저자들은 최근에 상장된 기업들은 배당도 하지 않고 또 위험도 그전에 상장한 기업과는 다를 것이기 때문에 현금보유수준이 다를 것으로 생각하여 상장연도에 따라 표본기업을 8개 그룹으로 나누어 현금보유수준을 조사한 결과 최근에 상장한 그룹일수록 대체로 현금보유수준이 높다는 것을 알아냈다. 기업이 언제 상장했느냐에 따라 그 기업들의 위험이 다를 뿐만 아니라 최근에 올수록 위험이 커지고 있는 것과 관련이 있는 것으로 보인다.

1990년대에는 하이텍 기업들이 상장을 많이 했고 하이테크 기업들이 예비적 동기의 현금보유에 더 경도 되었다면 이러한 결과는 표본에 하이테크 기업들이 많이 포함되었기 때문으로 풀이할 수 있다. 그런데 표본기업을 하이텍기업 그룹과 일반 제조업 그룹으로 나누어 현금보유수준의 변화를 살펴 본 결과 두 그룹은 모두 현금보유수준이 증가하였으나 일반 제조업의 증가율이 하이텍그룹보다 오히려 더 컸다. 이 같은 결과는 표본그룹의 현금보유수준이 증가한 것은 상장기업들의 성격변화 때문이지 하이테크 기업들의 비중이 최근에 커졌기 때문으로 볼 수는 없다는 것을 말해 준다.

세금보유동기 가설을 조사하기 위하여 저자들은 해외소득이 있는 기업들의 현금보유수준이 어떤 변화가 있었는지 조사하였다. 표본기간 후반에 정부는 해외이익의 송금시 세율을 낮춰주었다. 그렇다면 이들 기업에서 최근에 현금보유수준이 증가하였는가? 표본기업을 해외소득이 있는 그룹과 없는 그룹으로 나누어 조사해 본 결과 두 그룹 간에는

현금보유의 증가에 아무런 차이가 없었다. 이것은 세금을 피하기 위해 해외에 현금을 보유한다는 가설을 부정하는 것이다.

마지막으로 저자들은 대리인 가설을 조사하였다. 대리인 가설에 따르면 여유현금흐름이 많은 기업일수록 현금보유수준이 높아질 것이다. 그러나 결과는 이 가설을 지지하지 않았다. 자금조달에 제약이 있을 것으로 본 적자기업이 오히려 현금보유수준이 늘어난 것이다. 더구나 대리인 문제가 심각할 것으로 생각되는 대기업보다는 오히려 작고 최근에 상장된 기업들이 현금보유수준이 더 크게 증가하였다.

이상에서 저자들이 조사한 것은 다른 요인을 고려하지 않고 관심가는 변수와 현금보유수준간의 관계를 직접 조사한 것이다. 이러한 결과는 다른 보다 근본적인 원인에 의하여 나타날 수 있기 때문에 다른 요인들과 동시에 고려할 때는 어떠한 관계에 있는지 조사할 필요가 있다. 이를 위해 저자들은 (현금및현금등가물/총자산)을 여러 가지 설명변수에 회귀시켜 조건부 관계를 파악하고자 하였다. 중요한 발견 결과를 요약하면 다음과 같다.

- 1) 장부가치대비시장비율(토빈Q)과 산업현금흐름변동성은 유의미한 양의 관계를 갖는다. 이것은 투자기회가 많은 기업이 예비적 동기로 현금을 보유한다는 가설과 일치한다.
- 2) 투자나 인수비용은 유의미한 음의 관계를 갖는다. 이것은 투자기회가 많은 기업이 현금을 많이 보유할 것이라는 가설과는 배치된다. 대신에 고정자산을 많이 확보하여 담보로 제공할 수 있기 때문에 부채를 얻기가 쉬워 현금을 보유할 필요가 없다는 가설과 일치하고 또 투자를 갑자기 많이 하여 현금을 소진했다는 가설과도 일치한다.
- 3) 기업규모는 시간이 변화함에 따라 유의미하게 양의 관계를 갖는다. 보다 정확하게는 1980년대와 1990년대에는 유의미하게 음의 관계를 갖다가 2000년대에는 유의미하지 않은 양의 관계로 변화하였다. 기업규모가 현금보유수준과 처음에 음의 관계를 갖는 것은 거래비용가설과 일치한다. 즉 현금거래비용엔 규모의 경제가 작용하여 기업규모가 커질수록 현금보유수준을 줄인다는 것이다. 그러나 2000년대에 와서 이러한 관계가 사라진 것은 대리인 비용으로 설명될 수 있다. 즉 대리인 문제 때문에 필요하지도 않은 현금을 보유한다는 것이다. 이것은 2000년대를 기점으로 대기업들이 현금보유수준을 증가시킨 것과 관련이 있을 가능성이 높다.

- 4) 현금흐름은 시간이 변화함에 따라 유의미하게 양의 관계를 갖는다. 보다 정확하게는 1980년대에는 양, 1990년대에는 음, 2000년대에는 양의 관계를 갖는다.
- 5) 시간이 변화함에 따라 배당을 지급한 기업이 그렇지 않은 기업보다 더 많은 현금을 보유한다.
- 6) 시간의 변화에 따라 기업특성이 설명하지 못하는 현금보유수준의 증가가 있다. 1990년대에 기업들은 기업특성에 기초한 기대수준보다 현금을 적게 보유하였다. 또한 2000년대의 현금보유수준은 기업특성에 비추어 기대치보다 높다는 증거가 없다.
- 7) 시간의 변화에 따라 현금보유수준과 그것을 설명하는 기업의 특성간의 관계는 크게 변하지 않았다. 다만 현금흐름위험만은 1990년대에 더 큰 영향을 주었다.
- 8) IPO 기업들은 그렇지 않은 기업보다 높은 현금보유수준을 갖고 있으며 IPO 시점이 멀어질수록 현금보유수준은 감소한다.
- 9) 부채나 유상증자로 자본을 조달한 기업의 현금보유수준이 더 높다.
- 10) 순손실을 본 기업의 현금보유 수준은 그렇지 않은 기업과 차이가 없다.
- 11) T-bill 이자율은 현금보유수준과 관계가 없었다. 이것은 이자율이 현금보유의 중요한 기회비용이라는 거래비용 가설과 일치하지 않는 것이다.
- 12) AAA와 BBB간 이자율 차이는 유의미하게 양의 관계를 갖는다. 이것은 위험에 대비하여 현금을 보유한다는 예비동기 가설과 일치하는 것이다.

현금보유비율이 기업의 특성치가 변화해서 증가했다면 기업특성치 중에서 구체적으로 어떠한 것이 변해서 그렇게 되었는가? 이 문제에 답하기 위하여 저자들은 1980년대의 자료를 이용하여 현금보유수준 결정모형을 만들고 이 모형에 기초하여 1990년대와 2000년대의 기대현금보유수준을 추정하였다. 현금보유수준 기대치와 실제 현금보유수준을 비교한 결과 1990년대에는 기업들이 현금을 기대치보다 적게 보유하고, 2000년대에 들어서서 2003년부터 2006년까지는 기대치보다 많이 보유한 것으로 나타났다.

현금보유수준 결정모형에 따르면 1990년부터 2006년까지 40.3%의 평균현금보유수준 증가가 있을 것으로 분석되었다. 이렇게 기대현금보유수준에 큰 변화를 초래한 여러 원인 중에서 가장 중요한 4개를 꼽는다면 현금을 차감한 순운전자본의 변화, 현금흐름위험의 변화, 자본투자의 변화, 그리고 R&D의 변화이다. 순운전자본은 1980년부터 2000년대까지 10% 이상 감소하였는데 그 주된 이유는 재고와 매출채권의 감소이다. 현금흐름 위험도 이 기간에 2배 이상 증가하였다(7.0%에서 15.9%로). 자본투자도 같은 기간에 R&D 투자의 2배 이상이었으나 2000년대에는 그에 오히려 역전을 당하였다. 자본투자는 현금을 소모하고 담보물을 만들어 현금보유의 필요성을 떨어뜨리지만 R&D 투자는 많아질수록 미래의 자본조달을 위하여 현금보유를 증가시킬 수밖에 없다.

결국 현금보유수준이 증가한 것은 예비적동기가 중요한 역할을 했다는 것과 기업의 특성치가 변하여 현금에 대한 수요가 장기적으로 변하였기 때문이라 것을 알 수 있다. 한편 기업들이 예비적 동기로 현금을 보유하고 기업의 위험도 증가하였으므로 현금보유의 변동성 자체도 증가하였다.

저자들은 마지막으로 대리인 문제가 현금보유수준의 증가에 어떠한 영향을 미치는지 조사하였다. 이들은 경영자 지위의 확고성 즉 安住(entrenchment) 정도를 측정한 지표에 따라 표본기업을 5개 그룹으로 분류하여 이들의 현금보유수준이 시간의 경과에 따라 어떤 변화가 있는지 조사하였다. 그러나 이들은 경영자의 안주 정도의 차이에 따라 현금보유수준의 변화가 달라지는 아무런 증거도 발견하지 못하였다. 이들은 몇 가지 다른 분석도 행하였으나 대리인 문제가 현금보유수준의 증가를 설명한다는 어떤 증거도 발견하지 못하였다.

2.3 최근의 변화

필자는 상장협의 TS2000 자료를 이용하여 유가증권시장 상장기업 중 비금융회사를 대상으로 현금보유수준이 가장 최근에는 어떻게 변화했는지를 살펴보았다.

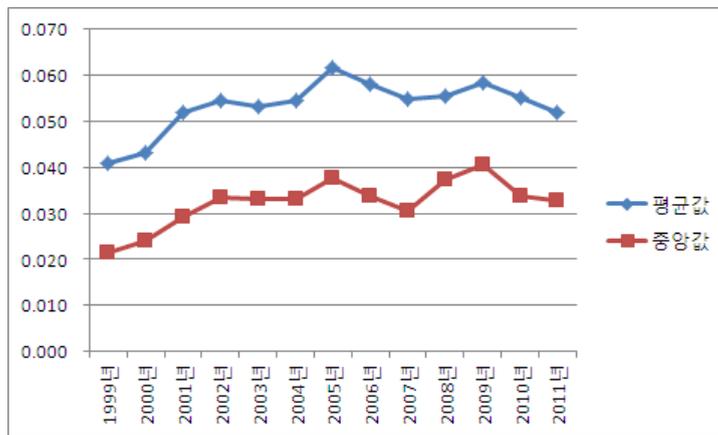
<표 2>와 <그림 1>은 1999년부터 2011년까지 13년간 기업의 현금보유수준의 평균값과 중앙값(메디안)을 보여 주고 있다. 기업의 현금보유수준은 현금과 현금등가물을 기업의 총자산으로 나눈 것이다. 표와 그림에서 보면 기업의 평균 현금보유수준은 1999년부터 증가하기 시작하여 2005년에는 1999년 대비 51.2%나 상승하였다가 이후 서서히 감소하여 2011년에는 1999년 대비 26.8% 증가한 데 그친 것으로 나타났다. 메디안은 2009년까지 증가하는 추세를 보이다가 2010년 이후에는 역시 감소하고 있다. 이와 같은 현상은 빈기범 등이 분석했던 표본기간을 지난 최근연도에 기업의 현금보유수준은 다소 감소하고 있는 것을 의미한다.

〈표 2〉 현금보유수준(=현금 및 현금등가물/총자산)의 변화추이

자료: 상장사협의회 TS2000

연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
평균값	0.041	0.043	0.052	0.054	0.053	0.055	0.062	0.058	0.055	0.055	0.058	0.055	0.052
중앙값	0.021	0.024	0.029	0.034	0.033	0.033	0.038	0.034	0.030	0.037	0.041	0.034	0.033
표본수	560	570	596	607	614	628	648	663	673	686	692	705	711

〈그림 1〉 현금보유수준(=현금 및 현금등가물/총자산)의 변화추이



〈표 3〉 기업규모별 평균 현금보유비율(=현금 및 현금등가물/총자산) 변화추이

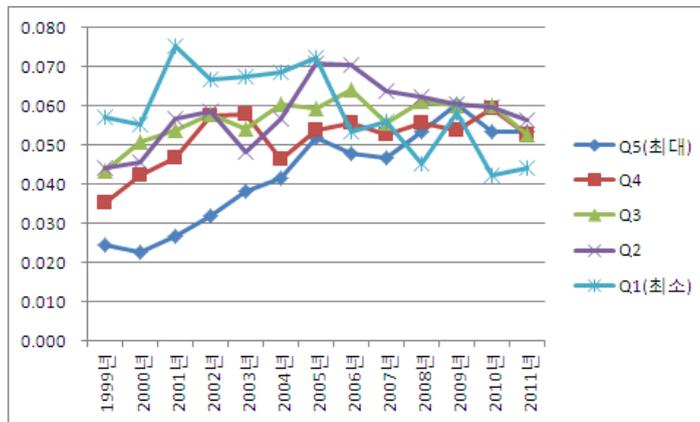
자료: 상장사협의회 TS2000

연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Q1(최소)	0.057	0.055	0.075	0.067	0.067	0.068	0.072	0.053	0.056	0.045	0.058	0.042	0.044
Q2	0.044	0.046	0.057	0.058	0.048	0.057	0.071	0.070	0.064	0.062	0.060	0.060	0.056
Q3	0.043	0.051	0.054	0.058	0.054	0.061	0.059	0.064	0.056	0.061	0.060	0.060	0.053
Q4	0.035	0.042	0.047	0.057	0.058	0.047	0.054	0.056	0.053	0.056	0.054	0.059	0.053
Q5(최대)	0.024	0.022	0.027	0.032	0.038	0.041	0.052	0.048	0.047	0.054	0.060	0.053	0.053
표본수	560	570	596	607	614	628	648	663	673	686	692	705	711

현금보유수준의 변화가 기업규모별로 어떠한 차이가 있는지 알아보기 위하여 필자는 표본기업을 총자산을 기준으로 5분위로 나누어 현금보유수준의 변화를 살펴보았다. 기업 규모별 평균 현금보유수준에 대한 분석결과를 <표 3>과 <그림 2>에 제시되어 있다. 표와 그림에서 보는 바와 같이 표본기간 중에 평균현금보유수준이 가장 많이 증가한 그룹

은 역시 기업규모가 제일 큰 Q5 집단이다. 이 집단에서는 현금보유수준이 거의 해마다 높아져서 2009년에는 1999년 대비 150%나 증가하였다가 2010년 이후 소폭 감소하였다. 그 다음으로 큰 Q4 집단의 경우에는 2003년까지는 현금보유비율이 크게 증가하였으나

<그림 2> 기업규모별 평균 현금보유비율(=현금 및 현금등가물/총자산) 변화추이



이후로는 큰 변화가 없는 편이며 보통크기의 집단인 Q3와 그 이하 집단인 Q2 역시 비슷한 행태를 보이고 있다. 그런데 흥미 있는 것은 가장 규모가 작은 그룹인 Q1 집단은 2005년까지 평균현금보유비율이 증가하였으나, 2006년 이후로는 서서히 감소하여 2011년에는 1999년보다 현금보유비율이 오히려 22.8%나 감소하였다는 사실이다.

이와 같은 변화의 결과로 2005년 이전에는 대개 규모가 큰 기업의 평균현금보유비율이 규모가 작은 기업의 평균현금보유비율보다 낮았으나 2008년 이후에는 기업규모별로 현금보유수준에 큰 차이가 나지 않게 되었다.

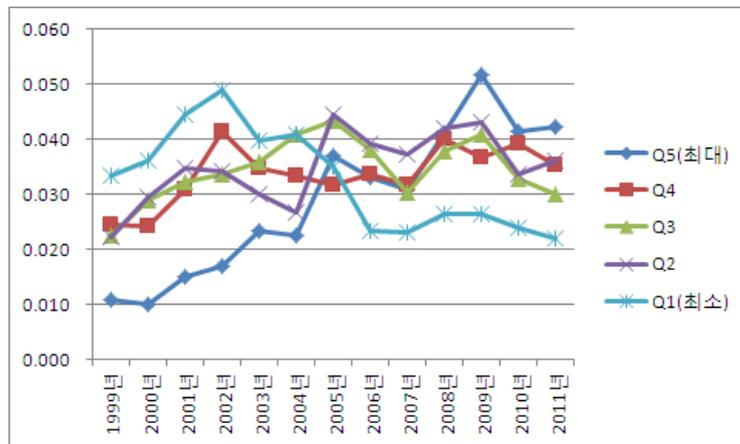
<표 4>와 <그림 3>에 제시한 메디안도 비슷한 결과를 보여준다. 그러나 자세히 보면 메디안의 경우에는 최근에 기업규모별로 현금보유수준의 차이가 사라진 것이 아니라 오히려 기업규모가 큰 집단의 메디안이 규모가 작은 기업의 그것을 추월하였음을 알 수 있다. 이와 같은 결과는 빈기법 등의 연구와 차이가 난다. 빈기법 등은 기업규모 별로 현금보유수준에 큰 차이가 없다고 하였다. 그들은 1999년부터 2004년까지의 자료를 사용하여 분석하였는데 같은 기간에 규모가 작은 기업들이 규모가 큰 기업들보다 분명히 훨씬 큰 현금 보유수준을 보이고 있는데도 이것을 발견하지 못한 것이다. 그들은 기업을 규모별 그룹으로 나누어 분석하지 않고 회귀분석을 통해 기업규모와 현금보유수준 간의 관계를 검증하였기 때문이다. 회귀분석의 결과 규모별 차이를 발견하지 못하였다면 필자가 발견한 규모별 차이를 설명해 주는 기업의 특성변수가 별도로 존재함을 의미할 것이다.

〈표 4〉 기업규모별 메디안(중앙값) 현금보유비율(=현금 및 현금등가물/총자산) 변화추이

자료: 상장사협의회 TS2000

연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Q1(최소)	0.011	0.010	0.015	0.017	0.023	0.022	0.037	0.033	0.031	0.041	0.052	0.041	0.042
Q2	0.025	0.024	0.031	0.041	0.035	0.033	0.032	0.034	0.032	0.040	0.037	0.039	0.035
Q3	0.023	0.029	0.032	0.034	0.036	0.041	0.043	0.038	0.030	0.038	0.041	0.033	0.030
Q4	0.022	0.029	0.035	0.034	0.030	0.027	0.044	0.039	0.037	0.042	0.043	0.034	0.036
Q5(최대)	0.033	0.036	0.044	0.049	0.040	0.041	0.035	0.023	0.023	0.026	0.026	0.024	0.022
표본수	560	570	596	607	614	628	648	663	673	686	692	705	711

〈그림 3〉 기업규모별 메디안(중앙값) 현금보유비율(=현금 및 현금등가물/총자산) 변화추이



그런데 같은 연구를 미국의 자료를 가지고 행한 Stulz 등은 기업규모가 현금보유수준과 1980년대와 1990년대에는 유의미한 음의 관계를 갖다가 2000년대에는 유의미하지 않은 양의 관계로 변화하였다고 하였다. 이것은 필자가 발견한 양자의 관계와 정확히 일치하는 것이다.

앞에서 설명한 바와 같이 기업규모가 현금보유수준과 음의 관계를 갖는 것은 거래비용가설과 일치한다. 즉 현금거래비용엔 규모의 경제가 작용하기 때문에 대규모 기업들은 현금보유수준을 그만큼 낮게 가져갈 수 있다. 그러나 최근에 이러한 관계가 사라진 것은 대규모 기업들의 경영환경이 그만큼 불확실하게 된 데 대한 예비동기로 설명할 수도 있고, 혹은 대리인 비용으로 설명할 수도 있다.

그러나 Stulz 등은 대리인 지수가 현금보유수준을 설명하지 못한다고 하였다. 필자도 대규모기업의 현금보유수준이 증가한 것은 대리인 문제가 2000년대 들어 특히 심각하게

발생하여 현금보유수준이 증가한 것이라고 보기보다 대규모 기업들의 경영환경이 불확실성을 더해 감에 따라 대비하기 위한 것이 아닐까 생각한다. 왜냐하면 우리나라에서는 1997년 외환위기 이후 기업지배구조관련제도가 대폭 강화되어 기업경영에 대한 견제와 감시가 그전에 비하여 대폭 강화되었기 때문이다. 이러한 환경에서 대규모 기업들이 대리인 문제로 인해 현금보유를 대폭 늘렸다는 것은 상상하기 어렵기 때문이다. 보다 확실한 결론을 위해서는 앞으로 더 깊이 있는 연구가 진행되어야 할 것이다.

III. 결론

지금까지 필자는 기업의 현금보유수준에 대하여 국내외의 이론과 실증증거 등을 살펴 보았다. 기업이 현금을 보유하는 동기는 여러 가지가 있지만 아무래도 가장 큰 주목을 받는 것은 예비적 동기와 대리인 동기인 것 같다. 전자는 기업들이 현금을 많이 쌓아두는 것은 불확실한 미래에 자본시장을 믿기보다는 기업 스스로 자금을 조달하기 위해 대비하는 것이라는 것이고, 후자는 경영자들이 자신들의 사적인 이익을 도모하기 위하여 주주에게 현금을 배당하지 않고 사내에 현금을 쌓아 두는 것이라는 것이다.

어느 가설이 기업의 현금보유를 더 잘 설명하는지 국내외의 대표적인 연구물을 살펴본 결과 국내에서 빈기범 등은 다음과 같은 결과를 얻게 되었다.

- 1) 투자기회가 많을수록 현금보유수준이 높다.
- 2) 부채비율이 낮을수록 현금보유수준이 높다.
- 3) 기업규모는 현금보유수준과 관계가 없다.
- 4) 현금흐름이 많을수록 현금보유수준이 높고, 자금조달에 제약을 받지 않는 기업이 더욱 그렇다.
- 5) 현금흐름의 불확실성이 높을 수록 현금보유수준이 높다.
- 6) 연구개발비용과 현금보유수준은 아무런 관계가 없다.
- 7) 대기업집단에 속한 기업들은 현금보유수준이 상대적으로 낮다.
- 8) 거시경제변수인 이자율은 현금보유수준과 아무런 관계가 없다.
- 9) 기업고유위험이 높을 수록 기업의 현금보유수준은 높다.
- 10) 자금조달에 제약을 받지 않는 기업의 과다현금보유수준은 기업가치를 손상시킨다.

이와 같은 결과를 해석하면 국내 기업의 현금보유는 기업의 불확실성과 관련이 높다는 것을 알 수 있다. 그러나 이것이 기업의 현금보유가 기업의 대리인 문제와 관련이 없

다는 것을 의미하는 것인지는 확실하지 않다. 대리인 문제와 관련이 있을 수 있는 증거로는 부채비율이 낮을수록, 그리고 현금흐름이 많을수록 현금보유수준이 높은 것과 연구개발비용과 현금보유수준과 아무런 관련이 없는 것 등을 들 수 있다. 특히 저자들이 주목한 것은 자금조달에 영향을 받지 않는 기업이 과다하게 현금보유를 하는 것은 기업가치를 손상시킨다는 것이었으며, 이것은 대리인 가설을 지지하는 증거라고 주장하였다.

국외에서 대표적인 이 분야 연구논문인 Stulz 등의 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

- 1) 투자기회가 많은 기업일수록 현금보유수준이 높다.
- 2) 자본지출을 많이 한 기업일수록 현금보유수준이 높다.
- 3) 기업규모는 시간이 변화함에 따라 현금보유수준과 음의 관계를 갖다가 양의관계로 변화하였다.
- 4) 현금흐름도 시간이 변화함에 따라 현금보유수준과 양에서 음, 다시 2000년대에는 양의 관계를 갖는다.
- 5) 시간이 변화함에 따라 배당을 지급한 기업이 그렇지 않은 기업보다 더 많은 현금을 보유한다.
- 6) 시간의 변화에 따라 기업특성이 설명하지 못하는 현금보유수준의 증가가 있다.
- 7) IPO 기업들은 그렇지 않은 기업보다 높은 현금보유수준을 갖는다.
- 8) 부채나 유상증자로 자본을 조달한 기업의 현금보유수준이 더 높다.
- 9) 순손실을 본 기업의 현금보유 수준은 그렇지 않은 기업과 차이가 없다.
- 10) T-bill 이자율은 현금보유수준과 관계가 없다.
- 11) 이자율 위험 프리미엄은 현금보유수준과 유의미한 양의 관계를 갖는다.

이와 같은 결과를 가지고 Stulz 등은 현금보유수준 결정모형을 추정하고 이에 근거하여 1990년부터 2006년까지 40.3%의 자연스런 평균현금보유수준 증가가 있을 것으로 추정하였다. 현금보유수준에 큰 변화를 초래한 원인 중 가장 중요한 것은 순운전자본의 감소, 현금흐름위험의 증가, 자본투자의 감소와 R&D 투자의 증가이다. 결국 현금보유수준이 증가한 것은 예비적 동기가 중요한 역할을 하였고 기업의 특성치가 변하여 현금에 대한 수요가 장기적으로 증가하였다는 것이다. 한편 이들은 대리인 문제가 현금보유수준의 증가에 영향을 미쳤는지도 조사하였으나 이를 지지하는 아무런 증거를 찾지 못하였다. 이와 같은 국내외 실증 결과를 두고 필자도 최근 우리나라 기업들의 현금보유 수준을 살펴보았다. 우리나라 기업들의 현금보유수준은 1999년부터 증가하기 시작하여 2005년에는 1999년 대비 51.2%나 상승하였다가 이후 서서히 감소하여 2011년에는 1999년 대비 26.8% 증가한 데 그친 것으로 나타났다.

기업규모별로 조사해 본 결과 평균현금보유수준이 가장 많이 증가한 그룹은 기업규모가 제일 큰 집단이었다. 이 집단에서는 현금보유수준이 2009년까지는 거의 해마다 높아져서 1999년 대비 150%가 증가하였다가 2010년 이후 소폭 감소하였다. 가장 규모가 작은 집단은 2005년까지 평균현금보유비율이 증가하였으나, 2006년 이후로는 서서히 감소하여 2011년에는 1999년보다 현금보유비율이 오히려 22.8%나 감소하였다.

이와 같은 변화의 결과로 2005년 이전에는 규모가 큰 기업의 평균현금보유비율이 규모가 작은 기업의 평균현금보유비율보다 낮았으나 2008년 이후에는 기업규모별로 현금 보유수준이 큰 차이가 나지 않거나 대규모기업의 현금보유비율이 오히려 높게 되었다. 기업규모가 큰 기업들의 현금보유수준이 최근 10여년 사이에 급증한 것을 분명히 팔목할 만한 행태변화임에는 틀림이 없다. 그러나 대규모 기업들에서 이러한 현금보유수준의 증가는 그들의 경영환경이 보다 불확실해져서 그런 것인지 혹은 대리인 문제에 기인한 것인지는 아직 확실하지 않다.

필자 개인적인 생각으로는 후자보다는 전자에 더 가능성을 두고 있다. 그 이유는 국내외 연구저작물들이 현금보유수준의 증가와 기업의 불확실성과의 강력한 양의 관계를 제시하고 있는데 반해 후자의 경우에는 아직 강력한 증거를 발견하지 못하고 있기 때문이다. 우리나라에서는 1997년 이후 대기업의 기업지배구조개선이 대대로 이루어져 그 이후 전개된 대규모 기업들의 현금보유수준 증가는 대리인 문제에 기인한다고 보기 어렵기도 하다. 그러나 객관적인 실체 규명을 위해서는 더 깊은 연구와 조사가 필요하다.

〈참 고 문 헌〉

- 박원규, 박상수 공역, Ross의 재무관리, Ross, Westerfield, Jordan, McGraw Hill, 2012.
- 빈기범, 서은숙, 승민규, “ 기업현금성 자산보유와 기업가치에 대한 연구”, 한국증권연구원 연구논문, 2006. 11.
- 매일경제, 인터넷판, 2010년 9월 2일.
- 연합뉴스, 인터넷판, 2012년 10월 3일.
- 조세일보, 인터넷판, 2012년 9월 27일.
- Bates T. W., K. M. Kahle and R. M. Stulz, “Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?”, *Journal of Finance* Vol. LXIV, No. 5, 2009. 10.
- Baumol, W. J., “The transaction demand for cash: an inventory theoretic approach”, *Quarterly Journal of Economics* 66, 1952.
- Easterbrook, F. H., “Two Agency-cost Explanation of Dividends”, *The American Economic Review*, Vol. 74. No. 4, 1984.
- Fama, E. F., and K. R. French, “Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, *Journal of Financial Economics* 60, 2001.
- Jensen, M., “Agency cost of free cash flows, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review* 76, 1986.
- Miller, M. H. and D. Orr., “A model of the demand for money by firms”, *Quarterly Journal of Economics* 80, 1966.