

# Dividends, Cash Holdings and Firm Value\*

## 배당, 현금흐름 및 기업가치의 관계

Sang Kwon Cha(First Author)  
Calvin University  
(sgcha01@daum.net)

.....

This study analyzed whether the relationship between a company's cash holdings and firm value differs depending on dividends using KOSPI and KOSDAQ listed firms from 2010 to 2020. I found dividends showed a negative correlation with firm value, and cash holdings showed a positive correlation with firm value. However, in dividend-paying companies, the level of cash holdings has a negative relationship with firm value, and the presence of dividends appears to weaken the relationship between cash holdings and firm value. While demand for dividends has recently been increasing in the Korean capital market, there are implications for capital market investors in that the relationship between a company's cash holdings and corporate value is changing depending on dividends.

Key Words: Dividends, Cash Holdings, and Firm Value

.....

### 1. 서론

본 연구는 기업의 현금보유가 기업가치에 미치는 효과가 배당 여부에 따라 차이를 보이는지 검증하고자 한다. 기업의 현금보유에 관한 비판적 시각에도 불구하고, 현금보유는 최근의 COVID-19 사태와 같은 기업이 직면한 불확실성이 클 때 방어적 전략으로 사용할 수 있으며, 경영자의 의사결정의 폭을 넓힐 수 있다는 점에서 기업가치에 긍정적인 것으로 알려져 있다(Jang et al., 2011).

기업의 현금보유에 대한 유인 혹은 유용성은 전통적인 Keynes(1936)의 유동성 선호이론에 기초할 수 있다. 이 이론은 다른 조건이 같을 때 자산에 대한 선호는 유동성이 높을수록 크며, 불확실성이 클 때 유동성이 큰 자산이 기업의 다양한 의사결정을 가능하게 하므로 선호한다는 것이다. 따라서 기업이 직면한 불확실성이 클수록 경영자의 현금보유 유인은 커질 수 있다.<sup>1)</sup> 그러나 앞서 언급한 바와 같이, 기업이 현금을 보유하는 것에 다소 부정적인 관점 역시 존재한다.<sup>2)</sup> 일정 수준 이상의 현금보유는 경영자의 사적 이익 추구를 하기 위해서 사용될 수 있다는 것

Submission Date: 01. 18. 2024

Accepted Date: 02. 29. 2024

\* This research is supported by Calvin University Research Fund (in 2024).

- 1) 기업이 직면한 다양한 위험에 대응하기 위해 기업이 보유를 늘릴 수 있다. 이와 관련하여 다음의 기사도 확인할 수 있다. "대기업 현금 보유 1년새 62조 증가... "불확실성 대비", 한겨레 신문, 2023.10.11
- 2) "한국 기업들이 현금을 쌓아두고 있다고?", 동아비즈니스리뷰, 2018.11.

Copyright 2024 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

이다. 이와 관련하여 Park & Yon(2009)의 연구는 기업이 보유하는 현금은 기업가치와 양(+ )의 관련성이 있으나, 대리인 비용이 클 것으로 예상되는 기업지배구조가 건전하지 못한 경우에는 그 둘의 관계가 희석될 수 있다는 결과를 보고한다. 즉, 기업의 현금보유는 양방향으로 기업가치와 밀접한 관련성이 있는 것으로 보인다.

배당이 현금보유와 기업가치 사이에 영향을 미칠 것으로 보는 이유는 배당이 가지는 효용에 기인한다. 배당은 신호이론에 따라 기업이 보유하는 사적 정보를 시장에 제공하는 수단으로 사용될 수 있으며, 결과적으로 기업과 투자자 간 정보의 비대칭성을 줄이는 기제가 있다고 알려져 있다. 아울러, 배당은 기업의 현금흐름이 경영자의 사적 이익 추구에 활용될 가능성을 줄이기 때문에 대리인 비용 역시 완화하는 역할이 가능하다고 알려져 있다. 본 연구는 선행연구의 흐름과 유사하게, 현금보유가 기업가치의 양(+ )의 관계가 나타난다면 배당 여부에 따라 차이가 있을 것으로 보았고, 이에 관한 답을 찾자 2010년부터 2020년까지를 분석 기간으로 설정하고 이에 배당과 현금보유가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과, 배당 여부는 차기 기업가치와 음(- )의 관련성을 보이며, 현금보유는 기업가치와 양(+ )의 관련성을 보였다. 이러한 결과는 국내 자본시장을 대상으로 한 실증연구에서의 결과와 유사하다.

배당 여부와 현금 수준을 상호작용하여 살펴본 배당기업의 현금보유는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 배당기업에서의 현금보유가 증가할수록 효율적으로 집행되지 않고 남은 결과물로 해석되어 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다. 둘째, 대리인 비용이 높은 집단과 낮은 집단으로 구분하여 추가로 분석한 결과에서는 대리인 비용이 큰 집단에서 배당기업의

현금보유는 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 감소하였다. 이러한 결과는 대리인 비용이 큰 경우 배당으로 유출되는 현금흐름이 현금을 효율적으로 사용하였다고 간주하기 때문에 배당기업의 현금과 기업가치의 음(- )의 관계를 상쇄한다고 해석할 수 있다. 그러나 대리인 비용이 작은 경우는 배당기업의 현금과 기업가치의 음(- )의 관계가 그대로 유효하였다. 다음으로 재무적 제약 수준에 따라 추가분석을 수행한 결과, 재무적 제약이 작은 경우, 배당한 기업에서의 현금은 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 재무적 제약이 큰 배당기업에서의 현금 은 기업가치와의 음(- )의 관련성은 완화되었음을 의미한다. 재무적 제약이 큰 기업은 보유현금과 자본조달의 어려움이 큰 기업인데 이를 배당하였다면 기업이 보유하는 현금이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 상쇄된다고 해석할 수 있었다. 마지막으로 본 연구의 주된 분석 결과는 상대적 시장규모가 작고, 소속 기업의 규모가 작은 KOSDAQ 시장에서 더욱 뚜렷하게 관찰되었다.

이후 본 연구의 전개는 다음과 같다. 먼저 II. 선행연구 및 연구가설에서는 배당과 기업가치, 그리고 기업의 현금보유와 기업가치에 관해 그동안 수행된 선행연구의 흐름을 정리한 후, 이를 바탕으로 본 연구의 가설을 수립하였다. III. 연구방법론에서는 본 연구의 가설을 실증하기 위한 연구모형을 설정하고, 연구모형에 사용된 변수의 조작적 정의를 기술하였다. 또한 표본 선정과정 역시 기술하였다. IV. 실증분석 결과에는 본 연구에 사용된 변수의 기술통계와 각 변수 간 상관성을 확인하기 위한 상관관계분석을 실시하고, 가설검증 결과를 회귀분석을 통해 수행한 결과를 보고하였다. 추가로, 민감도 분석 결과를 포함하였다. 마지막으로 V. 결론에는 본 연구의 결과를 요약한 뒤 시사점과 연구의 한계점을 순차적으로 기술하였다.

## II. 선행연구 및 연구가설

### 2.1 선행연구

#### 2.1.1 배당과 기업가치의 관계

배당은 다양한 정보를 내포한다. 예를 들어, 배당 기업은 기업에 관한 미래 이익과 같은 호재를 배당이 라는 수단 통해 전달한다는 이른바, 배당 신호이론이 존재한다. Ko & Kim(2020)의 연구에 따르면 배당 기업은 차기 이익의 성장성이 높고 이익의 증가율이 상승함에 따라, 국내 기업에서 배당은 미래 이익에 대한 긍정적인 신호를 전달한다고 주장하였다. 또한 단순히 배당이 기업의 미래 이익의 크기에 관한 정보뿐만 아니라, 이익의 질(earnings quality)에 미치는 영향 역시 존재한다. Park & Jung(2018) 연구 결과에 의하면, 배당기업은 재량적 발생액(discretionary accruals)으로 측정된 차기 이익의 질에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하면서 배당에는 이익의 질에 관한 정보가 담겨있다고 주장하였다. 이와 유사하게 Kim et al.(2012) 연구와 Ryoo & Jeon(2015) 연구는 배당과 이익의 지속성(earnings persistence)에 관한 분석하였다. 동 연구에서는 배당기업에서 이익의 지속성이 크다는 결과와 함께, 낮은 재량적 발생액(높은 이익의 질), 감소하는 손실의 지속성을 통해, 배당이 이익의 질에 관한 정보를 담고 있다고 주장하였다. 이렇듯, 배당은 기업의 이익에 관한 정보를 내포한다는 점은 몇몇 연구를 통해 확인할 수 있다. 이상 언급된 연구를 종합하면, 배당은 경영자의 의사결정에 영향을 끼치며, 대체로 이익이나 회계정보에 관해서는 긍정적인 측면이 있음을 확인할 수 있다.

논의를 확장하여 배당 수준과 기업가치의 관계를 검증한 선행연구도 존재한다. Choi & Ryu(2019) 연구는 배당 수준과 기업가치의 양(+)의 관련성이 존재한다는 결과를 보고하였다. 동 연구의 결과는 배당과 기업가치의 관계가 선형적인 관계임을 추정하였다. 그러나 Kim et al.(2012)의 연구는 배당과 기업가치에는 선형적 관계가 아닌 비선형적(concave) 관계(U-shape)를 제시하기도 하였다. 배당이 기업가치와 음(-)의 관련성을 보이다가 일정한 변곡점에서 양(+)의 관련성을 보인다는 결과를 제시하였다. 그리고 Kim et al.(2018) 연구는 비선형적 관계가 'U'자형이 아닌 'J'자 형태로 보일 수 있음을 실증적으로 확인하였다. 이처럼 배당 수준과 기업가치의 관계는 사실 아주 단정적이지 못하다는 점을 알 수 있다. 장기적으로는 양(+)의 관계가 나타나더라도 초기에 음(-)의 관계가 일부 나타나는 이유는 배당으로 인해 기업의 현금흐름이 유출되기 때문으로 해석된다. Choi & Ryu(2019), Kim et al.(2012), 그리고 Kim et al.(2018)의 연구는 배당 수준으로 측정하였다는 점에서, 본 연구에서 관심을 가지는 배당 여부와 기업가치의 관계는 또 다른 관계를 보일 수 있다.

나아가, Kim et al.(2010)의 연구는 정보의 비대칭성과 배당에 관계를 검증하면서 정보의 비대칭성이 반드시 배당으로 연결되지 못한다는 점에서 배당이 신호로써 작용하지 않을 수 있음을 제기하기도 하였다. 이러한 결과는 결국 배당이 신호 효과를 가지지 못하거나, 신호 효과와는 다른 관점에서 해석되어야 할 수도 있음을 의미한다. 그 이유는 기존의 배당에 관한 연구가 경영자의 관점에서 주로 접근을 시도하였기 때문으로 보인다. 경영자의 관점에서는 신호를 전달할 수단으로 활용될 수 있으나, 이를 수용하는 투자자의 관점에서는 그만큼 기업이 보유하는 현금으로의 투자가 단절되어 미래 현금흐름에 부정적

인 영향을 끼쳐, 배당이 기업가치에 미치는 영향이 일관되지 못한 것으로 추측할 수 있다(Kapons et al., 2023).

이상의 전개를 요약하면, 배당기업은 이익의 성장 성과 이익의 질이 높고 이러한 이익의 정보는 기업 가치와 양(+)의 관련성을 보인다는 선행연구를 바탕으로, 배당기업은 미배당 기업과 달리 기업가치와 양(+)의 관련성을 보일 수 있다. 그러나 배당의 신호가 존재하지 않거나, 배당이 효과적으로 대리인 비용을 감소시키지 못하며, 배당이 기업의 투자재원로서의 기회비용 손실로 이어진다면, 배당과 기업가치의 관계를 음(-)의 관련성을 보일 수 있다.

### 2.1.2 현금보유와 기업가치의 관계

기업의 현금보유와 기업가치의 관계는 상충하는 두 가지의 이론이 상충하면 전개되고 있다. 현금보유가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보는 관점은 크게, 동기이론(motivation theory)과 자본조달순위론(pecking order theory)으로 구분된다. 이에 관해 간략히 언급하면, 동기이론은 Keyne(1936) 연구에 기초하여 Opler et al.(1999) 연구에서는 기업의 영업활동에서 직면하게 되는 일시적 유동성 제약을 방지할 목적으로 기업이 현금을 보유해야 한다는 관점과 기업의 재무 활동에서 발생할 수 있는 자본비용을 줄일 목적으로 기업이 현금을 보유해야 한다는 관점이다. 즉, 동기이론은 일정한 동기로 인해 기업의 현금보유는 필수적임을 주장한다. 자본조달순위이론은 기업의 자본조달에는 선호가 있음을 의미한다. 내부자금, 부채조달, 자기자본조달의 순으로 선호가 존재한다는 것이다. 이상의 현금보유에 관한 이론은 기업가치에 현금이 미치는 영향이 존재함을 확인할 수 있다.

그러나 현금보유가 반드시 기업가치에 절대적인 관련성을 보이지는 않을 수 있다. Jensen(1986)에서 제안한 잉여현금이론(free cash flow theory)에 따르면, 현금보유가 증가할수록 감소하는 외부자금 조달은 결국 채권자와 주주의 감시 수준을 낮추고, 기업의 보유한 현금으로 경영자는 수익성 없는 투자나 자신의 이익을 도모하는 지출을 늘릴 수 있기 때문이다. 이렇게 발생하는 대리인 비용은 결국 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

이상의 현금보유에 관한 이론을 바탕으로 국내·외에서는 실제로 현금보유와 기업가치가 어떠한 상관성을 보이는지 실증적으로 분석하였다. 먼저, 분석 결과상, 현금보유가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보고한 Kim(2007), Lim et al.(2011), Jang et al.(2011), Ra et al.(2017), Han(2019)의 연구를 꼽을 수 있다. 이들의 연구는 국내 자본시장을 대상으로 기업의 현금보유 수준이 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 결과를 보고하면서, 기업의 현금보유가 외부자금 조달의 의존도를 줄일 뿐만 아니라 경영자의 의사결정의 폭을 넓히고, 기업이 직면한 불확실성이 클 때 방어적 기제로 작용할 수 있어, 두 변수의 관계가 양(+)의 관련성을 나타내었다고 해석하였다(Boyle & Guthrie, 2003). 또한 Park & Yon(2009)은 대리인 비용이 적은 기업에서 특히 현금보유와 기업가치의 양(+)의 관계가 강화된다는 결과를 보여주기도 하였다. 반면, 국내 자본시장을 대상으로 현금보유와 기업가치의 음(-)의 관계를 보고한 연구는 거의 확인되지 않았다.

### 2.1.3 연구가설

전술한 기업가치에 관한 선행연구를 요약해보면, 기업의 현금보유는 다양한 관점에서 기업가치에 긍

정적인 영향을 미치는 것으로 보인다. 경영자의 관점에서 보면, 다양한 전략적 의사결정을 가능하게 하는 원천이 기업의 현금보유가 되므로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며(Jang et al., 2011), 채권자의 관점에서 보더라도, 원리금의 회수 가능성을 높이고, 채무불이행 가능성을 낮추기 때문에 현금에 관한 유용성이 낮지 않다는 점을 알 수 있다. 주주의 관점에서 기업의 현금보유는 외부자금에 의존하지 않은 투자안의 선택과 불확실성이 큰 상황에서의 현금보유가 가지는 외부충격으로부터의 방어가 가능해지므로 기업가치에 부정적으로 작용하지 않는다는 점을 알 수 있다. 이렇게 일정한 현금보유는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되는데, 이러한 관련성이 과연 배당이라는 사건이 어떠한 작용을 할지는 기존의 수행된 연구 결과로부터 쉽게 예측하기 어렵다. 그 이유는 배당이 내포하고 있는 특성에 기인한다.

선행연구에 언급한 바와 같이 배당은 기업의 사적 정보를 시장에 전달하는 수단으로 이용된다. 여기서 사적 정보는 미래 이익에 관한 긍정적인 전망을 현재의 배당에 담아, 기업에 관한 긍정적인 정보를 시장에 전달한다는 것이다. 이러한 '신호 효과'가 작용하여 현금과 기업가치의 관련성이 배당으로 전달된다면 배당기업의 현금보유 수준은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상할 수 있다. 이러한 전개에서 기본 가정은 신호 효과를 가진 배당이 기업가치에 긍정적으로 영향을 끼친다는 점이 가정되어야 할 것이다. 경영자의 관점에서는 배당의 신호 효과가 전개될 수 있으나, 투자자의 관점에서 보면, 배당은 기업이 기업가치를 높이는 투자안에 투자할 기회를 잃게 될 수 있다는 점에서 오히려, 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점에서 앞선 배당의 신호 효과보다는 다른 효과가 기업가치에 작용할 가능성이 있다. 이와 유사하게 Jeong & Jeong

(2009) 연구는 배당이 기업의 자본조달 원천을 낮추기 때문에 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하고 있으며, 기업가치를 종속변수로 둔 연구에서 역시, 배당은 음(-)의 계수를 보인다는 점이 이를 뒷받침하고 있다(Jang et al., 2011; Nam, 2023). Kim et al.(2018)의 연구는 배당과 기업가치의 관계가 'J' 형태를 보인다고 주장한다. 이는 배당 수준이 증가할수록 기업가치와 음(-)의 관련성을 보이다가 배당이 매우 큰 기업(top-dividend-payers)은 기업가치가 다른 기업에 비해 높게 평가된다는 결과를 보고한다. 동시에, 배당하지 않은 기업은 배당을 수준이 적은 기업과 비교할 때 기업가치가 높게 평가된다는 결과를 보고하였다. 이에 대해, Kim et al.(2018)의 연구에서는 배당과 기업가치의 관계가 평균적으로는 양(+) 관련성을 반드시 보인다고 볼 수 없고, 기존의 신호 효과는 다른 과점에서 두 변수의 관계가 해석되어야 함을 지적하였다. 이상의 논의를 종합하여 다음과 같이 가설을 수립하였다.

가설: 배당 여부에 따라 현금보유 비중과 기업가치의 관계는 차이를 보일 것이다.

### III. 연구방법론

#### 3.1 연구모형 및 변수 정의

본 연구의 가설을 검증하고자 관련 선행연구를 참조하여 다음과 같이 모형을 설정하였다. 모형에서 아래첨자  $t$ 는 시점을 가리킨다. 추후 실증분석 결과에서는 일반 OLS 회귀분석이 아닌, 강건한 회귀분석(robust regression) 방식의 결과를 보고한다. 이

방식은 Cook's Distance를 이용, 이상 치에 의한 결과 왜곡을 완화하는 방식이다.

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 DIV_t + \beta_2 CASH_t + \beta_3 DIV \times CASH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 GRW_t + \beta_8 PPE_t + \beta_9 INTANG_t + \beta_{10} VOL_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{11} BIG_t + Year + Industry + \varepsilon$$

Variables Operational Definition

$Q_{t+1}$	: 기업가치(=시가총액+부채총계/자본총계)
$DIV_t$	: 배당 여부(=현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수)
$CASH_t$	: 현금보유 수준(=현금 및 현금성 자산 / 매출액)
$SIZE_t$	: 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값)
$ROA_t$	: 수익성(=당기순이익/기초 자산총계)
$LEV_t$	: 안정성(=부채총계/기초 자산총계)
$GRW_t$	: 성장성(=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액)
$PPE_t$	: 유형자산 비중(=유형자산 총계/기초 자산총계)
$INTANG_t$	: 무형자산 비중(=무형자산 총계/기초 자산총계)
$VOL_t$	: 주식수익률의 변동성
$FOR_t$	: 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율
$BIG_t$	: 감사인 규모(=감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안진이면 1, 아니면 0의 지시변수)
$Year$	: 연도별 지시변수
$Industry$	: 산업별 지시변수
$\varepsilon$	: 오차항

종속변수인 기업가치는 Tobins' Q로 측정하는데, 차기 기업가치는 기말 보통주의 시가총액에 부채를 더한 뒤 자본총계로 나눈 값을 이용하였다. 이는 기업가치 산정 연구에서 널리 이용되는 바가 있다. 또한

독립변수와 종속변수의 인과관계를 명확히 하고자 종속변수는 t+1기로, 독립변수는 t기로 측정하였다.

위 식에서  $DIV$ 는 배당 여부로 현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수로 측정하였다. 배당이 기업가치에 미치는 영향이 긍정적이라는 연구와 부정적이라는 결과가 혼재된 상황에서 배당은 배당 여부가 차기 기업가치에 미치는 영향을 사전적으로 예측하기는 어려운 것으로 보인다.  $CASH$ 는 매출액 대비 현금 및 현금성 자산의 비중으로, 기업의 현금보유 수준을 나타낸다. 기업의 현금보유는 대입하는 가설에 따라 기업가치에 긍정적인 측면과 부정적인 측면 모두 관련성을 보일 가능성이 크다.

$DIV \times CASH$ 는 배당기업의 현금보유 수준을 나타내는 변수로 본 연구의 주된 관심 변수가 된다. 배당기업에서 현금보유 수준이 차기 기업가치와 통제적으로 유의한 양(+), 음(-)의 값을 보이면, 배당기업에서 현금보유 수준이 기업가치에 긍정적(부정적)으로 작용할 수 있음을 가리킨다.

다음은 통제변수에 관한 설명이다.  $SIZE$ 는 기업규모를 나타내는 변수로 기업규모가 클수록 기업가치에 미치는 영향은 기업가치의 측정상 음(-)의 관련성을 보일 것으로 예상된다. 이는 기존 연구에서도 유사하게 관찰된 바가 있다(Lee & Byun, 2014; Kam & Shin, 2015).

$ROA$ 는 수익성 지표로, 수익성은 기업가치와 양(+), 음(-)의 관련성이 예상된다. 수익성이 클수록 창출되는 현금흐름은 기업가치 산정에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 그러나 기업가치와의 관계를 살펴본 연구에서 수익성과 기업가치의 관계가 음(-)으로 보고되는 경우도 존재한다(Kim, 2009, Kim and Park, 2021; Ra, 2022; Nam, 2023).

$LEV$ 를 부채비율로 부채총계를 기초 자산총계로 나눈 값이다. 부채비율이 높을수록 기업이 부담하는

이자 비용이 커질 수 있고, 이로 인해 유출되는 현금 흐름은 기업가치 산정에 부정적인 영향을 줄 수 있고, 부채비율이 높을수록 채권자와 금융기관의 관심 수준이 증가한다는 점에서 오히려 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 이를 방증하듯, Shin et al.(2004)과 Park & Kim(2006)의 연구는 부채비율과 양(+ )의 관련성을 보고한다.

GRW는 매출액으로 측정된 기업의 성장성이다. 성장성이 클수록 순자산의 장부가치는 과소평가가 되어 결과적으로 기업가치의 측정값이 커지게 나타날 수 있다. 그만큼 성장성이 큰 기업의 기업가치는 크게 평가될 수 있다. 따라서 GRW와 차기 기업가치는 양(+ )의 관련성을 보일 것으로 예상된다.

PPE는 유형자산을, INTANG는 무형자산으로 두 자산의 비중이 기업가치에 미치는 영향을 통제하고자 연구에 포함하였다. Kim & Seo(2007), Ju & Kim(2007), Jeong et al.(2012), Cho et al.(2014)의 연구는 두 자산이 기업가치에 미치는 영향이 존재하며, 특히 무형자산이 기업가치에 미치는 영향이 매우 크다는 점을 지적하였다. 따라서 본 연구에는 이에 대한 영향을 고려하였다.

VOL은 시장위험을 통제할 목적으로 포함하였다. 이는 일별 수익률의 변동성으로 측정하는데, 변동성이 클수록 기업위험이 큰 것으로 보는데, 기업위험이 클수록 기업가치와의 양의 관계를 보고한 연구에 기초할 때 양(+ )의 값이 예상된다(Kim & Jung, 2016).

FOR는 기말 보통주로 측정된 외인 투자자의 지분이다. 국내 자본시장에서 외인 투자자의 역할은 정보의 비대칭성을 낮추고 경영자의 사적 이익 추구를 제한하는 등 순기능적 측면이 강함으로 보고되었다(Cheon, 2003; Lee & Kang, 2004; Ahn et al., 2005; Kim et al., 2012; Jung et al., 2016). 이러한 기능은 기업가치로 확장하여도 유사한 결과

를 확인할 수 있었다(Park & Lee, 2006; Kim, 2009; Park, 2011; Oh, 2014; Ahn & Ko, 2014; Kim & Jung, 2016; Park & Yoon, 2017).

마지막으로 연도별, 산업별 고정효과를 통제할 목적으로 연도별 지시변수(Year)와 산업별 지시변수(Industry)를 포함하였다. 여기서 산업별 지시변수는 분포가 고른 산업으로의 통제를 위해 한국표준산업분류 상 중분류를 이용하였다. 한편, 본 연구에서 사용한 자연로그를 취한 변수를 제외한 연속변수의 경우는 상·하위 1%와 99%를 초과하는 값을 1%와 99%의 값으로 치환하는 윈저(winsorizing)하였다. 이로 인해 극단의 값이 연구 결과에 미치는 영향을 고려하였다.

### 3.2 표본 선정

본 연구의 가설을 검증하기 위해 KOSPI와 KOSDAQ 시장에 상장된 기업의 재무 자료를 활용하였다. 분석 기간을 2011년부터 2020년까지로 설정하였고, 종속변수인 기업가치는 차기(t+1)로 측정한다는 점, 그리고 독립변수의 분모 중 기초(t-1)자료를 이용하는 변수가 있다는 점에서 자료를 이용한 기간은 2010년부터 2021년까지다. 자료를 추출하기 위해 NICE 평가정보(주)에서 제공하는 ValueSearch 데이터베이스를 이용하였으며, 다음의 조건에 해당하는 경우는 표본에서 제외하였다.

- (1) 결산 월이 12월이 아닌 경우
- (2) 자본잠식인 경우
- (3) 소속 시장에서 관리종목으로 지정된 경우
- (4) 한국표준산업분류 상 금융업(K)에 속하는 경우
- (5) 데이터베이스에서 본 연구의 변수에 조작적 정의에 부합하는 자료를 추출할 수 없는 경우

상기 조건을 고려한 후, 본 연구에 최종적으로 사용한 표본의 크기는 총 13,571개의 기업-연도다. <Table 1>에는 최종적으로 분석에 이용한 표본의 크기를 연도별-상장시장별, 그리고 산업별로 분포를 나타내었다. Panel A의 결과를 보면, 2011년부터 해를 거듭할수록 표본의 크기는 커지는 점을 관찰할 수 있다. 그러나 특정 연도에 표본이 밀집되어 있거나 표본이 존재하지 않는 연도가 확인할 수 없었다. Panel B의 산업별 분포는 한국표준산업분류의 대부분류를 이용하여 제시하였다. 전체 표본의 약 66.68%

가 제조업으로 나타나, 제조업의 비중이 가장 크고, 다음으로 정보통신업(10.13%), 도·소매업(8.62%), 전문서비스업(5.93%), 건설업(3.14%) 순으로 비중이 컸다. 그 외의 산업은 1% 내외의 비중이 차지하였다. 실제 분석에서는 상대적으로 고르게 나타난 대부분류가 아닌 중분류를 이용하여 산업 지시변수를 이용하였다. 따라서 <Table 1>에 제시된 표본의 분포는 특정 연도와 산업에 따른 영향이 본 연구의 결과에 미치는 영향이 유의하지 않음을 확인할 수 있었다.

<Table 1> Sample Selection

Panel A. Samples Distribution by Year											
year	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
<i>KOSPI</i>	439	513	520	530	533	549	570	598	655	667	5,574
<i>KOSDAQ</i>	564	650	662	690	726	768	829	894	1,073	1,141	7,997
<i>Total</i>	1,003	1,163	1,182	1,220	1,259	1,317	1,399	1,492	1,728	1,808	13,571

  

Panel B. Samples Distribution by Industry		
Industry	Freq.	Percent
Agriculture, forestry and fishing	39	0.29
Mining and quarrying	17	0.13
Manufacturing	9,049	66.68
Electricity, gas, steam and air conditioning supply	107	0.79
Water supply; sewage, waste management, materials recovery	50	0.37
Construction	426	3.14
Wholesale and retail trade	1,170	8.62
Transportation and storage	242	1.78
Accommodation and food service activities	36	0.27
Information and communication	1,375	10.13
Real estate activities	43	0.32
Professional, scientific and technical activities	805	5.93
Business facilities management and business support services	100	0.74
Education	47	0.35
Arts, sports and recreation related services	55	0.41
Membership organizations, repair and other personal services	10	0.07
Total	13,571	100

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계

본 절에는 본 연구에 사용한 변수의 기술통계를 확인하고자 한다(〈Table 2〉). 종속변수인 기업가치( $Q_{t+1}$ )의 평균(중위수)은 1.487(1.127)로 나타났다. 이는 유사한 기간의 국내 자본시장을 대상으로 실증된 연구에서의 분포와 유사하다(Han, 2019; Nam, 2023). 이러한 결과는 평균적으로 표본 기업의 가치는 장부금액 대비 시장가치와 부채의 합이 더 크다고 해석할 수 있다. 배당 여부(DIV)는 0.553으로 표본 기업의 약 55.3%가 현금 배당하였음을 의

미한다. 현금보유 수준(CASH)은 평균이 약 0.090으로 나타나, 매출액 대비 현금의 비중이 약 9%임을 의미한다. 다음으로 통제변수의 결과이다. 기업규모(SIZE)는 평균이 25.968로 나타나, 이 역시 국내 자본시장을 대상으로 한 연구에서와 유사하게 나타났다. 감사인의 규모(BIG)는 평균이 0.481로 나타나, 표본 기업의 감사인이 대형 회계법인 경우가 48.1%임을 의미한다. 기업의 수익성(ROA)은 0.011, 안정성(LEV)은 0.430, 성장성(GRW)은 0.068로 각각 나타났다. 기업의 유형자산의 비중은 28.7%, 무형자산의 비중은 2.9%로 관찰되었으며, 주식수익률의 변동성은 0.500, 외국인 투자자의 지분율은 0.068로 각각 나타났다.

〈Table 2〉 Descriptive Statistics

아래의 기술통계에서 제시한 변수의 정의는 다음과 같다.  $Q_{t+1}$  : 기업가치(=시가총액+부채총계/자본총계),  $DIV_t$  : 배당 여부(=현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수),  $CASH_t$  : 현금보유 수준(=현금 및 현금성 자산 / 매출액),  $SIZE_t$  : 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값),  $BIG_t$  : 감사인 규모(=감사인이 삼일, 삼정, 한영, 안진이면 1, 아니면 0의 지시변수),  $ROA_t$  : 수익성(=당기순이익/기초 자산총계),  $LEV_t$  : 안정성(=부채총계/기초 자산총계),  $GRW_t$  : 성장성(=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액),  $PPE_t$  : 유형자산 비중,  $INTANG_t$  : 무형자산 비중,  $VOL_t$  : 주식수익률의 변동성,  $FOR_t$  : 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율

Variable	n	Mean	S.D.	Min	.25	Mdn	.75	Max
$Q_{t+1}$	13,571	1.487	1.142	0.455	0.865	1.127	1.656	8.004
$DIV_t$	13,571	0.553	0.497	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$CASH_t$	13,571	0.090	0.107	0.000	0.021	0.055	0.117	0.638
$SIZE_t$	13,571	25.967	1.436	20.703	25.014	25.690	26.642	33.020
$ROA_t$	13,571	0.011	0.103	-0.424	-0.013	0.023	0.058	0.299
$LEV_t$	13,571	0.430	0.225	0.027	0.253	0.420	0.578	1.126
$GRW_t$	13,571	0.068	0.354	-0.691	-0.087	0.024	0.141	2.111
$PPE_t$	13,571	0.287	0.202	0.001	0.123	0.267	0.423	0.859
$INTANG_t$	13,571	0.029	0.050	0.000	0.004	0.011	0.030	0.306
$VOL_t$	13,571	0.500	0.202	0.000	0.356	0.468	0.614	1.825
$FOR_t$	13,571	6.682	10.250	0.000	0.750	2.350	7.670	52.670
$BIG_t$	13,571	0.481	0.500	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

〈Table 3〉 Correlation

아래의 상관관계분석은 Pearson 상관계를 이용한 결과이다. 아래 표에서 변수의 정의는 다음과 같다.  $Q_{t+1}$  : 기업가치(=시가총액+부채총계/자본총계),  $DIV_t$  : 배당 여부(=현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수),  $CASH_t$  : 현금보유 수준(=현금 및 현금성 자산 / 매출액),  $SIZE_t$  : 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값),  $BIG_t$  : 감사인 규모(=감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안진이면 1, 아니면 0의 지시변수),  $ROA_t$  : 수익성(=당기순이익/기초 자산총계),  $LEV_t$  : 안정성(=부채총계/기초 자산총계)  $GRW_t$  : 성장성(=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액),  $PPE_t$  : 유형자산 비중,  $INTANG_t$  : 무형자산 비중,  $VOL_t$  : 주식수익률의 변동성,  $FOR_t$  : 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율

	$Q_{t+1}$	$DIV$	$CASH$	$SIZE$	$ROA$	$LEV$	$GRW$	$PPE$	$INTANG$	$VOL$	$FOR$	$BIG$
$Q_{t+1}$	1											
$DIV$	-0.2127 0.0000	1										
$CASH$	0.2418 0.0000	-0.0862 0.0000	1									
$SIZE$	-0.2302 0.0000	0.3295 0.0000	-0.2824 0.0000	1								
$ROA$	-0.1132 0.0000	0.4227 0.0000	0.0263 0.0022	0.1705 0.0000	1							
$LEV$	-0.0272 0.0000	-0.1794 0.0000	-0.0257 0.0028	0.0785 0.0000	-0.13 0.0000	1						
$GRW$	0.1066 0.0000	0.01 0.2464	0.12 0.0000	-0.063 0.0000	0.2003 0.0000	0.1143 0.0000	1					
$PPE$	-0.0857 0.0000	0.0487 0.0000	-0.1721 0.0000	0.0844 0.0000	0.0766 0.0000	0.2758 0.0000	0.0037 0.6677	1				
$INTANG$	0.2162 0.0000	-0.1292 0.0000	0.1022 0.0000	-0.1224 0.0000	-0.0486 0.0000	0.0555 0.0000	0.1116 0.0000	-0.1041 0.0000	1			
$VOL$	0.2323 0.0000	-0.3509 0.0000	0.1768 0.0000	-0.346 0.0000	-0.2503 0.0000	0.1143 0.0000	0.0425 0.0000	-0.0615 0.0000	0.0706 0.0000	1		
$FOR$	0.0324 0.0002	0.2388 0.0000	-0.039 0.0000	0.5157 0.0000	0.1911 0.0000	-0.085 0.0000	0.0147 0.0877	-0.0162 0.0595	-0.0175 0.042	-0.2054 0.0000	1	
$BIG$	-0.0702 0.0000	0.1752 0.0000	-0.1069 0.0000	0.4141 0.0000	0.0886 0.0000	0.0349 0.0000	-0.0178 0.0384	-0.0066 0.4431	-0.0181 0.035	-0.2118 0.0000	0.2558 0.0000	1

## 4.2 상관관계분석

본 절에는 변수 간 상관성을 확인할 목적으로 Pearson 상관관계를 확인하였다(〈Table 3.〉). DIV는 종속 변수인 Q와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관성이 나타나, 배당기업은 미배당 기업과 비교할 때 차기 기업가치가 감소함이 확인되었다. 또한 기업의 현금보유 수준(CASH)은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타나, 현금보유 수준이 증가할수록 차기 기업가치가 증가하는 것으로 관찰되었다. 그러나 이는 단순히 두 변수의 상관성을 의미하는 동시에 배당과 현금보유 수준을 동시에 고려하지 않은 결과로, 후속되는 다중회귀분석을 통해 면밀하게 파악할 필요가 있을 것이다. 한편, 독립변수 간 높은 상관성이 관찰된 경우가 있었다. ROA와 DIV, VOL과 DIV, 혹은 FOR과 SIZE의 경우 모두 상관계수가 0.35 이상으로 나타났다. 이는 높은 상관성으로 인해 후속되는 다중회귀분석에서 다중공선성의 문제가 나타날 수 있음을 의미한다. 따라서, 별도의 지면으로 보고하지는 않았지만, 회귀분석 시, 분산팽창지수로 다중공선성의 정도를 파악하였으며, 이 지수가 3 이상 나타나는 분석 결과는 나타나지 않아, 이로 인한 연구 결과의 미치는 정도가 크지 않다고 판단하였다.

## 4.3 가설검증 결과

본 절에서는 연구가설의 분석 결과를 〈Table 4〉에 제시하였다. 종속변수는 모형에 상관없이 차기의 기업가치(Tobins'Q)이고 분석 결과는 연도별, 산업별 고정효과를 통제한 후의 결과이나, 별도로 회귀계수와 t값은 보고하지 않았다. 본 연구의 가설은 배당기업이 미배당 기업과 달리, 현금보유 수준이 기업가치에 미치는 영향이 감소할 것으로 보았다. 이에 관한

가설이 검증되기 위해서는 배당 여부(DIV)에 따라 차기 기업가치에 미치는 영향이 존재해야 하고, 현금보유 수준(CASH)이 차기 기업가치에 미치는 영향 역시 일정한(certain) 영향을 미쳐야 할 것이다. 이에 관한 선행적 분석을 수행한 결과는 모형(1)과 모형(2)에 해당한다. 아울러, 배당 여부와 현금보유 수준을 동시에 고려한 결과는 비교목적으로 모형(3)에 제시하였다. 마지막으로 본 연구의 가설을 검증한 결과는 모형(4)에 배당 여부와 현금보유 수준(DIV×CASH)의 결과를 제시하였다.

모형(1)의 결과는 배당 여부(DIV)를 주요 변수로 두고 분석한 결과이다. 차기 기업가치에 미치는 다른 변수를 통제한 후, 배당 여부(DIV)는 차기 기업가치와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. 이러한 결과는 배당기업은 미배당 기업과 달리, 차기 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난 것이다. 이러한 결과는 국내 자본시장을 대상으로 배당 여부와 기업가치의 관계를 분석한 Jeong & Jeong(2006)의 연구 결과와 유사하다.

배당이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 결과가 나타난 이유는 배당으로 유출되는 현금흐름이 기업의 투자 기회를 놓치게 되어 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 유추해볼 수 있다. 이러한 논리적 전개는 Park et al.(2003)의 연구와도 유사하다. 동 연구에서는 국내 기업을 대상으로 분석한 결과, 기업이 수익성이 있는 투자 안이 존재하지 않을 때 경영자는 배당을 수단으로 투자자에게 환원하는 것으로 볼 수 있음을 언급하기도 하였다. 모형(1)의 결과는 기존 국내 실증연구 결과와 이질적이지 않다.

모형(2)은 기업의 현금보유 수준(CASH)이 차기 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과인데, 당기의 현금보유 수준(CASH)이 증가할수록 차기의 기업가치는 증가함으로 나타났다. 이는 기존의 현금보유

〈Table 4〉 Regression Result

이 표는 배당여부와 현금수준이 차기의 기업가치에 미치는 영향을 강건한 회귀분석을 실시한 결과다. 여기서,  $Q_{t+1}$  : 기업가치 (=시가총액+부채총계/자본총계),  $DIV_t$  : 배당 여부 (=현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수),  $CASH_t$  : 현금보유 수준 (=현금 및 현금성 자산 / 매출액),  $SIZE_t$  : 기업규모 (=자산총계에 자연로그를 취한 값),  $BIG_t$  : 감사인 규모 (=감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안진이면 1, 아니면 0의 지시변수),  $ROA_t$  : 수익성 (=당기순이익/기초 자산총계),  $LEV_t$  : 안정성 (=부채총계/기초 자산총계)  $GRW_t$  : 성장성 (=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액),  $PPE_t$  : 유형자산 비중,  $INTANG_t$  : 무형자산 비중,  $VOL_t$  : 주식수익률의 변동성,  $FOR_t$  : 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율을 각각 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸다.

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 DIV_t + \beta_2 CASH_t + \beta_3 DIV \times CASH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 GRW_t + \beta_8 PPE_t + \beta_9 INTANG_t + \beta_{10} VOL_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} BIG_t + Year + Industry + \varepsilon$$

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Dependent Variable: Tobins' $Q_{t+1}$			
$DIV_t$	-0.227*** (-10.66)		-0.232*** (-10.95)	-0.156*** (-6.13)
$CASH_t$		1.247*** (13.86)	1.261*** (14.08)	1.620*** (14.50)
$DIV \times CASH_t$				-0.903*** (-5.36)
$SIZE_t$	-0.184*** (-22.12)	-0.167*** (-19.74)	-0.153*** (-17.98)	-0.155*** (-18.15)
$ROA_t$	-0.424*** (-4.30)	-0.886*** (-9.50)	-0.535*** (-5.44)	-0.477*** (-4.84)
$LEV_t$	-0.104** (-2.39)	-0.073* (-1.68)	-0.142*** (-3.28)	-0.144*** (-3.33)
$GRW_t$	0.246*** (9.45)	0.224*** (8.63)	0.220*** (8.49)	0.213*** (8.24)
$PPE_t$	0.013 (0.26)	0.087* (1.79)	0.098** (2.02)	0.093* (1.91)
$INTANG_t$	3.676*** (19.83)	3.707*** (20.09)	3.587*** (19.48)	3.539*** (19.22)
$VOL_t$	0.790*** (14.94)	0.851*** (16.40)	0.743*** (14.13)	0.744*** (14.16)
$FOR_t$	0.021*** (20.63)	0.019*** (18.85)	0.020*** (19.25)	0.020*** (19.21)
$BIG_t$	0.103*** (5.23)	0.089*** (4.49)	0.096*** (4.90)	0.097*** (4.95)
<i>Constant</i>	5.231*** (20.70)	4.594*** (17.81)	4.421*** (17.18)	4.429*** (17.23)
<i>Year</i>	included	included	included	included
<i>Industry</i>	included	included	included	included
<i>F-value</i>	126.562***	130.060***	130.812***	127.670***
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.206	0.210	0.217	0.219
<i>N</i>	13,571			

에 관한 이론이 입증된 결과이다. 기업의 현금보유는 정보의 비대칭성이 클수록 자본조달의 비용이 증가하거나, 혹은 자본조달 자체가 어렵게 되는 경우, 경영자는 현금보유 수준을 높일 수 있고, 기업이 직면하는 다양한 기회비용을 줄이기 위해서 예비적 동기 혹은 거래적 동기에 따라 현금보유 수준을 높일 수 있다. 이러한 기업의 노력은 기업가치에 긍정적인 작용을 하는 것으로 나타났다. 이와 관련하여 국내 자본시장을 대상으로 한 연구 역시, 모형(2)의 실증 결과와 유사하게 나타났다. 상대적으로 최근에 수행된 Han(2019)의 연구나, Jang et al.(2011)의 결과는 본 연구와 유사하게 기업이 보유하는 현금이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 실증적 증거를 제시하였다. 기업의 현금보유를 유동성관리라는 측면에서 주요 재무 정책으로 간주하고 있음을 의미한다.

모형(3)은 배당 여부와 현금보유 수준을 동시에 고려한 결과다. 배당 여부와 기업의 현금보유 변수를 동시에 고려하더라도 그 방향성은 개별 변수를 고려한 모형(1)과 모형(2)의 결과와 다르지 않다는 결과가 나타났다. 즉, 배당하지 않은 기업일수록, 현금보유 수준이 높을수록 차기 기업가치는 증가한다고 해석할 수 있다. 마지막으로 모형(4)에서는 배당기업에서의 현금보유 수준(DIV×CASH)이 미배당 기업과 비교할 때 어떻게 달라지는지 분석한 결과다. 분석 결과, 관심 변수인 DIV×CASH는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 관찰되었다. 이는 배당기업에서의 현금보유 수준(DIV×CASH)이 차기 기업가치에 미치는 긍정적인 영향을 완화하는 것으로 나타났다. 즉, 배당으로 충분히 전달된 기업의 사적 정보는 현금이 기업가치에 미치는 유용성을 상쇄하는 것으로 볼 수 있다. 기업의 현금보유와 기업가치의 부정적인 관련성을 주장한 잔여현금흐름 이론에 의하면, 기업의 현금보유는 경영자가 사적 이익을 추구하게 되거

나, NPV가 음(-)인 투자 안에 투자할 가능성이 큼을 지적한다. 배당기업에서 수익성을 창출할 가능성이 작을 때 배당으로 이어질 수 있음을 언급한 선행 연구에 기초할 때, 현금과 기업가치의 음(-)의 관계는 관련 연구 흐름에서의 결과와 이질적이지 않다. 이는 본 연구의 가설이 확인된 결과다. 이어지는 추가분석에서는 대리인 비용이나 재무적 제약을 고려하여 추가로 본 연구의 결과가 차이를 보이는지 분석하고자 한다.

#### 4.4 추가분석 I. 대리인 비용 수준을 고려한 결과

본 연구는 추가분석의 하나로, 대리인 비용이 미치는 영향을 확인하고자 한다. Kim & Jeong(2018) 연구에 따르면, 대리인 비용은 대리인 비용은 기업가치에 부정적인 영향을 끼칠 뿐 아니라 기업 내부에 보유하는 현금 역시 합리적으로 집행하지 않을 가능성을 지적하였다. 이에 따라 본 연구에서는 대리인 비용이 높은 집단과 작은 집단은 변수의 중위수를 기준으로 구분한 뒤, 살펴보았다. 이에 관한 분석 결과는 <Table 5>와 같다. 본 연구에서 대리인 비용은 선행연구에 널리 이용되는 매출액 대비 접대비 비중을 활용하였다(Park et al., 2004; Park & Noh, 2008; Lee, 2021).

주된 분석과 마찬가지로, 배당(DIV)을 고려한 결과(모형(1)과 모형(5)), 현금(CASH)만을 포함한 결과(모형(2))와 모형(6)), 그리고 현금과 배당을 동시에 고려한 결과(모형(3)과 모형(7)), 마지막으로 배당 여부와 현금 수준을 곱한 값(DIV×CASH)을 포함한 결과(모형(4)과 모형(8))를 각각 보고하였다. 모형(8)에서의 결과를 보면, 대리인 비용이 낮은 표본에서 배당기업의 현금보유 수준(DIV×CASH)은 기업가치와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성

〈Table 5〉 Additional Test based on Level of Agency Cost

이 표는 본 연구의 주된 분석에 더하여 대리인비용을 고려한 결과를 의미하며, 여기서 대리인비용은 매출액 대비 접대비 비율로 산정하였다. 각 변수의 정의는 다음과 같다.  $Q_{t+1}$  : 기업가치 (=시가총액+부채총계/자본총계),  $DIV_t$  : 배당 여부 (=현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수),  $CASH_t$  : 현금보유 수준 (=현금 및 현금성 자산 / 매출액),  $SIZE_t$  : 기업규모 (=자산총계에 자연로그를 취한 값),  $BIG_t$  : 감사인 규모 (=감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안진이면 1, 아니면 0의 지시변수),  $ROA_t$  : 수익성 (=당기순이익/기초 자산총계),  $LEV_t$  : 안정성 (=부채총계/기초 자산총계)  $GRW_t$  : 성장성 (=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액),  $PPE_t$  : 유형자산 비중,  $INTANG_t$  : 무형자산 비중,  $VOL_t$  : 주식수익률의 변동성,  $FOR_t$  : 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸다.

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 DIV_t + \beta_2 CASH_t + \beta_3 DIV \times CASH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 GRW_t + \beta_8 PPE_t + \beta_9 INTANG_t + \beta_{10} VOL_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{11} BIG_t + Year + Industry + \varepsilon$$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	High Agency Cost firms(n=7,222)				Low Agency Cost firms(n=6,349)			
	Dependent Variable: <i>Tobins'Q</i> <sub>t+1</sub>							
<i>DIV</i> <sub>t</sub>	-0.187*** (-6.15)		-0.197*** (-6.51)	-0.166*** (-4.47)	-0.275*** (-9.32)		-0.272*** (-9.29)	-0.137*** (-3.95)
<i>CASH</i> <sub>t</sub>		0.997*** (8.13)	1.029*** (8.41)	1.131*** (7.93)		1.319*** (9.82)	1.307*** (9.80)	2.266*** (11.94)
<i>DIV</i> × <i>CASH</i> <sub>t</sub>				-0.334 (-1.40)				-1.753*** (-7.08)
<i>SIZE</i> <sub>t</sub>	-0.290*** (-19.15)	-0.266*** (-16.97)	-0.249*** (-15.73)	-0.250*** (-15.78)	-0.138*** (-13.00)	-0.129*** (-12.09)	-0.117*** (-10.97)	-0.118*** (-11.06)
<i>ROA</i> <sub>t</sub>	-0.889*** (-6.92)	-1.231*** (-10.07)	-0.973*** (-7.60)	-0.952*** (-7.38)	0.675*** (4.25)	0.001 (0.00)	0.497*** (3.13)	0.565*** (3.56)
<i>LEV</i> <sub>t</sub>	-0.214*** (-3.40)	-0.197*** (-3.17)	-0.261*** (-4.15)	-0.262*** (-4.17)	-0.049 (-0.82)	0.020 (0.34)	-0.058 (-0.96)	-0.053 (-0.90)
<i>GRW</i> <sub>t</sub>	0.224*** (6.25)	0.208*** (5.78)	0.206*** (5.74)	0.203*** (5.67)	0.248*** (6.68)	0.228*** (6.14)	0.219*** (5.94)	0.205*** (5.57)
<i>PPE</i> <sub>t</sub>	0.174** (2.46)	0.225*** (3.17)	0.241*** (3.41)	0.238*** (3.36)	-0.120* (-1.84)	-0.034 (-0.52)	-0.026 (-0.40)	-0.023 (-0.36)
<i>INTANG</i> <sub>t</sub>	3.662*** (14.81)	3.702*** (15.03)	3.614*** (14.69)	3.610*** (14.67)	3.402*** (11.72)	3.484*** (12.03)	3.339*** (11.59)	3.141*** (10.89)
<i>VOL</i> <sub>t</sub>	0.679*** (9.46)	0.727*** (10.27)	0.649*** (9.07)	0.650*** (9.09)	0.875*** (11.28)	0.968*** (12.73)	0.819*** (10.62)	0.814*** (10.59)
<i>FOR</i> <sub>t</sub>	0.020*** (12.45)	0.018*** (11.42)	0.019*** (11.79)	0.019*** (11.80)	0.020*** (14.88)	0.018*** (13.84)	0.018*** (14.05)	0.018*** (13.93)
<i>BIG</i> <sub>t</sub>	0.095*** (3.38)	0.076*** (2.71)	0.083*** (2.97)	0.083*** (2.97)	0.125*** (4.57)	0.119*** (4.34)	0.126*** (4.62)	0.130*** (4.79)
<i>Constant</i>	7.976*** (18.60)	7.204*** (16.23)	6.915*** (15.54)	6.931*** (15.57)	4.093*** (11.86)	3.589*** (10.27)	3.524*** (10.15)	3.456*** (9.98)
<i>Year</i>	included	included	included	included	included	included	included	included
<i>Industry</i>	included	included	included	included	included	included	included	included
<i>F-value</i>	76.417***	77.722***	76.934***	74.445***	52.774***	53.193***	55.030***	55.281***
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.226	0.229	0.234	0.234	0.186	0.187	0.198	0.204

을 보이는 것으로 관찰되었다. 이는 현금에 가지는 차기 기업가치와의 양(+)의 관련성은 대리인 비용이 낮은 표본에서 뚜렷함을 의미한다. 다시 말해, 대리인 비용이 충분히 적은 동시에 배당으로 기업의 사적 정보가 시장으로 전달되는 상황에서는 기업의 현금 수준과 기업가치의 양(+)의 관련성이 다소 희석되는 것으로 해석할 수 있다.<sup>3)</sup> 이러한 이유는 선행연구에서 원인을 확인해볼 수 있는데, 대리인 비용이 많거나, 정보의 비대칭성이 큰 경우에는 높은 자본(조달)비용을 원인으로 기업의 현금보유 유인이 존재한다는 점(Shin et al., 2018), 또한 경영자가 사적 이익을 추구하기 위해 수행하는 이익조정은 기업의 현금보유 수준과 유의한 양(+)의 상관성을 보고하였다는 점(Park & Jung, 2018)에서 찾아볼 수 있다. 즉, 대리인 비용이 적어, 현금보유의 유인이 없고 기업의 정보 비대칭이 감소할 수 있는 상황에서는 현금이 기업가치에 더는 긍정적인 영향을 끼치지 못한다는 것이다. 이러한 결과는 기존의 국내 자본시장을 대상으로 현금과 기업가치의 양(+)의 상관성을 논의하고 실증적 증거를 제시하였던 기존 연구가 대리인 비용과 배당이라는 점을 고려할 때 다른 양상을 보일 수 있다는 점에서 시사점이 존재한다.

#### 4.5 추가분석 II. 기업의 재무적 제약<sup>4)</sup> 수준을 고려한 결과

본 절에서는 재무적 제약이 큰 경우와 작은 경우로 구분하여, 본 연구의 주된 분석 결과를 재검증해 보고자 한다. 여기서 재무적 제약은 Altman(1968)

의 Z-score를 변형한, K1-Score를 이용하였다. K1-score는 다음과 같이 산정하였다.

$$K1-Score = -17.862 + 1.472X1 + 3.041X2 + 14.839X3 + 1.516X4$$

X1 : ln(자산총계)

X2 : 매출액/자산총계

X3 : 이익잉여금/자산총계

X4 : 자본총계/부채총계

X5 : 시가총액/부채총계

이 값이 중위수보다 큰 경우는 재무적 제약이 높은 경우(High Financial Constraint firms), 낮으면 작은 경우(Low Financial Constraint firms)로 구분하였다. 분석 결과는 <Table 6>과 같다.

먼저, 재무적 제약이 높은 경우의 배당 여부는 배당 여부만 고려한 결과(모형(1))에서는 유의한 음(-)의 값이 나타났으며, 이는 재무적 제약이 낮은 경우(모형(5))도 유사하게 관찰되었다. 즉, 배당 여부가 차기 기업가치와의 음(-)의 관계는 재무적 제약 수준에 따라 차이를 보이지 않았다. 주된 분석에서 나타난 기업의 현금보유 수준과 차기 기업가치와의 양의 관련성 역시, 재무적 제약이 큰 경우(모형(2))와 낮은 경우(모형(6)) 모두 차기 기업가치와 유의한 양의 관련성을 보였다. 이상 확인된 배당 여부와 현금보유 수준은 두 변수를 모두 고려한 모형(3)과 모형(7)에서 역시 그 방향성과 유의성이 유지되었다. 그러나 모형(4)과 모형(8)의 배당 여부와 현금보유 수준의 상호작용을 살펴본 경우는 양상이 달랐다.

3) 이 부분에 대해 유의한 심사의견을 주신 익명의 심사자에게 감사의 말씀을 올린다.

4) 재무적 제약이란 “적절한 투자 기회가 있으나, 기업이 자금조달의 어려움이 있어 이를 수행할 수 없는 상태”를 의미한다. 많은 재무적 제약에 관한 실증연구에서 Altman의 Z-score를 비롯하여 본 연구에서 활용한 K1-Score가 활용되었지만, 이는 부실위험(default risk)을 나타내는 지표다. 지면의 제약상 별도로 제시하지는 않았으나, Kaplan and Zingales(1997)의 연구에서 제안한 K-Z Index를 활용하더라도 결과는 유사하게 나타났다. 이에 관한 의견을 주신 익명의 심사자에게 감사의 말씀을 전한다.

(Table 6) Additional Test Based on Financial Constraints

이 표는 본 연구의 주된 분석에 더하여 재무적 제약을 고려한 결과를 의미하며, 여기서 재무적 제약은 K1-Score를 활용하였다. 연구변수의 정의는 다음과 같다.  $Q_{t+1}$  : 기업가치 (=시가총액+부채총계/자본총계),  $DIV_t$  : 배당 여부 (=현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수),  $CASH_t$  : 현금보유 수준 (=현금 및 현금성 자산 / 매출액),  $SIZE_t$  : 기업규모 (=자산총계에 자연로그를 취한 값),  $BIG_t$  : 감사인 규모 (=감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안진이면 1, 아니면 0의 지시변수),  $ROA_t$  : 수익성 (=당기순이익/기초 자산총계),  $LEV_t$  : 안정성 (=부채총계/기초 자산총계)  $GRW_t$  : 성장성 (=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액),  $PPE_t$  : 유형자산 비중,  $INTANG_t$  : 무형자산 비중,  $VOL_t$  : 주식수익률의 변동성,  $FOR_t$  : 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸다.

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 DIV_t + \beta_2 CASH_t + \beta_3 DIV \times CASH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 GRW_t + \beta_8 PPE_t + \beta_9 INTANG_t + \beta_{10} VOL_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} BIG_t + Year + Industry + \varepsilon$$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	High Financial Constraint firms(n=6,620)				Low Financial Constraint firms(n=6,951)			
	Dependent Variable: Tobins' $Q_{t+1}$							
$DIV_t$	-0.319*** (-10.16)		-0.313*** (-9.98)	-0.268*** (-6.36)	-0.187*** (-6.32)		-0.190*** (-6.48)	-0.098*** (-2.82)
$CASH_t$		0.528*** (4.32)	0.473*** (3.89)	0.701*** (3.80)		1.524*** (11.64)	1.531*** (11.72)	1.802*** (12.74)
$DIV \times CASH_t$				-0.376 (-1.64)				-1.630*** (-4.95)
$SIZE_t$	-0.108*** (-9.15)	-0.117*** (-9.75)	-0.098*** (-8.11)	-0.099*** (-8.18)	-0.176*** (-15.30)	-0.156*** (-13.43)	-0.144*** (-12.32)	-0.146*** (-12.47)
$ROA_t$	3.101*** (15.62)	2.738*** (13.71)	3.002*** (15.02)	3.027*** (15.10)	-2.174*** (-16.88)	-2.288*** (-18.46)	-2.079*** (-16.27)	-2.018*** (-15.75)
$LEV_t$	0.209*** (3.25)	0.246*** (3.79)	0.185*** (2.87)	0.183*** (2.84)	-0.252*** (-4.18)	-0.288*** (-4.79)	-0.311*** (-5.18)	-0.315*** (-5.25)
$GRW_t$	0.092** (2.37)	0.111*** (2.84)	0.085** (2.19)	0.082** (2.11)	0.207*** (6.04)	0.190*** (5.57)	0.188*** (5.54)	0.180*** (5.30)
$PPE_t$	0.048 (0.69)	0.064 (0.91)	0.090 (1.28)	0.086 (1.23)	0.016 (0.25)	0.098 (1.52)	0.093 (1.45)	0.084 (1.31)
$INTANG_t$	3.294*** (12.54)	3.495*** (13.26)	3.291*** (12.54)	3.275*** (12.47)	3.598*** (14.35)	3.511*** (14.09)	3.435*** (13.81)	3.389*** (13.64)
$VOL_t$	1.099*** (14.14)	1.193*** (15.39)	1.074*** (13.79)	1.073*** (13.78)	0.472*** (6.78)	0.516*** (7.59)	0.434*** (6.30)	0.431*** (6.26)
$FOR_t$	0.018*** (14.12)	0.018*** (13.96)	0.018*** (13.87)	0.018*** (13.87)	0.012*** (7.07)	0.010*** (5.65)	0.010*** (5.96)	0.010*** (5.95)
$BIG_t$	0.113*** (4.17)	0.106*** (3.86)	0.113*** (4.15)	0.113*** (4.17)	0.077*** (2.82)	0.061** (2.24)	0.067** (2.46)	0.070*** (2.58)
Constant	3.065*** (7.98)	2.963*** (7.53)	2.779*** (7.11)	2.778*** (7.11)	5.216*** (15.50)	4.578*** (13.45)	4.392*** (12.90)	4.416*** (12.99)
Year	included	included	included	included	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included	included	included	included	included
F-value	69.608***	65.759***	67.875***	65.719***	91.217***	95.858***	94.546***	92.523***
Adj. $R^2$	0.225	0.215	0.227	0.227	0.267	0.276	0.281	0.283

재무적 제약이 큰 경우에서 배당기업에서의 현금 보유 수준(모형(4))은 차기 기업가치와 의미 있는 관련성을 보이지 않는 것으로 나타났지만, 재무적 제약이 작은 경우(모형(8))에서는 앞선 주된 분석과 마찬가지로 유의한 음(-)의 값이 관찰되었다. 이러한 결과는 재무적 제약이 작은 경우, 배당기업에서의 현금 보유 수준은 차기 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 의미하고, 재무적 제약이 큰 배당기업에서의 현금 보유 수준은 기업가치와의 양(+)의 관련성은 완화되었음을 의미한다. 이상의 결과는 재무적 제약에 따라 배당과 현금 보유 수준이 기업가치에 미치는 영향이 차별적임을 확인할 수 있었다.

#### 4.6 추가분석 III. 표본 기업의 소속 상장시장을 구분한 결과

본 절에서는 본 연구의 표본의 특성을 고려하여 분석해보았다. 본 연구의 표본은 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장된 기업이 혼재되어 있다. 따라서 본 연구의 주된 분석 결과가 상장시장에 따라 결과가 차이를 보이는지 분석하였고, 이에 관한 분석 결과는 <Table 7>과 같다. 모형(1)에서 모형(4)은 KOSPI 시장의 결과이며, 모형(5)에서 모형(8)은 KOSDAQ 시장의 결과다. 관심 변수인 배당 여부와 현금보유 수준은 KOSPI 시장이나 KOSDAQ 시장에 상관없이 일관적인 방향성과 유의성을 보였다. 즉, 배당 여부와 현금보유 수준은 각각 차기 기업가치에 음(-)과 양(+)의 관련성을 보였다.

그러나 KOSPI 시장 표본의 경우는 배당기업에서의 현금보유가 차기 기업가치와 유의한 관련성을 보이지 않았다. 반면, KOSDAQ 시장 표본에서는 배

당기업에서 현금보유 수준은 차기 기업가치와 음(-)의 관련성을 보였다. 이러한 결과는 상대적으로 기업 규모가 작고 정보의 비대칭성이 큰 KOSDAQ 표본에서 배당기업의 현금 보유 수준은 차기 기업가치에 부정적인 영향을 미치기 때문으로 추정된다. 배당기업에서 현금 보유 수준은 잔여현금흐름 이론이 더 크게 작용하여, 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 해석할 수 있다.

KOSPI 표본에서 DIVXCASH가 유의한 결과가 도출되지 않은 이유는 다음과 같이 볼 수 있다. 앞선 두 추가분석의 결과는 대리인 비용이 많지 않거나, 재무적 제약이 크지 않은 경우, 기업이 현금을 보유 수준이 높다면, 적절하게 투자되지 않아, 기업가치에 부정적이라는 결과가 나타났다. 마찬가지로, 상대적으로 기업규모가 클수록 자본조달의 다양성이 존재하고, 기업가치에 부정적인 대리인 비용의 발생 가능성이 상대적으로 적은 KOSPI 기업에서 그 유의성이 상쇄된 것으로 보인다.

이상의 결과는 먼저 표본의 소속 상장시장에 따라 본 연구의 결과는 다를 수 있음을 확인하였으며, 본 연구의 주된 결과는 KOSDAQ 시장 표본에서의 영향이 더욱 크게 나타난 것으로 보인다.

#### 4.7 추가분석 IV. 배당의 규모를 고려한 결과

본 연구에서는 배당을 배당 여부로 측정하여 분석한 결과를 보고하였다. 그러나 하지만 배당의 여부로 분석하는 경우는 배당이 매우 적은 기업도 배당하는 기업이기 때문에 기업가치에 영향을 미칠 수 있으므로, 본 절에서는 배당 수준을 고려해보고자 한다.<sup>5)</sup> 다만, 배당과 현금흐름의 상호작용항에서 각 변수가 모두 연속변수인 경우, 결과의 해석과 다중공선성의

5) 이에 관한 심사의견을 주신 익명의 심사자께 감사의 말씀을 올린다.

(Table 7) Additional Test by Listed Market

이 표는 본 연구의 주된 분석에 더하여 상장시장을 구분하여 검증한 결과다. 연구변수의 정의는 다음과 같다.  $Q_{t+1}$  : 기업 가치(=시가총액+부채총계/자본총계),  $DIV_t$  : 배당 여부(=현금 배당하였으면 1, 아니면 0의 지시변수),  $CASH_t$  : 현금보유 수준(=현금 및 현금성 자산 / 매출액),  $SIZE_t$  : 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값),  $BIG_t$  : 감사인 규모(=감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안전이면 1, 아니면 0의 지시변수),  $ROA_t$  : 수익성(=당기순이익/기초 자산총계),  $LEV_t$  : 안정성(=부채총계/기초 자산총계)  $GRW_t$  : 성장성(=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액),  $PPE_t$  : 유형자산 비중,  $INTANG_t$  : 무형자산 비중,  $VOL_t$  : 주식수익률의 변동성,  $FOR_t$  : 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸다.

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 DIV_t + \beta_2 CASH_t + \beta_3 DIV \times CASH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 GRW_t + \beta_8 PPE_t + \beta_9 INTANG_t + \beta_{10} VOL_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} BIG_t + Year + Industry + \varepsilon$$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	KOSPI listed firms(n=5,574)				KOSDAQ listed firms(7,997)			
	Dependent Variable: Tobins'Qt+1							
$DIV_t$	-0.222*** (-7.62)		-0.220*** (-7.55)	-0.198*** (-5.80)	-0.203*** (-6.93)		-0.218*** (-7.48)	-0.143*** (-3.92)
$CASH_t$		0.509*** (3.13)	0.480*** (2.97)	0.703*** (2.89)		1.081*** (9.58)	1.125*** (9.98)	1.385*** (10.19)
$DIV \times CASH_t$				-0.380 (-1.23)				-0.740*** (-3.42)
$SIZE_t$	-0.089*** (-8.96)	-0.088*** (-8.67)	-0.085*** (-8.38)	-0.085*** (-8.41)	-0.320*** (-19.18)	-0.290*** (-16.85)	-0.272*** (-15.73)	-0.270*** (-15.65)
$BIG_t$	0.088*** (3.33)	0.073*** (2.77)	0.087*** (3.31)	0.089*** (3.37)	0.104*** (3.81)	0.093*** (3.42)	0.095*** (3.51)	0.096*** (3.55)
$ROA_t$	1.286*** (7.68)	0.778*** (4.87)	1.213*** (7.17)	1.226*** (7.24)	-0.744*** (-5.97)	-1.144*** (-9.68)	-0.846*** (-6.81)	-0.810*** (-6.49)
$LEV_t$	0.125** (2.13)	0.181*** (3.09)	0.119** (2.03)	0.121** (2.06)	-0.235*** (-3.93)	-0.215*** (-3.62)	-0.280*** (-4.68)	-0.286*** (-4.78)
$GRW_t$	0.171*** (4.38)	0.172*** (4.39)	0.169*** (4.32)	0.166*** (4.25)	0.246*** (7.30)	0.226*** (6.68)	0.220*** (6.55)	0.217*** (6.44)
$PPE_t$	-0.147** (-2.43)	-0.109* (-1.77)	-0.116* (-1.90)	-0.115* (-1.87)	0.024 (0.33)	0.095 (1.32)	0.117 (1.64)	0.110 (1.53)
$INTANG_t$	3.656*** (12.23)	3.660*** (12.19)	3.639*** (12.18)	3.622*** (12.11)	3.240*** (13.42)	3.319*** (13.81)	3.215*** (13.40)	3.187*** (13.28)
$VOL_t$	0.933*** (12.81)	1.049*** (14.72)	0.917*** (12.56)	0.912*** (12.48)	0.670*** (9.36)	0.713*** (10.08)	0.634*** (8.89)	0.634*** (8.91)
$FOR_t$	0.016*** (14.39)	0.015*** (13.54)	0.016*** (14.04)	0.016*** (14.06)	0.021*** (11.98)	0.019*** (11.20)	0.020*** (11.35)	0.020*** (11.36)
$BIG_t$	0.113*** (4.17)	0.106*** (3.86)	0.113*** (4.15)	0.113*** (4.17)	0.077*** (2.82)	0.061** (2.24)	0.067** (2.46)	0.070*** (2.58)
Constant	2.758*** (9.51)	2.508*** (8.49)	2.608*** (8.87)	2.603*** (8.85)	8.766*** (17.53)	7.825*** (15.27)	7.536*** (14.72)	7.467*** (14.58)
Year	included	included	included	included	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included	included	included	included	included
F-value	40.231***	38.181***	39.201***	37.948***	79.906***	81.893***	81.543***	79.321***
Adj. R <sup>2</sup>	0.165	0.157	0.166	0.166	0.216	0.221	0.226	0.227

〈Table 8〉 Additional Test using Dividends Size

이 표는 배당여부가 아닌 배당수준을 활용하여 분석한 결과다. 연구변수의 정의는 다음과 같다.  $Q_{t+1}$  : 기업가치(=시가총액+부채총계/자본총계),  $DIV^{Q4}_t$  : 배당 4분위 수,  $CASH_t$  : 현금보유 수준(=현금 및 현금성 자산 / 매출액),  $SIZE_t$  : 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값),  $BIG_t$  : 감사인 규모(=감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안진이면 1, 아니면 0의 지시변수),  $ROA_t$  : 수익성(=당기순이익/기초 자산총계),  $LEV_t$  : 안정성(=부채총계/기초 자산총계)  $GRW_t$  : 성장성(=당기 매출액-전기 매출액/전기 매출액),  $PPE_t$  : 유형자산 비중,  $INTANG_t$  : 무형자산 비중,  $VOL_t$  : 주식수익률의 변동성,  $FOR_t$  : 기말 보통주로 측정된 외국인 투자자의 지분율, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸다.

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 DIV^{Q4}_t + \beta_2 CASH_t + \beta_3 DIV \times CASH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 GRW_t + \beta_8 PPE_t + \beta_9 INTANG_t + \beta_{10} VOL_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} BIG_t + Year + Industry + \varepsilon$$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Full Samples	High Agency Cost	Low Agency Cost	High Financial Constraint	Low Financial Constraint	KOSPI	KOSDAQ
Dependent Variable: Tobins' $Q_{t+1}$							
$DIV^{Q4}$	-0.212*** (-8.70)	-0.226*** (-6.44)	-0.195*** (-5.82)	-0.323*** (-8.27)	-0.128*** (-3.82)	-0.236*** (-7.19)	-0.214*** (-6.21)
$CASH$	1.478*** (9.38)	0.753*** (3.63)	2.320*** (9.01)	0.390 (1.60)	2.264*** (9.66)	0.173 (0.54)	1.163*** (5.91)
$DIV^{Q4} \times CASH$	-0.112* (-1.67)	0.162 (1.64)	-0.436*** (-4.60)	0.034 (0.39)	-0.535*** (-3.76)	0.119 (1.10)	-0.021 (-0.24)
<i>Control Variables</i>	included	included	included	included	included	included	included
<i>Year</i>	included	included	included	included	included	included	included
<i>Industry</i>	included	included	included	included	included	included	included
<i>F-value</i>	126.56***	74.477***	54.071***	65.610***	92.041***	37.936***	78.817***
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.217	0.234	0.201	0.227	0.282	0.166	0.226
<i>N</i>	13,571	7,222	6,349	6,620	6,951	5,574	7,997

우리로 배당 수준은 4분위 수로 측정하였다.<sup>6)</sup> 실증 분석 결과, 관심변수인  $DIV^{Q4} \times CASH$ 의 결과는 대체로 앞선 배당 여부로만 측정된 결과와 유사하였다. 즉, 배당 수준이 증가할수록 현금흐름은 차기 기업가치에 부정적인 영향을 미치며, 이러한 결과는 대리인 비용이 낮거나, 재무적 제약이 작은 경우 뚜렷하였다. 다만, 배당 규모를 이용한 경우는 배당 여부와 달리, 유의성이 관찰되지 않았다.

## V. 결론

본 연구는 기업의 현금보유와 기업가치의 관계가 배당 여부에 따라 차이를 보이는지 검증하였다. 그 이유는 현금보유와 기업가치의 관계에 배당의 영향이 있을 것으로 보이나, 이에 관한 연구는 상대적으로 부족하였기 때문이다. 또한 현금보유와 기업가치

6) 10분위수나 5분위수를 이용하여도 연구결과는 질적으로 다르지 않으며, 고배당기업만을 대상으로 하더라도 유사하다.

의 양(+ )의 상관성은 배당이 갖는 효용에 의해 영향을 받을 것으로 보았다. 그 이유는 현금보유가 기업가치의 양의 관계가 있다면 대표적인 현금 유출 사건인 배당이 두 변수 사이를 강화하는지 혹은 약화하는지 실증적 증거는 아직 제시되고 있지 않기 때문이다. 이를 위해 2010년부터 2020년까지의 11년을 분석 기간으로 설정하고 이를 위해 2009년부터 2021년까지의 자료를 이용하여 우리나라 상장시장을 대상으로 분석하였다. 주요 연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 배당은 기업가치에 음(-)의 영향을, 현금보유 수준은 기업가치에 양(+ )의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 선행연구에서의 결과와 유사하였다. 그러나, 배당기업의 현금보유 수준이 증가할수록 오히려 기업가치에는 부정적인 영향을 미쳤다. 이러한 현상은 대리인 비용이 많을수록 배당이 가지는 대리인 비용 억제 효과로 인해 배당기업의 현금보유와 기업가치의 음(-)의 관계는 상쇄되었고, 재무적 제약이 큰 경우 역시 유사하게 관찰되었다. 아울러, KOSDAQ 기업에서 배당기업에서의 현금흐름과 기업가치의 음(-)의 관계가 더욱 뚜렷하게 관찰되었다.

본 연구는 배당이 가지는 효용을 관찰할 수 있었다. 배당으로 충분히 전달된 기업의 사적 정보는 현금기업가치에 미치는 유용성을 상쇄하는 것을 확인하였다는 점에서 배당에 관한 선행연구를 확대한 한편, 배당이 자본시장에 미치는 영향을 기업의 현금보유와 기업가치의 관계에서 확인할 수 있었다. 꾸준히, 우리나라 상장 기업에서의 배당 성향은 증가하고 있다는 점에서 배당의 유용성은 비단 본 연구의 결과뿐만 아니라 경험적으로(empirically) 시장에 역시 인지하고 있는 것으로 보인다. 본 연구는 이러한 현상의 근거자료로 활용될 수 있을 것이다.

이러한 학문적 시사점에도 불구하고 본 연구는 실증연구에 내재한 한계점이 있다. 측정오차의 문제,

혹은 연구방법론에 따라 본 연구의 결과는 꾸준히 재검증되어야 할 것이다. 아울러, 본 연구에서는 현금보유와 기업가치의 관계에 영향을 미치는 일정한 변수를 통제하였으나, 본 연구에서 미처 고려하지 못한 누락 변수에 의한 영향 역시 배제하지 못할 것이다. 이에 따라 본 연구의 결과는 보수적으로 해석할 필요가 있다.

## 참고문헌

- Ahn, M. G., and Ko, D. Y.(2014), "The Effect of Foreign Investor and Performance on Corporate Sustainability Management Disclosure and Firm Value," *Korea International Accounting Review*, 53, pp.230-251.
- Ahn, Y. Y., Shin, H. H., and Chang, J. H.(2005), "The Relationship between the Foreign Investor And Information Asymmetry," *Korean Accounting Review*, 30(4), pp.109-131.
- Altman, E. I.(1968), "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy," *The Journal of Finance*, 23(4), pp.589-609.
- Boyle, G. W., & Guthrie, G. A.(2003), "Investment, uncertainty, and liquidity," *The Journal of Finance*, 58(5), pp.2143-2166.
- Cheon, Y. S.(2003), "Foreign and Institutional Investors' Monitoring of Management Earnings Forecast Disclosures," *Korean Journal of Business Administration*, 16(4), pp.891-913.
- Cho, S. P., Park, S. Y., and Kim, S Y.(2014), "Effects of Expenditures for Tangible and Intangible Assets on the Firm's Performance: Longitudinal Analysis," *Korea Management Review*,

- 43(6), pp.2039-2066.
- Choi, H. J., and Ryu, D. W.(2019), "The Effect of the 2008 Global Crisis on Dividend Policy and Firm Value," *Korean Management Review*, 48(5), pp.1253-1276.
- Han, Y. H.(2019), "The Impact of Cash Holdings Level on Firm Value," *Tax Accounting Research*, 62, pp.93-115.
- Jang, S. W., An, S. C., Lee, S. W, and Park, J. Y. (2011), "Variation of Cash Holding and Corporate Value," *Korean Business Education Review*, 26(5), pp.495-515.
- Jensen, M. C.(1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *The American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Jeong, J. G., Cho, H. J., Kwak, J. M., and Bae, K. S.(2012), "R&D Cost of KOSDAQ-listed Companies and Firm Value," *Journal of Finance and Accounting Information*, 12 (4), pp.57-71.
- Jeong, J. H., and Jeong, H. B.(2009), "The Effect of Dividend Policy on the Value of the Firm," *Journal of Business Research*, 21(4), pp.151-173.
- Ju, B. S., and Kim, M. C.(2007), "A Comparative Study on the Impact of the Intangible and Tangible Assets on the Firm Value," *Korea International Accounting Review*, 18, pp. 343-362.
- Jung, S. Y., Jin, S. H., and Cha, S. K.(2016), "Investment Propensity of Foreign Investors and Information Asymmetry," *Korea International Accounting Review*, 68, pp.71-101.
- Kam, H. K, and Shin, Y. J.(2015), "Credit Ratings, Cash Holdings, and Firm Value," *The Korean Journal of Financial Management*, 32(2), pp.119-141.
- Kang, D. K.(2009), "The Effect of Transparency and Disclosure on and Agency Cost," *Journal of Industrial Economics and Business*, 22 (6), pp.2787-2804.
- Kaplan, S. N., and Zingales, L. (1997), "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?," *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), pp.169-215.
- Kapons, M., Kelly, P., Stoumbos, R., & Zambrana, R. (2023), "Dividends, trust, and firm value," *Review of Accounting Studies*, 28(3), pp. 1354-1387.
- Keynes, J. M.(1936), "The supply of gold," *The Economic Journal*, 46(183), pp.412-418.
- Kim, B. G., Kim, D. W., and Kim, D. H.(2010), "Information Asymmetry and Dividend Policy: The Consequences of Dividend Signaling Hypothesis," *Korean Journal of Financial Engineering*, 9(1), pp.99-124.
- Kim, J. H, Seo, Y. M., and Lee, J. H.(2012), "Analysis of Signaling Effect of Dividends on Earnings Quality and Reinterpretation of Dividend Payout Ratio: A Korean Case," *Korean Accounting Information Review*, 30(4), pp. 1-34.
- Kim, J. K., and Seo, J. Y.(2007), "The Effect of R&D Expenditures on the Firm's Value," *Korea International Accounting Review*, 20, pp.207-229.
- Kim, M. H.(2007), "Valuation Effects of Corporate Cash Holdings," *Korea International Accounting Review*, 17, pp.183-204.
- Kim, P. K.(2009), "The Effects of Foreign Ownership on Firm Value," *Management & Information Systems Review*, 28(2), pp.113-134.
- Kim, S. H., Lee, A. Y., and Chun, S. B.(2012), "The

- Characteristics of Foreign Investors and Real Earnings Management - Focusing on the Role of Foreign Blockholders," *Korean Accounting Review*, 37(2), pp.129-165.
- Kim, S. I., and Park, J. I.(2021), "GAAP ETR Smoothing, Earnings Persistence, and Firm Value," *Korean Journal of Taxation Research*, 38(2), pp.115-160.
- Kim, S. J., Choi, H. J., and Suh, J. W.(2012), "A Nonlinear Cross-Sectional Relation Between Dividends and Firm Value In the Korean Stock Market," *The Korean Journal of Financial Management*, 29(2), pp.125-164.
- Kim, S., H., and Jung, C. S.(2016), "A Study on the Effects of Foreign Ownership on the Risk and the Value of Firms," *Journal of Business Review*, 31(1), pp.37-54.
- Kim, S., Park, S. H., and Suh, J. (2018), "A J-shaped cross-sectional relation between dividends and firm value," *Journal of Corporate Finance*, 48(Feb.), pp.857-877.
- Ko, Y. S., and Kim, S. H.(2020), "Analysis of Signaling Hypothesis in Dividend Policy in Korea," *Korean Journal of Business Administration*, 33(5), pp.913-934.
- Lee, J. H., and Byun, H. S.(2014), "Corporate Social Responsibility Activities, Dividend Policy, and Firm Value," *Journal of Insurance and Finance*, 25(4), pp.99-141.
- Lee, S. Y., and Kang, S. I.(2004), "The Effect of Foreigners' Ownership on Earnings Management," *Journal of Taxation and Accounting*, 5(2), pp.229-255.
- Lee, Y. K.(2021), "Business Entertainment Expenditure and Stock Price Crashes: The Agency Problem Perspective," *Korean Journal of Financial Studies*, 50(1), pp.73-111.
- Lim, B. K., Son, P. D., and Kam, D. S.(2011), "How Do Cash Holdings Affect on the Firm Value and Investment Under Financial Constraint?," *Korean Journal of Financial Engineering*, 10(2), pp.75-98.
- Nam, H. J.(2023), "The Effect of Sustainability Report Disclosure on a Firm's Value," *Korean Journal of Insurance*, 134, pp.55-86.
- Oh, D. H.(2014), "The Effects of Foreign Investor on the Korean Firms," *Korean Management Consulting Review*, 14(2), pp.405-423.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R.(1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, 52(1), pp.3-46.
- Park, J. H., and Noh, E. J.(2008), "Effects of a firm's ownership structure on agency costs: Focusing on the effects of foreign ownership and top management ownership," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 8(1), pp.143-164.
- Park, H. J., Shin, H. H., and Choi. W. S.(2004), "The Korean Firms' Agency Costs and Firm Value: Role of Foreign Investors' Equity Ownership," *Korea Management Review*, 33 (2), pp.655-682
- Park, J. I, and Jung, S. H.(2018), "What do Dividends tell us about Future Earnings Quality?," *Korean Management Review*, 47(2), 99. pp. 307-348.
- Park, J. I., and Kim, W. H.(2006), "The Relation between Board Composition and Firm Value," *Korean Accounting Information Journal*, 24 (1), pp.91-123.
- Park, J. M., and Yoon, S. J.(2017), "The Effect of Foreign Investors on Investment Sensitivity, Risk Taking and Firm Value," *The Korean*

- Journal of Financial Management*, 34(3), pp.91-124.
- Park, J. W.(2011), "The Impact of Foreign Investor on Korea Firm's Performance and Value," *Korean Corporation Management Review*, 18(2), pp.203-215.
- Park, K. S., and Lee, E. J.(2006), "The role of foreign investors on the management and corporate governance of Korean companies," *Review of Financial Economics*, 20(2), pp.73-114.
- Park, K. S., Lee, E. J., and Lee, I. M.(2003), "Determinants of Dividend Policy of Korean Firms," *Asian Review of Financial Research*, 16(2), pp.195-229.
- Park, S. H., and Yon, K. H.(2009), "The Effect of Agency Problem on the Value of Cash Holdings," *The Korean Journal of Financial Management*, 26(4), pp.1-34.
- Ra, Y. S.(2022), "A Study on the Relationship between ESG and Corporate Value," *Korean Management Consulting Review*, 22(6), pp. 1-18.
- Ra, Y. S., Park, H. K., and Lee, C. S.(2017), "Study on the Motivations to Hold Cash and Their Impacts on Corporate Value: From Korean Evidence," *Journal of Industrial Economics and Business*, 30(4), pp.1373-1406.
- Ryoo, J. Y., and Jeon, J., Q.(2015), "A Re-examination of the Information Content of Dividends: Evidence from the Korean Stock Market," *Korean Corporation Management Review*, 22(1), pp.155-175.
- Shin, H. H., Chang, J. H., and Lee, S. C.(2004), "Outside Monitors and Firm Value," *Asian Review of Financial Research*, 17(1), pp. 41-72.

---

• The author Sang Kwon Cha is currently employed as a assistant professor in the Department of Global Culture Industry Management. He obtained a Ph.D. in Accounting from Hanyang University. He has been conducting Valuation, Capital Market related research.