# 기업의 성장가능성이 사내유보이익과 기업가치의 관계에 미치는 영향

김문철(주저자)
경희대학교 경영대학 회계·세무학과 교수
(kimc@khu.ac.kr)
전영순(교신저자)
중앙대학교 경영경제대학 교수
(yscheon@cau.ac.kr)

최근 국내에서는 기업의 사내유보이익에 대해 과세하는 기업소득 환류세 제도의 도입을 두고 많은 논란이 일고 있다. 원래 유보이익에 대한 과세제도는 선진국에서 비상장법인 주주와 상장법인 주주간 배당소득에 대한 과세형평성을 확보하기 위해 도입된 제도인데 우리나라에서는 이를 경제활성화의 유도책으로 도입하겠다는 것에 대해 반론이 제기되고 있다.
본 연구는 기업의 성장가능성을 고려하여 사내유보이익과 기업가치의 관계를 실증적으로 분석한다. 구체적으로 성장기회가 낮은 기업이 과다하게 사내유보이익을 보유하는 경우 기업가치에 부정적인 영향을 미치는지를 분석하고 아울러 성장가능성이 낮은 기업에서 현금배당이나 장기차입을 통해서 또는 건실한 기업지배구조를 갖춤으로써 과다한 사내유보이익으로 인한 기업가치 감소를 완화시키는지에 대해서도 검증한다.
2000년-2013년 기간에 대한 16,724 기업-연도를 대상으로 분석한 결과, 기업의 유보이익 자체는 기업가치와 양의 관계를 보이는 것으로 나타난다. 그러나 유보이익과 기업가치 사이의 양의 관계는 기업의 성장가능성이 낮은 경우 유의하게 감소하는 것으로 나타나는데, 이는 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다하게 보유함으로써 대리인비용이 발생한다는 주장과 일치하는 결과라고 할 수 있다. 이러한 결과는 유가증권시장과 코스닥시장 모두에서 나타나며, 유보이익을 법정적립금과 재량적 성격의 비법정적립금으로 구분하는 경우에도 유사하게 나타난다. 또한 성장가능성이 낮은 기업에서 현금배당을 증가시키거나 지배구조를 강화함으로써 대리인 비용으로 인한 기업가치 감소를 완화시키는 것으로 나타난다. 그러나 장기차입을 통한 자금조달은 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다 보유시 나타날 수 있는 대리인문제에 대한 해결책이 되지 못하는 것으로 나타난다. 이러한 연구결과는 정부가 사내유보이익 과세제도를 도입함에 있어 기업의 사내 유보이익 규모에 기초하여 일률적으로 과세를 하는 것은 적절하지 않으며, 사내유보와 기업가치의 관계에 영향을 주는 기업특성을 반영할 필요가 있음을 시사한다.

주제어: 성장가능성, 사내유보이익, 과잉투자, 대리인비용, 현금배당, 장기차입, 외국인지분율

## Ⅰ. 서 론

최근 국내에서 경제 활성화를 유도하는 대안의 하나로 기업의 사내유보이익에 대한 과세가 활발히 논의되고 있다. 사내유보금에 대한 과세가 쟁점으로 떠오른 건 정부가 2014년 8월 세법 개정안을 통해 '기업소득 환류세'란 이름으로 10%의 세금을 물리겠다고 발표하면서부터이다. 원래 사내유보이익에 대한 과세제도는 '적정유보초과소득과세제도'라는 이름으로 비상장법인 주주와 상장법인 주주간 배당소득에 대한 과세형평성을 위해 1991년 도입되었다가 2001년 폐지되었다. 이 제도는 비상장법인이 이익을 배당하지 않고 사내에 유보함으로써 의도적으로 배당소득에 대한 과세를 회피함에 따라 정상적으로 배당하는 상장법인 주주와의 과세 불공평이 발생함

최초투고일: 2014. 11. 28 수정일: (1차: 2015. 3. 3) 게재확정일: 2015. 5. 7

에 따라 이를 해결하기 위한 취지에서 도입되었다(김윤경, 2014). 반면, 최근 우리나라에서 논의되는 유보이익에 대한 과세제도는 과세형평성보다는 경제 활성화를 위한 목적에서 도입하고자 하고 있다. 유보이익에 대한 과세를 주장하는 정부의 근거는 기업이 이익을 투자나 배당 또는 임금으로 배분하지 않고 과도하게 내부에 유보하면 기업 성장이 저해되고 나아가 경제 활성화를 저해한다는 것이다. 따라서 기업이 번 돈을 회사에만 쌓아두지 말고 배당이나 임금으로 사외로 유출하든가 투자를 확대하는 것이 필요하다는 주장이다.[1] 그러나 사내유보이익에 대한 과세에 반대하는 주장도 만만치 않게 제기되고 있다. 먼저, 기업이 투자를 하지 않고 현금을 쌓아두는 이유는 기업의 투자환경이 좋지 않고 투자에 대한 불확실성이 크기 때문이므로, 기업의 투자를 유도하기 위해서는 과세를 통해서 강제할 것이 아니라 규제완화 등을 통해 투자여건을 개선해야 한다는 것이다. 또한 유보이익이 모두 현금으로 보유되는 것도 아니며 상당부분이 이미 기계나 설비, 건물, 토지와 같은 유형자산에 투자되었으므로, 기업의 유보이익이 크다는 이유만으로 과세를 통해 기업의 지출을 강제할 근거가 없다는 것이다.[2]

경제 활성화를 유도하기 위한 목적으로 유보이익에 과세해야 한다는 주장의 이면에는 기업의 과도한 사내유보가 기업이나 가계 등 경제 전반에 바람직하지 못한 영향을 준다는 사고가 깔려있다. 즉, 사내유보를 많이 한 기업일수록 기업이 신규투자에 소극적이며 이에 따라 기업의 성장이 제대로 이루어지지 못한다는 것이다. 따라서 정부는 기업이 유보이익을 투자에 사용하지 않는다면, 대신 배당이나 임금을 통해 사외로 배분함으로써 가계의 소득을 증대시켜 경제 활성화에 기여하여야 한다고 주장하고 있다. 그러나 기업의 입장에서 보면 투자안으로부터 기대되는 수익이 투자에 소요되는 자본비용보다 큰 양(+)의 NPV 사업에 투자해야 기업가치를 증가시킬 수 있다. 따라서 기업의 소극적 투자로 인해 발생하는 문제는 높은 수익을 창출할 수 있는 성장기회를 갖고 있는 기업이 투자를 회피하는 경우에 발생한다. 수익을 창출할 수 있는 성장기회가 없는 기업의 경우에는 투자를 강요하면 오히려 음(-)의 NPV 사업이나 비생산적인 사업에 투자하여 기업가치를 감소시킬 수 있다. 수익을 창출할 수 있는 성장기회가 없는 이들 기업에게는 이익을 사내에 유보하여 재투자의 목적으로 이용하기보다는 배당이나 자사주매입 등을 통해 사외로 유출하는 것이 더 바람직할 수 있다. 따라서 기업의 성장가능성을 고려하지 않고 일률적으로 사내유보금의 규모에만 근거하여 사내유보의 적절성을 판단하거나 일방적으로 투자확대를 유도하는 것은 적절하지 않을 것이다.

앞서 언급한 대로, 정부는 기업의 사내유보이익이 기업의 성장을 저해한다는 부정적인 시각을 갖고 있는 반면, 사내유보이익과 기업가치의 관계는 기업의 성장기회와 밀접하게 관련되어 있을 것이다. 재무분야의 선행연구는 성장가능성이 거의 없는 기업에서 여유현금흐름(free cash flow)이 높으면 이를 수익성이 없는 사업에 투자하거나 주력사업 분야가 아닌 사업에 방만하게 투자함으로써 대리인비용이 발생한다고 주장하였다(Jensen, 1986; Richardson, 2006). 따라서 기업이 투자재원으로 이익을 사내에 유보하면, 성장기회가 높은 기업에서는 이러한 사내유보이익이

1) 뜨거운 감자 '사내유보금 과세'(한국경제신문, 2014.9.22).
2) 〔양 날개 단 경기부양②〕 사내유보과세…강력 반발하는 재계 (세계일보, 2014.8.14); 뜨거운 감자 '사내유보금 과세'(한국경제신문, 2014.9.22); 〔다산칼럼〕 사내유보금을 투자로 유도하려면 (한국경제신문, 2014.9.23).

기업가치를 증가시키는 투자에 사용될 수 있지만 성장기회가 별로 없는 기업에서는 오히려 기업가치를 저해하는 투자에 사용될 수 있다. 이는 기업의 사내유보이익과 기업가치의 관계를 연구함에 있어 기업의 성장가능성을 고려할 필요가 있음을 시사한다.

기업의 사내유보금과 관련된 지금까지의 선행연구는 주로 사내유보율과 기업의 투자정책 간의 관계를 분석하거나, 기업의 보유현금 결정요인 또는 국내기업이 보유하는 현금자산의 적정성에 대한 기술적 분석 등을 다루어 왔으며, 사내유보이익과 기업가치의 관계를 검증한 선행연구는 부재하다. 이에 본 연구는 기업의 성장가능성을 고려하여 사내유보이익과 기업가치의 관계를 실증적으로 연구한다. 구체적으로, 성장가능성이 낮은 기업이 이익을 과다하게 사내에 유보하는 경우 이를 수익성이 없는 사업에 투자하거나 방만하게 사업을 확장하는데 사용할 수 있다. 따라서, 본 연구는 성장기회가 낮은 기업이 과다하게 사내유보이익을 보유하는 경우 기업가치에 부정적인 영향을 미치는지를 연구한다. 또한, 재무분야의 선행연구는 성장가능성이 낮은 기업의 경우 현금배당이나 장기차입을 통한 자금조달을 통해 여유현금흐름을 수익성이 없는 사업에 과잉 투자할 대리인비용을 줄일 수 있다고 주장하였다(Jensen, 1986; Lang and Litzenberger, 1989; Stulz, 1990; Lang et al., 1996; Zantout, 1997; Harvey et al., 2004; Barclay and Smith, 2005). 나아가 선행연구는 기업지배구조가 좋으면 성장가능성이 낮은 기업에서의 여유현금흐름 관련 대리인비용을 줄일 수 있다고 주장하였다(Shleifer and Vishny, 1997; Richardson, 2006). 따라서, 본 연구는 성장가능성이 낮은 기업에서 여유현금흐름과 관련된 대리인비용을 줄일 수 있는 현금배당, 장기차입, 건실한 기업지배구조가 성장가능성이 낮은 기업에서의 사내유보이익 관련 대리인비용을 줄일 수 있는지를 검증한다.

2000년-2013년 표본기간 동안 16,724 기업-연도를 대상으로 실증분석한 결과, 기업의 유보이익 자체는 기업가치와 양의 관계가 있는 것으로 나타난다. 그러나 유보이익과 기업가치 사이의 양의 관계는 기업의 성장가능성이 낮은 경우 유의하게 감소한다. 이는 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다하게 보유하면 이를 수익성이 없는 사업에 투자하거나 비생산적인 투자에 낭비할 대리인비용이 발생한다는 주장과 일치하는 결과라고 할 수 있다. 이러한 결과는 유가증권시장과 코스닥시장 모두에서 나타나며, 유보이익을 법규에 의해 적립해야 하는 법정적립금과 재량적으로 보유하는 비법정적립금으로 구분하는 경우에도 유사하게 나타난다.

여유현금흐름 중 현금배당으로 배분하는 비율이 높으면, 성장가능성이 낮은 기업에서 나타나는 가치관련성의 감소가 완화되는 것으로 나타난다. 이는 현금배당의 증가를 통해 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다 보유시 나타날 수 있는 대리인비용을 줄일 수 있음을 의미한다. 또한, 외국인지분율이 높으면, 성장가능성이 낮은 기업에서 나타나는 가치관련성의 감소가 완화되는 것으로 나타난다. 이는 외국인투자자가 적극적으로 경영자에 대한 감시기능을 수행하면 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다 보유시 나타날 수 있는 대리인비용을 줄일 수 있음을 의미한다. 반면, 장기차입을 통한 자금조달은 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다 보유시 나타날 수 있는 대리인문제에 대한 해결책이 되지 못하는 것으로 나타난다.

본 연구는 기업의 성장가능성을 고려하여 사내유보이익과 기업가치의 관계를 실증적으로 분석한 최초의 연구라는데 의의가 있다. 본 연구의 결과는 정

부가 추진하고 있는 사내유보이익에 대한 과세제도에 여러 가지 시사점을 제공할 수 있다. 우선, 기업이 사내유보이익을 보유하고 있다고 해서 무조건 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것은 아니라는 점이다. 성장기회가 좋은 기업의 경우에는 오히려 사내유보이익을 통해 투자자금을 내부적으로 조달하는 것이 외부자금을 조달하는 것보다 자금조달비용을 줄일 수 있다. 둘째, 기업의 사내유보이익에 대한 정책이 기업의 성장가능성을 반영하여 설계되어야 할 것이다. 성장기회가 많은 기업의 경우에는 수익성이 높은 사업으로의 투자를 유도하는 것이 적절할 것이다. 그러나 성장기회가 별로 없는 기업의 경우에는 투자확대로 유도하는 것이 오히려 기업의 가치를 훼손할 수 있다. 따라서 이런 기업의 경우에는 현금배당을 통해 유보이익을 줄이는 것이 기업가치를 보호하면서 대리인비용을 줄일 수 있다. 마지막으로, 본 연구의 결과는 기업지배구조의 강화가 성장가능성이 낮은 기업에서의 과다한 사내유보이익으로 인한 대리인비용을 감소시키는 해결책이 될 수 있음을 시사한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. Ⅱ절에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 검토하고, Ⅲ절에서는 실증분석 대상이 되는 연구가설을 설정한다. Ⅳ절에서는 표본 및 연구방법을 설명하며, Ⅴ절에서는 실증분석 결과를 논의한다. 마지막으로, Ⅵ절에는 결론과 본 연구의 시사점을 제시한다.

## Ⅱ. 선행연구

최근에 국내에서 사내유보금에 대한 과세제도가 이슈가 되고 있는 만큼 본 절에서는 기업의 사내유보금 및 현금성자산 보유에 관한 국내 선행연구를 먼저 살펴보고, 기업의 이익유보 및 현금보유와 관련된 학술연구를 살펴본다.

### 2.1 국내 기업의 사내유보금 및 현금보유에 관한 선행연구

대한상공회의소 연구보고서(2007)는 기업의 유보율 현황과 시사점을 제시하면서 유보율 급증이 투자저하로 이어져 기업의 성장잠재력을 훼손시킨다는 의견을 제시하였다. 구체적으로, 국내 기업들의 지나친 보수경영과 경영권에 대한 불안으로 파급된 투자저하로 인해 기업의 유보율이 상승하였다고 주장하였으며, 이러한 주장은 이후 많은 언론기사를 통해 확산되어 국내 기업의 이익유보율 증가에 대한 부정적인 시각을 형성하는데 기여하였다.

임경묵(2008)은 기업의 유보율 현상과 관련하여 유보율 정의의 적정성, 유보율과 투자의 관계 및 국내기업의 유보율 급증의 원인에 대하여 검토하였다. 먼저, 유보율의 정의와 관련하여 잉여금을 납입자본금으로 나누어 계산하는 유보율은 정상적으로 순이익을 발생시키면서 성장하는 기업의 경우 증가하는 추세를 보일 수밖에 없음을 지적하였다. 유보율과 투자는 개별적으로 결정되는 변수로 유보율 급증과 투자위축 사이에는 관계가 없음을 주장하였다. 또한, 실물투자가 이루어진다고 자본으로 계상된 잉여금이 감소하는 것은 아니며, 잉여금은 현금으로 보유할 수도 있고 실물자산으로 보유할 수도 있음을 주장하였다. 따라서, 잉여금을 모두 활용하자는 주장은 기업이 이미 보유하고 있는 생산설비 등 실물자산을 매각하여 다른 형태의 투자를 하자는 주장과 별 차이가 없다고 주장하였다. 또한, 이병기(2011)도 기업의 유보율은 기업의 자본구성에 대한 정보를 제공할 뿐 기업투자와 무관하기 때문에 기업의 유보율을 투자

와 관련시키는 것은 타당하지 않다고 주장하였다.

이한득(2011)은 2005~2010년 표본기간 동안 국내 상장기업들의 영업활동을 통한 현금창출 능력은 개선되었지만, 영업활동과 투자활동이 모두 반영된 여유현금흐름은 3년째 적자를 계속해 현금흐름은 오히려 악화되는 결과를 보고하였다. 여유현금흐름이 음으로 나타난 것은 기업이 영업활동 현금흐름을 상회하는 투자지출을 했기 때문이며, 영업활동 현금흐름 비율이 높은 업종이 상대적으로 많은 투자를 하는 것으로 나타났다. 또한, 유보율이 높은 기업의 수익성이 높고 현금흐름 창출능력이 우월하여 상대적으로 많은 투자를 하는 것으로 나타나는데, 이는 유보율이 높은 기업일수록 투자에 소극적이라는 비판과는 일치하지 않는 결과라 할 수 있다.

황인태・강선민(2011)은 기존 유보율 산식의 문제점을 지적하고 유보율 산식은 주식발행초과금과 재평가적립금을 고려하여 수정되어야 한다고 지적하였다. 이와 같이 수정된 유보율 방식으로 계산하는 경우 기업의 유보율은 크게 감소하며, 한국, 미국, 중국, 일본, 독일, 영국, 프랑스 등 7개국의 수정된 유보율을 계산한 결과 국내 대기업의 유보율은 독일, 일본, 영국, 미국에 이어 5위로 나타났다. 또한 유보금의 증가는 현금성자산의 증가에 미미하게 기여하였으며, 대기업의 경우 유보금의 증가는 현금성자산의 증가와 관련이 없는 것으로 나타났다.

김윤경(2014)은 2014년에 논의되고 있는 사내유보금 과세제도의 문제점과 정책 방향에 대해 검토하였다. 먼저, 사내유보금에 대한 과세는 주주간 과세형평성 목적의 제도이므로 기업의 투자나 경제 활성화를 위한 수단으로 사용함은 부적절하다고 주장하였다. 또한, 사내유보금 과세제도의 도입은 세원확보의 의미 외에는 실효성이 없고 장기적으로는 기업 재무구조와 투자에 왜곡을 가져올 수 있다고 주장하였다. 나아가 글로벌 금융위기 이후 기업이 보유하는 현금성자산의 증가는 우리나라만의 현상이 아니라 국제적인 현상으로서, 현금성자산을 투자로 유도하기 위해서는 경영환경의 불확실성 및 정부 정책의 불확실성을 해소하는 것이 선행되어야 한다고 주장하였다.

우리나라 기업의 현금자산비율을 검토한 선행연구는 2008년 이전에는 현금자산비율이 증가하지 않았으며, 외국의 기업들과 비교해도 낮은 수준임을 보고하였다. 아울러 2008년 이후 기업들의 현금보유 현상은 우리나라에 국한된 것이 아니라 글로벌한 현상으로 나타났다(김우찬, 2009; 이한득, 2010).

우리나라 기업의 현금보유 결정요인을 검토한 선행연구는 영업성과의 불확실성 및 기업지배구조를 현금보유 결정요인으로 제시하였다(임경묵・최용석, 2007; 김우찬, 2009; 박순홍・연강흠, 2009; 이한득, 2010). 실물투자의 불확실성이 높아 영업이익 변동률이 클수록 현금보유가 증가하며, 지배구조가 좋은 기업일수록 보유현금비율이 낮게 나타났다. 빈기범 외(2007)은 기업의 현금성자산 보유와 기업가치의 관계를 분석하였다. 분석 결과, 자금조달에 제약이 있는 기업의 경우에는 과다 현금보유가 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하지만, 자금조달에 제약이 없는 기업의 경우에는 유의하게 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 자금조달에 제약이 없는 기업의 경우 과다하게 보유하고 있는 현금을 투자수익률이 낮은 사업에 투자할 유인이 있으므로 시장에서는 이를 부정적으로 평가하고 있음을 의미한다.

### 2.2 기업의 성장가능성과 여유현금흐름에 관한 선행연구

Jensen(1986)은 성장가능성이 낮은 기업이 영업

활동에서 높은 현금흐름을 창출하는 경우 이러한 현금흐름이 기업가치를 감소시키는 사업에 투자할 수 있으므로 배당을 통해 여유현금을 주주들에게 배분하는 것이 더 바람직할 수 있음을 주장하였다. 성숙기에 접어든 기업의 경우 영업활동으로부터 상당한 크기의 현금흐름을 창출하지만, 이러한 현금을 재투자할 수 있는 수익성이 높은 신규 투자기회를 찾기가 어렵다. 따라서 성장가능성이 낮은 기업이 여유현금흐름을 보유하고 있는 경우 경영자는 자신의 통제영역을 확장하기 위해 주력 사업내에서 NPV가 음인 사업에 과잉투자를 하거나 기업의 주력 사업이 아닌 분야에 투자할 가능성이 높으며, 이러한 과잉투자는 궁극적으로 기업의 가치를 감소시킨다. 이 경우 배당을 통해 여유현금흐름을 주주들에게 배분하거나, 부채를 이용한 자금조달을 통해 여유현금흐름의 낭비 또는 비생산적인 지출을 방지함으로써 기업가치를 제고할 수 있다(Barclay and Smith, 2005).

이러한 여유현금가설은 성장성이 낮은 기업이 배당을 통한 현금배분을 증가시킬 때 시장에서 이를 긍정적으로 판단할 수 있음을 시사한다. 이에 Lang and Litzenberger(1989)는 배당에 대한 공시효과를 검토하고, 배당증가에 대한 주가반응이 Tobin′s Q가 1보다 낮은 경우 그렇지 않은 경우보다 높게 나타남을 보고하였다. 이러한 결과는 시장에서 성장가능성이 낮은 기업이 여유현금흐름을 배당을 통해 사외유출하게 되면 과잉투자의 가능성을 줄여 기업가치를 제고할 수 있다고 인식하고 있음을 시사한다. 이와 유사하게, 선행연구는 성장가능성이 낮은 기업의 배당수익률이 성장가능성이 높은 기업의 배당수익률보다 높다는 것을 보고하였다(Gaver and Gaver, 1993; Fama and French, 2001; Gugler, 2003).

Lang and Litzenberger(1989)는 Jensen(1986)의 여유현금가설이 배당에 대한 공시효과를 설명하는지를 연구하였다. 실증분석 결과, 기업의 배당증가 공시에 대한 주가반응은 Tobin's Q가 낮은 기업에서 더 높게 나타났다. 이는 성장가능성이 낮은 기업에서는 배당을 통한 현금유출을 증가시킴으로써 과잉투자로 인한 대리인비용을 감소시킬 수 있음을 의미한다.

Lang et al.(1991)은 성장가능성이 낮은 기업이 다른 기업을 취득하는 경우의 주가반응을 연구하였다. 기업이 다른 기업을 공개매수한다는 공시를 하는 경우, Tobin′s Q가 낮은 기업에서는 여유현금흐름과 주식수익률 사이에 음의 관계가 나타났지만 Tobin′s Q가 높은 기업에서는 이러한 음의 관계가 나타나지 않았다. 이러한 결과는 성장가능성이 낮은 기업이 다른 기업을 매수하는 경우 시장에서는 이들 기업이 여유현금흐름을 투자수익률이 낮은 사업에 과잉투자하는 것으로 받아들이고 있음을 의미한다. 또한, Richardson(2006)은 여유현금흐름이 큰 기업에서 실제로 과잉투자현상이 나타나며, 주주운동가 등의 기업지배구조가 존재할 때 과잉투자가 감소하는 것을 보고하였다.

Zantout(1997)는 연구개발비 지출 증가에 대한 주가반응이 기업의 자본구조와 연관되는지를 연구하였다. 차입을 통한 자금조달은 이자지급 및 원금상환의 현금유출을 수반하므로 경영자가 재량적으로 사용할 수 있는 현금흐름을 제한함으로써 경영자의 재량권을 견제하는 기능을 한다(Grossman and Hart, 1982; Jensen, 1986; Harris and Raviv, 1991; Stulz, 1990). 따라서 이러한 부채감시가설에 따르면, 자본시장이 기업의 연구개발 투자를 평가함에 있어 부채를 많이 사용하는 기업의 투자안을 그렇지 않은 기업의 투자안보다 더 우월하게 평가할 것이다. 실증분석 결과, 연구개발비 증가계획에 대한 주가반응은 부채비율과 유의한 양의 관계를 보임으로써 부

채감시가설을 지지하는 것으로 나타났다. Harvey et al.(2004)은 성장가능성이 낮은 기업이 부채로 자금조달을 하는 경우 대리인비용을 낮추는지를 검증하였다. 실증분석 결과, 부채를 통한 자금조달의 효익은 미래 성장기회가 별로 없어 과잉투자와 관련된 대리인비용이 높을 것으로 예상되는 기업에 집중되었다. 이는 성장가능성이 낮아 과잉투자의 가능성이 높은 경우 부채계약을 통해 대리인비용을 완화시킬 수 있음을 시사한다.

이상에서 살펴 본 바와 같이 국내 선행연구는 주로 기업의 유보율과 투자와의 관계, 유보율의 측정문제, 기업의 현금보유 결정요인, 현금성자산과 기업가치의 관계를 살펴보았고, 해외 선행연구는 여유현금가설과 관련된 실증분석이 주를 이루고 있다. 이에 반해 본 연구는 기업의 성장가능성을 고려하여 사내유보이익과 기업가치의 관계를 검증함으로써 정부에서 시행하려고 하는 사내유보이익에 대한 과세제도의 적절성에 대해 시사점을 제공한다는 점에서 선행연구와 차별화된다.

## Ⅲ. 가설설정

본 연구의 주제는 정부가 주장하는 것처럼 기업의 사내유보이익이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는지를 연구하는 것이다. 따라서 본 절에서는 선행연구에 기초하여 본 연구에서 실증분석할 가설을 도출한다.

사내유보이익에 대한 과세제도는 사내유보이익에 대한 부정적인 시각에 기초한다. 정부는 기업이 이익을 배당으로 주주에게 배분하거나 재투자하지 않고 기업 내부에 쌓아두면, 이는 기업의 성장을 저해하고 나아가 가계의 가처분소득을 줄여 경제 활성화에 역행한다는 주장을 하고 있다. 그러나 기업의 사내이익유보는 기업의 경영활동에서 경제적 동기에 의한 합리적인 결정일 수 있다. 따라서 모든 사내유보금이 기업에 부정적인 영향을 미치는 것으로 단정하기는 어려우며, 사내유보이익과 기업가치의 관계는 해당 기업의 성장가능성과 밀접하게 관련되어 있을 것으로 예상된다.

Jensen(1986)의 여유현금흐름가설(free cash flow hypothesis)이 제시하는 바와 같이, 성장기회가 없는 기업이 과도한 이익을 보유하는 경우에는 대리인비용이 발생하여 기업가치를 훼손할 수 있다. 즉, 성장가능성이 낮은 기업에서 이익발생시 이를 주주에게 배당으로 배분하지 않고 내부적으로 유보하고 있으면, 경영자는 이를 수익성이 없는 음의 NPV 사업에 과잉 투자하거나 전문성이 없는 신규사업 분야에 투자함으로써 주주가치의 하락을 초래할 수 있다. Richardson(2006)은 여유현금흐름이 큰 기업에서 실제로 과잉투자현상이 나타남을 보임으로써 Jensen(1986)의 여유현금흐름가설을 지지하는 실증분석 결과를 보고하였다.

이러한 여유현금흐름가설은 성장가능성이 낮은 기업에서 이익을 주주에게 배분하지 않고 사내에 유보하는 경우 관련된 현금흐름을 수익률이 음이거나 낮은 사업에 과잉 투자하는 대리인비용이 발생할 수 있음을 의미한다.[3] 반면, 성장가능성이 높은 기업의 경우에는 투자수익률이 높은 투자기회가 많으며 이

3) 엄밀하게 얘기하면 유보이익은 당기순이익이 배당으로 배분되지 않고 누적된 금액을 의미하는 것으로 현금흐름과 단기적으로 일치하지는 않는다. 하지만 기간을 충분히 확장하면 현금주의 순이익의 합과 발생주의 순이익의 합은 일치할 것이다. 따라서 본 연구에서는 여유현금흐름 관련 선행연구에 기초하여 사내유보이익과 관련된 연구가설을 설정한다.

러한 양의 NPV 투자를 위한 자금수요도 증가할 것이다. 자금조달우선순위이론(pecking order theory)에 따르면 경영자는 투자를 위한 자금조달방법으로 외부자금조달보다는 유보이익을 통한 내부자금조달을 더 선호하는 경향이 있다(Myers, 1984). 따라서 성장가능성이 높은 기업이 보유하는 사내유보이익은 성장기회에 투자하기 위해 준비된 내부자금에 해당하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 결론적으로, 기업의 사내유보이익과 기업가치의 관계는 기업의 성장가능성에 좌우될 것이다. 기업의 성장가능성이 낮으면 사내유보이익은 수익성이 낮거나 음의 NPV 사업에 과잉 투자될 가능성이 높으므로, 성장가능성이 높은 기업에 비해 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 이를 실증분석하기 위해 다음의 가설을 설정한다.[4)]

가설 1: 기업의 성장가능성이 낮으면 사내유보이익은 성장가능성이 높은 기업에 비해 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1에서 기업의 사내유보이익과 기업가치의 관계가 기업의 성장가능성에 좌우되는 이유는 성장가능성이 낮은 기업의 경우 유보한 이익이 비생산적으로 낭비될 가능성이 크기 때문이다. 그러나 성장가능성이 낮은 기업의 경우에도 유보이익의 낭비로 인한 대리인비용을 완화시키는 장치가 존재한다면, 사내유보이익이 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 줄일 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 본 연구는 선행연구에 기초하여 과잉투자와 관련된 대리인비용을 완화시키는 요인을 파악하고, 이러한 요인들이 성장가능성이 낮은 기업에서의 사내유보이익과 기업가치 간의 부정적인 관계를 완화시키는지를 검증한다.

Jensen(1986)은 성장가능성이 낮은 기업에서 현금배당을 통해 여유현금흐름으로 인해 발생할 수 있는 대리인비용을 줄일 수 있다고 주장하였다. 즉, 여유현금흐름이 배당을 통해 주주에게 배분되면 경영자들이 재량적으로 사용할 수 있는 현금흐름이 줄어들며 따라서 경영자가 수익성이 없는 사업에 투자할 여지도 줄어들어 경영자의 대리인비용을 낮출 수 있다(Jensen, 1986; Lang and Litzenberger, 1989). 또한, 성장가능성이 낮은 기업에서 여유현금흐름을 수익성이 낮거나 수익성이 없는 사업에 과잉 투자할 대리인비용은 차입을 통한 자금조달을 통해 줄일 수 있다(Jensen, 1986; Stulz, 1990). 기업이 차입을 통해 자금조달을 하면 주기적으로 이자를 지급하고 만기일에 액면금액을 상환할 의무가 발생한다. 여유현금흐름을 이자와 원금상환에 사용함에 따라 경영자가 재량적으로 사용할 수 있는 현금흐름이 감소하며 따라서 수익성이 낮은 사업에 과잉 투자할 여지도 감소한다. 이러한 주장과 일관성 있게 선행연구는 성장가능성이 낮은 기업이 성장가능성이 높은 기업보다 장기차입금 의존도가 높다는 것을 보고하였다(Lang et al., 1996; Barclay and Smith, 2005). Zantout(1997)과 Harvey et al.(2004)은 부채사용이 경영자의 재량권을 축소함으로써 경영자의 대리인 비용을 낮추는데 효과적임을 보고하였다.

이러한 선행연구는 성장가능성이 낮은 기업에서 현금배당이나 차입을 통한 자금조달을 통해 과다 유보이익을 수익성이 낮은 사업에 과잉 투자할 대리인

4) 선행연구는 이익의 사내유보에 따른 안정적인 재무구조는 외부충격에 대한 기업의 대응능력을 제고하는 긍정적인 측면이 있음을 지적하고 있다. 그러나 이 경우에도 성장가능성이 낮은 기업이 이익을 유보하고 있다면, 과잉투자와 관련된 대리인비용이 존재하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(김윤경, 2014).

비용을 감소시킬 수 있음을 시사한다. 본 연구는 이를 실증분석하기 위해 다음의 가설을 설정한다.

가설 2: 현금배당이 높으면 성장가능성이 낮은 기업에서 나타나는 유보이익과 기업가치 사이의 부정적인 관계는 완화될 것이다.

가설 3: 차입비율이 높으면 성장가능성이 낮은 기업에서 나타나는 유보이익과 기업가치 사이의 부정적인 관계는 완화될 것이다.

성장가능성이 낮은 기업에서 과다 유보이익과 관련된 대리인비용은 기업지배구조를 통해서도 낮출 수 있다. Shleifer and Vishny(1997)는 여유현금흐름과 관련된 경영자의 대리인비용을 견제할 수 있는 장치로 기업지배구조를 제시하였다. 또한, Richardson(2006)은 주주운동가 등의 기업지배구조가 존재할 때 여유현금흐름이 큰 기업에서의 과잉투자현상이 감소하는 것을 보고하였다. 유사하게, 박순홍・연강흠(2009)은 우리나라 기업을 대상으로 기업지배구조가 좋을수록 보유현금비율이 낮게 나타나는 결과를 보고하였다.

자본의 흐름이 글로벌화됨에 따라 기관투자자는 자본시장에서 중요한 역할을 수행하고 있다. 선행연구는 기관투자자가 경영자의 대리인비용을 낮춤으로써 투자한 기업의 기업지배구조에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보고하였다(Brickley et al., 1988; McConnell and Servaes, 1990; Henry, 2010). 우리나라에 투자하는 외국인투자자는 글로벌 기관투자자로서, 정보의 수집과 분석 및 투자에 전문성을 갖고 있다고 할 수 있다. 선행연구는 외국인투자자가 이러한 전문성을 발휘하여 경영자를 보다 효율적으로 감시함으로써 경영자의 대리인비용을 줄이고 기업가치 제고에 기여하고 있음을 보고하였다(박헌준 외, 2004; 신현한・장진호, 2003). 또한, 박진하・권대현(2012)은 외국인지분율이 높을수록 기업의 과대 또는 과소 투자가 감소하여 투자효율성이 높아짐을 보고하였다. 따라서, 본 연구에서는 기업지배구조를 결정하는 여러 요인 중에서 외국인투자자가 성장가능성이 낮은 기업에서 과다 유보이익과 관련된 대리인비용에 미치는 영향을 검토한다. 즉, 외국인투자자가 보유하는 지분율이 높으면 성장가능성이 낮은 기업에서 과다 유보이익을 수익성이 낮은 사업에 과잉 투자할 대리인비용 또한 감소할 것으로 예상된다. 이를 실증분석하기 위해 다음의 가설을 설정한다.

가설 4: 외국인지분율이 높으면 성장가능성이 낮은 기업에서 나타나는 유보이익과 기업가치 사이의 부정적인 관계는 완화될 것이다.

## Ⅳ. 표본 및 연구방법론

### 4.1 표본

본 연구의 표본기업은 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 비금융업에 종사하는 12월 결산법인으로 자본잠식상태가 아닌 기업이다. 본 연구의 표본기간인 2000-2013년 동안 이 조건을 충족하는 표본은 21,047 기업-연도이다. 〈표 1〉은 본 연구의 주요 관심항목인 유보이익을 비롯한 당기순이익, 비법정적립금, 배당성향, 현금배당 및 현금성자산의 기술통계량 및 연도별 추이를 보고한다. 선행연구에서 유보이익을 다양하게 정의하고 있으나, 본 연구

〈표 1〉 당기순이익, 유보이익, 배당 및 현금성자산의 기술통계량[1]

패널 A: 당기순이익, 유보이익, 배당 및 현금성자산의 횡단면 기술통계량

| 변수 | 평균 | 표준편차 | 최대값 | 75% | 중위수 | 25% | 최소값 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 당기순이익 | 0.0288 | 0.2587 | 28.5311 | 0.0859 | 0.0402 | 0.0057 | -4.3818 |
| 이익잉여금 | 0.1858 | 0.4193 | 6.2085 | 0.3865 | 0.2220 | 0.0644 | -9.6316 |
| 비법정적립금 | 0.1619 | 0.4106 | 5.6456 | 0.3542 | 0.1961 | 0.0509 | -9.6316 |
| 배당성향(%) | 16.44 | 125.29 | 11150 | 20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 현금배당 | 0.0069 | 0.0138 | 0.6242 | 0.0101 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| 현금성자산 | 0.1577 | 0.1557 | 1.0000 | 0.2240 | 0.1065 | 0.0419 | 0.0000 |

패널 B: 당기순이익, 유보이익, 배당 및 현금성자산의 연도별 추이: 평균(중위수)

| 연도 | 당기순이익 | 이익잉여금 | 비법정적립금 | 배당성향 | 현금배당 | 현금성자산 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2000 | 0.0480<br>(0.0444) | 0.1357<br>(0.1390) | 0.1017<br>(0.1037) | 0.1222<br>(0.0000) | 0.0007<br>(0.0000) | 0.1740<br>(0.1163) |
| 2001 | 0.0334<br>(0.0397) | 0.1363<br>(0.1475) | 0.1029<br>(0.1156) | 0.1315<br>(0.0000) | 0.0012<br>(0.0000) | 0.1716<br>(0.1196) |
| 2002 | 0.0552<br>(0.0469) | 0.1289<br>(0.1682) | 0.0992<br>(0.1396) | 0.1297<br>(0.0000) | 0.0075<br>(0.0000) | 0.1656<br>(0.1160) |
| 2003 | 0.0278<br>(0.0425) | 0.1380<br>(0.1927) | 0.1117<br>(0.1669) | 0.1454<br>(0.0000) | 0.0083<br>(0.0008) | 0.1562<br>(0.1046) |
| 2004 | 0.0437<br>(0.0526) | 0.1733<br>(0.2219) | 0.1486<br>(0.1962) | 0.1518<br>(0.000) | 0.0090<br>(0.0043) | 0.1518<br>(0.1052) |
| 2005 | 0.0403<br>(0.0526) | 0.1916<br>(0.2360) | 0.1678<br>(0.2109) | 0.1897<br>(0.0000) | 0.0090<br>(0.0043) | 0.1672<br>(0.1184) |
| 2006 | 0.0286<br>(0.0480) | 0.1976<br>(0.2448) | 0.1755<br>(0.2197) | 0.1872<br>(0.0000) | 0.0091<br>(0.0043) | 0.1681<br>(0.1212) |
| 2007 | 0.0225<br>(0.0444) | 0.1918<br>(0.2402) | 0.1718<br>(0.2170) | 0.2318<br>(0.0000) | 0.0085<br>(0.0037) | 0.1603<br>(0.1091) |
| 2008 | 0.0021<br>(0.0277) | 0.1816<br>(0.2177) | 0.1625<br>(0.1970) | 0.1330<br>(0.0000) | 0.0066<br>(0.0006) | 0.1475<br>(0.1021) |
| 2009 | 0.0344<br>(0.0433) | 0.1984<br>(0.2270) | 0.1804<br>(0.2027) | 0.1158<br>(0.0000) | 0.0073<br>(0.0022) | 0.1597<br>(0.1112) |
| 2010 | 0.0333<br>(0.0455) | 0.1973<br>(0.2407) | 0.1807<br>(0.2206) | 0.1547<br>(0.0000) | 0.0077<br>(0.0037) | 0.1546<br>(0.0983) |
| 2011 | 0.0226<br>(0.0327) | 0.2370<br>(0.2888) | 0.2139<br>(0.2640) | 0.1470<br>(0.0400) | 0.0068<br>(0.0026) | 0.1465<br>(0.0914) |
| 2012 | 0.0154<br>(0.0280) | 0.2388<br>(0.2980) | 0.2146<br>(0.2747) | 0.2640<br>(0.0020) | 0.0065<br>(0.0022) | 0.1439<br>(0.0943) |
| 2013 | 0.0031<br>(0.0231) | 0.2296<br>(0.3016) | 0.2062<br>(0.2762) | 0.1827<br>(0.0000) | 0.0064<br>(0.0018) | 0.1466<br>(0.0938) |

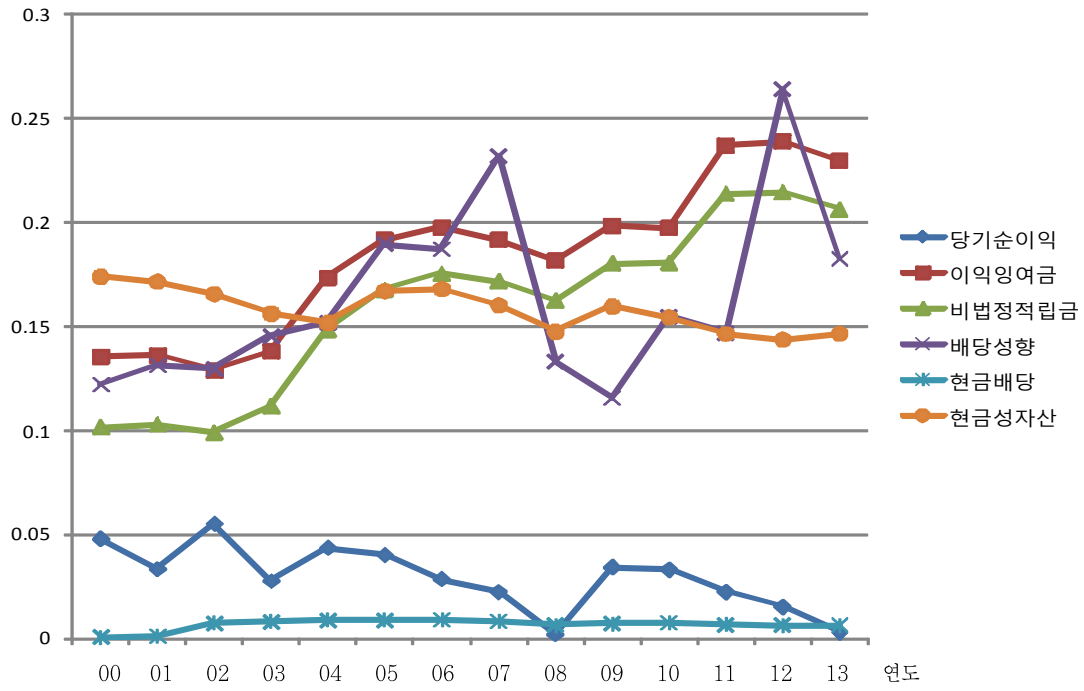
1) 당기순이익, 이익잉여금, 비법정적립금, 현금배당 및 현금성자산은 총자산으로 표준화한 값이며, 배당성향은 배당을 당기순이익을 나눈 값이다. 비법정적립금은 이익잉여금에서 법정적립금을 차감한 금액이며, 현금성자산은 현금및현금등가물, 단기투자증권 및 단기금융상품을 합한 값이다.

에서는 유보이익을 이익잉여금으로 정의한다. 이익잉여금은 당기순이익 중에서 배당으로 배분되지 않은 금액을 누계한 금액으로, 기업이 궁극적으로 배당으로 배분할 수 있는 재원이기 때문이다.[5] 이익잉여금은 다시 법규에 의해 적립해야 하는 법정적립금과 임의적으로 보유하는 비법정적립금으로 구분된다. 현금성자산은 현금및현금등가물, 단기투자증권 및 단기금융상품을 합한 값이다. 당기순이익, 이익잉여금, 비법정적립금, 현금배당, 현금성자산은 총자산으로 표준화한 값이며, 배당성향은 당기 배당금을 당기순이익으로 나눈 값이다.

변수들의 횡단면 기술통계량을 보고하는 패널 A에서, 당기순이익의 평균(중위수)는 0.0288(0.0402)로써 이는 총자산의 2.88%(4.02%)에 해당한다. 표본기간 중 이익잉여금의 평균(중위수)는 각각 0.1858(0.2220)으로 기업이 총자산의 18.58%를 이익잉여금으로 보유하고 있음을 의미한다. 비법정적립금의 평균과 중위수는 각각 0.1619와 0.1961인데, 이는 기업이 임의적으로 보유하는 비법정적립금이 이익잉여금의 대부분을 차지함을 의미한다. 표본기간 중 배당성향의 평균은 0.1644로, 이는 평균적으로 당기순이익의 16%를 배당으로 처분하고 있음을 의미한다. 표본기간 중 현금배당의 평균(중위수)는 0.0069(0.0000)으로, 이는 평균 현금배당이 총자산의 0.69%에 불가함을 의미한다. 표본기간 중 현금성자산의 평균(중위수)는 0.1577(0.1065)로, 이는 기업이 평균적으로 총자산의 16%를 현금성자산으로 보유하고 있음을 의미한다.

패널 B는 변수들의 연도별 추이를 보고한다. 당기순이익의 연도별 추이를 보면, 2000년대 중반까지는 평균 총자산의 4%의 높은 당기순이익을 유지하다가 그 후에는 점점 감소하여 금융위기를 맞은 2008년에는 총자산의 0.2%로 떨어진다. 2009년에는 총자산의 3.4%대로 증가한 후 점점 감소하는 추세를 보인다. 이익잉여금의 연도별 추이를 보면, 2000년의 0.1357에서 2013년의 0.2296으로 표본기간 동안 증가하는 추세를 보인다. 또한, 비법정적립금의 추이도 이익잉여금의 추이와 유사하게 나타난다. 2000년의 0.1017에서 2013년의 0.2062까지 표본기간 동안 증가하는 추세를 보인다. 이익잉여금이 표본기간 동안 꾸준히 증가하였다는 것은 당기순이익의 상당부분이 배당으로 배분되지 않고 사내에 유보되었음을 의미하는 것으로, 이러한 현상은 배당성향 및 현금배당의 추이를 통해서도 나타난다. 배당성향은 2000년의 12.22%에서 2007년의 23.18까지 꾸준히 증가하는 추세를 보이다가 2008년에는 13.30%으로 감소한다. 2008년 이후에는 낮은 배당성향을 보이다가 2012년 이후에는 증가하는 추세를 보인다. 현금배당의 연도별 추이를 보면, 2000년대 중반까지 점차적으로 증가하다가 2000년대 후반에는 감소하는 추세를 보인다. 마지막으로, 기업이 보유하는 현금성자산의 연도별 추이를 보면, 2000년의 0.1740에서 2013년의 0.1466로 다소 감소하는 경향을 보이지만 표본기간 중 현금성자산의 범위는 0.1439~0.1740으로 그 변동폭은 그리 크지 않다. 이러한 결과는 영업활동을 통해 현금흐름이 증가한다 하더라도 기업이 이를 현금성자산으로 보유하고 있는 것은 아님을 의미하며 선행연

5) 선행연구는 유보이익을 자본잉여금과 이익잉여금의 합으로 정의하기도 한다(황인태·강선민, 2011). 그러나 자본잉여금은 주주와의 자본거래에서 발생한 주식발행초과금, 자기주식처분이익, 감자차익 등 배당으로 배분할 수 없는 자본이므로, 본 연구에서는 배당으로 배분이 가능한 이익잉여금을 유보이익으로 사용한다. 그럼에도 불구하고, 결과가 유보이익의 정의에 민감한지를 살펴보기 위해 선행연구에서 제시하는 대로 자본잉여금과 이익잉여금의 합을 유보이익으로 사용하여 본 연구의 분석을 재수행하였다. 분석 결과는 이익잉여금을 유보이익으로 사용한 결과와 매우 유사하게 나타난다.




1) 당기순이익, 이익잉여금, 비법정적립금, 현금배당 및 현금성자산은 총자산으로 표준화한 값이며, 배당성향은 배당을 당기순이익을 나눈 값이다. 비법정적립금은 이익잉여금에서 법정적립금을 차감한 금액이며, 현금성자산은 현금및현금등가물, 단기투자증권 및 단기금융상품을 합한 값이다.

〈그림 1〉 당기순이익, 유보이익, 배당 및 현금성자산의 연도별 추이[1]

구와도 일치하는 결과이다.

〈그림 1〉은 변수들의 연도별 추이를 보다 쉽게 볼 수 있도록 〈표 1〉의 패널 B에 보고된 변수들의 연도별 평균을 도식화한 것이다. 〈그림 1〉에 나타난 변수들의 추이는 〈표 1〉의 패널 B의 추이와 동일하므로 추가적인 설명은 생략한다.

### 4.2 연구방법론

성장가능성이 낮은 기업에서 이익을 주주에게 배당으로 지급하지 않고 유보하고 있으면, 경영자가 이를 수익성이 없는 사업에 과잉 투자하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 가설 1을 검증하기 위해 다음의 회귀식을 추정한다.

$$PRC_{it} = \alpha_1 + \alpha_2\, NONREBV_{it} + \alpha_3\, NI_{it} + \alpha_4\, RE_{it} + \alpha_5\, LOWTQ_{it} + \alpha_6\, RE_{it}{*}LOWTQ_{it} + \text{Year dummies} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

여기서, $PRC_{it}$: $i$ 기업의 $t$ 연도말로부터 3개월 후의 주당 주가

$NONREBV_{it}$: $i$ 기업의 $t$ 연도말 자본에서 이익잉여금을 차감한 금액을 발행주식수로 나눈 값

$NI_{it}$: $i$ 기업의 $t$ 연도 당기순이익을 발행주식수로 나눈 값

$RE_{it}$: $i$ 기업의 $t$ 연도말 이익잉여금을 발행주식수로 나눈 값

$LOWTQ_{it}$: $i$ 기업의 $t$ 연도말 Tobin's Q(기말 총부채와 기말 시가를 합한 후 기말 총자산으로 나눈 값)가 표본전체의 중위수보다 작으면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수

성장가능성이 낮은 기업에서 유보이익이 증가할수록 성장가능성이 높은 기업에 비해 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 가설 1이 지지된다면, $\alpha_6$은 유의한 음의 계수를 보일 것이다.

성장가능성이 낮은 기업에서 대리인비용을 줄일 수 있는 장치를 통해 유보이익의 과잉투자문제를 완화시킬 수 있다는 가설 2-4를 검증하기 위해 다음의 회귀식을 추정한다.

$$\begin{aligned} PRC_{it} = {} & \beta_1 + \beta_2\, NONREBV_{it} + \beta_3\, NI_{it} \\ & + \beta_4\, RE_{it} + \beta_5\, LOWTQ_{it} \\ & + \beta_6\, RE_{it}{*}LOWTQ_{it} + \beta_7\, AGENCY_{it} \\ & + \beta_8\, RE_{it}{*}LOWTQ_{it}{*}AGENCY_{it} \\ & + \text{Year dummies} + \varepsilon_{it} \qquad (2) \end{aligned}$$

$AGENCY_{it}$는 성장가능성이 낮은 기업에서의 과잉투자문제와 관련된 대리인비용을 줄일 수 있는 장치로서, 가설 별로 AGENCY 변수를 다음과 같이 정의한다.

| 가설 | AGENCY 변수 | 정의 |
|---|---|---|
| 2 | $HIGHDIV_{it}$ | $i$ 기업의 $t$ 연도 현금배당액을 여유현금흐름으로 나눈 값(DIVBFCF)이 중위수보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수. 여유현금흐름은 영업이익에 감가상각비와 무형자산상각비를 가산하고 이자비용 및 법인세비용을 차감한 금액이다. |
| 3 | $HIGHDEBT_{it}$ | $i$ 기업의 $t$ 연도말 장기차입금과 장기사채의 합을 총자산으로 나눈 값(LTDEBT)이 중위수보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수. |
| 4 | $HIGHFORE_{it}$ | $i$ 기업의 $t$ 연도말 외국인지분율(FOREIGN)이 중위수보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수. |

가설 2-4는 자금조달에 있어 현금배당이 크거나, 차입금 의존도가 높거나, 외국인지분율이 높으면, 성장가능성이 낮은 기업에서 유보이익의 과잉투자문제가 완화될 것으로 예상한다. 따라서 가설 2-4가 지지된다면, 각 가설에 대해 $\beta_8$은 유의한 양의 계수를 보일 것이다.

## Ⅴ. 실증분석 결과

### 5.1 기술통계량과 상관계수

〈표 2〉는 변수들의 기술통계량 및 회귀모형에 사용된 변수들 간의 상관계수를 보고한다. 극단값의 영향을 통제하기 위해 모든 연속변수들을 분포의 1%와 99%에서 조정(winsorize)하며, 〈표 2〉에서는 조정 후의 값을 보고한다. 또한 〈표 2〉는 회귀분석에 필요한 모든 자료가 있는 16,724 기업-연도만을 포함하므로 〈표 1〉의 표본 수보다는 작다.

기술통계량을 보고하는 패널 A에서, 회계연도말로부터 3개월 후의 주당 주가(PRC)의 평균은 15,707이며, 중위수는 4,380이다. 한편, 이익잉여금을 제외한 자본의 주당가액(NONREBV)은 평균 6,883으로 주가의 44% 정도에 해당한다. 주당 당기순이익의 평균은 1,173이지만 중위수는 훨씬 낮은 268이다. 주당 이익잉여금(RE)의 평균은 8,522로, 이는 이익잉여금이 전체 자본의 50% 이상을 차지함을 의미한다. 또한, 패널 A는 회귀식에 더미변수의 형태로 포함되는 원 변수의 기술통계량을 보고한다. Tobin's Q는 평균 1.1364이며 중위수는 0.9499이다. 기업에서 배당으로 배분 가능한 현금은 주주에 귀속되는 여유현금흐름일 것이다. 따라서, 기업

〈표 2〉 변수들의 기술통계량 및 상관계수[1]

패널 A: 기술통계량 (변수들의 1%와 99%에서 조정)

| 변수 | 평균 | 표준편차 | 최대값 | 75% | 중위수 | 25% | 최소값 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PRC | 15,707 | 36,475 | 263,500 | 12,150 | 4,380 | 1,920 | 250 |
| NONREBV | 6,883 | 13,157 | 86,154 | 5,981 | 2,141 | 1,094 | 96 |
| NI | 1,173 | 3,640 | 24,616 | 955 | 268 | 15 | -5,070 |
| RE | 8,522 | 22,762 | 161,079 | 5,690 | 1,869 | 384 | -4,106 |
| TOBINQ | 1.1364 | 0.6407 | 4.0688 | 1.2824 | 0.9499 | 0.7532 | 0.1883 |
| CASHDIV | 0.1442 | 0.4432 | 2.3634 | 0.2278 | 0.0000 | 0.0000 | -1.5826 |
| LTDEBT | 0.0711 | 0.0955 | 0.4801 | 0.1124 | 0.0285 | 0.0000 | 0.0000 |
| FOREIGN | 0.0653 | 0.1167 | 0.5580 | 0.0711 | 0.0089 | 0.0006 | 0.0000 |

패널 B: 상관계수[2]

| 변수 | PRC | NONREBV | NI | RE | LOWTQ | HIGHDIV | HIGHDEBT | HIGHFORE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PRC | 1.000 | 0.575 | 0.785 | 0.798 | -0.136 | 0.215 | 0.018 | 0.280 |
| NONREBV | 0.636 | 1.000 | 0.514 | 0.545 | 0.134 | 0.102 | 0.092 | 0.209 |
| NI | 0.627 | 0.360 | 1.000 | 0.762 | -0.027 | 0.278 | -0.013[a] | 0.224 |
| RE | 0.703 | 0.433 | 0.722 | 1.000 | 0.071 | 0.221 | -0.004[a] | 0.225 |
| LOWTQ | -0.225 | 0.120 | -0.010[a] | 0.167 | 1.000 | 0.033 | 0.004[a] | -0.095 |
| HIGHDIV | 0.337 | 0.102 | 0.561 | 0.518 | 0.033 | 1.000 | -0.096 | 0.202 |
| HIGHDEBT | 0.004[a] | 0.122 | -0.061 | -0.052 | 0.004[a] | -0.096 | 1.000 | 0.004 |
| HIGHFORE | 0.409 | 0.257 | 0.296 | 0.322 | -0.095 | 0.202 | 0.004 | 1.000 |

1) 변수들의 정의는 다음과 같다.
PRC: t연도말로부터 3개월 후의 주가
NONREBV: t연도말 자기자본에서 이익잉여금을 차감한 값을 발행주식수로 나눈 값
NI: t연도 주당 당기순이익(당기순이익을 발행주식수로 나눈 값)
RE: t연도말 주당 이익잉여금(이익잉여금을 발행주식수로 나눈 값)
TOBINQ: 기말 총부채와 기말 시가를 합한 값을 기말 총자산으로 나눈 Tobin's Q
LOWTQ: TOBINQ가 중위수보다 작으면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수
CASHDIV: t연도 현금배당액을 여유현금흐름으로 나눈 값. 여유현금흐름은 영업이익에 감가상각비와 무형자산상각비를 가산하고 이자비용 및 법인세비용을 차감한 금액이다.
HIGHDIV: CASHDIV가 중위수보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수
LTDEBT: t연도말 장기차입부채(장기차입금과 사채의 합)를 총자산으로 나눈 값
HIGHDEBT: LTDEBT가 중위수보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수
FOREIGN: t연도말 외국인지분율
HIGHFORE: FOREIGN이 중위수보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수
2) 대각선 위편은 피어슨 상관계수를, 대각선 아래편은 스피어만 상관계수를 보고한다. 윗 첨자 a가 있는 상관계수는 10% 수준에서 유의하지 않다. 따라서 윗 첨자 a가 없는 상관계수는 모두 5% 수준에서 유의하다.

간 현금배당 집중도를 비교하기 위해 현금배당비율(CASHDIV)은 현금배당을 여유현금흐름으로 나누어 계산한다. 선행연구에 따라 여유현금흐름은 영업이익에 감가상각비와 무형자산상각비를 가산하고 이자비용, 법인세비용을 차감하여 계산한다(Lehn and Paulsen, 1989; Lang et al., 1991). CASHDIV의 평균은 0.1442로, 이는 표본기업은 여유현금흐름의 14%를 배당으로 배분하고 있음을 의미한다. 장기차입부채(LTDEBT)의 평균은 0.0711로 이는 표본기업들이 총자산의 7%를 장기차입을 통해 조달하고 있음을 의미한다. 외국인지분율(FOREIGN)의 평균은 0.0653인 반면, 중위수는 0.0089로 외국인지분율이 특정 기업에 집중되는 경향이 있음을 의미한다.

패널 B는 회귀분석에 사용된 변수들 간의 상관계수를 보고한다. 대각선 위쪽에는 피어슨 상관계수를, 대각선 아래쪽에는 스피어만 상관계수를 보고한다. 주가는 이익잉여금을 제외한 기타자본(NONREBV), 당기순이익(NI) 및 이익잉여금(RE)과 높은 상관관계를 보인다. 또한, 주가는 LOWTQ와 유의한 음의 상관관계를 보이며, HIGHDIV 및 HIGHFORE와는 높은 양의 상관관계를 보인다. 이는 성장가능성이 높고, 여유현금흐름 중 현금배당이 높으며, 외국인지분율이 높은 기업의 가치가 높다는 것을 의미한다. 이익잉여금을 제외한 기타자본, 당기순이익 및 이익잉여금 사이에는 높은 상관관계가 있다. NONREBV는 LOWTQ, HIGHDIV, HIGHDEBT 및 HIGHFORE와 유의한 양의 상관관계를 보인다. 이는 이익잉여금을 제외한 기타자본이 큰 기업의 성장가능성이 낮고, 현금배당이 높으며, 장기차입을 통한 자금조달 의존도가 크고, 외국인지분율이 높다는 것을 의미한다. NI는 LOWTQ와 유의한 음의 상관관계를 보이며, HIGHDIV 및 HIGHFORE와는 유의한 양의 관계를 보인다. 이는 성장가능성이 낮은 기업의 당기순이익이 낮으며, 당기순이익이 크면 현금배당이 높고 외국인지분율도 높다는 것을 의미한다. RE는 LOWTQ와는 유의한 양의 상관관계를, HIGHDIV 및 HIGHFORE와는 유의한 양의 관계를 보인다. 이러한 상관관계는 성장가능성이 낮은 기업에서 유보이익이 크며, 이익잉여금이 높은 기업에서 현금배당이 높고 외국인지분율이 높다는 것을 의미한다. LOWTQ는 HIGHDIV와 유의한 양의 관계를 보이는데, 성장가능성이 낮은 기업의 현금배당률이 높다는 것을 의미한다. LOWTQ는 HIGHFORE와 유의한 음의 상관관계를 보이는데, 이는 외국인투자자가 성장가능성이 높은 기업을 선호함을 의미한다. HIGHDIV는 HIGHDEBT와는 유의한 음의 상관관계를, HIGHFORE와는 유의한 양의 상관관계를 보인다. 이는 자금조달에 있어 장기차입 의존도가 높은 기업의 현금배당률이 낮으며, 외국인투자자는 현금배당률이 높은 기업을 선호함을 의미한다. HIGHDEBT와 HIGHFORE 사이에는 유의한 상관관계가 나타나지 않는다.

### 5.2 가설의 회귀분석

〈표 3〉은 가설 1을 검증하기 위해 회귀식 (1)을 추정한 결과를 보고한다. 추정회귀계수의 유의성을 판단하기 위해 이분산성(Heteroscedasticity)을 조정한 White t-값을 보고한다.

성장가능성을 고려하기 전의 유보이익과 기업가치의 관계를 살펴보기 위해 모형 1에서는 NONREBV, NI 및 RE만을 포함한 회귀식의 추정결과를 보고한다. 모형 1에서 NONREBV, NI, RE는 모두 유의한 양의 계수를 보인다. 이는 이익잉여금이 아닌 기타자본이 클수록, 당기순이익이 클수록, 이익잉여금

이 클수록 기업가치가 증가함을 의미한다. 이는 유보이익 자체는 기업가치와 양의 관계가 있음을 의미한다. 추정회귀계수의 크기를 살펴보면, 이익잉여금의 가치관련성은 이익잉여금을 제외한 자본의 가치관련성보다 유의하게 높게 나타나며, 당기순이익의 가치관련성은 이익잉여금보다 유의하게 높게 나타난다.

회귀식 (1)을 추정한 모형 2에서 RE는 유의한 양의 계수를 보이는 한편, RE*LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보인다. 이러한 결과는 이익잉여금이 클수록 기업가치가 증가하지만, 성장성이 낮은 경우 기업의 성장성이 높은 기업에 비해 이익잉여금의 가치관련성이 낮음을 의미한다. LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보이는데, 이는 성장가능성이 낮으면 기업가치가 낮다는 것을 의미한다. 〈표 3〉의 결과는 주식시장에서 유보이익 자체는 긍정적으로 평가하지만 성장성이 낮은 경우에는 유보이익이 증가할수록 성장가능성이 높은 기업에 비해 부정적으로 평가하고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 성장가능성이 낮은 경우 유보이익이 높으면 과잉투자로 이어져 기업가치가 감소할 수 있다는 주장과 일치하는 결과이다.

〈표 4〉는 성장가능성이 낮은 기업에서 대리인비용을 줄일 수 있는 장치를 통해 유보이익과 관련된 과잉투자문제가 완화되는지를 검증하기 위해 회귀식 (2)를 추정한 결과를 보고한다. 모형 1은 가설 2를 검증하기 위해 AGENCY 변수로 HIGHDIV를 사용한 결과를 보고한다. 모형 1에서 RE는 유의한 양의 계수를 보이며, RE*LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보이고, RE*LOWTQ*HIGHDIV는 유의한 양

〈표 3〉 성장가능성이 유보이익과 기업가치의 관계에 미치는 영향[1]

$PRC_{it} = \alpha_1 + \alpha_2\ NONREBV_{it} + \alpha_3\ NI_{it} + \alpha_4\ RE_{it} + \alpha_5\ LOWTQ_{it} + \alpha_6\ RE_{it}*LOWTQ_{it} + \text{Year dummies} + \varepsilon_{it}$

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 |
|---|---|---|
| Intercept | -3522.26<br>(-4.66)*** | 2477.24<br>(4.15)*** |
| NONREBV | 0.4286<br>(11.48)*** | 0.5620<br>(17.09)*** |
| NI | 3.9996<br>(17.66)*** | 2.5014<br>(12.54)*** |
| RE | 0.6435<br>(17.13)*** | 1.2465<br>(32.10)*** |
| LOWTQ | | -7292.88<br>(-28.12)*** |
| RE*LOWTQ | | -0.7542<br>(-20.32)*** |
| Year dummies | Included | Included |
| Adjusted $R^2$ | 0.7319 | 0.8087 |
| 표본수 | 16,724 | 16,724 |
| Highest VIF | 2.71 | 5.10 |

1) 변수들의 정의는 〈표 2〉와 같다. 첫 번째 숫치는 추정회귀계수이며, 괄호 안의 숫치는 이분산성(Heteroscedasticity)이 조정된 White t-값이다. ***, **, *는 각각 0.01%, 0.05%, 0.10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

의 계수를 보인다. 이러한 결과는 여유현금흐름 중 배당으로 배분하는 비율이 높으면 성장가능성이 낮은 기업에서 이익잉여금의 과다보유로 인한 과잉투자문제를 완화시킬 수 있다는 가설 2와 일치하는 결과이다. HIGHDIV의 계수는 유의하지 않게 나타나는데, 이는 현금배당 자체는 기업가치와 유의한 관계가 없음을 의미한다.

모형 2는 가설 3을 검증하기 위해 AGENCY 변수로 HIGHDEBT를 사용한 결과를 보고한다. 모형 2에서도 RE는 유의한 양의 계수를 보이며, RE*LOWTQ

〈표 4〉 현금배당, 차입, 외국인지분율이 성장성이 낮은 기업에서의 과잉투자와 관련된 대리인비용에 미치는 영향[1]

$$PRC_{it} = \beta_1 + \beta_2\, NONREBV_{it} + \beta_3\, NI_{it} + \beta_4\, RE_{it} + \beta_5\, LOWTQ_{it} + \beta_6\, RE_{it}{*}LOWTQ_{it} + \beta_7\, AGENCY_{it} + \beta_8\, RE_{it}{*}LOWTQ_{it}{*}AGENCY_{it} + \text{Year dummies} + \varepsilon_{it}$$

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 |
|---|---|---|---|
| Intercept | 2865.55<br>(5.18)*** | 2136.22<br>(3.49)*** | 1804.01<br>(3.08)*** |
| NONREBV | 0.5694<br>(17.24)*** | 0.5609<br>(17.03)*** | 0.5490<br>(16.90)*** |
| NI | 2.4054<br>(11.75)*** | 2.5078<br>(12.62)*** | 2.4272<br>(12.50)*** |
| RE | 1.2615<br>(32.42)*** | 1.2457<br>(32.29)*** | 1.2506<br>(32.83)*** |
| LOWTQ | -7251.47<br>(-27.56)*** | -7279.46<br>(-28.29)*** | -6742.81<br>(-27.88)*** |
| RE*LOWTQ | -0.8613<br>(-13.68)*** | -0.7411<br>(-16.39)*** | -1.0038<br>(-22.48)*** |
| HIGHDIV | -293.32<br>(-1.04) | | |
| RE*LOWTQ*HIGHDIV | 0.1316<br>(2.14)** | | |
| HIGHDEBT | | 545.11<br>(2.02)** | |
| RE*LOWTQ*HIGHDEBT | | -0.0275<br>(-0.56) | |
| HIGHFORE | | | 2012.61<br>(9.12)*** |
| RE*LOWTQ*HIGHFORE | | | 0.2964<br>(6.74)*** |
| Year dummies | Included | Included | Included |
| Adjusted $R^2$ | 0.8094 | 0.8087 | 0.8134 |
| 표본수 | 16,724 | 16,724 | 16,724 |
| Highest VIF | 6.52 | 5.11 | 7.74 |

1) 변수들의 정의는 〈표 2〉와 같다. 첫 번째 숫치는 추정회귀계수이며, 괄호 안의 숫치는 이분산성(Heteroscedasticity)이 조정된 White t-값이다. ***, **, *는 각각 0.01%, 0.05%, 0.10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

는 유의한 음의 계수를 보인다. 그러나 RE*LOWTQ*HIGHDEBT의 계수는 유의하지 않다. 이러한 결과는 장기차입을 통한 자금조달이 높으면 성장가능성이 낮은 기업에서 이익잉여금의 과다보유로 인한 과잉투자문제를 완화시킬 수 있다는 가설 3과는 일치하지 않는 결과이다. 이러한 결과는 최소한 우리나라의 기업에게는 장기차입 의존도를 높이는 것이 성장가능성이 낮은 기업에서의 과잉투자문제에 대한 해결책이 되지 못함을 의미한다.

모형 3은 가설 4를 검증하기 위해 AGENCY 변수로 HIGHFORE를 사용한 결과를 보고한다. 모형 3에서 RE는 유의한 양의 계수를 보이며, RE*LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보이며, RE*LOWTQ*HIGHFORE는 유의한 양의 계수를 보인다. 이러한 결과는 기업의 성장가능성이 낮은 기업에서 유보이익이 증가함에 따라 과잉투자문제가 증가한다 하더라도 경영자를 감시할 외국인투자자가 있으면 이러한 대리인문제는 완화될 것이라는 가설 4를 지지하는 결과이다. HIGHFORE는 유의한 양의 계수를 보이는데, 이는 외국인지분율이 높은 기업이 기업가치가 높다는 것을 의미한다.

〈표 4〉의 결과를 요약하면, 성장기회가 적은 기업의 유보이익은 성장가능성이 높은 기업의 유보이익보다 가치관련성이 낮다. 하지만 성장가능성이 낮은 기업이라 하더라도 현금배당을 높이거나 기업지배구조를 강화하면 이러한 부정적인 영향을 완화시킬 수 있을 것이다.[6)]

선행연구는 유가증권시장 상장기업이 코스닥시장 상장기업보다 이사회 구조, 감사기구 및 주주보호장치가 훨씬 잘 구비되어 있음을 보고하였다(오덕교, 2011). 이는 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업간에 성장가능성, 경영자의 대리인비용에 대한 감시장치 및 그 효과에 있어서도 차이가 존재할 수 있음을 의미한다. 따라서, 이를 살펴보기 위해 〈표 5〉에서는 유가증권시장 표본과 코스닥시장 표본 변수들의 기술통계량을 각각 보고하고, 두 시장 간에 변수들의 차이가 있는지를 검증한다.

주가, 이익잉여금을 제외한 자본, 당기순이익, 이익잉여금은 유가증권시장 표본에서 코스닥시장 표본보다 높게 나타나며, 모수적 검정과 비모수적 검정의 결과 모두 유의하다. 또한, 유가증권시장 표본에서 이익잉여금은 이익잉여금을 제외한 자본의 128%인 반면, 코스닥시장 표본에서는 이익잉여금이 이익잉여금을 제외한 자본의 104%이다. 이는 유가증권시장 기업들이 상대적으로 보다 높은 이익잉여금을 보유하고 있음을 의미한다. 기업의 성장가능성을 나타내는 Tobin′s Q는 유가증권시장 표본의 평균은 0.9973인 반면, 코스닥시장 표본의 평균은 1.2486으로 차이는 통계적으로 유의하다. 이는 코스닥시장 기업의 성장가능성이 유가증권시장 기업보다 높다는 것을 의미한다. 여유현금흐름 중 배당으로 배분되는 비율은 CASHDIV의 평균은 유가증권시장 표본의 경우에는 17.36%인 반면, 코스닥시장 표본의 경우에는 12.05%이며, 그 차이는 통계적으로 유의하다. 이는 유가증권시장 상장기업이 코스닥시장 상장기업보다 더 높은 현금배당을 하고 있음을 의미한다. 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업의 장기차입비율은 각각 0.0817과 0.0626으로, 유

6) Tobin's Q는 선행연구에서 성장가능성을 측정하기 위해 일반적으로 사용되는 변수이기는 하지만, Tobin's Q 외에 선행연구에서 성장가능성의 대용변수로 사용한 다양한 변수들을 사용하여 본 연구 결과의 강건성(robustness)을 확인하였다. 구체적으로, 성장가능성의 대용변수로 자본의 시가 대비 장부금액의 비율(MBR), 주당 주가 대비 장부금액의 비율(PBR), 연구개발비, 광고홍보비, 투자활동현금흐름, 매출액성장률을 이용하여 본 연구의 회귀분석을 재수행하였다(Morck et al., 1988; 공재식, 2006; 김창수, 2009). 이들 변수를 사용한 결과는 Tobin′s Q를 사용한 결과와 일관성있게 나타난다.

〈표 5〉 유가증권시장과 코스닥시장 변수들의 기술통계량[1]

| 변수 | 유가증권시장 표본 | | 코스닥시장 표본 | | 차이 검정 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 평균 | 중위수 | 평균 | 중위수 | ANOVA 검정: F-값 | Kruskal-Wallis 검정: Chi-Square |
| PRC | 26,410 | 7,320 | 7,075 | 3,470 | 1247.90*** | 949.68*** |
| NONREBV | 12,139 | 5,053 | 2,645 | 1,645 | 2469.67*** | 2099.54*** |
| NI | 2,193 | 539 | 350 | 174 | 1130.54*** | 1072.57*** |
| RE | 15,650 | 4,005 | 2,773 | 1,282 | 1436.57*** | 1535.08*** |
| TOBINQ | 0.9973 | 0.8594 | 1.2486 | 1.0298 | 660.50*** | 907.98*** |
| CASHDIV | 0.1736 | 0.0950 | 0.1205 | 0.0000 | 59.35*** | 258.58*** |
| LTDEBT | 0.0817 | 0.0429 | 0.0626 | 0.0193 | 166.81*** | 219.20*** |
| FOREIGN | 0.0977 | 0.0298 | 0.0392 | 0.0037 | 1105.83*** | 1456.92*** |

1) 변수들의 정의는 〈표 2〉와 같다. ***는 0.01% 수준에서 유의함을 나타낸다.

가증권시장 상장기업의 장기차입 의존도가 높음을 의미한다. 외국인지분율의 평균의 유가증권시장 상장기업의 경우에는 0.0977, 코스닥시장 상장기업의 경우에는 0.0392로 통계적으로 유의한 차이이다. 〈표 5〉의 결과를 요약하면, 유가증권시장 상장기업은 코스닥시장 상장기업보다 성장가능성이 낮으며, 현금배당을 많이 하고, 장기차입을 통한 자금조달이 높은 것으로 나타난다. 이는 성장기회가 낮은 기업이 현금배당과 장기차입을 이용하여 유보이익과 관련된 대리인비용을 줄일 수 있다는 선행연구와 일관성이 있는 결과이다. 이처럼 유가증권시장 기업과 코스닥시장 기업간에 성장가능성 및 경영자의 대리인비용을 줄일 수 있는 견제장치에 차이가 존재한다는 것은 회귀식 (2)의 결과가 유가증권시장 기업과 코스닥시장 기업간에 달리 나타날 수도 있음을 시사한다. 따라서 〈표 6〉에서는 유가증권시장 표본과 코스닥시장 표본 각각에 대해 회귀식 (1)과 (2)를 추정한 결과를 보고한다.

패널 A는 유가증권시장 표본을 대상으로 회귀식을 추정한 결과를 보고한다. 회귀식 (1)을 추정한 결과를 보고하는 모형 1에서, 전체표본을 대상으로 한 분석과 마찬가지로 NONREBV, NI 및 RE는 유의한 양의 계수를 보인다. 유의한 음의 계수를 보이는 LOWTQ는 유가증권상장 기업내에서도 성장가능성이 낮은 기업의 가치가 낮다는 것을 의미한다. 또한 RE*LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보이는데, 이는 유가증권시장 표본만을 대상으로 한 분석에서도 성장가능성이 낮은 기업의 유보이익은 성장가능성이 높은 기업의 유보이익보다 가치관련성이 낮음을 의미한다. 추정회귀계수를 비교하면, 유보이익이 1단위 증가할 때 성장기회가 낮은 기업의 기업가치 증가분은 성장기회가 큰 기업의 기업가치 증가분의 44% 〔(1.1962-0.6716)/1.1962)〕에 해당한다.

모형 2-4는 회귀식 (2)를 추정한 결과를 보고한다. 모형 2-4에서 LOWTQ와 RE*LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보인다. HIGHDIV를 AGENCY 변수로 이용한 모형 2에서 RE*LOWTQ*HIGHDIV는 유의한 양의 계수를 보인다. 이는 성장가능성이 낮은 기업에서 현금배당이 높으면 과다 유보이익 관련 대리인비용을 줄임으로써 기업가치를 제고할 수

있음을 의미한다. HIGHDIV의 계수는 유의하지 않다. HIGHDEBT를 AGENCY 변수로 이용한 모형 3에서 RE*LOWTQ*HIGHDEBT는 음의 계수를 보이지만 유의하지 않다. 유가증권시장 표본만을 대상으로 한 경우에도 장기차입을 통한 자금조달이 성장기회가 낮은 기업에서 발생할 수 있는 대리인비용에 대한 해결책이 되지 못함을 의미한다. 모형 4는 AGENCY 변수로 HIGHFORE를 이용한 결과를 보고하는데, HIGHFORE와 RE*LOWTQ*HIGHFORE 모두 유의한 양의 계수를 보인다. 이는 외국인지분

〈표 6〉 성장가능성이 유보이익과 기업가치의 관계에 미치는 영향: 시장별 분석[1]

$$PRC_{it} = \beta_1 + \beta_2\ NONREBV_{it} + \beta_3\ NI_{it} + \beta_4\ RE_{it} + \beta_5\ LOWTQ_{it} + \beta_6\ RE_{it}*LOWTQ_{it} + \beta_7\ AGENCY_{it} + \beta_8\ RE_{it}*LOWTQ_{it}*AGENCY_{it} + \text{Year dummies} + \varepsilon_{it}$$

패널 A: 유가증권시장 표본

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 |
|---|---|---|---|---|
| Intercept | 4629.75<br>(4.64)*** | 5270.57<br>(5.71)*** | 3434.84<br>(3.29)*** | 3998.83<br>(4.08)*** |
| NONREBV | 0.5563<br>(15.70)*** | 0.5647<br>(15.80)*** | 0.5518<br>(15.56)*** | 0.5532<br>(15.82)*** |
| NI | 2.4257<br>(11.27)*** | 2.3290<br>(10.52)*** | 2.4406<br>(11.41)*** | 2.3536<br>(11.20)*** |
| RE | 1.1962<br>(29.83)*** | 1.2102<br>(30.09)*** | 1.1948<br>(30.03)*** | 1.2033<br>(30.52)*** |
| LOWTQ | -12411<br>(-22.77)*** | -12443<br>(-22.88)*** | -12335<br>(-22.95)*** | -11865<br>(-22.66)*** |
| RE*LOWTQ | -0.6716<br>(-17.60)*** | -0.7744<br>(-11.32)*** | -0.6472<br>(-13.47)*** | -0.9530<br>(-19.03)*** |
| HIGHDIV | | -316.67<br>(-0.57) | | |
| RE*LOWTQ*HIGHDIV | | 0.1252<br>(1.85)* | | |
| HIGHDEBT | | | 1718.25<br>(3.09)*** | |
| RE*LOWTQ*HIGHDEBT | | | -0.0489<br>(-0.94) | |
| HIGHFORE | | | | 1574.69<br>(4.00)*** |
| RE*LOWTQ*HIGHFORE | | | | 0.3233<br>(6.45)*** |
| Year dummies | Included | Included | Included | Included |
| Adjusted $R^2$ | 0.8139 | 0.8146 | 0.8142 | 0.8185 |
| 표본수 | 7,466 | 7,466 | 7,466 | 7,466 |
| Highest VIF | 4.92 | 6.71 | 4.92 | 8.52 |

〈표 6〉 성장가능성이 유보이익과 기업가치의 관계에 미치는 영향: 시장별 분석[1] (계속)

패널 B: 코스닥시장 표본

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 |
|---|---|---|---|---|
| Intercept | 2655.34<br>(6.28)*** | 2662.84<br>(6.24)*** | 2617.46<br>(5.89)*** | 2247.54<br>(5.33)*** |
| NONREBV | 0.8236<br>(12.45)*** | 0.8058<br>(12.32)*** | 0.8294<br>(12.50)*** | 0.8072<br>(12.44)*** |
| NI | 2.7441<br>(9.05)*** | 2.8485<br>(8.62)*** | 2.7385<br>(9.00)*** | 2.6986<br>(9.01)*** |
| RE | 1.6244<br>(13.86)*** | 1.6513<br>(13.91)*** | 1.6249<br>(13.83)*** | 1.6028<br>(13.65)*** |
| LOWTQ | -2912.74<br>(-12.43)*** | -2787.84<br>(-11.37)*** | -2852.53<br>(-12.43)*** | -2742.45<br>(-12.18)*** |
| RE*LOWTQ | -1.4182<br>(-12.18)*** | -1.4855<br>(-11.36)*** | -1.4007<br>(-11.90)*** | -1.4032<br>(-11.47)*** |
| HIGHDIV | | -1464.99<br>(-4.90)*** | | |
| RE*LOWTQ*HIGHDIV | | 0.0842<br>(1.21) | | |
| HIGHDEBT | | | 33.1292<br>(0.18) | |
| RE*LOWTQ*HIGHDEBT | | | -0.0956<br>(-1.68) | |
| HIGHFORE | | | | 1743.88<br>(8.68)*** |
| RE*LOWTQ*HIGHFORE | | | | 0.0184<br>(0.27) |
| Year dummies | Included | Included | Included | Included |
| Adjusted $R^2$ | 0.6529 | 0.6552 | 0.6531 | 0.6568 |
| 표본수 | 9,258 | 9,258 | 9,258 | 9,258 |
| Highest VIF | 6.50 | 6.75 | 6.51 | 6.57 |

1) 변수들의 정의는 〈표 2〉와 같다. 첫 번째 숫치는 추정회귀계수이며, 괄호 안의 숫치는 이분산성(Heteroscedasticity)이 조정된 White t-값이다. ***, **, *는 각각 0.01%, 0.05%, 0.10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

율이 높아 경영자에 대한 감시기능을 수행할 수 있는 경우 성장기회가 낮은 기업에서 나타날 수 있는 유보이익의 과잉투자문제를 완화시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 패널 A의 결과는 전체표본을 대상으로 한 〈표 3〉 및 〈표 4〉의 결과와 유사하다.

패널 B는 코스닥시장 기업을 대상으로 한 분석결과를 보고한다. 모형 1에서 NONREBV, NI, RE는 유의한 양의 계수를 보인다. 유가증권시장 표본과 마찬가지로 LOWTQ와 RE*LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보인다. 이는 코스닥시장 기업 내에서도 성장가능성이 낮으면 기업가치가 낮고, 성장가능

성이 낮은 기업의 유보이익의 가치관련성은 성장가능성이 높은 기업보다 낮음을 의미한다. 그런데 회귀계수를 크기를 보면, RE와 RE*LOWTQ의 추정 회귀계수는 각각 1.6244와 -1.4182로, 성장가능성이 낮은 코스닥기업 유보이익의 가치관련성은 성장가능성이 높은 코스닥기업 유보이익의 가치관련성의 13%{(1.6244-1.4182)/1.6244)}에 불과한 것으로 나타난다. 이는 성장가능성이 낮은 코스닥기업의 경우 유보이익 관련 대리인비용이 기업가치에 미치는 영향이 유가증권시장 기업보다 훨씬 심각할 수 있음을 시사한다.

회귀식 (2)를 추정한 결과를 보고하는 모형 2-4에서 RE*LOWTQ*HIGHDIV, RE*LOWTQ*HIGHDEBT, RE*LOWTQ*HIGHFORE 모두 유의하지 않다. 즉, 현금배당과 장기차입을 통한 자금조달비율이 높다 하더라도 성장가능성이 낮은 코스닥기업의 대리인비용을 감소시키지는 못한다. 코스닥기업의 경우에는 외국인투자자도 성장가능성이 낮은 기업의 대리인비용을 줄이지는 못한다. 이러한 결과는 코스닥시장에서는 성장가능성이 낮은 기업의 대리인비용을 견제할 수 있는 장치가 작동하지 않음을 시사한다.

### 5.3 추가분석

앞서 언급한 대로, 이익잉여금은 법규에 의해 적립해야 하는 법정적립금과 기업이 임의적으로 유보하는 비법정적립금으로 구분할 수 있다. 성장가능성이 낮은 기업에서 과다 유보이익으로 인해 나타날 수 있는 과잉투자문제는 강제로 적립해야 하는 법정적립금과 기업이 임의적으로 보유하는 비법정적립금간에 달리 나타날 수 있다. 이를 검증하기 위해 이익잉여금을 법정적립금과 비법정적립금으로 구분하여 포함한 아래 회귀식 (3)을 추정한다.

$$\begin{aligned} PRC_{it} &= \gamma_1 + \gamma_2\, NONREBV_{it} + \gamma_3\, NI_{it} \\ &+ \gamma_4\, NVRE_{it} + \gamma_5\, VRE_{it} \\ &+ \gamma_6\, LOWTQ_{it} + \gamma_7\, NVRE_{it}*LOWTQ_{it} \\ &+ \gamma_8\, VRE_{it}*LOWTQ_{it} + \gamma_9\, AGENCY_{it} \\ &+ \gamma_{10}\, NVRE_{it}*LOWTQ_{it}*AGENCY_{it} \\ &+ \gamma_{11}\, VRE_{it}*LOWTQ_{it}*AGENCY_{it} \\ &+ \text{Year dummies} + \varepsilon_{it} \qquad (3) \end{aligned}$$

여기서, $NVRE_{it}$: $i$ 기업의 $t$ 연도말 법정적립금을 발행주식수로 나눈 값

$VRE_{it}$: $i$ 기업의 $t$ 연도말 비법정적립금을 발행주식수로 나눈 값

성장가능성이 낮은 기업에서 법정적립금과 비법정적립금이 증가할수록 과잉투자로 관련된 대리인비용이 발생하여 기업가치에 부정적인 영향을 미친다면, 회귀식 (3)에서 $\gamma_7$과 $\gamma_8$은 유의한 음의 계수를 보일 것이다. 또한, 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 법정적립금과 비법정적립금 간에 차이가 있다면 $\gamma_7$과 $\gamma_8$은 유의하게 다를 것이다. 현금배당이 크거나, 장기차입을 통한 자금조달 의존도가 높거나, 외국인지분율이 높은 경우 성장가능성이 낮은 기업에서의 과잉투자문제가 완화된다면, $\gamma_{10}$과 $\gamma_{11}$은 유의한 양의 계수를 보일 것이다. 대리인비용의 완화장치가 법정적립금과 비법정적립금의 가치관련성에 미치는 영향이 다르다면 $\gamma_{10}$과 $\gamma_{11}$은 유의하게 다를 것이다.

회귀식 (3)을 추정한 결과는 〈표 7〉에 보고한다. 모형 1은 법정적립금과 비법정적립금의 가치관련성을 검증하기 위해 회귀식 (3)에서 NONREBV, NI, NVRE 및 VRE만을 포함하여 추정한 결과를 보고한다. 모형 1에서 NVRE와 VRE는 모두 양의 계수를 보이지만, NVRE의 계수는 통계적으로 유의하지 않다. 이는 이익잉여금 중 법규에 따라 강제로 적립하는 법정적립금은 추가적인 가치관련성이 없음을

〈표 7〉 유보이익을 법정적립금과 비법정적립금으로 구분하여 포함한 회귀분석[1]

$$PRC_{it} = \gamma_1 + \gamma_2\ NONREBV_{it} + \gamma_3\ NI_{it} + \gamma_4\ NVRE_{it} + \gamma_5\ VRE_{it} + \gamma_6\ LOWTQ_{it} + \gamma_7\ NVRE_{it}*LOWTQ_{it} + \gamma_8\ VRE_{it}*LOWTQ_{it} + \gamma_9\ AGENCY_{it} + \gamma_{10}\ NVRE_{it}*LOWTQ_{it}*AGENCY_{it} + \gamma_{11}\ VRE_{it}*LOWTQ_{it}*AGENCY_{it} + \text{Year dummies} + \varepsilon_{it}$$

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 |
|---|---|---|---|---|---|
| Intercept | -3143.78<br>(-4.23)*** | 2479.82<br>(4.13)*** | 2817.82<br>(5.03)*** | 2069.62<br>(3.35)*** | 1859.28<br>(3.14)*** |
| NONREBV | 0.4248<br>(11.24)*** | 0.5526<br>(16.40)*** | 0.5599<br>(16.38)*** | 0.5510<br>(16.38)*** | 0.5418<br>(16.33)*** |
| NI | 3.7759<br>(16.26)*** | 2.4154<br>(11.95)*** | 2.3516<br>(11.43)*** | 2.4240<br>(12.10)*** | 2.3559<br>(11.99)*** |
| NVRE | 0.1661<br>(0.70) | 1.5188<br>(3.59)*** | 1.5246<br>(3.59)*** | 1.5216<br>(3.60)*** | 1.5062<br>(3.57)*** |
| VRE | 0.7359<br>(16.87)*** | 1.2593<br>(26.23)*** | 1.2697<br>(26.47)*** | 1.2579<br>(26.39)*** | 1.2621<br>(26.65)*** |
| LOWTQ | | -7332.00<br>(-27.01)*** | -7282.06<br>(-26.27)*** | -7322.90<br>(-27.36)*** | -6789.46<br>(-27.16)*** |
| NVRE*LOWTQ | | -0.9307<br>(-1.97)** | -1.0815<br>(-2.04)** | -0.4908<br>(-0.92) | -1.6265<br>(-3.34)*** |
| VRE*LOWTQ | | -0.7348<br>(-15.11)*** | -0.8229<br>(-10.04)*** | -0.7575<br>(-14.02)*** | -0.9484<br>(-15.17)*** |
| HIGHDIV | | | -326.82<br>(-1.11) | | |
| NVRE*LOWTQ*HIGHDIV | | | 0.2950<br>(0.73) | | |
| VRE*LOWTQ*HIGHDIV | | | 0.0978<br>(1.23) | | |
| HIGHDEBT | | | | 739.37<br>(2.62)*** | |
| NVRE*LOWTQ*HIGHDEBT | | | | -0.7396<br>(-1.80)* | |
| VRE*LOWTQ*HIGHDEBT | | | | 0.0358<br>(0.60) | |
| HIGHFORE | | | | | 1873.08<br>(8.29)*** |
| NVRE*LOWTQ*HIGHFORE | | | | | 1.1756<br>(3.34)*** |
| VRE*LOWTQ*HIGHFORE | | | | | 0.2255<br>(3.78)*** |
| Year dummies | Included | Included | Included | Included | Included |
| Adjusted $R^2$ | 0.7353 | 0.8087 | 0.8092 | 0.8089 | 0.8133 |
| 표본수 | 16,724 | 16,724 | 16,724 | 16,724 | 16,724 |
| Highest VIF | 3.36 | 6.74 | 9.97 | 8.55 | 11.59 |
| 차이분석 통계치: $\gamma_7 = \gamma_8$ | | 1.10 | 1.33 | 1.41 | 8.69*** |
| F-value $\delta_{10} = \delta_{11}$ | | | 0.88 | 13.79*** | 20.11*** |

1) $NVRE_{it}$는 $i$ 기업의 $t$ 연도말 법정적립금을 발행주식수로 나눈 값이며, $VRE_{it}$는 $i$ 기업의 $t$ 연도말 비법정적립금을 발행주식수로 나눈 값이다. 다른 변수들의 정의는 〈표 2〉와 같다. 첫 번째 숫치는 추정회귀계수이며, 괄호 안의 숫치는 이분산성(Heteroscedasticity)이 조정된 White t-값이다. ***, **, *는 각각 0.01%, 0.05%, 0.10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

의미한다. 반면, 기업이 재량적으로 보유하는 유보이익이 증가할수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타난다.

모형 2는 회귀식 (3)에서 NONREBV, NI, NVRE, VRE, LOWTQ, NVRE*LOWTQ 및 VRE*LOWTQ만을 포함한 결과를 보고한다. 모형 2에서 NVRE와 VRE는 유의한 양의 계수를 보이는데, 이는 성장가능성이 높은 기업에서는 법정적립금과 비법정적립금 모두 가치관련성이 있음을 의미한다. NVRE*LOWTQ와 VRE*LOWTQ는 모두 유의한 음의 계수를 보이며, 두 계수의 차이는 유의하지 않다. 이는 성장가능성이 낮은 기업에서는 유보이익의 성격에 관계없이 성장가능성이 높은 기업에 비해 그 가치관련성이 감소함을 의미한다.

모형 3-5는 회귀식 (3)을 추정한 결과를 보고한다. AGENCY 변수로 모형 3에서는 HIGHDIV를, 모형 4에서는 HIGHDEBT를, 모형 5에서는 HIGHFORE를 이용하여 회귀식을 추정한다. 모든 회귀식에서 NVRE와 VRE는 유의한 양의 계수를 보이며, LOWTQ는 유의한 음의 계수를 보인다. NVRE*LOWTQ와 VRE*LOWTQ는 일반적으로 유의한 음의 계수를 보이며, 두 계수의 차이는 모형 5를 제외하고는 유의하지 않다. 모형 5에서 NVRE*LOWTQ의 계수는 VRE*LOWTQ의 계수보다 더 큰 음의 값을 가지며, 두 계수의 차이는 통계적으로 유의하다. 이는 성장가능성이 낮은 기업에서 법정적립금보다 비법정적립금이 기업가치에 보다 부정적인 영향을 미침을 의미한다.

AGENCY 관련 변수를 살펴보면, 모형 3에서 NVRE*LOWTQ*HIGHDIV와 VRE*LOWTQ*HIGHDIV는 양의 계수를 보이지만 모두 유의하지 않다. 모형 4에서 NVRE*LOWTQ*HIGHDEBT는 유의한 음의 계수를 보이는데, 이는 성장가능성이 낮은 기업에서는 비법정적립금이 높으면서 장기차입비율이 높으면 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 의미한다. VRE*LOWTQ*HIGHDEBT의 계수는 유의하지 않다. 모형 5에서 NVRE*LOWTQ*HIGHFORE와 VRE*LOWTQ*HIGHFORE의 계수는 양의 계수를 보이며 모두 통계적으로 유의하다. 이러한 결과는 성장가능성이 낮은 기업에서 외국인투자자의 견제기능은 유보이익의 성격에 관계없이 작동할 수 있음을 의미한다.

## Ⅵ. 결론 및 시사점

최근 국내에서는 기업의 사내유보이익에 대해 과세하는 기업소득 환류세 제도의 도입을 두고 많은 논란이 일고 있다. 본래 선진국에서 비상장법인 주주와 상장법인 주주간 배당소득에 대한 과세형평성을 확보하기 위한 목적으로 도입된 제도를 우리나라에서는 경제활성화 방안의 하나로 도입하는 것에 대한 비판이 제기되고 있다.

경제활성화를 유도하기 위한 목적으로 유보이익에 과세해야 한다는 주장의 이면에는 기업의 과도한 사내유보가 기업이나 가계 등 경제 전반에 바람직하지 못한 영향을 준다는 사고가 깔려있다. 그러나 정부의 사내유보이익에 대한 이러한 부정적인 시각과 달리 기업의 사내유보 의사결정에 대한 평가는 기업이 보유하는 성장기회의 유무를 고려하여 이루어져야 한다. 기업의 가치창출에 기여할 수 있는 성장기회가 많은 경우에는 이익을 유보하여 재투자하게 되면 기업가치를 제고할 수 있으므로 바람직한 의사결정이다. 반면에 수익을 창출할 수 있는 성장기회가 없는 기업이 사내유보이익을 늘리게 되면 이러한 유보

이익은 오히려 기업가치를 훼손하는 사업에 투자될 수 있다. 따라서 기업의 성장가능성을 고려하지 않고 일률적으로 사내유보금의 규모에만 근거하여 사내유보의 적절성을 판단하거나 일방적으로 투자확대를 유도하는 것은 적절하지 않다.

본 연구는 기업의 성장가능성을 고려하여 사내유보이익과 기업가치의 관계를 실증적으로 분석한다. 즉, 성장기회가 낮은 기업이 과다하게 사내유보이익을 보유하는 경우 기업가치에 부정적인 영향을 미치는지를 분석하고 아울러 성장가능성이 낮은 기업에서 현금배당이나 장기차입을 통해서 또는 건실한 기업지배구조를 갖춤으로써 과다한 사내유보이익으로 인한 기업가치 감소를 완화시키는지에 대해서도 검증한다.

실증분석 결과, 기업의 유보이익 자체는 기업가치와 양의 관계를 보이는 것으로 나타난다. 그러나 유보이익과 기업가치 사이의 양의 관계는 기업의 성장가능성이 낮은 경우 유의하게 감소하는 것으로 나타나는데, 이는 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다하게 보유함으로써 대리인비용이 발생한다는 주장과 일치하는 결과라고 할 수 있다. 이러한 결과는 유가증권시장과 코스닥시장 모두에서 나타나며, 유보이익을 법정적립금과 재량적 성격의 비법정적립금으로 구분하는 경우에도 유사하게 나타난다.

성장가능성이 낮은 기업에서 현금배당을 증가시키면 대리인비용으로 인한 기업가치 감소가 완화되는 것으로 나타난다. 이는 성장가능성이 낮은 기업이 배당을 통해 비생산적으로 낭비될 가능성이 높은 유보이익을 사외유출시킴으로써 대리인비용을 줄일 수 있다는 것을 의미한다. 또한 성장가능성이 낮은 기업에 대해 외국인지분율이 높은 경우에도 대리인비용으로 인한 기업가치 감소가 완화되는 것으로 나타난다. 이는 외국인투자자가 적극적으로 경영자에 대한 감시기능을 수행하면 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다 보유시 발생할 수 있는 대리인비용을 줄일 수 있음을 의미한다. 반면, 장기차입을 통한 자금조달은 성장가능성이 낮은 기업이 사내유보이익을 과다 보유시 나타날 수 있는 대리인문제에 대한 해결책이 되지 못하는 것으로 나타난다.

본 연구는 기업의 성장가능성을 고려하여 사내유보이익과 기업가치의 관계를 실증적으로 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별화된다. 본 연구의 실증분석 결과는 정부가 추진하고 있는 사내유보이익에 대한 과세제도에 여러 가지 시사점을 제공할 수 있다. 첫째, 기업이 사내유보이익을 보유하고 있다고 해서 무조건 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것은 아니라는 점이다. 성장기회가 좋은 기업의 경우에는 오히려 사내유보이익을 통해 투자자금을 내부적으로 조달하는 것이 외부자금을 조달하는 것보다 자금조달비용을 줄일 수 있다. 둘째, 기업의 사내유보이익에 대한 정책을 수립함에 있어서는 기업의 성장가능성을 고려하여야 한다. 성장기회가 많은 기업의 경우에는 수익성이 높은 사업으로의 투자를 유도하는 것이 적절한 반면 성장기회가 별로 없는 기업의 경우에는 현금배당 등을 통해 유보이익을 줄이는 것이 기업가치를 제고시키는 방법이 될 것이다. 마지막으로, 본 연구의 결과는 기업지배구조의 강화가 성장가능성이 낮은 기업에서의 과다한 사내유보이익으로 인한 대리인비용을 감소시키는 해결책이 될 수 있음을 시사한다. 본 연구의 결과는 정부가 사내유보이익 과세 제도를 수립함에 있어서 기업의 사내유보이익 규모에 기초하여 일률적으로 과세를 하는 것은 적절하지 않으며 사내유보와 기업가치의 관계에 영향을 주는 기업의 특성 요인을 반영할 필요가 있음을 시사한다.

## 참고문헌


김우찬(2009), **기업들의 현금보유 '과잉'주장에 대한 비판: 국제비교 및 결정요인 분석**, 서울, 경제개혁연구소.

김윤경(2014), **사내유보금 과세제도 도입의 문제점과 정책 방향**, 서울, 한국경제연구원.

대한상공회의소 연구보고서(2007), **기업유보율 비율과 시사점**, 서울, 대한상공회의소.

박순홍 · 연강흠(2009), "기업지배구조가 보유현금수준에 미치는 영향," **재무연구**, 22, 1-36.

박헌준 · 신현한 · 최완수(2004), "한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인지분의 역할," **경영학연구**, 33, 655-682.

빈기범 · 서은숙 · 송민규(2007), "기업 현금성 자산 보유가 기업가치에 미치는 영향," **한국경제연구**, 19, 5-37.

신현한 · 장진호(2003), "소유구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향," **금융학회지**, 8, 15-39.

오덕교(2011), "유가증권 시장과 코스닥 시장의 지배구조 실태 분석," **기업지배구조리뷰**, 59, 42-55.

이병기(2011), **대기업의 현금보유 및 투자 변화 추이와 시사점**, 서울, 한국경제연구원.

이한득(2010), **한국기업의 현금보유 수준 평가: 규모가 작은 기업이 현금보유 성향 높다**, 서울, LG경제연구원.

이한득(2011), **국내 상장기업 현금흐름 분석: 현금창출능력 개선되었지만 투자증가로 현금흐름 다소 악화**, 서울, LG경제연구원.

임경묵(2008), **유보율 급증, 정말 문제인가**, 서울, 한국개발연구원.

임경묵 · 최용석(2007), "기업의 현금보유 패턴 변화 및 결정요인에 대한 연구," **한국개발연구**, 29, 75-116.

황인태 · 강선민(2011), **기업의 사내유보와 현금성 자산, 어떻게 볼 것인가**, 서울, 한국경제연구원.

Barclay, M. J., and C. W. Smith(2005), "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited," *Journal of Applied Corporate Finance*, 17, 8-17.

Brickley, J., R. Lease, and C. W. Smith(1988), "Ownership Structure and Voting on an Takeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.

Fama, E. F., and K. R. French(2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 67 - 79.

Gaver, J. J., and K. M. Gaver(1993), "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.

Grossman, S. J., and O. D. Hart(1982), *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, In: The Economics of Information and Uncertainty,* Ed. Par J. J. McCall, Chicago, The University of Chicago Press.

Gugler, K.(2003), "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment," *Journal of Banking & Finance*, 27, 1297-1321.

Harris, M., and A. Raviv(1991), "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance*, 46, 297-355.

Harvey, C. R., K. V. Lins, and A. H. Roper(2004), "The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs Are Extreme," *Journal of Financial Economics*, 74, 3-30.

Henry, D.(2010), "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective," *Pacific-Basin Finance Journal*, 181, 24-46.

Jensen, M. C.(1986), "Agency Costs of Free Cash

Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economics Review*, 76, 323-329.

Lang, L. H. P., and R. H. Litzenberger(1989), "Dividend Announcements," *Journal of Financial Economics*, 24, 181-191.

Lang, L. H. P., R. M. Stulz, and R. A. Walkling (1991), "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns," *Journal of Financial Economics*, 29, 315-335.

Lang, L. H. P.. O. Ofek, and R. M. Stulz(1996), "Leverage, Investment, and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, 40, 3-29.

McConnell, J. J., and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

Richardson, S.(2006), "Over-investment of Free Cash Flow," *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189.

Shleifer, A., and R. W. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Stulz, R. M.(1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 3-7.

Zantout, Z. Z.(1997), "A Test of the Debt-monitoring Hypothesis: The Case of Corporate R&D Expenditures," *The Financial Review*, 32, 21-48.

# The Effect of Growth Opportunities on the Relationship Between Retained Earnings and Firm Value

Moonchul Kim* · Youngsoon S. Cheon**

Abstract

Recently the Korean government announced its plan to levy on excessive retained earnings of companies, which in turn has provoked a storm of protest. Taxes levied on excessive retained earnings were introduced to level the playing field between shareholders of unlisted companies and those of listed companies in advanced countries. On the other hand, the intention of excessive retained earnings taxes in Korea is for the purpose of the economic vitalization. This tax policy of the government reflects the perception that accumulating earnings within companies hinders the growth of companies and furthermore the growth of the economy as a whole. However, whether accumulating earnings within firms works for or against firm value depends upon growth opportunities that firms have. Firms with high growth opportunities can use internal reserves to finance profitable projects, which in turn will increase firm value. However, firms with little or no growth opportunity may use internal reserves for investment projects that yield no profit or even destroy firm value (i.e., overinvestment problems). Thus, the effect of retained earnings on firm value is likely to depend on firms′ growth opportunities. Nevertheless, we are unaware of any study that examines this issue and therefore our study fills the gap by investigating the relationship between retained earnings and firm value conditioned on firms′ growth opportunities.

Specifically, this study examines whether excessive retained earnings in firms with low growth opportunities negatively affect firm value. Furthermore, we examine whether high dividend payouts, long-term debt financing, and monitoring of foreign institutional investors mitigate agency costs arising from excessive retained earnings in firms with low growth opportunities.

* Professor, School of Management, Kyung Hee University.
** Professor, Business School, Chung-Ang University.

Using 16,724 firm-years from the period of 2000-2013, we find that firms′ retained earnings are positively related to firm value. However, this positive relationship between retained earnings and firm value significantly declines for firms with low growth opportunities. These results are consistent with the assertion that excessive retained earnings in firms with low growth opportunities have the potential to generate overinvestment problems. The results are robust for both KSE and Kosdaq market firms. The results also reveal that high dividend payouts and foreign investors mitigate overinvestment problems for firms with low growth opportunities. However, debt financing does not reduce the agency costs related to excessive retained earnings in firms with low growth opportunities. Our results suggest that firms′ growth opportunities must be taken into consideration when the government introduces policies concerning retained earnings.

Key words: Growth Opportunities, Retained Earnings, Overinvestment, Agency Cost, Cash Dividend, Debt Financing, Foreign Ownership