재무연구 제28권 제2호 (2015년 5월)

좋은 기업지배구조가 어떻게 기업가치를 제고시키는가? : 이사회 독립성과 현금의 보유

강윤식 강원대학교 경영대학 조교수
국찬표 서강대학교 경영대학 교수(前)
윤진수* 한국기업지배구조원 부연구위원

요약

본 연구는 기업지배구조가 어떻게 기업가치 제고에 기여하는 가를 알아보고자 대리인 이론에 근거하여 이사회의 독립성이 기업들이 보유하고 있는 현금성자산의 수준과 효율적 배분 및 가치에 대해 미치는 영향을 실증적으로 분석하고 있다. 이를 위해 본 연구는 2001회계연도부터 2010회계연도까지 한국 상장기업의 전체 사외이사를 독립적인 사외이사와 비독립적인 사외이사로 구분하여 독립적 사외이사 비율과 비독립적 사외이사 비율을 산출하여 이용하였다. 이러한 본 연구는 기업의 주요 자원인 현금성 자산에 내재되어 있는 대리인 비용을 통제하기 위하여 이사회의 실질적인 독립성이 중요하다는 점을 강조하고 있다. 실증분석 결과에 따르면 이사회의 독립성 수준이 높은 기업일수록 현금성 자산의 보유 수준이 낮고, 현금성 자산을 효율적으로 배분하고 있으며, 그리고 현금성 자산에 대한 시장의 평가가치가 높게 나타났다. 이러한 연구결과는 이사회의 독립성 수준에 따라 현금보유의 가치가 다르다는 점을 보여주고 있으며, 따라서 경영자의 사적유용 행위를 방지하여 기업가치를 제고하고 투자자의 권리를 보호하기 위해서는 이사회의 실질적인 독립성 개선이 필요하다는 근거를 제시하고 있다.

주요단어 독립적 사외이사, 이사회 독립성, 현금성 자산, 효율적 배분, 기업가치

투고일 2014년 10월 07일
수정일 2015년 04월 03일
게재확정일 2015년 04월 10일

* 교신저자. 주소: 150-977, 서울특별시 영등포구 여의나루로 76(여의도동), 신관 9층, 한국거래소;
E-mail : js-yoon@cgs.or.kr ; 전화 : 02-3775-3711.

이 논문은 2014년도 강원대학교 학술연구조성비로 연구되었습니다(과제번호 : C1011114-01-01(120140639)).

Asian Review of Financial Research Vol. 28 No. 2 (May 2015)

How Does Good Corporate Governance Contribute to Firm Value?: Board Independence and Firm's Cash Holdings

Yun-Sik Kang Assistant Professor, College of Business Administration, Kangwon National University
Chan-Pyo Kook Former Professor, School of Business, Sogang University
Jin-Soo Yoon* Associate Research Fellow/Korea Corporate Governance Service

Received 07 Oct. 2014
Revised 03 Apr. 2015
Accepted 10 Apr. 2015

Abstract

This study empirically analyzes the relationship between corporate governance and cash holdings in Korea, a representative emerging market, using its data of listed firms with interests in contradictory recent research results concerning corporate governance and cash holdings. The variables used as proxies to represent types of corporate governance are very important. Unlike previous studies, this study uses the independence of boards as a proxy variable for corporate governance level because boards play a crucial role in monitoring management and simultaneously implementing decision-making processes. In addition, a principal decision-making process carried out by a board aims to protect investor profit and enhance firm value by efficiently allocating firm resources, and previous research has emphasized that independence is important to boards' effective functioning. To measure board independence, we use the ratios of independent and non-independent outside directors used in previous studies, drawing on a very large amount of

* Corresponding Author. Address: Korea Corporate Governance Service(KCGS), 9th Floor, The KRX Bldg's new Annex 76, Yeouinaru-ro, Yeongdeungpo-gu, Seoul, 150-977; E-mail: js-yoon@cgs.or.kr; Tel: 82-2-3775-3711.

This study was supported by 2014 Research Grant from Kangwon National University(Number: C1011114-01-01 (120140639)).

data gathered on the individual outside directors of Korean listed firms for the 2001-2010 period. Based on these data, the ratios of independent and non-independent directors are extracted after classifying two types of outside directors by setting up more stringent criteria, which include the educational and vocational backgrounds of individual outside directors as well as their legal qualifications. In this way, the study considers the importance of independent outside directors by empirically analyzing the effect of each ratio, and highlights that board independence originates with independent outside directors.

More specifically, we provide empirical evidence in relation to the following three main questions. (1) Does the amount of cash holdings differ according to the degree of corporate governance (board independence) in Korean listed firms? (2) Are cash resources efficiently allocated according to the degree of corporate governance (board independence) in Korean listed firms? (3) Does the value of cash holdings differ and consequently affect firm value according to the degree of corporate governance (board independence) in Korean listed firms?

The empirical results can be summarized as follows. First, when a board becomes more independent, the firm's cash holdings decreases, while cash outflow increases. As the board's independence grows, it is able to more efficiently control managers' incentives to accumulate cash resources internally.

Second, as board independence increases, high-growth opportunity firms may increase their investment options, while low-growth opportunity firms may increase their dividend options. Our analysis of the interaction between board independence and cash holdings in investments and dividends, according to growth opportunity, indicates that its effects on dividends were significant, but its effects on investments were not. In firms with high growth opportunity, as the ratio of non-independent outside directors increases, internally held cash is not spent on investments but on dividends, which confirms that the firms' growth opportunities are not being used efficiently. In contrast, in firms with low growth opportunity, as the ratio of independent outside directors increases, managers are prohibited by the board from spending internally held cash, which instead is likely to be spent on dividends.

Finally, firm value increases in firms with higher levels of board independence and more cash holdings. In other words, as board independence increases, investors value cash holdings more highly. This indicates that the value of cash holdings differs according to the type of corporate governance.

Our findings confirm that the relationship between board independence and cash holdings in Korea, an emerging market, is different from that in the U.S., a well-developed market. More importantly, this study enables us to understand how good corporate governance enhances firm value. It shows that in firms with high board independence, the market estimates that the monitoring function of the board works effectively and that cash holdings are not exploited for managers' private benefit; instead, they are allocated efficiently according to the firm's characteristics, such as to growth opportunities. This market view is then reflected in the valuation of cash holdings, which in turn increases firm value.

Keywords Agency Cost, Board Independence, Cash Holdings, Corporate Governance, Firm Value

Ⅰ. 서 론

기업지배구조와 기업가치와의 관계에 대한 대다수의 기존연구는 지배구조가 우수한 기업일수록 기업가치가 증가한다고 주장하고 있다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2002; Shleifer and Wolfenzon, 2002; Gompers, Ishii, and Metrick, 2003; Cremers and Nair, 2005 등 다수). 이러한 기존연구는 좋은 기업지배 구조가 경영진을 효과적으로 모니터링 하여 대리인 비용을 통제하고, 동시에 기업자원을 효율적으로 배분하여 투자자들을 보호함으로써, 기업가치의 증대에 기여한다고 묵시적으로 해석하고 있다.[1)]

그러나 기업가치 증대를 위해서 좋은 기업지배구조가 중요하다는 점을 강조한 기존연구는 많지만, 정작 좋은 기업지배구조가 어떻게 기업가치 증대에 기여하는 가에 대한 구체적인 실증연구는 드물다. 다행스럽게 최근에는 이와 관련하여 기업의 여러 자원 가운데 대표적 유동자산인 현금성 자산에 초점을 두고, 기업지배구조가 현금보유의 수준 및 가치와 연관을 갖고 있으며 이를 통해 결과적으로 기업가치에 영향을 미친다는 실증분석이 활발히 행해지고 있는 추세이다. 이는 현금성 자산의 경우 경영자의 재량에 따른 통제가 용이하여 경영자의 사적이익 추구의 대상이 될 가능성이 높은 기업자원이며, 또한 전체 기업자원 중에서 현금성 자산이 차지하는 비중이 높고 이에 따라 현금성 자산의 가치는 전체 기업가치에서 중요하게 평가되고 있기 때문이다(Dittmar, Mahrt-Smith, and Servaes, 2003; Kalcheva and Lins, 2007; Pinkowitz, Stulz, and Williamson, 2006; Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Harford, Mansi, and Maxwell, 2008).[2)]

이러한 현금성 자산에 관한 최근 연구들은 기업의 현금 보유와 관련하여 대리인 비용이 발생할 수 있다는 관점에서 기업의 현금보유에 대한 기업지배구조의 영향을 주로 분석하고 있다. 먼저 Dittmar et al.(2003), Pinkowitz et al.(2006), 그리고 Kalcheva and Lins (2007) 등은 기업지배구조 수준이 낮을수록 현금보유 수준이 높게 나타나며, 이러한 관계는

---

1) 수많은 기존연구는 최대주주 또는 경영자가 사적이익을 향유하기 위해 기업자원을 유용할 때 투자자들의 이익이 감소되고 기업가치가 할인된다는 점을 증명하면서 대리인 문제를 지적하고 있다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2002; Durnev and Kim, 2005 등 다수). 대리인 이론에 따르면 기업가치 할인의 수준은 최대주주 또는 경영자에 의한 잠재적인 사적이익 추구행위를 모니터링하고 통제할 수 있는 기업지배구조의 효율성과 최대주주 또는 경영자가 사적이익을 향유하기 위해 쉽게 유용할 수 있는 기업자원의 양에 의해 결정된다(Frésard and Salva, 2010).

2) 총자산에서 현금성 자산이 차지하는 비율이 연도별 및 기업별로 차이가 나겠지만, 본 연구에서 사용된 표본에서 총자산 대비 현금성 자산비율의 평균값은 10.25%로 나타났다.

투자자보호가 취약한 국가에서 더욱 부각되고 있다고 주장한다. 이는 기업지배구조 수준이 취약할 경우 경영자의 사적이익 추구 행위를 효과적으로 모니터링하기 어렵기 때문에, 이때 경영자는 사적이익을 추구하고자 재량적으로 통제가 용이한 현금성 자산을 기업 내부에 축적할 유인이 크다는 점을 시사하고 있다. 그런데 이러한 연구결과들은 세계 여러 국가 중 표본 국가를 택하여 이 표본 국가들의 개별적 자료들을 구한 후 이를 풀링(pooling)한 자료를 이용하였기 때문에 전세계 수준에서의 기업지배구조 수준과 현금보유 수준과의 관계에 대한 평균적인 결과라는 한계점을 내포하고 있다. 즉 법, 제도, 문화가 동일한 단일 국가 내에서의 개별기업 간 지배구조의 횡단면적 차이의 중요성을 명확히 파악하기 힘들다는 문제점이 있다.

따라서 국가별 특성에 따라 기업지배구조 양상과 수준은 다를 것이기 때문에 단일 국가 내에서의 기업 현금 보유에 대한 기업지배구조의 영향을 살펴보는 것이 보다 중요하다고 여겨지며, 그 결과를 국가별로 비교해 보는 것도 의미가 있을 것이다. Harford et al.(2008)은 단일 국가에 관한 연구로서 미국에서의 상장기업만을 대상으로 실증분석하면서 기업지배구조 수준이 낮은 기업일수록 낮은 수준의 현금보유를 한다는 주장을 하고 있다. 이러한 주장은 여러 국가별 자료를 풀링하여 이용한 기존의 연구 결과와는 상반된다. 이에 대해 Harford et al.(2008)은 투자자보호 수준이 높은 미국에서 지배구조가 취약한 기업의 경우 현금보유 수준이 높으면 시장의 관심이 높아지게 되는데, 경영자는 이러한 시장의 관심을 회피하고자 비효율적인 투자를 통해 현금보유 수준을 낮게 유지하려는 경향이 있다고 설명하고 있다. 또한 이들은 이러한 결과에 대해 기업 차원의 내부지배구조보다 국가 차원의 투자자 보호 제도(외부지배구조)가 대리인 비용을 경감시키는데 상대적으로 더 중요하다는 점을 강조하고 있다.

하지만 Harford et al.(2008)의 연구에서와 같이 국가 차원의 투자자보호 수준이 전반적으로 우수한 선진시장을 대상으로 한 실증분석만을 가지고서는 외부지배구조 효과로 인해 내부지배구조의 효과가 상쇄될 수 있어 기업지배구조의 효과를 일반적으로 그리고 명확히 해석하는 데에는 제한적일 수 있다. 왜냐하면 투자자보호 수준이 낮은 이머징 마켓의 경우 외부지배구조의 효과가 상대적으로 열악하여 내부지배구조의 효과가 중요한 의미를 가질 수 있고, 이러한 효과는 선진시장의 내부지배구조 효과와 달리 나타날 수 있기 때문이다. 따라서 전 세계 국가를 대상으로 한 연구 및 선진시장에 대한 연구와 함께 이머징 마켓에

대한 연구가 같이 이루어져야만 현금보유에 대한 기업지배구조 효과를 보편적으로 균형 있게 해석할 수 있을 것이다. 하지만 아직 이머징 마켓을 대상으로 하여 현금보유와 관련한 기업지배구조의 효과를 분석한 연구는 찾아보기가 어렵다.

이런 차원에서 본 연구는 기업지배구조와 현금보유에 관한 상이한 최근 연구결과에 흥미를 갖고, 기존연구와는 달리 이머징 마켓을 대표할 수 있는 한국을 표본 국가로 삼고 한국의 상장기업을 대상으로 기업지배구조와 현금보유와의 연관성에 대하여 실증분석을 행하고자 한다. 한국은 지난 1997년 외환위기 이후 법적 또는 제도적으로 사외이사 제도를 도입하여 이사회의 독립성을 강화하는 등 국가 차원에서 투자자 보호 제도를 크게 선진화시켜 왔으며, 그 결과 실제적으로 상장기업의 지배구조가 크게 개선되어 왔지만 기업별 지배구조의 수준은 상장기업마다 차이를 보이고 있다. 따라서 이러한 한국의 상장기업은 기업지배구조의 효과를 실증적으로 분석하는 데 최적의 연구표본이 될 수 있다고 판단된다.

이러한 실증연구를 위해서는 지배구조 수준을 나타내는 대리변수로서 어떤 변수를 사용할 것인가가 중요한데, 본 연구에서는 기존연구와 달리 기업지배구조의 핵심인 이사회 독립성을 기업지배구조 수준의 대리변수로 사용하고 있다.[3] 왜냐하면 이사회는 경영진을 모니터링하고 동시에 전략적인 경영의사결정을 수행함으로써 기업지배구조에서 핵심적인 역할을 담당하고 있기 때문이다. 또한 이사회가 수행하는 주요 경영의사결정 중의 하나가 기업자원을 효율적으로 배분하여 투자자의 이익을 보호하고 기업의 가치를 제고시키는 것인데, 기존의 많은 연구에서는 이사회가 이러한 기능을 효율적으로 수행하기 위해서는 독립성이 중요하다고 강조하고 있기 때문이다(Weibach, 1988; Jensen, 1993; Core, Holthausen, and Larcker, 1999; Dahya, Dimitrov, and McConnell, 2008 등 다수). 이사회의 독립성을 측정하기 위하여 본 연구에서는 기존의 많은 연구에서 사용하였던 사외이사 비율 외에 독립적 사외이사 비율을 산출하여 사용하고 있으며, 이를 위해 2001년부터 2010년까지 10년간에 걸쳐 한국 상장기업의 개별 사외이사와 관련된 방대한 자료를 수집하였다. 수집된 자료에 기초하여 사외이사의 개인별 학력과 과거경력을 중심으로 법률상의 사외이사 자격요건 보다

3) 기업지배구조 수준의 대리변수로 국가별 비교 연구에서는 국가별 법체계(legal system across countries), 자본시장 발달 수준(capital market development measures), 소유구조(Ownership Structure), 기업지배구조 지수(Corporate Governance Index) 등을 이용하고 있다. 그리고 미국 상장 기업을 대상으로 수행된 실증연구에서는 주로 Gompers, Ishii, and Metrick(2003)과 Bebchuk, Cohen, and Ferell(2009)이 개발하여 제시한 기업지배구조 지수를 사용하고 있다.

엄격한 기준을 설정함으로써 전체 사외이사를 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사로 구분하고 독립적 사외이사 비율과 비독립적 사외이사 비율을 산출하였다.[4] 이러한 방법을 통해 본 연구는 각각의 비율이 의미하는 효과를 실증적으로 분석함으로써 독립적 사외이사의 중요성을 증명하고, 이를 통해 이사회 독립성의 효과는 독립적 사외이사에 기인한다는 점을 강조하고 있다.

구체적으로 본 연구에서는 다음과 같은 세 가지 점에 대한 실증적 증거를 제시하고자 한다. 첫째, 한국의 상장기업에서 지배구조(이사회의 독립성) 수준에 따라 현금보유의 수준이 달라지는가?, 둘째, 한국의 상장기업에서 지배구조(이사회의 독립성) 수준에 따라 현금성 자산이 효율적으로 배분되고 있는가?, 셋째 한국의 상장기업에서 지배구조(이사회의 독립성) 수준에 따라 보유현금의 가치가 달라지고 결과적으로 기업가치에 영향을 미치는가?

먼저, 본 연구의 첫 번째 연구주제(research question)는 한국 상장기업 경영자의 사적이익 추구 행위의 유형을 살펴보는데 도움이 될 것이다. 왜냐하면 사적이익을 추구하고자 하는 경영자(self-interested managers)가 창출된 현금성 자산을 기업 내부에 유보할지 아니면 비효율적인 투자를 위해 지출할지에 따라 현금보유 수준이 달라질 것이기 때문이다. 실증분석 결과에 따르면 이사회의 독립성이 높을수록 기업의 현금보유 수준은 낮고, 현금유출의 규모는 크게 나타났다. 이는 사적이익을 추구하기 위해 재량적으로 통제가 용이한 현금성 자산을 기업 내부에 축적하고자 하는 경영자의 유인이 이사회의 독립성이 높을수록 효과적으로 통제되고 있음을 시사한다. 이러한 본 연구의 결과는 기존연구들 중에서 국가별 자료를 취합해 기업지배구조 수준과 현금보유 수준 간의 관계를 분석한 연구결과와는 일치하지만(Dittmar et al., 2003; Kalcheva and Lins, 2007; Pinkowitz et al., 2006), 미국 상장기업만을 대상으로 연구를 실시한 Harford et al.(2008)의 연구결과와는 상반되는 결과이다. 이는 투자자보호 수준이 높아 시장의 감시 메커니즘이 우수한 미국 시장과 달리 상대적으로 시장의 감시 메커니즘이 덜 발달한 한국에서는 기업 내부의 지배구조 수준 특히 이사회의 독립성 수준에 따라 대리인 비용이 효과적으로 통제되고 있음을 시사한다.

다음으로, 본 연구의 두 번째 연구주제는 이사회의 독립성이 이사회가 현금성 자원의 효율적 배분과 활용을 위하여 경영진을 모니터링하며 동시에 합리적인 경영의사결정을 통해 기업

4) 본 연구에서 사용된 자료는 사외이사와 관련된 지금까지의 연구에서 사용된 자료와 차별화되며 가치있는 자료(unique and valuable data)라고 평가할 수 있다.

가치를 제고하고자 하는데 영향을 미칠 것으로 예상된다는 점에서 그 연구의의가 있다.[5] 본 연구에서는 성장기회라는 기업특성에 따라 현금성 자산의 배분 형태를 설명하기 위해 표본을 고성장기회 기업군과 저성장기회 기업군으로 구분하여 투자와 배당에 미치는 이사회 독립성의 영향을 분석하고 동시에 성장기회 및 이사회의 독립성에 따른 현금성 자산의 배분 형태를 분석하였다. 실증분석 결과에 따르면 이사회의 독립성이 높을수록 성장기회가 높은 기업에서는 투자를 실시할 가능성이 높으며, 반대로 성장기회가 낮은 기업에서는 배당을 실시할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 그리고 성장기회에 따라 이사회 독립성과 현금보유 수준 간의 상호작용 효과가 투자와 배당에 미치는 효과를 분석한 결과에 따르면 투자의 경우에는 통계적으로 명확한 결과를 확인하기 어려웠지만, 배당의 경우 성장기회가 높은 기업군에서 비독립적인 사외이사 비율(이사회의 우호성)이 높을수록 내부에 보유중인 현금을 투자에 활용하지 않고 배당을 실시함으로써 기업의 성장기회 옵션을 효율적으로 활용하지 못하고 있음을 확인할 수 있었다. 반면 성장기회가 낮은 기업군에서는 독립적인 사외이사의 비율(이사회의 독립성)이 높을수록 이사회가 기업 내부에 보유 중인 현금을 사적이익을 향유할 목적으로 경영자가 사용하지 못하게 규율함과 동시에 내부 보유현금을 주주들에게 배분할 가능성이 높은 것으로 나타났다.

마지막으로, 본 연구의 세 번째 연구주제는 이사회의 독립성 수준에 따라 현금성 자산에 내재된 대리인 비용에 차이가 나타나는지를 분석한다는 점에서 의의가 있다. 현금성 자산은 기업의 주요 자산 중 하나이고 직접적으로 기업의 가치평가에 반영되지만, 보유 현금에는 잠재적인 대리인 비용이 내재되어 있어서, 대리인 비용을 통제할 수 있는 수준에 따라 보유현금의 가치는 달리 평가되어 질 것으로 예상된다. 기업지배구조와 현금보유 수준간의 관계에 대한 기존연구들은 분석 대상이 되는 표본 국가와 표본기간에 따라 서로 상반된 결과를 제시하고 있지만, 흥미롭게도 현금성 자산에 내재된 대리인 비용에 대해서는 공통적인 분석결과를 제시하고 있다. 즉, 기업지배구조 수준이 낮을수록 경영자의 사적이익을 위한 비효율적 투자로 인해 대리인 문제가 발생할 가능성이 높으며, 이에 따라 보유현금에 대한 가치가 평가절하 된다는 점을 지적하고 있다(Pinkowitz et al., 2006; Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Harford et al., 2008). 이는 기업지배구조 수준이 낮은 기업의 경우 경영자에 의해 현금성 자산이 유용될 가능성이 높으며, 이에 따라 시장에서는 유동자산에

5) 내부 자원의 효율적 활용을 결정하는 것이 기업지배구조의 핵심인데(Jensen, 1986), 경영자와 이사회는 기업 내부의 현금성 자원을 주주들에게 배분할지, 성장을 위해 투자를 수행할지 아니면 내부에 유보할지에 대해 전략적 의사결정을 수행한다.

대한 평가를 절하하게 되는 것을 의미한다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and R. Vishny, 2000; Pinkowitz et al., 2006). 즉 취약한 기업지배구조와 관련된 기업가치 평가절하의 주요 원인은 투자자들에 의한 유동 자산 가치의 평가절하로 구체화될 수 있는데(Frésard and Salva, 2010), 본 연구에서는 이러한 점을 감안하여 이사회의 독립성 수준과 보유현금의 상호작용이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석함으로써 대리인 비용이 보유현금의 가치를 감소시킨다는 것을 보여주고자 한다. 실증분석 결과에 따르면 이사회 독립성의 수준이 높고 기업 내부의 현금 보유 수준이 높은 기업일수록 기업가치가 높게 나타났다. 즉 이사회 독립성의 수준이 높을 수록 기업 내부의 보유현금에 대해 투자자들은 가치를 높게 평가하는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조 수준에 따라 기업 내부에 보유중인 현금성 자산의 가치가 달라진다는 점을 시사하고 있다.

이러한 연구결과를 종합해 보면 본 연구는 이사회의 독립성과 기업의 현금보유 수준과의 관계가 이머징 마켓인 한국에서는 선진국인 미국에서의 경우와는 달리 나타나고 있음을 확인시켜 주고 있고, 더욱 중요한 점은 좋은 기업지배구조가 어떻게 기업가치를 제고시키는가를 파악할 수 있게 해 주고 있다. 즉, 본 연구는 이사회의 독립성 수준이 높은 기업일수록 이사회의 모니터링 기능이 효과적으로 작동하여 기업의 현금성 자원이 경영자의 사적이익 향유 목적으로 유용되지 않고, 성장기회와 같은 기업특성에 적합하게 효율적으로 배분될 것이라는 시장의 평가가 보유현금의 가치에 높게 반영되어 그 결과 기업가치가 높게 나타난다는 점을 실증적으로 보여주고 있다.

본 연구는 기업지배구조 수준의 대리변수로 독립적 사외이사 비율의 변수를 이용하였다는 점 이외에도 기존연구와는 다음과 같은 점에서 차별화되는 학문적 의의를 가진다. 기존의 많은 연구는 현금보유의 가치보다는 현금보유 수준에 초점을 두고 있는데 반해, 본 연구는 이사회의 독립성이 낮으면 자원 배분의 의사결정이 효율적이지 않아 현금성 자산을 비효율적으로 활용할 가능성이 높기 때문에, 현금 보유의 가치가 이사회의 독립성 수준에 따라 달리 나타나고 있음을 보여주고 있다. 이는 현금 보유에 관한 기존연구를 또 다른 측면에서 지지하고 보완한다는 점에서 학문적 의의가 있다고 본다. 다음으로, 최근의 기존연구에서는 이사회의 독립성이 높을수록 기업가치가 높다는 실증분석 결과를 보이고 있는데, 본 연구는 기존연구의 결과를 보완하는 측면에서 기업자원의 효율적 배분이라는 이사회의 기능에 초점을 맞추어 이사회의 독립성이 어떻게 기업가치 제고에 기여하는가를 규명하고 있다는

점에서도 그 의의를 찾을 수 있다고 본다. 또한 본 연구는 기업자원의 가치를 보존하고 제고시키기 위해서 사외이사 비율 증대라는 이사회의 형식적 독립성 보다는 이사회의 실질적 독립성 개선이 중요하다는 점을 강조하고 있어 기업지배구조 관련 연구에 기여하고 있다.

아울러 본 연구는 외환위기 이후 현재까지 기업지배구조 및 이사회 독립성 개선에 노력을 많이 하고 있고 그 노력의 성과가 기업마다 달리 나타나고 있는 한국을 대상으로 상장기업들의 상이한 기업별 특성으로 인한 효과를 실증적으로 분석하고 있다는 점에서 주로 미국을 대상으로 하거나 또는 여러 국가별 자료를 취합하여 분석을 수행한 기존연구와 차별화 되는 의의를 가진다. 즉 기존연구와 달리 본 연구는 투자자보호 제도와 관행이 선진 시장에 비해 상대적으로 열악한 이머징 마켓에서 기업의 내부지배구조에 대한 횡단면 차이의 효과를 검증한다는 점에서 관련 연구에 기여하고 있다. 또한 본 연구는 시장기능 및 투자자 보호 제도와 같은 외부지배구조가 상대적으로 열악한 한국과 같은 이머징 마켓에서는 기업의 내부지배구조로서 이사회의 독립성 수준이 경영자의 사적이익 추구행위를 방지할 수 있는 지표로 받아들여질 수 있다는 점을 보여주고 있다는 점에서 이론적 및 실무적 의의가 크다. 요컨대 본 연구 결과는 한국을 비롯한 이머징 마켓의 기업지배구조 의의와 효과는 선진국과 다를 수 있다는 근거를 제시하였다는 점에서 관련 연구에 공헌하고 있으며, 이는 기업지배구조의 효과를 분석하는 연구와 기업지배구조 개선을 위한 정책을 개발할 경우에 국가별 특성을 고려할 필요가 있다는 점을 시사한다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제 Ⅰ장의 서론에 이어 제 Ⅱ장에서는 본 연구와 관련된 기존연구를 살펴보고, 제 Ⅲ장에서는 표본선정, 변수측정 및 연구방법에 대해 설명한다. 제 Ⅳ장에서는 주요변수들의 기초통계량을 제시하고, 실증분석 결과를 설명한다. 다음으로 제 Ⅴ장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

Ⅱ. 기존연구

1. 현금보유 수준과 대리인 비용

전통적 재무이론에서는 완전자본시장 하에서 현금성 자산으로 인한 기업가치의 변화는

없다고 설명한다(Modigliani and Miller, 1963). 하지만 현실에서는 자본시장이 불완전하기 때문에 현금성 자산의 보유 수준에 따라 기업가치가 변화할 수 있다. 국내외에서 기업들의 현금보유 수준이 증가하면서 현금보유와 기업가치에 대한 관심이 증가하였고 이러한 견해를 토대로 많은 연구들이 이루어졌다. 기업의 현금보유에 관한 다수의 기존연구들은 절충이론(trade-off theory)과 자본조달순위이론(pecking order theory)에 기초하여 실증분석 결과들을 제시하여 왔지만(Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson, 1999; Myers and Majluf, 1984; Bigelli and Sánchez-Vidal, 2012), 최근 들어서는 기업의 현금보유와 관련해서도 대리인 비용이 발생할 수 있다는 가설에 근거한 실증분석 결과들이 제시되고 있다.

기업의 현금보유와 관련하여 절충이론과 자본조달순위이론이 재무적 관점에서 논의되었다면 기업지배구조 관점에서 접근한 이론이 대리인이론(agency theory)이다. 대리인이론은 기업의 소유와 경영의 분리로 인해 대리인인 경영자가 외부 주주의 비용으로 자신의 사적 이익을 추구할 유인을 갖게 된다는 것이다(Jensen and Meckling, 1976). Jensen(1986)은 기업 내 잉여현금흐름(free cash flow)이 과도할 때 대리인 문제가 두드러지게 나타난다고 주장하였는데 이는 경영자가 재량으로 유용할 수 있는 보유자산이 많을수록 경영자는 자신의 보상을 높이거나 NPV가 음(-)인 투자를 추진하는 것과 같은 비효율적 의사결정을 하게 되고 이는 결국 대리인 비용을 증가시켜 기업가치를 훼손하게 된다는 것이다. 즉 대리인이론 관점에서 지배구조가 우수한 기업은 보유현금에 대한 경영진의 사적이익을 통제하여 비효율적 투자를 억제시키고 자본조달 비용을 감소시킴으로서 기업가치에 긍정적으로 작용하게 된다(Pinkowitz et al., 2006; Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Albuquerue and Wang, 2008). 이러한 점에서 지배구조가 취약한 기업의 경영자는 사적이익을 향유하고자 재량으로 유용할 수 있는 현금성 자산을 기업 내부에 유보하고자 할 유인이 클 것으로 예상되며, 이는 궁극적으로 기업가치를 훼손하게 될 것이다.

이러한 대리인 문제와 기업의 현금보유 수준과의 관계에 관한 연구는 최근에 활발히 수행되고 있는데, 대부분의 연구는 기업의 현금 보유와 관련하여 대리인 비용이 발생할 수 있다는 관점에서 기업의 현금보유에 대한 기업지배구조의 영향을 분석하고 있다(Dittmar et al., 2003; Pinkowitz et al., 2006; Faleye, 2004; Kalcheva and Lins, 2007; Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Harford et al., 2008). 대표적으로 45개국의 11,000개 기업 자료를 분석하여 대리인 문제가 기업의 현금보유 수준에 영향을 미친다고 주장하고 있는 Dittmar

et al.(2003)의 연구가 있는데 이들에 따르면, 투자자 보호가 취약하여 대리인 문제가 심각할 것으로 예상되는 국가의 기업들에서 투자자 보호가 우수한 국가의 기업들보다 보유현금 수준이 약 25% 높은 것으로 나타났다. 이와 유사하게 국가별 자료를 통해 기업지배구조 수준과 현금보유 수준 간의 관계를 분석한 Pinkowitz et al.(2006)와 Kalcheva and Lins(2007)도 실증분석을 통해 기업지배구조 수준이 낮을수록 현금보유 수준이 높게 나타나고, 이러한 관계는 투자자보호가 취약한 국가에서 더 부각되고 있음을 제시하고 있다.

그런데 미국 상장기업을 대상으로 실증분석을 실시한 Harford et al.(2008)는 오히려 지배구조가 취약한 기업일수록 현금보유율을 낮추려는 유인이 크게 나타난다고 주장하여 대리인 이론을 지지하면서도 대리인 이론에 근거한 기존 연구와 다른 결론을 제시하였다. 이에 대해 Harford et al.(2008)은 투자자보호 수준이 높은 미국에서 지배구조가 취약한 기업의 경우 현금보유 수준이 높으면 시장의 관심이 높아지게 되는데, 경영자는 이러한 시장의 관심을 회피하고자 자본지출이나 기업인수 등을 통한 비효율적인 투자를 실시하여 현금보유 수준을 낮게 유지하는 경향이 있다고 설명하고 있다.[6)]

2. 대리인 비용과 현금의 가치

이와 같이 기업지배구조와 현금보유 수준간의 관계에 관한 분석 결과가 일관되게 나타나지는 않지만 현금보유에 대한 대리인 비용이 발생한다는 점에서는 공통점을 보이고 있다. 이는 기업지배구조 수준에 따라 대리인 비용의 발생 가능성이 다르고 그 결과 기업의 현금에 내재되어 있는 가치가 다를 수 있음을 시사하고 있다. 이에 대해 Pinkowitz et al.(2006)와 Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 기업지배구조 수준이 취약하여 발생하는 대리인 비용은 보유현금의 가치를 감소시킬 수 있음을 실증분석을 통해 보여주고 있다. Pinkowitz et al.(2006)은 1988년부터 1998년까지 35개국의 자료를 이용하여 투자자보호 수준에 따른 보유현금과 기업가치 수준을 분석하였는데, 분석 결과에 따르면 투자자 보호가 취약한

6) 이와 달리 대리인 문제와 기업의 현금보유에 영향을 미치지 않는다는 연구도 있다. Mikkelson and Partch(2003)는 1986년부터 1991년까지 매년 총자산 대비 현금보유 비율이 25% 이상인 미국 기업을 대상으로 5년간의 영업성과를 비교한 결과, 경영자에 의한 대리인 문제가 기업의 현금보유 수준에 영향을 주지 않는다는 결론을 제시하였다. 또한, 1980년부터 2006년까지 13,599개의 미국 기업을 대상으로 현금보유 수준을 분석한 Bates, Kahke, and Stulz(2009)도 미국 기업의 현금보유 수준이 1980년 10.48%에서 2004년 24.03%로 2배 이상 증가한 것을 예비적 동기로 설명하면서, 미국 기업에서 나타나고 있는 현금성 자산의 증가에 대리인 문제가 영향을 미친다는 일관된 증거를 발견할 수 없다고 보고하였다.

국가일수록 그렇지 않은 국가보다 보유현금에 대한 최대주주의 사적이익 추구 유인이 커져 현금보유가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 실증 결과를 제시하였다. 1990년부터 2003년까지의 미국 상장기업 1,952개 기업 자료를 사용하여 기업지배구조 수준과 현금보유의 가치를 분석한 Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 지배구조가 취약한 기업의 추가된 1달러의 현금가치는 $0.42~$0.88인 반면, 지배구조가 우수한 기업은 약 2배 정도 더 높은 것으로 나타났으며 지배구조가 좋지 않은 기업일수록 보유현금을 빨리 소비할 뿐만 아니라 현금을 비효율적으로 사용하여 기업가치에 부정적인 영향을 준다는 결과도 발견하였다. 반면, 지배구조가 좋은 기업일수록 보유현금으로 인한 대리인 비용이 감소함으로써 장기적인 기업성과도 더욱 좋아진다고 보고하였다.[7] 그리고 경영자가 사적이익을 향유할 목적으로 보유현금을 사용하고자 하는 경영자의 유인을 기업지배구조가 어떻게 완화시킬 수 있는 지를 미국 시장에 교차 상장한 기업을 대상으로 연구한 Frésard and Salva(2010)는 기업지배구조가 보유현금에 내재된 대리인 비용을 감소시키는 효과가 있음을 보여주고 있는데, 이는 보유현금의 가치가 기업지배구조 및 모니터링 수준에 따라 달라질 수 있음을 의미한다.[8]

이상과 같이 기업 내부의 현금자원과 관련하여 대리인 문제를 분석하였던 기존 연구들에서는 대리인 문제의 대용변수로 경영자 지분율 등 일부 소유구조의 특성에 초점을 맞추거나(Mikkelson and Patch, 2003; Kalcheva and Lins, 2007), 기업의 지배구조 점수를 이용하여 분석하였다(Gompers et al., 2003; Harford et al., 2008; 박순홍, 연강흠, 2009). 이와 달리 본 연구에서는 경영자의 사적이익 추구 행위를 직접적으로 모니터링하고 전략적 경영의사결정을 수행하는 이사회의 독립성에 초점을 맞추어 기업의 현금보유 수준과 현금자원의 효율적 배분 및 가치에 대해서 분석을 수행하고 있다.

3. 이사회의 독립성과 기업가치

이사회는 기업지배구조의 내부통제장치로 경영진의 견제 및 감시 역할을 담당하는데 이사회가 효율적으로 작동하게 된다면 경영진 견제가 효과적으로 이루어져 경영자의 사적이익 추구를 위한 비효율적 의사결정을 통제하게 될 것이다. 이사회의 독립성이 기업

7) 기업지배구조와 투자 간의 관계를 분석한 최근의 연구에 따르면 기업지배구조가 취약할수록 과대투자가 발생하여 기업가치를 훼손시키는 것으로 나타났다(Albuquerue and Wang, 2008).

8) Frésard and Salva(2010)의 연구 결과에 따르면 미국 기업에 교차된 상장된 외국 기업이 보유 중인 현금의 가치는 자국에 상장되어 있는 비교 기업보다 약 3배 높게 나타났다.

가치에 미치는 효과를 분석한 연구로 Yermark(1996)의 연구가 대표적인데, Yermark (1996)은 사외이사 비율이 높을수록 이사회가 독립적이고, 이사회의 독립성이 높을수록 효율적으로 경영진을 견제하여 기업가치를 높인다고 주장하였다. 또한, Core et al.(1999)는 사외이사 비율과 기업가치 사이에 양의 상관관계를 보인다는 결과를 보였다.[9][10]

이와 같이 기존의 많은 연구들에서는 이사회의 독립성을 판단하는 기준으로 사외이사들이 경영진으로부터 독립적이라는 가정하에 이루어지고 있다. 하지만 최근에는 사외이사의 독립성에 대한 의문이 제기되고 있는데 만약 사외이사들이 비독립적이라면 사외이사의 비율이 높다 하더라도 이사회의 독립성이 높지 않을 것이며 따라서 이사회가 이론적으로 제 기능을 다하지 못할 것이다. 이 경우 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대리 변수로 사용한 기존의 실증 연구는 편의를 가질 수밖에 없다. 이러한 관점에서 사외이사가 비독립적일 수 있다는 전제하에 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사를 구분하여 실증분석을 수행한 연구들이 최근에 이루어지기 시작하였다. 이와 관련한 대표적인 해외 연구로 Dahya et al.(2008)와 Nguyen and Nielsen(2010)이 있고, 국내에서는 강윤식, 국찬표(2012)가 있다. Dahya et al.(2008)은 22개국에서 최대주주가 있는 799개 기업을 대상으로 독립적인 사외이사 비율과 기업가치 간의 실증분석을 실시한 결과, 독립적 사외이사 비율과 기업가치 간에 양의 상관관계가 존재하는 것을 발견하였다. 특히, 주주권익을 보호하는 법체계가 약한 국가에서 독립적 사외이사의 비율과 기업가치 간의 양의 상관관계는 더 강하게 나타났다. 그리고 Nguyen and Nielsen(2010)는 1994년부터 2007년까지 미국 상장기업 사외이사의 갑작스런 죽음이 주가에 미치는 영향을 분석함으로써 독립적인 사외이사의 중요성을 살펴보았는데, 사외이사의 죽음 이후 기업가치가 약 0.85% 하락한 것으로 나타났다. 이처럼 사외이사가 기업가치에 미치는 영향은 사외이사의 독립성의 정도에 따라 다른 것으로 나타났는데 이는 독립적인 사외이사가 경영진을 효과적으로 모니터링하고 적절한 자문을 수행할 것이라는 기대감이 독립적 사외이사의 죽음으로 사라지는 것을 의미한다고 주장하였다. 국내 연구로는 Joh and Jung(2012), 강윤식, 국찬표(2012)의 연구가 있는데 이들은 사외이사를 독립적 사외이사와 우호적 사외이사로 구분하여 독립적인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다.

---

9) 반면, Hermalin and Weibach(1991), Klein(1998) 등 일부 연구에서는 사외이사 비율이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

10) 한국 상장기업의 자료를 이용하여 사외이사 비율(이사회 독립성)이 높을수록 기업가치 및 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 점을 제시한 연구도 다수 있다(Black, Jang, and Kim, 2006; Choi, Park, and Yoo, 2007; Black, and Kim, 2012; Black, Kim, Jang, and Park, 2015).

분석 결과, 독립적 사외이사의 비율이 높아 이사회의 독립성이 높은 기업일수록 기업가치가 높게 나타난 반면 우호적 사외이사 비율은 기업가치 부정적인 영향을 미치거나 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이상과 같은 기존연구를 바탕으로 하여 본 연구에서는 기존연구와 달리 기업의 현금자산에 내재되어 있는 대리인 비용을 이사회의 독립성 측면에서 분석하면서 기업지배구조와 현금자산 간의 관계를 분석한 연구 분야에 공헌하고 또한 이사회의 독립성이 기업가치에 영향을 미친다는 경로를 기업의 효율적 자원배분이라는 측면에서 증명함으로써 기업지배구조 연구 분야에 공헌하고자 한다.

Ⅲ. 표본 및 연구방법

1. 자료수집 및 표본선정

본 연구는 2001회계연도부터 2010회계연도까지 10년간을 표본기간으로 하고 있으며, 실증분석에서 사용된 표본은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종을 제외한 상장기업을 대상으로 하고 있다. 표본 선택에서 금융업종을 제외한 것은 금융업종의 규제 수준, 재무적 특성, 수익구조 등이 비금융업종과 상이하여 두 업종을 직접적으로 비교하기가 불가능하기 때문이다. 이렇게 선택된 표본 중에서 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 없어 이사회의 독립성을 측정하기가 불가능한 상장기업과 재무자료를 획득할 수 없는 상장기업은 최종 표본에서 제외하였다. 그 결과 본 연구의 실증분석에서 사용된 최종 표본은 5710개 상장기업 패널 자료이다.

그리고 실증분석에서 사용된 이사회 구성 및 사외이사의 개인별 특성(학력, 과거경력)에 관한 자료는 강윤식, 국찬표(2012)의 연구에서와 동일한 자료를 사용하고 있다. 이 자료는 주로 상장회사협의회에서 매년 편찬하는 경영인인명록에서 추출되었고, 부족한 정보는 금융감독원 전자공시 시스템에 공시되어 있는 각 기업의 사업보고서와 언론 자료 등에서 수집(hand-collected data)되었다. 이사회의 구성원인 사외이사들의 개인별 특성 정보를 분석한

동 자료는 법 규정보다 엄격한 기준으로 사외이사의 독립성을 파악할 수 있는 유용한 자료로 평가할 수 있다(강윤식, 국찬표, 2012). 이외에 실증분석에서 사용된 표본기업의 재무제표 자료, 주가 자료, 지분율 자료 등은 DataGuidePro를 통해 수집하였다.

2. 변수측정 및 연구방법

여기에서는 본 연구의 실증분석에서 사용된 주요변수에 대해 설명한다. 주요 변수의 측정에 대한 요약은 <표 1>에 제시되어 있다.

2.1 이사회의 독립성 측정

많은 기존 연구에서는 이사회 독립성의 대리변수로 사외이사가 독립적이라는 가정에 근거하여 사외이사 비율을 사용하였지만, 최근의 연구에서는 독립적 사외이사 비율이 사외이사 비율 보다 이사회 독립성의 대리변수로 더 적합함을 실증분석을 통해 증명하고 있다(Boone, Field, Karpoff, and Raheja, 2007; Dahya et al., 2008; Joh and Jung, 2012; 강윤식, 국찬표, 2012). 이러한 점을 반영하여 본 연구에서는 이사회 독립성의 대리변수로 사외이사 비율과 독립적인 사외이사 비율 모두를 사용하면서 이사회의 독립성 변수로 사외이사 비율 보다는 독립적인 사외이사 비율 변수가 더욱 타당함을 실증분석을 통해 보이고 있다. 이는 사외이사는 경영진과 독립적이다라는 이론적 설명과 달리 현실에서는 종종 비독립적인 사외이사가 존재한다는 점을 고려한 것이다. 만약 독립적 사외이사(independent outsiders)와 우호적 사외이사(friendly outsiders)가 이사회에서 수행하는 역할 및 영향력이 각기 상이하다면, 단순히 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대리변수로 하여 실증분석을 수행할 경우 두 분류의 사외이사 유효성이 상쇄되거나 왜곡되어 나타날 수 있다.

본 연구에서 독립적인 사외이사 비율 변수는 강윤식, 국찬표(2012)의 연구에서 사용된 변수를 사용하였는데, 강윤식, 국찬표(2012)의 연구에서는 사외이사의 독립성 요건을 기술하고 있는 관련 법의 내용보다 더욱 엄격한 기준을 적용함으로써 사외이사를 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사로 구분하여 각각의 비율을 계산하였다.[11] 강윤식, 국찬표(2012)의

11) 1998년 외환위기 이후 본격적으로 사외이사 제도가 도입된 한국에서는 사외이사 제도가 본연의 취지에 맞게 운영되도록 사외이사의 결격사유를 관련 법과 시행령(증권거래법 폐지 이전에는 증권거래법과 시행령, 그리고 증권거래법 폐지 이후에는 상법과 시행령)에서 규정하고 있다.

<표 1> 주요 변수들의 정의

변수명	변수 설명
Outside	사외이사 비율을 의미함
Independent	경력과 학력 측면에서 회사 또는 경영진에 독립적인 사외이사 비율을 의미함
Friend	경력과 학력 측면에서 회사 또는 경영진에 비독립적인 사외이사 비율을 의미함
Cash	기업이 보유하고 있는 현금성 자산을 의미하며 [(현금 및 현금성자산+단기 예금+단기 매매증권)/총자산]으로 계산됨
TobinQ	기업의 가치 또는 성장기회(투자기회)를 의미하는 변수로서 [(자본의 시장가치+부채의 장부가치)/자산의 장부가치]로 계산됨
Firm Size	기업규모를 의미하는 변수로서 ln(총자산)으로 계산됨
Leverage	레버리지를 의미하는 변수로서 (총부채/총자산)으로 계산됨
Sales Growth	성장성을 의미하며 과거 3년간 매출액 성장률을 의미함
CF	현금흐름을 의미하며 (영업활동으로 인한 현금흐름/총자산)으로 계산됨
CF Volatility	현금흐름의 변동성을 의미하며 CF의 과거 5년간 표준편차로 계산됨
NWC	순운전자본을 의미하며 (순운전자본/총자산)으로 계산됨
R&D	연구개발비를 의미하며 (연구개발비용/총자산)으로 계산됨
Dividend	배당금을 의미하며 (보통주 배당금/총자산)으로 계산됨
Investment	투자지출을 의미하며 (투자활동으로 인한 현금 유출액/총자산)으로 계산됨
Firm Age	기업 업력을 의미하며 ln(해당회계연도−기업설립연도)로 계산됨
Profitability	수익성을 의미하는 변수로 (EBITDA/총자산)으로 계산됨
LSH	최대주주 및 특수관계인의 지분율을 의미함
Institutional	기관투자자의 지분율을 의미함

연구에서 사외이사의 독립성을 판별하기 위해 설정된 기준은 사외이사의 개인별 학력과 과거 경력이다. 학력의 경우 외국과 달리 한국 사회에서는 학연이 갖는 특수성이 존재한다는 점을 고려한 것인데, 이는 한국 사회에서 출신학교 동문들의 경우 대부분 긴밀한 인간관계가 유지되기 때문에 경영진과 동문인 사외이사는 경영진과의 이해관계를 벗어나 객관적인 입장에서 경영진을 감시하고 견제하는 역할을 충실히 수행할 것이라고 기대하기 어렵다는 점을 의미한다. 이에 따라 현 경영진과 동일 고등학교 출신이거나 동일 대학(원)의 동일 학과 출신이면 비독립적인 사외이사로 분류하였다. 그리고 과거 경력의 경우 관련 법규에서는 사외이사의 독립성 요건으로 냉각기간을 명시하고 있는데, 강윤식, 국찬표(2012)의 연구에서는 사직 이후 냉각기간을 고려하지 않고 과거에 당해 회사 및 계열회사의 임직원이었던 자면 비독립적인 사외이사로 분류하였다. 이는 일반적으로 당해 회사 및 계열회사의 임직원이었던 자는 시간이 흐르더라도 회사에 대한 충성도가 변하지 않을 것이기 때문에, 사외이사로서 경영진에 대한 효과적인 감시나 견제를 할 수 없어 독립성이 담보될 수 없다는 점을 고려한 것이다.

이와 같이 관련 법의 내용보다 엄격한 기준을 설정하여 사외이사의 독립성을 분석하는 것은 법규 상의 자격 기준을 충족하더라도 사외이사가 회사 또는 경영진과 직간접적인 관계가 있는 경우 독립적인 사외이사라고 평가할 수 없기 때문이다. 이러한 기준에 따라 표본기업의 전체 사외이사를 독립적인 사외이사와 비독립적인 사외이사로 분류하였고 이를 통해, 사외이사 비율(사외이사 수/이사회 규모, Outside), 독립적 사외이사 비율(독립적 사외이사 수/이사회 규모, Independent), 비독립적 사외이사 비율(비독립적 사외이사 수/이사회 규모, Friend)을 계산하였다.

2.2 주요 변수 및 통제변수의 측정

본 연구에서는 기업이 보유하고 있는 현금성 자산을 경영자가 직접적으로 통제하기 용이한 대표적 기업 자원으로 인식하고 있다. 실증분석에서 사용된 현금성 자산 수준의 변수(Cash)는 기존연구와 동일하게 현금, 현금성자산, 단기예금 및 단기 매매증권의 합(the sum of all cash and marketable securities)을 총자산으로 나눈 값으로 계산된다(Harford et al., 2008; 박순홍, 연강흠, 2009).

기업가치의 대리변수로는 많은 기존연구에서와 같이 총부채의 장부가치와 자기자본의 시가총액의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값인 토빈의 Q(TobinQ)가 사용되었다. 토빈의 Q는 기업가치의 대리변수 외에 기업의 성장기회 또는 투자기회의 대리변수로도 활용된다(Gaver and Gaver, 1993; Goyal, Lehn, and Racic, 2002 등 다수). 이에 따라 본 연구에서는 장부가 대비 시장가(market to book) 비율인 토빈의 Q를 기업가치와 성장기회의 대리변수로 사용하였다.

본 연구에서는 기업 내부에 보유 중인 현금성 자산이 어떻게 배분되는가를 살펴보기 위하여 투자지출과 배당지출을 고려하고 있다. 투자지출(Investment)을 보여주는 대리변수로 본 연구에서는 총자산 대비 투자활동으로 인한 현금유출액 비율을 사용하고 있으며, 배당지출(Dividend)의 대리변수로는 총자산 대비 보통주 배당금 총액의 비율을 사용하였다.

또한 본 연구에서는 기존의 연구에 근거하여 다양한 기업특성 변수를 통제변수로 하여 가설 검증을 위한 각 연구모형에 포함시켰다. 통제변수로 기업규모(Firm Size)의 대리변수는 총자산의 자연로그 값이며, 레버리지(Leverage)는 총자산 대비 총부채 비율이다. 기업의 성장성(Sales Growth) 변수는 과거 3년간의 매출액 성장률로 측정하였으며, 기업의 수익성

(Profitability) 변수는 총자산 대비 EBITDA의 비율로 측정하였다. 그리고 현금흐름(CF) 변수는 총자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름의 비율이며, 현금흐름 변동성(CF Volatility) 변수는 현금흐름의 과거 5년간 표준편차이다. 순운전자본(NWC) 변수는 총자산대비 순운전자본의 비율이고, 연구개발비(R&D) 변수는 총자산 대비 연구개발비용 비율이며, 기업업력(Firm Age) 변수는 기업설립 연도에서 해당회계연도를 차감한 설립년수의 자연로그 값이다. 그리고 본 연구에서는 소유구조를 보여주는 변수로 최대주주 및 특수관계인 지분율(LSH)과 기관투자자 지분율(Institutional)을 고려하고 있다. 이외에 본 연구에서는 연도별 및 산업별 특성이 미치는 영향을 통제하기 위하여 각 연구모형에 연도 더미와 산업 더미를 포함시켰다. 산업분류는 한국거래소에서 분류하는 주식업종에 따른다.

2.3 연구방법

본 연구에서 사용된 표본은 10년간에 걸친 5710개 상장기업 패널 자료이다. 이에 따라 pooled regression model과 함께 패널 자료의 횡단면적인 특성과 시계열적 특성을 동시에 고려할 수 있는 랜덤효과 모형(random effects model)과 고정효과 모형(fixed effects model)을 이용하여 실증분석을 수행하였지만, 3가지의 모형을 통해 추정된 계수 값의 대부분은 부호와 유의성 측면에서 일관된 결과를 보였다. 하지만 모형간의 비교를 위해 다양한 검증통계량을 통해 분석해 본 결과에 따르면 3개의 모형 중에서 고정효과 모형이 가장 효율적인 것으로 나타나 본 연구에서는 주로 고정효과 모형을 통해 산출된 추정치를 제시하고 실증결과를 해석한다.[12] 고정효과 모형을 사용하면 관측되지 않은 기업특성으로 인해 발생할 수 있는 편의를 줄일 수 있는 장점이 있다. 아울러 본 연구에서는 clustered standard error 추정법을 통해 패널 그룹 내에서 잔차 간 서로 독립이라는 가정을 완화하여 표준오차를 계산함으로써 잔차 간 상관성으로 인한 편의를 크게 줄였다. 그리고 각각의 가설을 검증하기 위해 설정된 연구 모형은 아래와 같다.

$$DV_{it} = \alpha + \beta_1 EV_{it} + \sum_k \beta_k X_{kit} + \mu_{it}$$

12) 모형 간의 비교를 위하여 F 검증 통계량에서는 pooled regression model 보다 고정효과 모형(fixed effect models)이 더 효율적인 모형으로 나타났으며, Breusch-Pagan의 LM(Lagrangian Multiplier) 검정 통계량을 구해 본 결과에서는 pooled regression model 보다 랜덤효과 모형(random effect models)이 더 효율적인 모형으로 나타났다. 그리고 하우스만 검증(Hausman Specification Test) 결과에서는 '개별특성효과와 독립변수는 상관관계가 없다'라는 귀무가설이 기각되어 고정효과 모형의 추정 량이 일치추정량이 되는 것으로 나타났다.

DV_{it}는 가설 검증을 위한 각 모형의 종속변수로서 t연도 i기업의 현금보유 수준(Cash), 현금보유수준 변화(△Cash), 투자활동으로 인한 현금유출(Investment), 보통주 총 배당금(Dividend), 기업가치(TobinQ) 등을 의미하며, EV_{it}는 본 연구에서 종속변수와의 관계를 보고자 하는 주요 설명변수로서 t연도 i기업의 이사회 독립성 수준(Outside, Independent, Friend) 및 이사회 독립성 수준과 설명변수간의 교차 변수를 의미한다. 주요 설명변수는 내생성 문제를 통제하기 위해 필요한 경우 연구모형에 따라 1시차 전의 값을 가지기도 한다. 그리고 X_{kit}는 k개의 t연도 i기업의 특성 변수이다.

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 기초통계 분석

본 장에서는 실증분석 결과를 보고한다. 우선 <표 2>에 따르면 상장기업의 이사회 내 사외이사 비율(Outside)은 평균 32.68%로 나타나고 있으며, 사외이사들 중에서 당해기업의 경영진과 학연관계에 있거나 과거에 당해기업의 임직원이었던 자로서 경영진과 비독립적인 사외이사의 비율(Friend)은 평균 8.58%로 나타났으며, 이와 달리 경영진과 독립적인 사외이사의 비율(Independent)은 24.08%로 나타났다. 본 연구에서는 관련 법률 상의 자격요건에 따라 선임된 사외이사에 대해 추가적으로 두 가지의 기준을 제시함으로써 사외이사의 독립성을 더욱 엄격히 판단하고 있는데, 본 연구에서 제시된 독립성 기준 이외에도 사외이사의 독립성을 판단할 수 있는 기준이 추가적으로 더 존재할 수 있다.[13] 따라서 본 연구에서 분류된 비독립적인 사외이사의 비중이 실제로는 더 높을 수 있다.

그리고 총자산 대비 현금보유 비율(Cash)의 평균은 10.25%로 나타났으며, 이 값은 국내기업을 대상으로 한 기존 연구와 유사한 결과이며(박순홍, 연강흠, 2009), 미국 상장기업의 총자산 대비 현금보유 비율인 8~10.5% 와도 유사한 결과이다(Opler et al., 1999; Foley, Hartzell, Titman, and Twite, 2007). 또한 본 연구의 주요변수인 이사회 독립성 변수들과

13) 전략적 업무제휴나 법률자문 등 공개되지 않은 이해관계를 파악하는 것은 사실상 어렵기 때문에 현실적으로 독립적인 사외이사를 정확하게 파악할 수는 없다.

총자산 대비 현금보유 비율의 최대값과 최소값의 범위가 넓게 분포되어 있어 기업별 이사회의 독립성 특성이 다양하게 나타나고 있음을 <표 2>을 통해 알 수 있다.

<표 2> 주요 변수들의 기초 통계량

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 주요변수들에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있다.

변수	평균값	중위수	최소값	최대값	표준편차
Outside	0.3268	0.2857	0.0000	0.9000	0.1267
Independent	0.2408	0.2500	0.0000	0.9000	0.1496
Friend	0.0858	0.0000	0.0000	0.6667	0.1174
Cash	0.1025	0.0703	0.0000	0.7949	0.1032
TobinQ	1.0188	0.8663	0.1841	26.8097	0.6971
Firm Size	19.4331	19.1824	13.8092	25.3978	1.5353
Leverage	0.4918	0.4693	0.0094	26.4768	0.4663
Sales Growth	0.1408	0.0751	−0.4562	5.7076	0.5114
CF	0.0401	0.0475	−6.1554	15.9793	0.2721
CF Volatility	0.0688	0.0547	0.0000	1.2324	0.0673
NWC	0.1424	0.1338	−6.9019	0.7611	0.2041
R&D	0.0131	0.0042	0.0000	2.1592	0.0378
Dividend	0.0085	0.0054	0.0000	0.2904	0.0132
Investment	0.2441	0.1299	−0.0497	9.1433	0.4236
Firm Age	3.4175	3.5553	0.0000	4.7362	0.6848
Profitability	0.0686	0.0742	−3.1310	0.9434	0.1213
LSH	0.4025	0.4002	0.0000	0.9998	0.1728
Institutional	0.0290	0.0000	0.0000	0.7978	0.0801

다음으로 주요 변수들의 연도별 평균값 추이를 정리한 <표 3>에 따르면 2001년 이후부터 최근까지 이사회에서 사외이사의 비율이 완만하지만 지속적으로 증가하고 있으며, 사외이사들 중에서도 독립적인 사외이사의 선임이 증가하고 있음을 알 수 있다. 이러한 추이는 우리나라에서 사외이사 제도가 의무화된 1998년 이후부터 최근까지 제기되고 있는 사외이사의 독립성에 대한 문제 인식에 대해 상장기업에서 선임되는 사외이사의 독립성이 조금씩 개선되고 있음을 증명하고 있다(강윤식, 국찬표, 2012). 연도별 총자산 대비 현금보율 비율은 평균 적으로 10% 내외의 범위에서 변동하면서 특별한 추이를 보이지 않으며, 총자산 대비 투자지출 비율은 전반적으로 감소하고 있고, 총자산 대비 보통주 배당금 총액 비율은 규모가 크지는 않지만 전반적으로 상승하는 추세를 보이고 있다. 한편 이사회 독립성의 변화 추이는

연도별로 완만하게 상승하고 있지만, 총자산 대비 현금성자산의 연도별 비율이 보여주는 변동성은 상대적으로 높게 나타나고 있다. 이러한 두 변수간의 변동성 차이는 이사회의 독립성 수준이 현금성자산의 보유수준 및 가치에 미치는 영향에 대해 통계적으로 유의한 분석을 가능하게 한다.

<표 3> 주요 변수들의 연도별 평균값 추이

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 주요변수들에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있다.

변수	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Outside	0.2869	0.2921	0.3045	0.3172	0.3295	0.3344	0.3372	0.3485	0.3513	0.3544
Independent	0.2130	0.2088	0.2172	0.2304	0.2391	0.2503	0.2535	0.2626	0.2652	0.2756
Friend	0.0740	0.0833	0.0873	0.0868	0.0905	0.0841	0.0836	0.0859	0.0850	0.0788
Cash	0.1022	0.1032	0.1029	0.1001	0.1077	0.1086	0.1032	0.0944	0.1051	0.0986
Dividend	0.0060	0.0075	0.0079	0.0094	0.0099	0.0097	0.0097	0.0073	0.0084	0.0091
Investment	0.2982	0.2704	0.2458	0.2474	0.2269	0.2752	0.2351	0.2354	0.2181	0.1994

그리고 주요 변수들 간의 상관계수를 분석한 결과에 따르면 총자산 대비 현금보유 비율은 사외이사 비율, 독립적 사외이사 비율, 비독립적 사외이사 비율 모두와 음의 상관관계를 보이고 있다.[14] 반면 총자산 대비 현금보율 비율이 총자산 대비 투자지출 비율, 총자산 대비 보통주 배당금 비율 및 기업가치와는 양의 상관관계를 보이고 있다. 그리고 총자산 대비 투자지출 비율은 사외이사 비율 및 비독립적 사외이사 비율과 음의 상관관계를 보이지만 독립적 사외이사 비율과는 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 않고 있다. 총자산 대비 보통주 배당금 비율은 사외이사 비율 및 독립적 사외이사 비율과 양의 상관관계를 보이지만 비독립적 사외이사 비율과는 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 않고 있다. 또한 기업가치는 사외이사 비율과 양의 상관관계를 보이는데, 여기서 기업가치와 사외이사 비율의 양의 상관관계는 사외이사 중에서도 독립적인 사외이사에 기인하는 것으로 나타난다. 왜냐하면 우호적인 사외이사의 비율은 기업가치와 음의 상관관계를 보이지만, 이와 달리 독립적인 사외이사의 비율은 기업가치와 양의 상관관계를 보이기 때문이다(강윤식, 국찬표, 2012).

14) 주요 변수들 간의 상관계수를 분석한 표는 지면의 제약으로 제시하지 않는다.

실제로 상관관계 분석을 통해 나타난 이러한 현상들이 단순히 상관관계 분석으로만 나타나는지 아니면, 기업특성 변수를 통제한 회귀모형에서도 나타나는지 좀 더 정교한 모형을 통해 분석을 해 볼 필요가 있다.

2. 이사회의 독립성과 현금성 자산 보유

여기에서는 이사회의 독립성 수준과 기업의 주요 자원인 현금성자산 보유 수준 간의 관계를 분석하였다. 고정효과 모형(fixed effects model)으로 추정된 분석결과가 <표 4>에 제시되어 있는데, 종속변수는 현금보유 수준(Cash)이며, 독립변수는 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들(Outside, Independent, Friend)과 기업의 현금보유 수준에 영향을 미치는 기업특성 변수들이다. 이사회 독립성 수준과 관련된 변수는 기존의 많은 연구에서와 같이 사외이사 비율(Outside)을 사용하고 있으며, 나아가 사외이사 독립성의 중요성을 분석하기 위하여 전체 사외이사를 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사로 구분하여 각각의 비율(Independent, Friend)을 산출하여 설명변수로 사용하고 있다. 분석모형에 통제변수로 포함된 기업특성변수는 기존연구와 유사하게 기업규모, 레버리지, 성장성, 현금흐름, 현금흐름 변동성, 순운전자본, 연구개발비, 보통주 배당금, 최대주주 및 특수관계인 지분율, 기관투자자 지분율이다.

현금보유 수준과 이사회 독립성 수준 간에 잠재적으로 발생할 수 있는 내생성 문제가 존재할 수 있다. 기존의 많은 연구에 따르면 기업지배구조와 현금보유 수준 간의 인과관계는 기업지배구조 수준이 현금보유 수준에 영향을 미치지만 역의 관계는 성립하지 않는 것으로 나타나고 있다(Harford et al., 2008). 그럼에도 불구하고 실증분석에서 잠재적인 내생성 문제를 고려하는 것은 분석 결과를 강건하게 하는 효과가 있다. 이러한 내생성 문제를 해결하는 방법으로 2단계 최소자승법(two stage least squares)이 있으나, 2단계 최소자승법을 사용하기 위해서는 적합한 도구변수가 필요로 한데, 지금까지의 기존연구에서는 적합한 도구변수를 제시하지 못하고 있다. 이에 따라 Harford et al.(2008)은 내생성 문제를 고려하기 위하여 주요 설명변수의 전기(t−1) 값을 모형에 추가하고 있다. 본 연구에서도 Harford et al.(2008)의 연구와 같이 내생성 문제를 통제하기 위하여 실증분석 모형에 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들의 1시차 전의 값을 포함시킨다. 그리고 강건성 분석을 위해 현금보유 수준의 1시차 전의 값을 포함시킨 분석도 수행한다.

<표 4> 이사회의 독립성이 현금보유 수준에 미치는 영향

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 종속변수는 기업이 보유하고 있는 현금성 자산(Cash)으로서, [(현금+현금성자산+단기예금+단기매매증권)/총자산]으로 계산되며, 이외 주요 통제변수들에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있다. 계수 값은 고정효과 모형(fixed effects model)을 통해 산출된 추정치이고, 계수 값 아래 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t-통계량을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수 값이 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)
Intercept	0.0572	0.0579	0.0522	−0.0281	−0.0296	−0.0352
	(0.44)	(0.44)	(0.4)	(−0.21)	(−0.22)	(−0.26)
Outside	−0.0526***					
	(−2.68)					
Independent		−0.0214*				
		(−1.67)				
Friend			−0.0079			
			(−0.51)			
Outside(t−1)				−0.0553***		
				(−2.61)		
Independent(t−1)					−0.0318***	
					(−2.73)	
Friend(t−1)						0.0051
						(0.33)
Firm Size	0.0062	0.0055	0.0055	0.0111	0.0106	0.0105
	(0.94)	(0.83)	(0.83)	(1.62)	(1.55)	(1.52)
Leverage	−0.0553***	−0.0547***	−0.0548***	−0.0811***	−0.0807***	−0.0808***
	(−7.24)	(−7.26)	(−7.32)	(−6.63)	(−6.58)	(−6.62)
Sales Growth	−0.0085***	−0.0088***	−0.0086***	−0.0068**	−0.0070***	−0.0069**
	(−2.87)	(−2.95)	(−2.83)	(−2.42)	(−2.5)	(−2.44)
CF	0.0352***	0.0348***	0.0352***	0.0329***	0.0327***	0.0323***
	(3.49)	(3.49)	(3.51)	(3.35)	(3.31)	(3.27)
CF Volatility	−0.0274	−0.0262	−0.0265	−0.0076	−0.0069	−0.0060
	(−0.83)	(−0.79)	(−0.8)	(−0.21)	(−0.19)	(−0.17)
NWC	−0.1846***	−0.1830***	−0.1839***	−0.1797***	−0.1778***	−0.1790***
	(−7.98)	(−7.9)	(−7.93)	(−7.53)	(−7.44)	(−7.45)
R&D	−0.2065***	−0.2073***	−0.2098***	−0.1007	−0.1019	−0.1029
	(−3.3)	(−3.26)	(−3.3)	(−1.37)	(−1.38)	(−1.39)
Dividend	0.5516***	0.5492***	0.5496***	0.3870*	0.3865*	0.3916**
	(2.5)	(2.49)	(2.48)	(1.92)	(1.92)	(1.93)
LSH	−0.0317	−0.0330	−0.0315	−0.0366	−0.0376	−0.0366
	(−1.57)	(−1.62)	(−1.55)	(−1.49)	(−1.52)	(−1.48)
Institutional	−0.0021	−0.0021	−0.0025	−0.0160	−0.0163	−0.0150
	(−0.09)	(−0.09)	(−0.1)	(−0.63)	(−0.64)	(−0.58)
R^2	0.0525	0.0465	0.0449	0.0516	0.0460	0.0428
F	8.97***	8.82***	8.95***	9.80***	9.55***	9.41***
N	5710	5710	5710	4971	4971	4971

통제변수로 전기의 현금보유 수준(Cash(t−1))이 포함되지 않은 결과인 <표 4>에서 식 (1)～식 (3)은 당기의 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들(Outside, Independent, Friend)이 설명변수로 포함된 식이고, 식 (4)～식 (6)은 전기의 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들($Outside_{(t-1)}$, $Independent_{(t-1)}$, $Friend_{(t-1)}$)이 설명변수로 포함된 식이다. 식 (1)～식 (3)에서 현금보유 수준과 사외이사 비율 및 독립적 사외이사 비율은 통계적으로 유의한 음의 관계를 보이고 있으나, 비독립적 사외이사 비율은 통계적으로 유의한 값을 보이지 않고 있다. 그리고 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들의 전기 값이 포함된 식 (4)～식 (6)에서도 현금보유 수준과 전기의 사외이사 비율 및 전기의 독립적 사외이사 비율은 통계적으로 유의한 음의 관계를 보이고 있으나, 전기의 비독립적 사외이사 비율은 통계적으로 유의한 값을 보이지 않고 있다. 통제변수로 전기의 현금보유 수준($Cash_{(t-1)}$)을 포함하여 추가로 실시한 분석에서도 <표 4>의 결과와 일관된 결과가 나타났다.[15] 전기의 현금보유 수준 변수는 통계적으로 유의한 값을 보이며 현재의 현금보유 수준을 상당히 설명하고 있는 것으로 나타났다. 또한 전기의 현금보유 수준이 통제변수로 포함된 모든 모형에서는 <표 4>의 모든 모형보다 R^2가 상당히 높게 나타나(최소 : 0.3512, 최대 : 0.4002) 모형의 설명력이 상당히 개선되었음을 보여주었다.

<표 4>의 결과는 기존의 많은 연구에서 이사회의 독립성 변수로 사용하고 있는 사외이사 비율이 높을수록 현금보유 수준이 낮음을 시사하고 있다. 그런데 사외이사를 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사로 구분하여 분석한 결과 현금보유 수준에 미치는 사외이사 비율의 영향은 비독립적인 사외이사가 아니라 독립적인 사외이사에 의한 영향임을 알 수 있다. 요컨대 <표 4>의 결과는 기업의 현금보유 수준에 영향을 미치는 요인은 독립적 사외이사의 비율임을 의미하고 있고, 이에 따라 사외이사의 독립성(이사회의 독립성)이 중요함을 시사하고 있다.[16]

<표 5>에서는 이사회의 독립성 수준이 현금보유 변화에 미치는 영향을 분석하고 있다. 종속변수는 현금보유 수준의 변화 값인데, 현금보유 수준의 변화 값이 증가한다는 것은 현금

15) 전기의 현금보유 수준(Cash(t−1))이 통제변수로 포함된 분석결과는 지면의 제약으로 제시하지 않는다.

16) Duchin(2010)에 의하면 사업이 다각화 된 기업은 전문화된 기업에 비해 상대적으로 더 많은 투자기회에 분산투자를 함에 따라 현금보유 수준이 낮은 경향을 보인다. 이에 본 연구에서는 기업이 생산하는 품목(사업단위)의 수로 측정한 사업다각화 변수를 통제변수에 추가하여 분석을 해 보았는데, 분석 결과는 <표 4>의 결과와 전반적으로 일관되게 나타났다. 한편 Jensen(1986)에 따르면 기업 내부에 잉여현금흐름(free cash flow)이 과도할 때 대리인 문제가 두드러지게 나타난다고 한다. 이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 잉여현금흐름 변수를 종속변수로 사용하여 추가적인 분석을 수행하였는데, 그 결과는 <표 4>의 결과와 전반적으로 일관되게 나타났다.

<표 5> 이사회의 독립성이 현금보유 변화에 미치는 영향

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본 기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 종속변수는 기업이 보유하고 있는 현금성 자산의 변화(△cash)로서 Cash(t)−Cash(t−1)로 계산되며, 이외 주요 통제변수들에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있다. 계수 값은 고정효과 모형(fixed effects model)을 통해 산출된 추정치이고, 계수 값 아래 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t−통계량을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수 값이 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	식 (1)	식 (2)	식 (3)
Intercept	−0.0830	−0.0840	−0.0884
	(−0.76)	(−0.77)	(−0.81)
Outside(t−1)	−0.0405**		
	(−2.21)		
Independent(t−1)		−0.0252***	
		(−2.48)	
Friend(t−1)			0.0064
			(0.49)
Cash(t−1)	−0.6758***	−0.6747***	−0.6735***
	(−22.84)	(−22.78)	(−22.78)
Firm Size	0.0112**	0.0109**	0.0107**
	(2.02)	(1.97)	(1.93)
Leverage	−0.0606***	−0.0602***	−0.0602***
	(−5.17)	(−5.13)	(−5.12)
Sales Growth	−0.0049*	−0.0050*	−0.0050*
	(−1.79)	(−1.86)	(−1.84)
CF	0.0479***	0.0478***	0.0475***
	(3.47)	(3.45)	(3.44)
CF Volatility	−0.0103	−0.0099	−0.0092
	(−0.35)	(−0.33)	(−0.31)
NWC	−0.1515***	−0.1500***	−0.1507***
	(−6.82)	(−6.76)	(−6.76)
R&D	−0.0707	−0.0714	−0.0721
	(−1.04)	(−1.04)	(−1.05)
Dividend	0.1960	0.1948	0.1978
	(1.21)	(1.2)	(1.22)
LSH	−0.0334*	−0.0342*	−0.0335*
	(−1.7)	(−1.73)	(−1.7)
Institutional	−0.0041	−0.0043	−0.0034
	(−0.2)	(−0.21)	(−0.16)
R^2	0.1481	0.1465	0.1449
F	50.03***	48.91***	49.23***
N	4971	4971	4971

유입이 많다는 것을 의미하는 반면, 감소한다는 것은 현금유출이 많다는 것을 의미한다. 실증모형의 독립변수에는 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들의 전기 값과 현금보유 수준의 전기 값이 포함되어 있다. 이러한 모형은 앞서 언급한 현금보유 수준과 이사회 독립성 수준

간의 내생성 문제를 해결할 수 있는 또 하나의 방법이다. 이러한 방법을 통해 이사회의 독립성 수준이 기업의 미래 현금보유 수준을 예측할 수 있는지를 분석해 볼 수 있다. <표 5>의 분석 결과에 따르면 식 (1)에서 전기의 사외이사 비율의 계수 값은 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 있으며, 식 (2)에서 전기의 독립적 사외이사 비율의 계수 값도 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 있는 반면에, 식 (3)에서 전기의 비독립적 사외이사 비율의 계수 값은 통계적으로 유의한 값을 보이지 않는다. 이는 사외이사 비율이 높을수록 현금유출 규모가 크다는 것이고, 이러한 결과는 비독립적 사외이사가 아니라 독립적 사외이사에 기인한 것임을 의미한다. 즉 현금보유 수준의 변화에 영향을 미치는 요인은 사외이사의 독립성 즉 이사회의 독립성이라는 것을 <표 5>의 결과를 통해 확인할 수 있다.

3. 이사회의 독립성과 현금성 자산의 효율적 배분

여기에서는 기업의 주요 자원인 현금의 활용에 대해서 분석하고자 한다. 앞서의 분석에서 이사회의 독립성이 높을수록 기업의 현금보유 수준은 낮아지고, 현금유출의 규모는 증가함을 알 수 있었다. 즉 이는 이사회의 독립성이 높을수록 현금보유를 적게 하고 현금지출 증가한다는 것인데, 여기서 이사회의 독립성이 현금성 자원의 효율적 배분에 어떻게 기여하는지가 문제가 된다.[17] 이러한 점을 고려하기 위하여 본 연구에서는 현금성 자원의 배분을 성장기회에 따른 투자와 배당의 측면에서 분석한다.

기존의 많은 연구에 따르면 기업의 성장기회는 기업의 투자 및 배당 의사결정에 영향을 미치는 중요한 변수로서 기업가치를 결정하는 중요한 요인이 된다(Myers, 1977; Myers and Turnbull, 1977; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Smith and Watts, 1992; Gaver and Gaver, 1993). 따라서 기업의 최적투자 수준은 성장기회에 따라 달라지는데, 이때 성장기회와 무관하게 수행되는 비최적 투자는 기업가치를 훼손시키게 된다. 성장기회에 따른 투자정책 및 배당정책 간의 관계를 제시하고 있는 기존 연구에 따르면 성장기회가 많은 기업에서는 적극적인 투자가 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미치지만 소극적인 투자는 과소투자 문제(under-investment problems)를 야기하게 된다. 또한 성장기회가 높은 기업에서 기업의 현금흐름을 투자에 활용하지 않고 배당을 실시하게 되면, 투자를 위한 자본조달 비용이

17) Wurgler(2000)는 투자자보호는 효율적인 자원배분과 관련되며, 비효율적인 자원배분은 생산성 저하로 이어진다고 주장하면서 투자자보호의 필요성을 역설하고 있다.

높아져 기업가치는 감소한다. 반면 성장기회가 적은 기업에서는 현금흐름을 주주들에게 배당하지 않고 무리하게 투자를 할 경우 과대투자 문제(over-investment problems)를 야기하게 된다. 이러한 관점에서 본 연구는 성장기회에 따라 기업군을 분류하고 이사회의 독립성 수준에 따라 기업의 현금성 자산이 투자와 배당 측면에서 어떻게 사용되는지를 분석하고자 하였다. 이를 위해 표본을 시장가치 대비 장부가치의 비율인 성장기회에 따라 3그룹으로 구분하였다. 고성장기회 기업군(High Growth opportunity)은 3그룹 중에서 성장기회가 가장 높은 기업군이며, 저성장기회 기업군(Low Growth opportunity)은 3그룹 중에서 성장기회가 가장 낮은 기업군이다.[18)]

<표 6>은 이사회의 독립성이 성장기회에 따라 투자와 배당에 미치는 영향이 다르게 나타나는 지를 분석하여 이사회 독립성의 효과를 검증하고자 하였다. 고정효과 모형으로 추정된 분석결과가 <표 6>에 제시되어 있는데, 종속변수는 투자지출(Investment)과 보통주 배당금 총액(Dividend)이며, 독립변수는 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들(Outside, Independent, Friend)과 기업특성 변수들이다. 이사회 독립성 수준과 관련된 변수는 기존의 많은 연구에서와 같이 사외이사 비율(Outside)을 사용하고 있으며, 나아가 사외이사 독립성의 중요성을 분석하기 위하여 전체 사외이사를 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사로 구분하여 각각의 비율(Independent, Friend)을 산출하여 설명변수로 사용하고 있다. 분석모형에 통제변수로 포함된 기업특성변수는 기존연구와 유사하게 기업규모, 레버리지, 성장성, 수익성, 최대주주 및 특수관계인 지분율, 기관투자자 지분율이다. <표 6>에서 식 (1)~식 (6)은 고성장기회 기업군에서 이사회의 독립성이 기업의 투자와 배당에 미치는 영향을 분석한 것이고, 식 (7)~식 (12)은 저성장기회 기업군에서 이사회의 독립성이 기업의 투자와 배당에 미치는 영향을 분석한 것이다. 그리고 식 (1)~식 (3)과 식 (7)~식 (9)는 이사회의 독립성이 투자에 미치는 영향을 분석한 것이고, 식 (4)~식 (6)과 식 (10)~식 (12)는 이사회의 독립성이 배당에 미치는 영향을 분석한 것이다.

분석 결과에 따르면 고성장기회 기업군에서 식 (2)의 독립적 사외이사 비율 변수만이 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있다. 그리고 저성장기회 기업군에서는 식 (10)과 식 (11)에서 사외이사 비율 변수와 독립적 사외이사 비율 변수만이 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고

18) 표본을 성장기회에 따라 4그룹으로 구분하여 최상위 그룹을 고성장기회 기업군으로 하고 최하위 그룹을 저성장기회 기업군으로 하여 분석하여도 일관된 결과가 나타났다.

있다. 이는 성장기회가 많은 기업에서 사외이사들의 독립성 즉 이사회의 독립성이 높을수록 투자를 실시할 가능성이 높으며, 반대로 성장기회가 적은 기업에서는 사외이사들의 독립성 즉, 이사회의 독립성이 높을수록 배당을 실시할 가능성이 높음을 시사하고 있다. 이러한 효과는 비독립적인 사외이사 비율에서는 나타나지 않고 있음을 또한 알 수 있다. 즉 성장기회에 따른 효율적인 경영의사결정은 이사회의 독립성 수준에 영향을 받고 있음을 <표 6>의 결과를 통해 알 수 있다. 한편 통제변수로 포함된 현금보유 수준 변수(Cash)는 식 (1)~식 (3)을 제외하고는 모두 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있다. 고성장 기회 기업군에서 설명변수가 투자에 미치는 영향을 분석하고 있는 식 (1)~식 (3)에서는 현금보유 수준 변수가 양의 값을 가지지만 통계적으로 유의하게 나타나지 않고 독립적 사외이사 비율의 변수 값은 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있다. 이는 성장기회가 높은 기업의 경우 내부에 보유중인 현금이 부족하더라도 이사회의 독립성이 높을 때 낮은 자본조달비용으로 외부 자본조달이 용이하므로 외부 자본조달을 통해서도 투자를 적극적으로 실시할 수 있다는 점을 시사한다.

다음으로 <표 7>은 이사회의 독립성에 따라 보유중인 현금이 효율적으로 배분되고 있는가를 분석하고 있다. <표 7>에서 식 (1)~식 (6)은 고성장기회 기업군에서 이사회의 독립성과 현금보유의 교차변수가 기업의 투자와 배당에 미치는 영향을 분석한 것이고, 식 (7)~식 (12)은 저성장기회 기업군에서 이사회의 독립성과 현금보유의 교차변수가 기업의 투자와 배당에 미치는 영향을 분석한 것이다. 그리고 식 (1)~식 (3)과 식 (7)~식 (9)는 이사회의 독립성과 현금보유의 교차변수가 투자에 미치는 영향을 분석한 것이고, 식 (4)~식(6)과 식 (10)~식 (12)는 이사회의 독립성과 현금보유의 교차변수가 배당에 미치는 영향을 분석한 것이다.

분석 결과에 따르면 고성장기회 기업군에서 투자에 미치는 영향을 분석하고 있는 식 (1)~식 (3)에서 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 양의 값을 보이지만 통계적으로 유의하게 나타나지는 않고 있으며, 독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 유의성이 다소 높아진 양의 값을 보이지만 통계적으로 유의하게 나타나지 않고 있고, 비독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 음의 값을 보이지만 통계적으로 유의하게 나타나지는 않고 있다. 이는 <표 6>에서 언급한 바와 같이 성장기회가 높은 기업의 경우 투자를 위해서 내부 보유중인 현금 이외에도 외부 자본을 활용할 수 있기 때문에 내부보유 현금만을 고려하고 있는 <표 7>의 교차변수가 통계적으로 유의하게 나타나지 않은 것으로 추정된다.

〈표 6〉 이사회의 독립성이 기업의 투자와 배당에 미치는 영향

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본 기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 본 연구에서는 고성장기회 기업군과 저성장기회 기업군을 비교하기 위하여 표본 기업을 성장기회(총자산의 시장가치대 장부가치 비율, market/book ratio)에 따라 3그룹으로 구분하였다. 고성장기회 기업군(High Growth Opportunity)은 성장기회가 가장 높은 기업군을 의미하며, 저성장기회 기업군(Low Growth Opportunity)은 성장기회가 가장 낮은 기업군을 의미한다. 종속변수는 총자산 대비 투자활동으로 인한 현금유출액의 비율(Investment)과 총자산 대비 보통주 배당금의 비율(Dividend)이며, 이외 주요 통제변수들에 대한 설명은 〈표 1〉에 요약되어 있다. 계수 값은 고정효과 모형(fixed effects model)을 통해 산출된 추정치이고, 계수 값 아래 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t-통계량을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수 값이 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	고성장기회 기업군						저성장기회 기업군					
	Investment			Dividend			Investment			Dividend		
	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)	식 (7)	식 (8)	식 (9)	식 (10)	식 (11)	식 (12)
Intercept	2.1256***	2.1091***	2.0094***	0.0203	0.0199	0.0195	0.9638	0.9195	0.9369	0.0098	0.0084	0.0102
	[3.08]	[3.06]	[2.91]	[1.37]	[1.34]	[1.31]	[1.14]	[1.08]	[1.1]	[0.83]	[0.72]	[0.87]
Outside	0.2254			-0.0051			0.0833			0.0059***		
	[1.38]			[-1.45]			[0.58]			[2.97]		
Independent		0.2393**			-0.0029			0.0719			0.0023*	
		[2.06]			[-1.16]			[0.74]			[1.72]	
Friend			-0.1722			0.0004			-0.0473			0.0005
			[-1.27]			[0.15]			[-0.42]			[0.3]
Cash	0.2487	0.2590	0.2356	0.0175***	0.0174***	0.0182***	0.7493***	0.7486***	0.7410***	0.0089***	0.0086***	0.0083***
	[1.48]	[1.54]	[1.41]	[4.83]	[4.81]	[5.03]	[5.34]	[5.35]	[5.31]	[4.6]	[4.42]	[4.3]
Firm Size	-0.1040***	-0.1028***	-0.0929***	-0.0004	-0.0004	-0.0005	-0.0451	-0.0424	-0.0420	-0.0002	-0.0001	-0.0001
	[-3.03]	[-3]	[-2.69]	[-0.54]	[-0.58]	[-0.62]	[-1.02]	[-0.96]	[-0.95]	[-0.35]	[-0.12]	[-0.21]
Leverage	0.0169	0.0163	0.0158	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0677	-0.0678	-0.0728	-0.0141***	-0.0143***	-0.0145***
	[0.99]	[0.95]	[0.93]	[0.01]	[0.06]	[-0.02]	[-0.53]	[-0.53]	[-0.57]	[-7.97]	[-8.09]	[-8.2]
Sales Growth	-0.0009	-0.0005	0.0046	0.0003	0.0003	0.0002	0.0347	0.0344	0.0338	0.0000	0.0000	0.0000
	[-0.04]	[-0.02]	[0.2]	[0.54]	[0.55]	[0.43]	[0.84]	[0.83]	[0.82]	[0.02]	[-0.05]	[-0.07]
Profitability	-0.3272***	-0.3280***	-0.3000***	0.0068***	0.0068***	0.0045***	0.1397	0.1422	0.1412	0.0334***	0.0335***	0.0334***
	[-3.22]	[-3.23]	[-3.92]	[3.11]	[3.12]	[2.75]	[0.68]	[0.69]	[0.68]	[11.73]	[11.73]	[11.68]
LSH	0.1934	0.2049	0.2039	-0.0037	-0.0037	-0.0036	0.0050	0.0106	0.0077	0.0018	0.0019	0.0017
	[1.51]	[1.6]	[1.6]	[-1.36]	[-1.36]	[-1.3]	[0.04]	[0.1]	[0.07]	[1.18]	[1.26]	[1.1]
Institutional	0.6671***	0.6590***	0.6678***	-0.0052	-0.0052	-0.0054	0.1061	0.1031	0.0965	-0.0006	-0.0011	-0.0012
	[3.73]	[3.69]	[3.74]	[-1.35]	[-1.35]	[-1.4]	[0.62]	[0.6]	[0.56]	[-0.26]	[-0.44]	[-0.51]
R^2	0.0418	0.0422	0.0426	0.0592	0.0663	0.0610	0.0189	0.0197	0.0196	0.2559	0.2551	0.2529
F	3.03***	3.17***	3.30***	5.14***	5.10***	4.87***	2.87***	2.89***	2.86***	21.90***	21.47***	21.26***
N	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1905	1905	1905	1905	1905	1905

〈표 7〉 이사회의 독립성에 따른 현금보유 수준이 기업의 투자와 배당에 미치는 영향

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본 기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 본 연구에서는 고성장기회 기업군과 저성장기회 기업군을 비교하기 위하여 표본 기업을 성장기회(총자산의 시장가치대 장부가치 비율, market/book ratio)에 따라 3그룹으로 구분하였다. 고성장기회 기업군(High Growth Opportunity)은 성장기회가 가장 높은 기업군을 의미하며, 저성장기회 기업군(Low Growth Opportunity)은 성장기회가 가장 낮은 기업군을 의미한다. 종속변수는 총자산 대비 투자활동으로 인한 현금 유출액의 비율(Investment)과 총자산 대비 보통주 배당금의 비율(Dividend)이며, 이외 주요 통제변수들에 대한 설명은 〈표 1〉에 요약되어 있다. 계수 값은 고정효과 모형(fixed effects model)을 통해 산출된 추정치이고, 계수 값 아래 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t-통계량을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수 값이 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	고성장기회기업군						저성장기회기업군					
	Investment				Dividend			Investment			Dividend	
	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)	식 (7)	식 (8)	식 (9)	식 (10)	식 (11)	식 (12)
Intercept	2.1427***	2.1399***	2.1413***	0.0232	0.0203	0.0200	0.9640	0.9396	0.9657	0.0097	0.0078	0.0103
	(3.1)	(3.11)	(3.11)	(1.56)	(1.36)	(1.35)	(1.14)	(1.1)	(1.13)	(0.83)	(0.67)	(0.87)
Outside	0.1873			-0.0116***			0.1072			0.0006		
	(0.89)			(-2.58)			(0.55)			(0.24)		
Independent		0.1205			-0.0042			0.1645			-0.0004	
		(0.77)			(-1.24)			(1.29)			(-0.22)	
Friend			-0.0259			-0.0040			-0.1489			0.0002
			(-0.14)			(-1.01)			(-1.04)			(0.12)
Cash	0.1486	0.0046	0.3440*	0.0004	0.0147**	0.0147***	0.8041***	0.9252***	0.6547***	-0.0032	0.0034	0.0081***
	(0.39)	(0.02)	(1.85)	(0.05)	(2.44)	(3.67)	(2.45)	(4.4)	(4.15)	(-0.71)	(1.17)	(3.71)
Outside×Cash	0.3066			0.0522**			-0.2012			0.0445***		
	(0.29)			(2.3)			(-0.18)			(2.97)		
Independent×Cash		0.9987			0.0106			-0.9174			0.0268**	
		(1.14)			(0.56)			(-1.12)			(2.37)	
Friend×Cash			-1.3267			0.0404*			1.1045			0.0025
			(-1.19)			(1.68)			(1.17)			(0.2)
Firm Size	-0.1042***	-0.1027***	-0.1002***	-0.0004	-0.0004	-0.0005	-0.0455	-0.0445	-0.0431	-0.0001	0.0000	-0.0001
	(-3.03)	(-2.99)	(-2.92)	(-0.58)	(-0.58)	(-0.64)	(-1.03)	(-1.01)	(-0.97)	(-0.21)	(-0.01)	(-0.21)
Leverage	0.0168	0.0158	0.0153	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0660	-0.0650	-0.0779	-0.0145***	-0.0144***	-0.0145***
	(0.98)	(0.93)	(0.89)	(-0.03)	(0.04)	(0.09)	(-0.51)	(-0.51)	(-0.61)	(-8.19)	(-8.14)	(-8.2)
Sales Growth	-0.0011	-0.0013	-0.0018	0.0002	0.0003	0.0003	0.0349	0.0348	0.0333	0.0000	0.0000	0.0000
	(-0.05)	(-0.06)	(-0.08)	(0.47)	(0.53)	(0.59)	(0.84)	(0.84)	(0.8)	(-0.07)	(-0.07)	(-0.08)
Profitability	-0.3277***	-0.3302***	-0.3317***	0.0067***	0.0068***	0.0069***	0.1412	0.1488	0.1406	0.0331***	0.0333***	0.0334***
	(-3.22)	(-3.25)	(-3.26)	(3.07)	(3.11)	(3.15)	(0.68)	(0.72)	(0.68)	(11.64)	(11.68)	(11.68)
LSH	0.1929	0.2041	0.1906	-0.0038	-0.0038	-0.0035	0.0049	0.0112	0.0081	0.0018	0.0019	0.0017
	(1.51)	(1.6)	(1.49)	(-1.39)	(-1.36)	(-1.28)	(0.04)	(0.1)	(0.07)	(1.19)	(1.25)	(1.1)
Institutional	0.6660***	0.6587***	0.6757***	-0.0054	-0.0052	-0.0055	0.1045	0.0950	0.0978	-0.0003	-0.0008	-0.0012
	(3.72)	(3.68)	(3.78)	(-1.4)	(-1.35)	(-1.44)	(0.61)	(0.55)	(0.57)	(-0.12)	(-0.34)	(-0.51)
R^2	0.0417	0.0417	0.0396	0.0501	0.0658	0.0691	0.0189	0.0200	0.0201	0.2625	0.2593	0.2528
F	2.86***	3.06***	2.92***	5.17***	4.83***	4.90***	2.71***	2.80***	2.78***	21.28***	20.65***	20.06***
N	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1905	1905	1905	1905	1905	1905

그리고 고성장기회 기업군에서 배당에 미치는 영향을 분석하고 있는 식 (4)~식 (6)에서 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있으며, 독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 양의 값을 보이지만 통계적으로 유의하게 나타나지 않고 있고, 비독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있다. 이러한 결과는 기존 연구에서 언급한 바와 같이 비독립적인 사외이사 비율이 높은 경우 성장기회가 높음에도 불구하고 내부에 보유중인 현금을 투자에 활용하지 않고 배당을 실시함으로써 기업의 성장기회 옵션을 효율적으로 활용하지 못하고 있음을 추정케 한다.[19)]

한편 저성장기회 기업군에서 투자에 미치는 영향을 분석하고 있는 식 (7)~식 (9)에서 사외이사 비율 변수 및 독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 음의 값을 보이지만 통계적으로 유의하게 나타나지는 않고 있으며, 비독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 양의 값을 보이지만 통계적으로 유의하게 나타나지는 않고 있다. 이는 저성장기회 기업군에서는 이사회의 독립성이 투자에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않고 있음을 의미한다.

그리고 저성장기회 기업군에서 배당에 미치는 영향을 분석하고 있는 식 (10)~식 (12)에서 사외이사 비율 변수 및 독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있지만, 비독립적 사외이사 비율 변수와 현금보유 수준 간의 교차 변수는 통계적으로 유의한 값을 보이지 않는다. 이러한 결과는 성장기회가 낮은 기업군에서 사외이사의 독립성 즉 이사회의 독립성이 높을수록 내부에 보유 중인 현금을 경영자가 사적이익을 향유할 목적으로 사용하지 못하게 규율함과 동시에 내부 현금을 주주들에게 배분할 가능성이 높음을 시사한다.[20)]

4. 이사회의 독립성, 현금성 자산 및 기업가치

<표 6>과 <표 7>의 분석을 통해 이사회의 독립성은 투자 및 배당의사결정에 영향을 미치는

19) 많은 기존 연구에 따르면 기업의 잠재적 성장기회는 콜옵션의 성격을 가지고 있는데, 성장기회 옵션의 가치는 경영자의 의해 옵션이 행사될 가능성에 달려있으며, 기업가치의 많은 부분이 성장기회에 의해 설명된다. 따라서 기업가치를 결정하는 성장기회의 가치는 기업의 투자(옵션 행사)를 통해 개발할 수 있다(Myers, 1977; Myers and Turnbull, 1977 등 다수).

20) Jensen(1986)에 따르면 성장기회가 낮고 잉여현금흐름이 많은 기업에서 대리인 비용이 더 많이 발생한다. 성장기회가 낮아 수익성이 높은 투자기회가 부족한 기업의 경우에서 사적이익을 추구하고자 하는 경영자는 주주들의 이익을 보호하기 위해 기업의 잉여현금흐름을 배당을 통해 주주들에게 배분하기 보다는, 경영자 자신의 사적이익 추구를 충족시키기 위한 프로젝트에 투자를 하고자 기업의 현금흐름을 유용할 수 있다(Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1989). 이 경우 기업가치를 훼손하게 되는 과대투자 문제가 발생하게 된다(Jensen, 1986; Stulz, 1990).

주요한 변수이며, 이사회의 독립성이 높을수록 현금성 자원의 효율적인 배분이 수행됨을 알 수 있었다. 여기에서는 이러한 이사회 독립성의 효과가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 고정효과 모형으로 추정된 분석결과가 <표 8>에 제시되어 있는데, 종속변수는 기업가치(TobinQ)이며, 독립변수는 이사회 독립성 수준과 관련된 변수들(Outside, Independent, Friend)과 기업가치에 영향을 미치는 기업특성 변수들이다. 이사회 독립성 수준과 관련된 변수는 기존의 많은 연구에서와 같이 사외이사 비율(Outside)을 사용하고 있으며, 나아가 사외이사 독립성의 중요성을 분석하기 위하여 전체 사외이사를 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사로 구분하여 각각의 비율(Independent, Friend)을 산출하여 설명변수로 사용하고 있다. 분석모형에 통제변수로 포함된 기업특성변수는 기존연구와 유사하게 기업규모, 레버리지, 기업업력, 성장성, 수익성, 최대주주 및 특수관계인 지분율, 기관투자자 지분 율이다.[21]

<표 8>의 식 (1)~식 (3)은 이사회의 독립성 수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 것이고, 식 (4)~식 (6)은 이사회의 독립성 수준과 현금보유 수준간의 교차변수가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 것이다. 분석결과에 따르면 식 (1)~식 (3)은 강윤식, 국찬표(2012)의 연구결과에 동일하게 나타났다.[22] 식 (1)에서 사외이사 비율 계수 값은 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타났으며, 전체 사외이사를 독립적 사외이사와 비독립적 사외이사로 구분한 경우 식 (2)에서와 같이 독립적 사외이사 비율의 계수 값은 통계적으로 유의한 양의 값을 보였지만, 식 (3)에서 비독립적 사외이사의 계수 값은 통계적으로 유의한 값을 보이지 않고 있다. 즉 사외이사 비율과 기업가치 간에는 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하는데 이러한 관계는 독립적인 사외이사에 기인하는 것으로 해석된다.

다음으로 식 (4)~식 (6)에서는 이사회의 독립성 수준에 따른 현금보유 수준이 기업가치에 미치는 효과를 검증하기 위하여 이사회 독립성 변수와 현금보유 수준 변수 간의 교차변수를 포함하여 분석을 실시하였다. 분석 결과에 따르면 사외이사 비율과 현금보유 수준간의 교차변수는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있으며, 독립적 사외이사 비율과 현금보유

---

21) Bae, Baek, Kang, and Liu(2012)에 의하면 투표 권리와 현금흐름에 대한 권리가 크게 차이가 나는 지배주주의 존재는 기업지배구조는 물론 기업의 가치에도 영향을 미친다. 이러한 점을 반영하여 본 연구에서는 의결권 승수 변수(Log(voting right/cash flow right)를 통제변수에 추가하여 분석을 실시하였는데, 분석 결과는 <표 8>의 결과와 전반적으로 일관되게 나타났다.

22) 이사회의 독립성과 기업가치 간에 발생할 수 있는 내생성 문제는 강윤식, 국찬표(2012)에서 이미 검증한 바 있으며, 내생성 문제를 다양하게 통제하여도 결과는 일관되게 나타났다.

<표 8> 이사회의 독립성에 따른 현금보유가 기업가치에 미치는 영향

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 종속변수는 기업가치의 대리변수인 Tobin's Q이며, 이외 주요 통제변수들에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있다. 계수값은 고정효과 모형(fixed effects model)을 통해 산출된 추정치이고, 계수 값 아래 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t-통계량을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수값이 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)
Intercept	0.7719	0.6749	0.6008	0.9212	0.7500	0.5810
	(1.32)	(1.15)	(1.03)	(1.56)	(1.28)	(0.99)
Outside	0.3992***			0.0820		
	(3.95)			(0.68)		
Independent		0.1868**			−0.0842	
		(2.37)			(−0.86)	
Friend			0.0337			0.1096
			(0.41)			(1.06)
Cash	0.7365***	0.7258***	0.7140***	−0.1509	0.1380	0.7765***
	(4.07)	(3.99)	(3.93)	(−0.49)	(0.65)	(3.65)
Outside×Cash				3.0004***		
				(2.99)		
Independent×Cash					2.7106***	
					(3.05)	
Friend×Cash						−0.7959
						(−0.94)
Firm Size	−0.1125***	−0.1057***	−0.1020***	−0.1136***	−0.1059***	−0.1016***
	(−3.4)	(−3.21)	(−3.09)	(−3.45)	(−3.23)	(−3.08)
Leverage	0.9250***	0.9228***	0.9216***	0.9246***	0.9229***	0.9216***
	(21.77)	(20.79)	(20.27)	(21.64)	(20.87)	(20.31)
Firm Age	0.5269***	0.5405***	0.5549***	0.5199***	0.5382***	0.5564***
	(6.31)	(6.47)	(6.63)	(6.18)	(6.43)	(6.64)
Sales Growth	0.0735***	0.0761***	0.0763***	0.0719***	0.0768***	0.0770***
	(2.79)	(2.97)	(2.96)	(2.74)	(3.03)	(2.99)
Profitability	−0.0464	−0.0488	−0.0554	−0.0585	−0.0594	−0.0554
	(−0.3)	(−0.31)	(−0.36)	(−0.38)	(−0.38)	(−0.36)
LSH	−0.1029	−0.0879	−0.0971	−0.1131	−0.0924	−0.0954
	(−1.08)	(−0.91)	(−1.01)	(−1.19)	(−0.96)	(−0.99)
Institutional	0.2112	0.2201*	0.2280*	0.2188*	0.2253*	0.2278*
	(1.62)	(1.72)	(1.81)	(1.67)	(1.77)	(1.81)
R^2	0.1464	0.1388	0.1301	0.1494	0.1424	0.1302
F	71.88***	61.14***	56.31***	63.73***	55.36***	50.99***
N	5710	5710	5710	5710	5710	5710

수준간의 교차변수도 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있는 반면, 비독립적 사외이사 비율과 현금보유 수준간의 교차변수는 통계적으로 유의한 값을 보이지 않고 있다. 이는

이사회 독립성의 수준이 높고 기업 내부의 현금보유 수준이 높은 기업일수록 기업가치가 높을 가능성이 크다는 점을 의미한다.[23] 그리고 이러한 이사회 독립성의 효과는 사외이사 중에서도 비독립적인 사외이사가 아니라 독립적 사외이사에 의한 효과임을 시사한다. 이러한 결과는 <표 6>과 <표 7>의 분석을 통해 알 수 있듯이 이사회의 독립성 수준이 높은 기업일수록 이사회의 모니터링 기능이 효과적으로 작동하여 기업의 현금 자원이 경영자의 사적이익 향유 목적으로 유용되지 않고, 동시에 성장기회와 같은 기업특성에 적합하게 효율적으로 배분될 것이라는 시장의 평가가 반영된 것으로 해석된다.

<표 9>에서는 이사회 독립성의 수준에 따라 현금보유 수준의 변화가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고 있다. 이는 <표 8>에서와 같이 현금보유 수준이 기업가치에 미치는 영향의 분석에서 발생할 수 있는 잠재적인 내생성 문제를 완화시킬 뿐만 아니라 이사회의 독립성 수준이 현금 보유의 실질적 가치에 미치는 영향의 분석결과를 강건하게 하는 효과가 있다. <표 9>의 식 (1)~식 (3)은 이사회의 독립성 수준과 현금보유 수준의 변화가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 것이고, 식 (4)~식 (6)은 이사회의 독립성 수준과 현금보유 수준변화 간의 교차변수가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 것이다. 분석결과에 따르면 식 (1)~식 (3)에서 이사회 독립성 관련 변수들은 <표 8>의 결과와 동일하게 나타났다.

다음으로 식 (4)~식 (6)에서는 이사회의 독립성 수준에 따른 현금보유 수준의 변화가 기업가치에 미치는 효과를 검증하기 위하여 이사회 독립성 수준 변수와 현금보유 수준 변수 간의 교차변수를 포함하여 분석을 실시하였다. 분석결과에 따르면 사외이사 비율과 현금보유 수준 변화간의 교차변수는 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있으며, 독립적 사외이사 비율과 현금보유 수준 변화간의 교차변수도 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있는 반면, 비독립적 사외이사 비율과 현금보유 수준 변화간의 교차변수는 통계적으로 유의한 값을 보이지 않고 있다.[24] 이러한 결과는 <표 8>의 분석 결과와 유사하게 이사회의 독립성 수준이 높고 기업 내부의 현금보유 수준이 증가하는 기업일수록 기업가치가 높을 가능성이 크다는

---

23) 현금보유 수준과 기업가치 간의 잠재적인 내생성 문제를 통제하기 위하여 현금보유 수준변수로 전기의 값(lagged cash holdings)을 사용하여도 일관된 결과가 나타난다.

24) <표 9>에서 이사회 독립성에 따른 현금보유 변화의 가치를 추정하기 위해 기업가치 변수를 종속변수로 하고 있는 식 (4)~식 (6)의 모형은 Dittmar and Mahrt-Smith(2007)에서 사용된 강건성 검증을 위한 분석방법(Value Regression Specification)과 유사하다. 이와 관련하여 본 연구에서는 Faulkender and Wang(2006)과 Dittmar and Mahrt-Smith(2007) 연구에서 사용된 또 다른 방법론으로 초과주가수익률을 종속변수로 하여 추가적인 실증분석을 수행하였다. 추가 분석 결과는 전반적으로 <표 9>의 결과와 일관되게 나타났다.

점을 의미한다. 또한 이러한 이사회의 독립성 효과는 사외이사 중에서도 독립적인 사외이사에 의한 효과임을 다시 한 번 알 수 있다.

<표 9> 이사회의 독립성에 따른 현금보유 변화가 기업가치에 미치는 영향

실증분석을 위한 표본기간은 2001회계연도부터 2010회계연도 까지 10년간이며, 실증분석을 위해 사용된 표본 기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고, 이사회 구성 및 구성원에 관한 자료를 획득할 수 있는 12월 결산법인 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 5710개 상장기업 패널 자료이다. 종속변수는 기업가치의 대리변수인 Tobin's Q이며, 기업이 보유하고 있는 현금성 자산의 변화(△cash)는 Cash(t)−Cash(t−1)로 계산되고, 이외 주요 통제변수들에 대한 설명은 <표 1>에 요약되어 있다. 계수 값은 고정효과 모형(fixed effects model)을 통해 산출된 추정치이고, 계수 값 아래 괄호안의 수치는 clustered standard error 추정법에 기초한 robust t−통계량을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수 값이 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)
Intercept	0.9233	0.8299	0.7583	0.9038	0.8029	0.7561
	(1.55)	(1.39)	(1.27)	(1.52)	(1.35)	(1.27)
Outside	0.3733***			0.3682***		
	(3.7)			(3.67)		
Independent		0.1745**			0.1709**	
		(2.21)			(2.16)	
Friend			0.0320			0.0344
			(0.38)			(0.41)
△Cash	0.2516**	0.2467**	0.2384*	−0.1390	−0.1322	0.3171**
	(2)	(1.94)	(1.88)	(−0.6)	(−0.79)	(2.04)
Outside×△Cash				1.3138*		
				(1.74)		
Independent×△Cash					1.6832**	
					(2.23)	
Friend×△Cash						−1.0904
						(−1.38)
Firm Size	−0.1158***	−0.1094***	−0.1058***	−0.1145***	−0.1077***	−0.1058***
	(−3.44)	(−3.25)	(−3.15)	(−3.4)	(−3.21)	(−3.15)
Leverage	0.9199***	0.9179***	0.9168***	0.9199***	0.9189***	0.9174***
	(19.65)	(18.9)	(18.52)	(19.7)	(19.12)	(18.64)
Firm Age	0.5283***	0.5410***	0.5543***	0.5270***	0.5398***	0.5547***
	(6.36)	(6.53)	(6.68)	(6.32)	(6.5)	(6.69)
Sales Growth	0.0667***	0.0692***	0.0694***	0.0644**	0.0674***	0.0701***
	(2.54)	(2.7)	(2.7)	(2.42)	(2.6)	(2.74)
Profitability	−0.0158	−0.0184	−0.0248	−0.0157	−0.0197	−0.0259
	(−0.1)	(−0.12)	(−0.16)	(−0.1)	(−0.13)	(−0.17)
LSH	−0.1175	−0.1033	−0.1118	−0.1180	−0.1059	−0.1131
	(−1.19)	(−1.04)	(−1.13)	(−1.2)	(−1.07)	(−1.14)
Institutional	0.1941	0.2027	0.2104	0.1987	0.2045	0.2079
	(1.4)	(1.49)	(1.58)	(1.43)	(1.49)	(1.55)
R^2	0.1346	0.1282	0.1208	0.1354	0.1293	0.1208
F	58.79***	51.39***	46.81***	54.74***	47.63***	42.76***
N	5710	5710	5710	5710	5710	5710

V. 결 론

본 연구는 대리인이론에 근거하여 기업들이 보유하고 있는 현금성 자산의 수준과 효율적 배분 및 가치에 대해 이사회의 독립성이 미치는 영향을 실증적으로 분석하고 있다. 기존 연구들에서는 소유구조나 개별기업의 지배구조 점수를 활용하여 분석을 수행하였지만, 이와 달리 본 연구에서는 직접적으로 경영진을 모니터링하고 전략적 경영의사결정을 수행하여 기업지배구조에 핵심적인 역할을 담당하고 있는 이사회의 독립성에 초점을 두어 실증분석을 수행하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 이사회의 독립성 수준이 높은 기업일수록 이사회의 모니터링 기능이 효과적으로 작동하여 기업의 현금 자원이 경영자의 사적이익 향유 목적으로 유용되지 않고, 동시에 성장기회와 같은 기업특성에 적합하게 효율적으로 배분될 것이라는 시장의 평가가 반영되어 기업가치가 높게 나타남을 보여주고 있다. 즉 실증분석을 통해 본 연구는 기업의 주요 자원인 현금성 자산에 내재되어 있는 대리인 비용을 통제하여 자산의 가치할인을 방지하기 위해서는 사외이사의 독립성이 중요함을 강조하고 있다.

이러한 연구 성과에도 불구하고 본 논문은 사외이사의 독립성을 정의함에 있어서 공개된 정보에만 근거하였는데, 이는 사외이사의 공개되지 않은 이해관계는 파악하지 못했다는 한계점을 가지고 있다. 이에 향후 연구에서는 사외이사의 독립성을 좀 더 엄격히 정의하여 본 연구를 보강할 필요가 있다. 나아가 독립적인 사외이사가 기업의 재무정책, 투자정책, 보상정책 등 기업의 여러 정책에는 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는 것도 상당한 의미가 있을 것인데, 이는 향후 연구과제로 남겨둔다.

참고문헌

강윤식, 국찬표, “사외이사의 독립성과 기업가치,” 재무연구, 제25권 제3호 (2012), pp. 451-498.

(Translated in English) Kang, Y. S. and C. P. Kook, “The Effect of Independent Outside Directors on Firm Value,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 25, No. 3 (2012), pp. 451-498.

박순홍, 연강흠, “기업지배구조가 보유현금 수준에 미치는 영향,” 재무연구, 제22권 제2호 (2009), pp. 1-36.

(Translated in English) Park, S. H. and K. H. Yon, “The Effect of Corporate Governance on the Level of a Firm’s Cash Holdings,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 22, No. 2 (2009), pp. 1-36.

Albuquerue, R. and N. Wang, “Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing,” *Journal of Finance*, Vol. 63 (2008), pp. 1-40.

Bae, K., J. Baek, J. Kang, and W. Liu, “Do controlling shareholders’ expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 105 (2012), pp. 412-435.

Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. Stulz, “ Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?,” *Journal of Finance*, Vol. 64 (2009), pp. 1985-2021.

Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell, “What Matters in Corporate Governance?,” *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 2 (2009), pp. 783-827.

Bigelli, M. and J. Sánchez-Vidal, “Cash Holding in Private Firms,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36 (2012), pp. 26-35.

Black, B. and W. Kim, “The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach using Korean Data,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 104 (2012), pp. 203-226.

Black, B., H. Jang, and W. Kim, “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market

Values? Evidence from Korea," *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 22 (2006), pp. 366-413.

Black, B., W. Kim, H. Jang, and K.-S. Park, "How Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence on a Self-Dealing Channel from a Natural Experiment in Korea," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 51 (2015), pp. 131-150.

Boone, A. L., L. C. Field, J. M. Karpoff, and C. G. Raheja, "The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol 85 (2007), pp. 66-101.

Choi, J. J., S. W. Park, and S. S. Yoo, "The value of outside directors: evidence from corporate governance reform from Korea," *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, Vol. 42 (2007), pp. 941-962.

Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 51 (1999), pp. 371-406.

Dahya, J., O. Dimitrov, and J. McConnell, "Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 (2008), pp. 73-100.

Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 83 (2007), pp. 599-634.

Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 (2003), pp. 111-133.

Duchin, R., "Cash holdings and corporate diversification," *Journal of Finance*, Vol 65 (2010), pp. 955-992.

Durnev, A. and E. Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valution," *Journal of Finance,* Vol. 60 (2005), pp. 1461-1494.

Faleye, O., "Cash and Corporate Control," *Journal of Finance,* Vol. 59 (2004), pp. 2041-2060.

Faulkender, M. and R. Wang, "Corporate Financial Policy and the Value of Cash," *Journal of Finance*, Vol. 61 (2006), pp. 1957-1990.

Foley, C. F., J. C. Hartzell, S. Titman, and G. Twite, "Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 (2007), pp. 579-607.

Frésard, L. and C. Salva, "The Value of Cash and Corporate Governance: Evidence from U.S. Cross-Listings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, No. 2 (2010), pp. 359-384.

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

Gompers, P., L. Ishii, and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116 (2003), pp. 229-259.

Goyal, V. K., K. Lehn, and S. Racic, "Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of The U.S. Defense Industry, *Journal of Financial Economics*, Vol. 64 (2002), pp. 35-59.

Harford, J., S. A. Mansi, and W. F. Maxwell, "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 (2008), pp. 535-555.

Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, Vol. 20 (1991), pp. 101-112.

Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, Vol. 48 (1993), pp. 831-880.

Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76 (1986), pp. 323-329.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (1976), pp. 305-360.

Joh, S. W. and J. Y. Jung, "The Effects of Outside Board on Firm Value in the Emerging Market from the Perspective of Information Transaction Costs," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, No. 2 (2012), pp. 175-193.

Kalcheva, I. and K. V. Lins, "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems," *Review of Financial Studies*, Vol. 20 (2007), pp. 1087-1112.

Klein, A., "Firm Performance and Board Committee Structure," *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, No. 1 (1998), pp. 275-304.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around The World, *Journal of Finance*, Vol. 55 (2000), pp. 1-33.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, Vol. 57 (2002), pp. 1147-1170.

Mikkelson, W. and V. Patch, "Do Persistent Large Cash Reserve Hinder Performance?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 (2003), pp. 275-294

Modigliani, F. and M. B. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3 (1963), pp. 433-443.

Myers, S. C. and N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (1984), pp. 187-221.

Myers, S. C. and Turnbull, S. M., "Capital budgeting and the capital asset pricing model: good news and bad news," *Journal of Finance*, Vol. 32 (1977), pp. 321-32.

Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics,* Vol. 5 (1977), pp. 147-175.

Nguyen, B. D. and K. M. Nielsen, "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death," *Journal of Financial Economics*, Vol. 98 (2010), pp. 550-567.

Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stultz, and R. Williamson, " The Determinants and Implications of Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52 (1999), pp. 3-46.

Pinkowitz, L., R. Stulz, and R. Williamson, "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis," *Journal of Finance*, Vol. 61 (2006), pp. 2725-2751.

Shleifer, A. and D. Wolfenzon, "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics*, Vol. 66 (2002), pp. 3-27.

Stulz, R., "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 (1990), pp. 3-27.

Wurgler, J., "Financial Markets and The Allocation of Capital," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (2000), pp. 187-214.