

# 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구\*

박 순 식\*\*

A Study on the Determinants of Corporate Liquidity in Korea

< 목 차 >

개 요

I. 서 론

II. 이론적 배경과 선행연구

III. 실증적 연구방법

IV. 실증적 연구결과와 결과의 해석

V. 요약 및 결론

참고문헌

ABSTRACT

## 개 요

본 연구는 기업의 유동성과 유동성 결정요인의 관련성에 대한 이론적 논거를 제시하고 우리나라 상장기업을 대상으로 기업의 유동성 결정요인을 다중회귀분석으로 실증적으로 규명하고자 하였다. 실증적 분석대상기간은 1995년 1월부터 2000년 12월까지 6개년이며 금융업을 제외한 자료가 이용가능한 상장기업 457개 기업을 표본으로 선정하여 분석하였다.

연구결과 기업규모, 성장기회, 레버리지가 기업의 유동성 결정에 중요한 영향을 미치는 결정요인으로 판명되었다. 기업규모가 작은 소기업일수록 외부자금조달비용이 많이 소요될 것이므로 미래 투자에 대비하여 현금과 시장성유가증권을 많이 보유하였으며 기업의 성장기회와 유동성은 정(+)의 관련성을 나타내어 MV/BV가 높은 기업이 유동성자산을 많이 보유하였다.

레버리지가 높은 기업은 유동성자산을 적게 보유하였다. 투자수익률과 유동성은 외환위기 전기간에는 부(-), 후기간에는 정(+)의 관련성을 갖고 있어 상이한 결과

\* 본 연구는 대구가톨릭대학교 학술 연구조성비 지원에 의한 것임.

\*\* 대구가톨릭대학교 경영학부 교수

접수일자 : 2003-5-4      게재확정일자 : 2003-12-15

를 나타내었다. 현금흐름비율과 R&D투자비율은 우리나라 기업의 현금과 시장성 유가증권과 같은 유동성자산 보유에 별 다른 영향을 미치지 못하였다.

---

주제어 : 유동성, 현금, 시장성유가증권, 외부자금조달비용, 대리인비용

## 1. 서론

Brealey & Myers(1996)에 의하면 기업의 유동성의 가치를 결정하는 일은 재무분야에서 해결할 수 없는 어려운 과제 중의 하나이며 실제 기업은 유동성이 매우 높은 금융자산에 많이 투자하고 있다는 것이다. Kim 등(1998)은 1975년부터 1994년까지 미국 915개 기업을 표본으로 연구한 결과 총자산에 대한 현금과 시장성 유가증권의 평균비율이 8.1%에 달한다고 보고하였다. 이와 같이 기업이 유동성자산에 많은 투자를 하고 있는데 유동성자산 보유에 따른 비용과 이익을 고려하여 결정해야 할 것이다.

우리나라 기업도 외환위기 이후 경제 및 금융환경의 변화에 따라 근본적인 구조개혁과정을 거치면서 많은 잉여현금흐름이 발생하여 상당한 규모의 유동성자산을 보유하고 있는 것이 현실이다. 기업이 많은 유동성을 보유함으로써 저렴한 내부자금조달을 가능케 한다는 긍정적 측면이 있는 반면 기업의 투자효율성을 저하시키는 등 부작용도 있을 것이다.

기업가치를 높이기 위하여 적절한 유동성을 보유하고 효율적으로 관리하는 일은 기업의 중요한 과제이며 이러한 효율적 유동성관리를 위하여 기업의 유동성 결정에 영향을 미치는 요인들을 파악하여 그 관계를 분석하고 규명하는 노력은 매우 의미 있는 것으로 생각된다. 외국에서는 기업의 유동성과 유동성 결정요인에 관한 연구가 최근까지 많이 진행되고 있으나 우리나라에서는 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구는 미흡한 실정이다.

따라서, 본 연구의 목적은 기업의 유동성과 유동성 결정요인의 관련성에 대한 이론적 논거를 제시하고 우리나라 상장기업을 대상으로 대기업과 소기업으로 구분하여 기업의 유동성 결정요인을 실증적으로 규명하고자 한다. 기업의 유동성 결정에 영향을 미치는 요인을 파악함으로써 기업의 적정수준의 유동성 보유와 효율적 유동성 관리에 도움을 줄 것으로 생각된다.

본 연구의 구성은 1장 서론의 연구의의와 목적에 이어 2장에서 기업의 유동성자산 보유와 유동성 결정요인에 대한 이론적 배경과 선행연구를 소개하고 3장에서 실

증적 연구방법을 제시하고 4장에서 기술통계량 분석과 유동성 결정요인을 실증적으로 분석하여 그 결과를 해석하고 5장에서 분석결과를 요약하고 결론을 제시하고자 한다.

## II. 이론적 배경과 선행연구

### 1. 기업의 유동성자산 보유

기업이 현금과 시장성유가증권과 같은 유동성자산을 보유하는 경우 유동성 프리미엄으로 인하여 투자수익률이 낮아데 따른 기회비용이 존재한다. 이러한 비용에도 불구하고 기업은 영업거래의 필요에 따라 적정수준의 현금과 시장성유가증권을 보유한다. Keynes(1934)는 기업이 현금을 보유하는 세 가지 주요한 동기로 거래적 동기, 예비적 동기, 투기적 동기를 들고 있다. 거래적 동기는 기업이 일상의 영업활동에서 발생하는 지출을 이행하기 위한 현금수요이다. 예비적 동기는 예상치 못한 상황에 대비하여 여분의 유동성을 보유하는 것으로 현금흐름이 예측가능할수록 예비적 동기에 의해 필요한 현금잔액은 적어진다. 투기적 동기는 미래 수익성 있는 투자기회의 이점을 이용하기 위하여 여분의 유동성을 보유하는 것이다.

완전자본시장에서는 생산활동에 투자하기 위한 외부금융이나 일시적 영업현금흐름의 부족분을 충족시키기 위한 외부자금이 언제나 적절한 가격으로 조달될 수 있기 때문에 예비적 동기와 투기적 동기의 현금 보유는 필요하지 않을 것이며 기업은 여분의 유동성을 보유하지 않는 것이 최적일 것이다. 그러나, 현실적으로 자본시장이 불완전하므로 기업이 의미있고 적절한 여분의 유동성을 보유해야 한다. 기업이 충분한 현금을 보유하지 못하면 정상적인 영업활동이 어려워질 것이고 비상사태에 대응하거나 유리한 투자기회를 포착하는데 필요한 충분한 자금을 확보하지 못할 것이다. 그러나, 과도한 현금보유는 기업의 수익성을 저하시키는 측면이 있으므로 기업은 적절한 유동성을 보유하는 것이 중요할 것이다.

특히 외부자금조달비용이 크다면 유동성자산에 대한 투자는 미래 생산활동에 필요한 자금조달의 방법이 될 수 있다. 외부자금조달비용은 증권발행에 소요되는 직접비, 대리인비용, 비대칭정보에 기인하는 비용 등을 포함하며 여분의 유동성자산에 투자는 기업의 입장에서 비용이 소요되는 외부금융의 의존도를 줄일 수 있는 효과적인 방안이 될 수 있다.

미래투자를 위하여 내부자금조달이 충분하지 못한 경우 수익성이 낮은 유동성자산 보유에 따른 기회비용과 유동성자산을 보유하기 때문에 외부자금을 조달하지 않

아도 되는 이점사이에 서로 상반관계가 존재한다. 외부자금조달비용, 미래현금흐름의 변동성과 미래투자안의 투자수익이 클수록 유동성자산에 대한 투자는 증가할 것이고 현재 투자안에 대한 투자수익률이 클수록 유동성자산 투자는 감소할 것이다.

## 2. 선행연구

Chudson(1945)은 기업의 자산에 대한 현금비율은 업종에 따라 변하며 수익성이 높은 기업일수록 현금비율이 높은 경향이 있다고 주장하였다. Vogel & Maddala(1967)는 현금잔액은 시간이 경과함에 따라 감소하며 기업규모가 클수록 자산에 대한 현금비율과 매출액에 대한 현금비율이 낮다고 주장하였다. 이러한 결과는 현금보유의 거래적 동기에서 규모의 경제가 존재한다는 것을 암시한다. Myers & Majluf(1984)는 정보비대칭으로 인한 외부자본조달의 제약 때문에 미래투자기회에 내부자금으로 투자할 수 있도록 기업이 유동성자산을 비축해야 한다고 주장하였다.

Jensen(1986)은 대리인이론을 이용하여 기업이 주주들의 부를 극대화하는 수준 이상의 과도한 현금을 보유하는지를 설명하였다. 현금을 많이 보유하면 기업의 위험을 줄여주고 경영자의 재량권을 증가시켜주기 때문에 경영자는 현금을 선호한다고 하였다. 이러한 현금에 대한 선호도가 높을수록 경영자가 예비적 동기에 의한 현금보유를 매우 중요시하고 경영자의 재량권에 따른 대리인비용이 보다 중요시되는 기업이 더 많은 유동성자산을 보유한다는 것이다. Baskin(1987)은 기업은 현금을 전략적 목적으로 사용할 수 있으며 유동성자산을 기업지배권 침해에 대한 방어 수단으로 사용할 수 있고 새로운 투자기회를 신속히 선취하는데 사용한다는 실증분석 결과를 얻었다.

Martin & Morgan(1988)은 유동성자산이 수익성은 낮으나 부족시 비용이 소요되는 외부자금조달이 필요하고 미래자금조달이 불확실할 수도 있어 기업이 유동성자산을 보유해야 한다고 주장하고 유동성자산에 대한 최적투자모형을 개발하였다.

John(1993)은 기업이 재무곤경으로 인한 비용이 클 때 많은 현금을 보유한다고 주장하였다. 1980년 223개 대기업을 표본으로 장부가치에 대한 시장가치비율(MV/BV)이 높고 유형고정자산비율이 낮은 기업이 현금을 많이 보유하는 경향이 있다는 사실을 발견하였다.

Kim 등(1998)은 수익성이 낮은 유동성자산 보유에 따른 기회비용과 미래수익성 있는 투자안에 투자하기 위하여 외부자금조달비용을 줄여주는 이점사이에 비용과 효익관계에 기초한 기업의 최적유동성자산 투자모형을 개발하였다. 이 모형에서 기

## 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구

업의 유동성자산에 대한 최적투자는 외부자금조달비용, 미래현금흐름의 변동성, 미래투자안의 투자수익률이 클수록 증가하고 실물자산과 유동성자산의 수익률의 차이가 클수록 감소하였다. 1975년부터 1994년까지 미국의 915개 제조기업의 패널자료를 이용하여 모형에 대하여 실증적 검증하였다. 외부자금조달비용의 대응변수로 시장가치 대 장부가치 비율(MV/BV)과 기업규모를 사용하였는데 MV/BV가 큰 기업이 유의적으로 유동성자산을 많이 보유하고 있으며 기업규모는 유동성과 부(-)의 관계를 나타내어 외부자금조달비용과 기업의 유동성은 정(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이익의 변동성이 큰 기업과 유동성자산의 수익에 비해 실물자산의 수익률이 낮은 기업이 유동성자산을 유의적으로 많이 보유하는 것으로 나타났다. 유동성과 미래경제상황에 대한 예측치 사이에는 정(+)의 유의적인 관계를 나타내는데 기업이 미래수익성 있는 투자기회에 투자하기 위하여 유동성을 보유한다는 것이다.

Opler 등(1999)은 1971년부터 1994년까지 미국 상장기업의 현금과 시장성유가증권 보유량 결정요인과 기간별 유동성 보유 변화에 대하여 살펴보았다. 성장기회가 높고 기업활동의 위험이 크고 소규모 기업일 수록 더 많은 현금을 보유하고 있다. 기업규모가 크고 신용등급이 높아 자본시장에서 자본조달이 용이한 기업은 현금을 적게 보유하는 경향이 있었다. 이러한 결과는 기업의 현금흐름이 투자규모에 비해 적고, 외부자금조달비용이 많이 드는 경우 기업활동을 계속하기 위하여 유동성자산을 많이 보유한다는 견해와 일치하였다. 대리인비용의 대응치는 기업의 유동성 결정에 중요한 영향을 미치지 않았다.

Dittmar 등(2002)은 45개 국가 11,000이상의 표본기업을 대상으로 기업의 유동성에 관하여 국제적으로 연구하였는데 주주권이 잘 보호되지 않은 국가의 기업이 주주권이 잘 보호된 국가의 기업보다 2배 이상의 현금을 보유하고 있었다. 주주권에 대한 보장이 부실한 경우 투자기회와 정보비대칭과 같은 요인은 기업의 유동성 결정에 별로 중요하게 작용하지 않았다. 자본시장의 발전정도에 따라 기업의 유동성 보유에 차이가 있었는데 자본시장이 성숙된 국가일수록 기업의 현금보유액이 증가하였다.

### III. 실증적 연구방법

#### 1. 표본의 선정과 자료수집

본 연구에서 실증적 분석대상기간은 1995년 1월부터 2002년 12월까지 6개년으로 설정하였다. 실증분석을 위한 표본기업은 분석기간 동안 한국증권거래소에 계속 상

장되어 있는 증권,금융, 보험업을 제외한 전기업으로 자본 잠식이 없으며 기업의 유동성과 유동성 결정요인에 대한 대응변수를 측정할 수 있는 기업으로 선정하였다. 이와 같은 방법으로 457개 표본기업이 선정되었다.

본 연구에서는 외환위기를 전후하여 기업의 유동성과 유동성 결정요인에 변화가 있는지를 분석하기 위하여 분석대상기간을 1995년 1월부터 1997년 12월까지를 외환위기 전기간, 1998년 1월부터 2000년 12월까지를 외환위기 후기간, 1995년 1월부터 2000년 12월까지를 전체기간으로 나누어 기업의 유동성 결정요인을 분석한다.

또한, 기업규모별 분석을 위하여 한국증권거래소의 기업규모 분류기준에 입각하여 2000년말 기준으로 기업의 납입자본금이 350억원 이상인 기업을 대기업, 350억원 이하인 기업을 소기업으로 구분하였으며, 이 기준에 의하여 총 457개 표본기업 중 대기업이 145개, 소기업이 312개로 분류되었다.

분석에 필요한 자료수집은 한국신용평가(주)의 기업회계 데이터베이스인 KIS-FAS를 주로 이용하였으며 추가관련자료는 KIS-SMAT을 이용하였다.

## 2. 변수의 정의

### 1) 유동성

Dittmar 등(2002)은 기업의 유동성을 현금과 현금등가물을 총자산에서 현금과 현금등가물을 뺀 값으로 나누어 측정하였다. Kim 등(1998)과 Opler 등(1999)은 현금과 시장성유가증권을 총자산으로 나누어 유동성 측정치로 사용하였다. 본 연구에서는 현금과 시장성유가증권을 총자산으로 나눈 값을 기업의 유동성 측정치로 사용하였다.

### 2) 기업규모

외부자금조달비용이 클수록 유동성자산에 대한 투자가 큰 것으로 예상되며 선행 연구에서도 이들은 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. Kim 등(1998)은 외부자금조달비용에 대한 대응변수로 기업규모를 이용하였다. Whited(1992), Fazzari & Petersen(1993)은 소기업이 대기업보다 대출에 제약이 크기 때문에 외부자금조달비용이 크다고 하였으며, Barclay & Smith(1996)는 규모의 경제로 증권발행에 소요되는 고정비가 대기업이 적기 때문에 대기업의 외부자금조달비용이 적다고 주장하였다. 따라서, 기업규모와 유동성자산은 부(-)의 관계가 예상된다. 기업규모에 대한 대응변수로 기업의 자산시장가치(MV)에 자연대수(ln)를 취하여 측정하였다. 자산의 시장가치는 장부가치에 주식의 시장가치와 장부가치의 차이를 합하여 측정하였다.

### 3) 성장기회

비대칭정보가설에서 내부자와 외부투자자 사이에 심각한 정보비대칭이 존재하는 기업은 외부자금조달비용이 크다고 주장한다. 특히 Myers & Majluf(1984)는 기업 가치가 미래성장기회에 의해 결정되는 기업은 심각한 비대칭정보로 인하여 자금조달에 많은 제약을 받는다고 주장하였다. 외부자금조달비용의 또 다른 대응변수로 성장기회를 이용하였으며, Kim 등(1998), Opler 등(1999), Dittmar 등(2002)이 성장기회의 대응치로 자산의 장부가치에 대한 시장가치비율(MV/BV)을 이용하였다. 자산의 장부가치는 성장옵션과 같은 무형자산을 반영하지 않고 있기 때문에 기업의 투자기회에서 성장옵션이 클수록 자산의 장부가치에 비해 시장가치가 클 것이다. 기업의 유동성자산은 MV/BV와 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상되며 기업의 성장기회는 자산의 장부가치에 대한 시장가치비율(MV/BV)로 측정하였다.

### 4) 레버리지

Baskin(1987)은 기업의 부채비율이 증가함에 따라 유동성 투자에 소요되는 자금비용이 증가하여 유동성자산 투자가 감소한다고 주장했다. John(1993)은 부채시장을 쉽게 이용할 수 있는 기업은 유동성자산 보유 대신 금융시장에서 차입을 이용한다고 주장하였으며 부채비율이 높을수록 부채시장에 쉽게 접근할 수 있는 것으로 보였다. 기업의 레버리지는 유동성과 부(-)의 관계를 가질 것으로 예상되며 레버리지는 총자산에 대한 총부채비율로 측정하였다.

### 5) 투자수익률

유동성자산에 대한 투자에 비해 생산활동에 대한 투자수익률이 높으면 유동성자산에 투자가 줄어들 것이다. 유동성자산에 대한 투자는 현재 생산활동의 투자수익률과 부(-)의 관계가 예상된다. 투자수익률에 대한 대응치로 영업이익이익률을 이용하였으며 영업이익이익률은 기업의 유동성과 부(-)의 관계를 가질 것으로 예상되며 영업이익을 총자산으로 나누어 측정하였다.

### 6) 현금흐름비율

영업현금흐름과 여유현금흐름은 영업적지출과 부채반기에 대비하여 기업 유동성의 원천을 제공한다. 따라서, 현금흐름이 많은 기업이 현금과 시장성유가증권을 적게 보유할 것이며, 현금흐름과 유동성자산 보유량은 부(-)의 관계가 예상된다. Opler 등(1999)은 현금흐름비율을 순현금흐름을 순자산으로 나누어 측정하였고, Kim 등(1998)은 순현금흐름을 매출액으로 나누어 측정하였다. 본 연구에서는 당기

순이익과 감가상각비의 합을 매출액으로 나누어 현금흐름비율을 측정하였다.

### 7) R&D 투자비율

Opler 등(1999)은 R&D 투자비용이 클수록 기업의 재무환경비용이 커지고 재무환경비용의 잠재적 측정치로 R&D 투자를 이용하였다. R&D 투자비용이 높을수록 미래 새로운 투자기회가 많아질 것이며, 여기에 대비하여 기업이 유동성자산을 많이 보유할 것으로 예상되며 이들은 정(+)의 관계를 가질 것이다. R&D 투자비용은 R&D 투자비용을 매출액으로 나누어 측정하였다.

이제까지 설명한 기업의 유동성과 그 결정요인에 대한 대응변수 및 변수의 정의를 요약하면 <표 3-1>과 같다.

<표 3-1> 변수와 변수의 정의

변수명	예상부호	변수의 정의
유동성(LIQ)		(현금+시장성유가증권)/총자산
기업규모(SIZE)	-	ln 총자산시장가치
성장기회(MV/BV)	+	자산의 시장가치 / 장부가치
레버리지(LEV)	-	총부채 / 총자산
투자수익률(REN)	-	영업이익 / 총자산
현금흐름비율(CAF)	-	(당기순이익+감가상각비) / 매출액
R&D 투자비율(R&D)	+	R&D 투자 / 매출액

### 3. 분석방법과 검증모형

기업의 유동성에 영향을 미치는 결정요인을 분석하기 위하여 유동성을 종속변수로 유동성 결정요인 변수를 독립변수로 하여 다음과 같은 기본회귀모형으로 다중회귀분석한다.

$$LIQ = \alpha + \beta_1 SIZE + \beta_2 MV/BV + \beta_3 LEV + \beta_4 REN + \beta_5 CAF + \beta_6 R\&D$$

전체기업을 기업규모별로 대기업과 소기업으로 나누어 각 변수에 대하여 외환위기전, 후 3개년을 각각 평균하여 횡단면 회귀분석을 실시한다. 본 연구를 위하여 Excel 프로그램과 SAS 통계패키지를 이용하여 자료처리하고 통계분석을 하였다.

## IV. 실증적 연구결과와 결과의 해석

## 1. 기술통계량 분석

우리나라 기업의 유동성 결정요인을 분석하기 위하여 1995년부터 2000년까지 전체기간의 종속변수와 독립변수에 대한 기술통계량은 <표 4-1>에 나타나 있으며 기업규모별 변수들의 기술통계량은 대기업 <표 4-2>, 소기업 <표 4-3>에 나타나 있다.

&lt;표 4-1&gt; 변수의 기술통계량(전체기업)

변수명	평균	표준편차	최소치	최대치
유동성(LIQ)	0.07107	0.04932	0.00712	0.32347
기업규모(SIZE)	19.1079	1.35094	16.4650	24.5709
성장기회(MV/BV)	0.97932	0.25475	0.56522	4.40189
레버리지(LEV)	0.63912	0.16069	0.19658	1.05404
투자수익률(REN)	0.04572	0.04750	-0.19256	0.18965
현금흐름비율(CAF)	-0.02551	0.21389	-2.75810	0.25515
R&D 투자비율(R&D)	0.00252	0.00522	0	0.04621

<표 4-1>에서 보는 바와 같이 우리나라 상장기업의 평균 유동성비율은 0.07107로 기업의 현금과 시장성 유가증권의 보유비율이 총자산의 7.1% 정도를 차지한다. Kester(1986)는 1983년 미국 27개 산업 452개 제조기업의 총자산에 대한 현금과 시장성유가증권의 비율이 8.6%에 달한다고 보고하였으며, Kim 등(1998)은 1975년부터 1994년 기간동안 915개 기업의 총자산에 대한 현금과 시장성 유가증권의 평균비율이 8.1%라고 보고하였다. 우리나라 상장기업의 총자산에 대한 유동성자산의 비율은 미국 기업에 비해 조금 낮은 수준인 것으로 나타났다. 성장기회의 대응변수인 자산의 시장가치 대 장부가치 비율은 0.97932로 장부가치에 비해 시장가치가 조금 낮게 나타나 성장의 원동력이 낮았다. 기업의 레버리지를 나타내는 총자산에 대한 총부채비율은 63.9%이며 투자수익률의 측정치인 총자산에 대한 영업이익률은 4.6% 정도이다. 매출액에 대한 현금흐름비율은 -2.55%로 나타났는데 1997년 IMF 외환위기의 영향으로 많은 기업에서 큰 적자가 발생한 결과에 기인한 것으로 보인다. 매출액에 대한 R&D 투자비율은 0.25%로 매우 낮은 수준이며 우리나라 기업의 연구개발에 대한 투자는 아주 미흡한 것으로 생각된다.

&lt;표 4-2&gt; 변수의 기술통계량(대기업)

변수명	평균	표준편차	최소치	최대치
유동성(LIQ)	0.04954	0.03511	0.00725	0.19495
기업규모(SIZE)	20.5163	1.22028	17.6898	24.5709
성장기회(MV/BV)	0.94566	0.14497	0.69318	1.59660
레버리지(LEV)	0.72031	0.13190	0.37897	1.05404
투자수익률(REN)	0.04537	0.04097	-0.14416	0.18965
현금흐름비율(CAF)	-0.06176	0.33001	-2.75810	0.25515
R&D 투자비율(R&D)	0.00285	0.00492	0	0.03089

&lt;표 4-3&gt; 변수의 기술통계량(소기업)

변수명	평균	표준편차	최소치	최대치
유동성(LIQ)	0.08108	0.05176	0.00712	0.32347
기업규모(SIZE)	18.4534	0.79497	16.4650	20.7360
성장기회(MV/BV)	0.99497	0.29095	0.56522	4.40189
레버리지(LEV)	0.60139	0.15907	0.19658	1.02880
투자수익률(REN)	0.04589	0.05031	-0.19256	0.18838
현금흐름비율(CAF)	-0.00867	0.12552	-1.13522	0.18503
R&D 투자비율(R&D)	0.00237	0.00535	0	0.04621

기업규모별 변수들의 기술통계량을 <표 4-2>와 <표 4-3>에서 살펴보면 대기업의 유동성비율은 4.95%이고, 소기업의 유동성비율은 8.11%로 소기업이 대기업에 비해 훨씬 많은 현금과 시장성유가증권을 보유하는 것으로 나타났다. 기업규모에서 대기업의 최소치가 소기업의 최대치보다 적은 것은 기술통계량은 기업의 시장가치를 나타내고 대기업과 소기업의 분류는 기업의 자본금규모로 분류하였기 때문이다. 성장기회를 나타내는 MV/BV는 소기업이 높게 나타나 소기업의 성장잠재력이 대기업에 비해 큰 것으로 보인다. 레버리지는 대기업의 72%, 소기업이 60%로 우리나라 상장기업은 기업규모가 클수록 타인자본의존도가 높게 나타났다. 투자수익률은 대기업과 소기업이 거의 비슷한 수준이며 현금흐름비율은 대기업, 소기업 모두 부(-)의 값을 나타내고 있으나 소기업의 현금흐름비율이 높다. R&D 투자비율은 대기업과 소기업이 비슷한 수준이나 대기업의 연구개발에 대한 투자비율이 약간 높은 것으로 나타났다.

## 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구

본 연구에서 기업의 유동성을 종속변수로 하고 유동성 결정요인을 독립변수로 하는 다중회귀분석을 실시하기 전에 독립변수 상호간에 상관관계가 높을 경우 다중공선성 문제가 발생하여 회귀식을 왜곡시키므로 다중공선성 문제를 검토하기 위하여 변수 상호간 전체기업, 대기업, 소기업의 상관계수를 계산하였는데 상관관계는 <표 4-4>, <표 4-5>, <표 4-6>과 같다.

독립변수 상호간에 상관계수가 0.5이상인 변수는 소기업에서 투자수익률과 현금흐름비를 하나 뿐이며 다른 변수들은 비교적 상관관계가 높지 않았다. 전체기업, 대기업, 소기업에 대하여 다중공선성의 문제를 분산확대인자(VIF)를 이용하여 보다 정밀하게 검토하였으나 본 연구에 사용된 독립변수간에는 다중공선성에 의한 문제는 없는 것으로 확인되었다.

전체기업의 유동성과 유동성 결정요인의 상관관계분석에서 기업규모와 레버리지는 유동성과 부(-)의 유의적인 관계를 나타냈고 성장기회와 현금흐름비율은 유동성과 정(+)의 유의적인 관련성을 나타내었다. 투자수익률과 R&D 투자비율은 기업의 유동성에 유의적인 영향을 미치지 못하였다. 다음에 전개하는 기업의 유동성 결정요인 분석에서 구체적으로 분석하고자 한다.

<표 4-4> 변수간 상관관계(전체기업)

	LIQ	SIZE	MV/BV	LEV	REN	CAF
LIQ	1					
SIZE	-0.3539	1				
MV/BV	0.2337	-0.1045	1			
LEV	-0.3971	0.3404	-0.0351	1		
REN	0.0540	0.1303	0.0357	-0.2296	1	
CAF	0.1255	0.0377	-0.0351	-0.3050	0.4615	1
R&D	-0.0119	0.0216	0.0968	-0.1173	0.0629	-0.0113

## 박 순 식

<표 4-5> 변수간 상관관계(대기업)

	LIQ	SIZE	MV/BV	LEV	REN	CAF
LIQ	1					
SIZE	-0.3203	1				
MV/BV	0.1928	-0.0791	1			
LEV	-0.3294	0.0939	0.0468	1		
REN	0.0047	0.2829	-0.1634	-0.3889	1	
CAF	0.0921	0.1712	-0.0681	-0.3450	0.4430	1
R&D	-0.0382	0.0597	0.1016	-0.1498	0.1905	0.0018

<표 4-6> 변수간 상관관계(소기업)

	LIQ	SIZE	MV/BV	LEV	REN	CAF
LIQ	1					
SIZE	-0.1826	1				
MV/BV	0.2229	-0.0601	1			
LEV	-0.3296	0.1840	-0.0142	1		
REN	0.0681	0.1514	0.0735	-0.1970	1	
CAF	0.1406	0.1894	-0.0583	-0.3208	0.5482	1
R&D	0.0124	-0.0613	0.1045	-0.1380	0.0912	-0.0173

## 2. 유동성 결정요인 분석

우리나라 상장기업의 유동성 결정요인에 대한 다중회귀분석의 결과는 전체기업, 대기업, 소기업이 각각 <표4-7>, <표4-8>, <표4-9>에 나타나 있다.

## 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구

<표 4-7> 유동성 결정요인에 대한 회귀분석결과(전체기업)

변수명	예상부호	전기간	후기간	전체기간
상수항		0.35740 8.657***	0.16411 5.872***	0.25236 8.252***
기업규모	-	-0.01153 -5.199***	-0.00601 -4.024***	-0.00827 -5.049***
MV/BV	+	0.04710 4.107***	0.03164 5.134***	0.04021 5.045***
레버리지	-	-0.11962 -5.876***	-0.04613 -3.952***	-0.09422 -6.533***
투자수익률	-	-0.34102 -4.410***	0.11815 3.486***	-0.01608 -0.330
현금흐름비율	-	0.14944 3.987***	0.00007 0.013	0.01248 1.142
R&D 투자	+	-0.62873 -1.132	-0.42907 -1.362	-0.58138 -1.488
Adj R <sup>2</sup>		0.2665	0.1770	0.2474
F 값		28.618***	17.346***	25.977***

주) 상은 회귀계수, 하는 t값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

기업규모와 기업의 유동성은 외환위기 전·후기간, 전체기간에서 1% 유의수준에서 부(-)의 유의한 관련성을 나타내고 있어 기업규모가 적은 소기업일수록 현금과 시장성유가증권의 보유비율이 높게 나타났다. 이론적 연구모형에서나 실증적 분석에서 외부자금조달비용이 클수록 유동성자산에 대한 투자가 크게 나타났으며 외부자금조달비용의 대응변수로 기업규모를 이용하여 기업규모가 적은 소기업이 대기업에 비해 금융시장에 접근이 용이하지 않고 대출 등에 제약이 크기 때문에 외부자금조달비용이 크다고 하였다. 또한, Barclay & Smith(1996)도 대기업은 자금조달을 위하여 증권을 발행할 경우 규모의 경제효과로 증권발행에 소요되는 비용이 적어외부자금조달비용이 적다고 주장하였다. 따라서, 외국의 선행연구와 같이 우리나라 기업도 기업규모가 적을수록 외부금융시장에서 자금조달이 어렵고 외부자금조달비용이 많이 소요될 것이므로 미래투자에 대비하여 현금과 시장성유가증권을 많이 보유하는 것으로 생각된다.

기업의 성장기회와 유동성은 전기간, 후기간, 전체기간, 전체기업, 대기업, 소기업 모두 1% 유의수준에서 정(+)의 유의한 관련성을 나타내고 있어 성장기회의 측정치인 시장가치 대 장부가치비율(MV/BV)이 높은 기업이 유동성자산을 많이 보유하고 있다. Myers & Majluf(1984)은 미래 성장기회가 큰 기업이 정보비대칭으로 인하여

외부자금조달에 많은 제약을 받기 때문에 미래투자기회에 투자하기 위하여 유동성자산을 많이 비축해야 한다고 주장했다.

Myers & Majluf(1984)은 미래 성장기회가 큰 기업이 정보비대칭으로 인하여 외부자금조달에 많은 제약을 받기 때문에 미래투자기회에 투자하기 위하여 유동성자산을 많이 비축해야 한다고 주장했다. Myers & Majluf(1984)의 주장과 John(1993), Kim 등(1998), Opler 등(1999)의 많은 선행연구에서와 같이 우리나라 상장기업도 성장기회가 큰 기업일수록 미래 새로운 투자기회가 많을 것이며 이러한 미래 투자기회에 차질없이 투자하기 위하여 현금과 시장성유가증권과 같은 유동성자산을 많이 보유하는 것으로 생각된다.

레버리지도 기업의 유동성과 전기간, 후기간, 전체기간, 전체기업, 대기업, 소기업 모든 경우 1% 유의수준에서 부(-)의 유의한 관계를 갖고 있어 부채비율이 높은 기업이 현금과 시장성유가증권을 적게 보유하는 것으로 나타났다. Baskin(1987)은 기업의 부채비율이 증가함에 따라 유동성 투자에 소요되는 자금비용이 증가하여 유동성자산 투자가 감소한다고 했으며 John(1993)은 부채비율이 높을수록 자금조달시장에 쉽게 접근할 수 있어 유동성자산보유 대신 금융시장 차입을 많이 이용한다고 주장했다. 부채비율이 높을수록 유동성자산을 적게 보유한다는 이들의 주장과 일치하는 결과를 나타내고 있다. 우리나라 기업은 기업규모와 부채비율이 매우 강한 정(+)의 관련성을 갖는 것으로 확인되었으며(박순식, 2001) 부채비율이 높은 기업이 기업규모가 커서 자본시장에서 외부 자금조달이 용이할 것이므로 예비적 동기나 투자를 위한 유동성자산 보유를 줄이고 필요시 외부자금조달을 이용하는 것으로 생각된다.

투자수익률은 기업의 유동성과 외환위기 전기간에는 부(-)의 유의한 관련성을 가지고 외환위기 후기간에는 정(+)의 유의한 관련성을 가지며 전체기간에는 부(-)의 관계를 나타내고 있으나 의미있는 관련성은 없다. 유동성자산에 대한 투자에 비해 생산활동에 대한 투자수익률이 높으면 유동성자산에 투자가 줄어들 것으로 예상하였는데 외환위기 전기간에는 투자수익률이 높은 기업이 생산활동에 많이 투자하기 위하여 유동성자산을 적게 보유하고 있는 것으로 생각된다. 외환위기 이후에는 기업의 투자심리가 위축되어 투자수익률이 높은 기업이 오히려 현금과 시장성유가증권을 더 많이 보유한 것으로 생각된다.

## 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구

<표 4-8> 유동성 결정요인에 대한 회귀분석결과(대기업)

변수명	예상부호	전기간	후기간	전체기간
상수항		0.25567 4.116***	0.18158 3.396***	0.22981 4.631***
기업규모	-	-0.00703 -2.356***	-0.00746 -2.978***	-0.00791 -3.427***
MV/BV	+	0.03892 1.812*	0.04744 2.540**	0.04740 2.570**
레버리지	-	-0.10464 -2.941***	-0.04419 -2.119***	-0.08346 -3.657***
투자수익률	-	0.25528 -2.104**	0.09441 1.538	-0.01153 -0.145
현금흐름비율	-	0.09569 1.421	0.00307 0.558	0.00537 0.587
R&D 투자	+	-0.49200 -0.732	-1.11465 -1.928*	-0.61513 -1.114
Adj R <sup>2</sup>		0.2206	0.1297	0.2030
F 값		7.794***	4.576***	7.143***

주) 상은 회귀계수, 하는 t값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

<표 4-9> 유동성 결정요인에 대한 회귀분석결과(소기업)

변수명	예상부호	전기간	후기간	전체기간
상수항		0.40540 4.722***	0.11729 2.045***	0.26311 4.047***
기업규모	-	-0.01411 -3.001***	-0.00324 -1.028	-0.00883 -2.475***
MV/BV	+	0.04989 3.583***	0.02846 4.112***	0.04080 4.345***
레버리지	-	-0.11944 -4.723***	-0.05282 -3.586***	-0.09100 -4.883***
투자수익률	-	-0.39085 -3.962***	0.15470 3.334***	-0.07098 -1.002
현금흐름비율	-	0.17729 3.788***	-0.01871 -1.043	0.05515 1.845*
R&D 투자	+	-0.67345 -0.868	-0.21039 -0.553	-0.53036 -1.040
Adj R <sup>2</sup>		0.1929	0.1383	0.1654
F 값		13.392***	9.321***	11.273***

주) 상은 회귀계수, 하는 t값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

현금흐름비율과 기업의 유동성은 외환위기 후기간과 전체기간에서 정(+)의 관련성을 나타내고 있으나 유의한 관계는 아니며 외환위기 전기간에서 정(+)의 유의한 관련성을 나타내고 있다. 기업의 현금흐름은 유동성의 원천으로 현금흐름이 많은 기업이 현금과 시장성유가증권을 많이 보유할 것으로 예상하였으나 현금흐름은 기업의 유동성에 별 영향을 미치지 못하였다. 외환위기 전기간에는 현금흐름이 많은 기업이 현금과 시장성유가증권을 더 많이 보유하고 있었다.

기업의 R&D투자비율과 유동성은 부(-)의 관련성을 나타내고 있으나 통계적으로 의미있는 수준은 아니다. R&D투자비율이 높을수록 미래의 새로운 투자기회가 많아질 것이며 여기에 대비하여 기업이 많은 유동성자산을 보유할 것으로 예상하였으나 R&D투자는 기업의 유동성과 별 관련성이 없는 것으로 나타났다. R&D투자비율이 높은 기업이 오히려 유동성이 낮았으나 통계적으로 의미가 없으므로 R&D투자는 우리나라 기업의 현금과 시장성유가증권 보유에 영향을 미치지 못하고 있다.

## V. 요약 및 결론

이상에서 우리나라 상장기업을 대상으로 1995년 1월부터 2000년 12월까지 분석대상기간을 외환위기 전·후기간, 전체기간으로 나누어 기업의 유동성 결정요인을 실증적으로 분석하였다. 이제까지의 분석결과를 요약하여 정리하면 다음과 같다.

첫째, 기업규모가 작은 소기업일수록 유동성이 높은 것으로 나타났다. 외국의 많은 선행연구와 같이 우리나라 기업도 기업규모가 적을수록 외부금융시장에서 자금조달이 어렵고 외부자금조달비용이 많이 소요될 것이므로 미래투자에 대비하여 현금과 시장성유가증권을 많이 보유하는 것으로 생각된다.

둘째, 기업의 성장기회와 유동성은 정(+)의 관련성을 나타내고 있어 MV/BV가 높은 기업이 유동성자산을 많이 보유하였다. 대부분의 선행연구와 같이 우리나라 기업도 성장기회가 큰 기업일수록 미래 새로운 투자기회가 많을 것이며 이러한 투자기회에 투자하기 위하여 현금과 시장성유가증권과 같은 유동성자산을 많이 보유하는 것으로 생각된다.

셋째, 레버리지가 높은 기업이 현금과 시장성유가증권을 적게 보유하는 것으로 나타났다. 부채비율이 높은 기업이 기업규모가 커서 자본시장에서 외부자금조달이 용이할 것이므로 예비적 동기와 투자를 위한 유동성자산 보유를 줄이고 필요시 외부로부터 자금을 조달하는 것으로 생각된다.

넷째, 투자수익률은 유동성과 외환위기 전기간에는 부(-), 후기간에는 정(+)의 유의한 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 외환위기 전기간에는 투자수익률이 높은 기

## 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구

업이 생산활동에 많이 투자하기 위하여 유동성자산을 적게 보유하고 외환위기 이후에는 기업의 투자심리가 위축되어 투자수익률이 높은 기업이 현금과 시장성유가증권권을 더 많이 보유한 것으로 생각된다.

다섯째, 현금흐름비율은 기업의 유동성에 별 영향을 미치지 못하였으며 외환위기 전기간에는 현금흐름이 많은 기업이 현금과 시장성유가증권권을 많이 보유하고 있다.

여섯째, R&D투자비율이 높은 기업이 유동성이 낮았으나 유의성이 없으므로 R&D투자는 우리나라 기업의 현금과 시장성유가증권 보유에 영향을 미치지 못하였다.

이상의 결과를 종합하면 우리나라 상장기업은 성장기회가 크고, 기업규모가 적고, 레버리지가 낮을수록 현금과 시장성유가증권권을 많이 보유하고 있으며 투자수익률은 외환위기를 전후하여 서로 상이한 결과를 나타내었다. 현금흐름비율과 R&D투자비율은 우리나라 기업의 유동성 결정에 별로 영향을 미치지 못하였다.

본 연구는 기업의 유동성 관리의 중요성에도 불구하고 우리나라에서 이 분야에 대한 연구가 미흡한 상황에서 기업의 유동성과 유동성 결정요인에 대한 연구를 시도하여 우리나라 기업의 유동성에 영향을 미치는 중요한 요인들을 추출하였다는데 의의가 있다. 앞으로도 이 분야에 대한 연구가 계속되어야 할 것으로 생각되어 본 연구의 한계점과 더 나은 연구를 위한 제안을 하고자 한다.

첫째, 유동성 결정요인에 대한 대용변수 선정의 문제로 보다 적절하고 합리적인 방법으로 대용변수를 선정하고 측정하여 연구할 필요가 있을 것이다.

둘째, 분석대상의 시계열기간이 짧기 때문에 유동성 결정요인으로 현금흐름의 불확실성요인을 고려하지 못하였으나 향후 연구에서 고려할 필요가 있을 것이다.

셋째, 본 연구에서는 자료수집상의 문제 때문에 상장기업을 대상으로 분석하였으나 자본시장에서 자본조달이 어려워 유동성이 취약할 것으로 생각되는 비상장기업과 영세한 중소기업을 대상으로 한 연구도 계속되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 박순식, "상장제조기업의 기업규모별 부채만기구조 결정요인에 관한 연구", 「재무관리연구」, 제18권, 제2호, 한국재무관리학회, 2001, pp.27~55.
- Barclay, M. J. and C. W. Smith, Jr., "On Financial Architecture: Leverage, Maturity, and Priority," *Journal of Applied Corporate Finance*, 8, Winter 1996, pp.4~17.
- Baskin, J. "Corporate Liquidity in Games of Monopoly Power," *Review of Economics and Statistics*, 64, 1987, pp.312~319.
- Brealey A. and S. Myers, *Principles of Corporate Finance*, Fifth Edition, New York, NY: McGrawHill Book Co. 1996
- Chudson, W. The Pattern of Corporate Financial Structure, National Bureau of Economic Research, New York. 1945
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, H. Servaes, "Corporate Liquidity," working paper, SSRN Home page, July 2002.
- Fazzari, S. M. and B. C. Petersen, "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints," *Rand Journal of Economics*, 23, Autumn 1993, pp.328~342.
- Huberman, G., "External Financing and Liquidity," *Journal of Finance*, 39, 1984, pp.895~908.
- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 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*, 3, 1976, pp.305~360.
- John, T. A., "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress," *Financial Management*, Autumn 1993, pp.91~100.
- Kester, C. W., "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States, and Japanese Manufacturing Corporations," *Financial Management*, 15, Spring 1986, pp.5~16.
- Kim, C. S., D. C. Mauer, and A. E. Sherman, "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence," *JFQA*, 33, 1998, pp.305~334.
- Martin J. D. and G. E. Morgan, "Financial Planning Where the Firm's Demand for Funds is Nonstationary and Stochastic," *Management Science*, 34, 1988, pp.1054~1066.
- Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, 1977, pp.147~175.
- 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*, 13, 1984, pp.187~221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, "The Determinants and Implication of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, 52, 1999, pp.3~46.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance*, 47, 1992, pp.1343~1366.
- Stohs, M. H. and D. C. Mauer, "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure," *Journal of Business*, 69, 1996, pp.279~312.

## 기업의 유동성 결정요인에 관한 연구

- Vogel, R. C. and G. S. Maddala, "Cross-Section Estimates of Liquid Asset Demand by Manufacturing Corporations," *Journal of Finance*, 22, 1967, pp.557~575.
- Whited, T. M., "Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data," *Journal of Finance*, 47, 1992, pp.1425~1460.

## ABSTRACT

### A Study on the Determinants of Corporate Liquidity in Korea

Park, Soon-Sik\*

The purpose of this study is to investigate the empirical determinants of corporate liquidity as measured cash and marketable securities in Korea. For analysis, the data is based on the 457 listed companies in Korea Stock Exchange over the period from 1995 to 2000.

I find a negative and significant relation between firm size and corporate liquidity. In addition, the firms with larger market-to-book ratios have significantly larger positions in liquidity assets. These results support the theory and prediction of a positive relation between liquidity and the cost of external financing to the extent that the size and MV/BV are reasonable proxies of the cost of external financing.

I also find a negative and significant relationship between corporate liquidity and leverage. So high leveraged firms tend to hold less liquid assets in their balance sheets.

The ratio of operating income to assets is negatively related to liquidity before the Korean currency crisis and is positively related after the currency crisis.

I do not find a significant and consistent relation between cash flow and corporate liquidity. The R&D investment also does not affect the determination of liquid assets in Korea.

**Keyword** : *Liquidity, Cash, Marketable Securities, Cost of External Financing, Agency Cost*

---

\* Professor, School of Business Administration, Catholic University of Daegu