

# 기업 내 현금보유 수준이 이익분배(profit sharing)를 달성하는가?

: 종업원 보상과 고용창출을 중심으로

Does the Level of Cash Holdings Achieve Profit Sharing?

: Focusing on Employee's Compensation and Job Creation

홍준용(Jun Yeung Hong)\* · 김선미(Seon Mi Kim)\*\* · 김숙민(Sook Min Kim)\*\*\*

## 〈요 약〉

[연구목적] 본 연구는 기업 내 현금보유 수준이 이익분배 관점에서 종업원 보상과 고용창출에 미치는 영향을 보는 것에 목적이 있다. 기업은 직원의 복지측면에서 기업 내 현금을 보유할 유인이 있다(Ghaly et al, 2015). 이에 본 연구는 기업의 현금보유수준과 직원 보상문제, 고용창출 문제를 현금이익분배 관점에서 논의하고자 한다.

[연구방법] 본 연구는 2012-2019년 유가증권시장 상장기업을 대상으로 현금보유수준과 직원보상 및 임원·직원 간 보수 비율의 관계를 분석하며, 기업의 고용창출 측면에서 현금수준과 정규직 및 비정규직 종업원 수 증가율의 관계를 분석한다.

[연구결과] 종업원 보상과 관련된 분석결과, 기업의 현금보유수준과 직원보수는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 그리고 임원·직원 간 보수비율과는 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이는 기업의 현금보유수준이 높을 때 직원 보수를 높게 책정하지만 그 수준에 있어서 임원과는 차별적임을 보인 결과이다. 추가로 종업원 수와의 관계를 분석한 결과, 총 직원 수와 정규직 직원 수는 유의한 관계가 없었다. 반면 기업의 현금보유수준이 높을수록 비정규직 종업원 수의 증가가 나타난다는 결과를 발견하였으며, 초과현금보유수준과의 관계에서도 일관된 결과를 얻었다. 이는 최근 기업들의 고용행태를 보여주는 결과로 기업의 현금보유수준 증가가 실질적인 정규직 증대를 가져오지 못함을 의미한다. 앞선 결과는 기업지배구조 등급이 낮거나 젊은 경영진이 없는 기업의 경우에만 지지되었다.

• 논문접수일 : 2021.12.7. • 1차수정일 : 2022.1.5. • 최종수정일 : 2022.2.16. • 게재확정일 : 2022.2.18.

\* 고려대학교 경영대학 기업경영연구원 연구원(박사), [jyhong1290@gmail.com](mailto:jyhong1290@gmail.com) (제1저자)

\*\* 전남대학교 경영대학 경영학부 부교수, [smkim09@jnu.ac.kr](mailto:smkim09@jnu.ac.kr) (교신저자)

\*\*\* 우송대학교 솔브릿지국제경영대학 조교수, [sookminkim@solbridge.ac.kr](mailto:sookminkim@solbridge.ac.kr) (공동저자)

[연구의 시사점] 본 연구의 결과는 기존 연구들이 기업의 현금보유에 대한 유인을 제시한 것과 달리 현금지출 측면에서의 의사결정 행태를 보였다는 점에서 정책적·학문적으로 의미가 있을 것이다.

한글색인어 : 현금보유, 종업원 급여, 고용창출, 기업지배구조, MZ세대

## I. 서론

최근 기업경영에 있어 비재무적 요인으로 ESG 경영활동이 주요한 화두로 떠오르고 있다. 이에 기업 경영진들은 ESG 경영을 통한 사회적 가치 실현을 위해 많은 노력을 기울이고 있는 현실이다. 특히, 기업의 기존 보상제도, 투자 등의 활동에 대한 의사결정이 주주중심 관점에서 이해관계자 중심으로의 패러다임이 변화하고 있다. 이는 기업의 사회적 책임 측면에서 임직원 보상이나 고용창출 등의 문제에 관심이 증대되어야 함을 의미하는 것이다.

이에 본 연구는 현금보유(Cash holdings)와 기업 내부이해관계자인 종업원의 보상 및 고용창출 간 관계를 실증분석하고 이익분배(profit sharing) 관점에서 기업의 현금지출에 대한 의사결정 행태를 제시하고자 한다. Kerr and Slocum(2005)은 종업원에 대한 보상에서 급여, 성과급, 상여금 등 금전적 보상을 가장 일반적인 보상의 형태로 정의하고 있다. 이에 본 연구는 추상적인 개념인 ‘복지’의 한 요소로 실질적인 복지라 할 수 있는 종업원의 보상을 사용하여 분석을 진행한다. 구체적으로 본 연구는 기업의 현금보유수준과 종업원의 보상 간의 관계에 대해 분석한다. 이에 더하여 본 연구는 기업 외부이해관계자의 요구에 부응하기 위하여 기업의 높은 현금보유수준이 고용행태에 미치는 영향을 검증하고, 기업의 의사결정에 대한 감시자로서 기업지배구조가 현금보유수준과 종업원의 보상 및 고용창출 간 관계에 미치는 영향을 실증분석하고자 한다. 또한, 젊은 임원으로의 세대교체와 같은 기업 패러다임의 변화가 기업의 현금보유수준과 종업원의 보상 및 고용창출 간 관계에 미치는 영향을 살펴본다.<sup>1)</sup>

현금보유액이란 기업의 현금 및 현금성 자산, 정기에금, 단기투자자산, 단기대여금을 합한 금액이다. 따라서, 현금보유액이 많은 기업일수록 유동성이 좋은 재무 상태를 지니고 있다고 할 수 있다(Lins et al. 2010). 기업은 현금보유액을 기반으로 새로운 투자기회를 통해 기업가치의 상승을 추구할 수 있으며, 미래에 닥칠 위기상황에 대처하기 위해 현금을 보유할 수도

1) “칼바람에 대기업 임원 대거 집 뺐다”...삼성전자 임원 10명 중 4명 70년대생  
(<https://www.mk.co.kr/news/business/view/2021/10/992791/>) (2021.10.20.)

있다(Isshaq and Bokpin 2009 ; Lins et al. 2010 ; Gill and Shah 2012).

우리나라는 외환위기 이후 기업들이 불확실한 경제상황과 이에 대한 위험관리 측면에서 현금보유량을 크게 증가시켜 왔다. 기업의 현금보유에 대한 관심이 증가하여 경제적, 사회적으로 많은 이슈가 되고 있으며 기업의 현금보유수준은 사상 최대치를 경신 중이나 투자는 부진하며 자금이 순환되지 않아 고용악화와 경기침체로 이어진다는 주장이 지속적으로 제기되어 왔다(김병기 2007). 또한 서두에 언급하였듯 정부에서도 기업들에게 보유하고 있는 현금을 각종 시설투자나 고용창출에 사용하여 경제 활력에 힘써주기를 지속적으로 주문하고 있다. 이에 현금보유액에 법인세를 부과하는 기업소득환류세제 정책이나 고용촉진을 위한 고용증대세액공제 등의 정책을 펴기도 했다. 기업에 세금을 부과하거나 세제혜택을 부여하여 기업의 투자활동을 촉진하고자 하는 정부의 의도였다.

지금까지 기업의 현금보유수준과 관련하여 진행되어 온 선행연구는 현금보유 유인 관점에서 기업의 투자기회, 위험도, 부채비율, 성장성, 규모 등에 따라 기업의 현금보유수준이 결정될 수 있음을 제시하였다(Opler et al. 1999 ; 김병기 2004 ; 공재식 2006 ; Garcia-Teruel and Martinez-Solano 2007 ; Gill and Shah 2012 등). 특히 Ghaly et al.(2015)은 기업 입장에서 직원의 복지를 위해 투자할 여력이 있음을 신호하기 위하여 현금을 보유함을 주장한다. 구체적으로 이해관계자 이론에 근거하여 기업은 근무여건, 복지, 고용보장, 퇴직연금 등에 대한 종업원의 암묵적 요구에 부응하고 이해관계자들이 인지하는 불확실성의 제거를 위해 보수적인 재무 의사결정을 하며, 이러한 의사결정의 일환으로 현금을 보유할 유인이 있음을 제시한다. 동 연구는 종업원 복지에 대한 기업의 몰입이 보수적인 재무적 선택에 미치는 영향을 검증하여 기업의 직원의 복지(welfare)가 현금보유수준 결정요인 중 하나임을 보였다.

한편 사내에 유보된 현금수준이 높을수록 경영자의 사적유인을 충족시키기 위한 투자에 활용될 가능성이 있다(Amess et al. 2015). Jensen(1986)은 경영자들이 최선의 투자안이 아닌 자신의 사적이익을 추구하기 때문에 주주들에게 환원되어야 할 현금분배가 어려움을 지적하였다. 이러한 관점에서 기업의 현금보유가 증가할수록 기업의 가치가 훼손될 가능성이 있다 (Martinez-Sola et al. 2013). 국내의 선행연구는 기업이 직면한 불확실성이 클수록 현금을 분배하거나 활용하지 않으며(김병기 2007), 초과현금이 직원보상이 아닌 임원 보상을 증가시키는데 지출됨을 제시하였다(양승희 등 2018).

다음으로 본 연구는 현금보유수준이 높을수록 고용을 확대하는지, 확대한다면 지속가능한 양질의 고용행태인지에 대하여 살펴보고자 한다. 선행연구에 따르면, 재무적 곤경에 처한 기업은 인재 확보에 어려움을 겪으며 지원자의 수준 자체도 높지 않다(Brown and Matsa

2016). 아울러 급변하는 노동환경 속에서 기업이 내부 이해관계자를 존중하지 않는다는 평판에 직면한다면 이직률과 인재확보의 어려움은 증가하는 것으로 보고된다(Ghaly et al. 2015). 이러한 맥락에서 기업현금수준이 높다면 이를 적극적으로 활용하여 유능한 인재를 선점하고 노동시장에서 인적자원을 가치 있게 대우한다는 평판을 쌓을 유인이 있다.

한편, 비정규직 고용의 결정요인을 분석한 연구는 노동시장의 유연성과 비용절감 요인 외에도 환경적 요인이 고용행태에 미치는 영향에 주목한다(김유선 2003 ; 신동엽 등 2003 ; 이용수 2009). 특히 경제환경 변화 가설에 따르면 기업의 경쟁이 심화되고 미래 수요에 대한 불확실성이 커질수록 정규직 고용보다는 비정규직 고용이 증가할 가능성이 있다(김유선 2003). 이에 불확실성에 대비하기 위해 기업이 현금보유수준을 높이는 상황이라면, 기업의 인적자원을 유연하게 관리하기 위하여 비정규직 고용을 확대할 가능성이 있다.

따라서 본 연구에서는 기업이 보유한 현금수준이 증가하는 만큼 직원의 복지 향상에 충분히 투자되고 있는지, 고용창출이 증대되고 있는지에 대해 분석하고자 한다. 구체적으로 본 연구는 기업의 현금보유수준이 직원들에 대한 보상과 관련성을 가지는지를 분석하고, 임원·직원 간 보수 비율(executive-worker pay ratio)을 통해 기업의 보상분배 의사결정에 현금보유 수준이 미치는 영향을 다각도로 살펴본다. 또한 기업의 고용창출 역할이 강조되고 있는 사회적 분위기 속에서 기업이 보유한 현금수준이 사회적 가치 창출활동으로써 고용증대로 이어지고 있는지에 대해 살펴본다. 본 연구는 고용증대와 관련된 분석에 있어서 총 직원 수의 변화율뿐만 아니라, 전체 직원을 정규직과 비정규직으로 구분하여 각각의 변화율에 대해서도 분석하여 기업의 현금보유수준과 고용행태 간의 상관관계를 살펴봄으로써 일자리 정책에 대한 시사점을 제시하고자 한다.

본 연구는 2012년부터 2019년까지 종업원 보상 및 종업원 수 관련 자료를 활용할 수 있는 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 현금보유 수준과의 관련성을 실증분석 하였으며, 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 당기의 현금보유수준과 차기의 직원보수는 유의적인 양(+)의 관계를 보였다. 그러나 당기의 현금보유수준과 차기의 임원·직원 간 보수비율 간의 관계를 구체적으로 살펴보면, 당기의 현금보유수준이 높을수록 임원과 직원 전체에게 지급되는 총 보수 대비 직원의 보수가 차지하는 비중은 감소하는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 당기 기업의 현금보유 수준이 높을수록 임원에게 지급되는 높은 보수를 보전하기 위해 직원에게 분배되어야 할 부분을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 당기의 현금보유수준과 차기의 총 직원 수 증가율 간에는 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 구체적으로 전체 직원을 정규직과 비정규직으로 구분하여 현금보유수준이 직원

수 증가율에 미치는 영향을 살펴본 결과, 비정규직 증가율은 당기의 현금보유수준과 유의미한 양(+)의 관계를 보인 반면, 정규직 증가율은 유의한 관계를 관찰할 수 없었다. 추가적으로 초과현금보유수준과의 관계를 분석한 결과에서도 임원·직원 간 보수비율과 음(-)의 관계를 가지며, 비정규직 증가율과는 양(+)의 관계가 있음을 보였다. 이는 최근 기업들의 고용 형태를 뒷받침하는 결과로, 기업이 보유한 현금수준이 증가함에 따라 정규직 채용 보다는 비정규직 채용을 통한 고용창출이 이루어지고 있다고 해석될 수 있다.

또한, 경영자의 의사결정에 상당한 결정권을 갖는 기업지배구조의 역할이 기업의 현금지출 용도를 결정짓는 의사결정에 영향을 줄 수 있다. 이에 앞선 분석결과에 기업지배구조가 지니는 역할을 살펴보는 것은 의미가 있을 것이다. 기업지배구조 대응치로 기업지배구조등급을 사용하여 분석한 결과, 기업지배구조가 부실한 표본에서만 기업의 현금보유수준과 임원보수 대비 직원보수가 유의한 음(-)의 관계가 있음을 보였다. 비정규직 증가율에 대한 분석에서도 임원보수 대비 직원보수와 동일하게 기업지배구조가 부실한 표본에서만 현금보유수준과 비정규직 증가율 간 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 추가적으로 기업 구성원의 다양성이 종업원 보상과 고용창출에 대한 의사결정에 미치는 영향을 살펴보고자 최근 논의가 되고 있는 젊은 임원으로의 세대교체 효과를 살펴보고자 한다.<sup>2)</sup> 이에 MZ세대로 대표되는 20-30대 임원 구성여부가 본 연구결과에 미치는 영향을 분석한 결과, 젊은 임원이 포함되지 않은 기업의 경우에만 통계적으로 유의하게 임원 대비 직원보수가 감소하고 비정규직 채용이 증대된다는 결과가 나타났다. 이러한 결과들은 기업의 차별적인 현금이익분배(cash profit sharing) 성향과 기업 입장에서의 고용형태가 기업지배구조가 약하거나 젊은 임원진 구성이 없는 경우에 두드러짐을 보여준 결과로 해석된다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 다수의 선행연구는 기업의 현금보유 결정요인에 대한 실증적 근거를 제시한 반면(Opler et al. 1999 ; 김병기 2004 ; 공재식 2006 ; Garcia-Teruel and Martinez-Solano 2007 ; Gill and Shau 2012 ; Ghaly et al. 2015 등), 본 연구는 기업의 현금보유수준이 미래의 보수와 고용형태에 미치는 영향을 분석함으로써 기업이 축적한 현금을 어떻게 활용하는지에 대한 실증적 근거를 제시하였다.<sup>3)</sup> 특히, 현금보유수준이

2) 녹색경제신문, CXO연구소, 2020년 대기업 임원인사 4대 특징 분석 ... 세대교체·감축·융합·여풍 '윈디(WINDY)' (<http://www.greened.kr/news/articleView.html?idxno=230969>) (2020.01.03)

3) Ghaly et al.(2015)와 본 연구는 다음과 같은 차별점이 있다. 첫째, Ghaly et al.(2015)은 이해관계자 이론을 토대로 현금보유와 종업원 복지의 상관관계를 검증했지만, 본 연구는 현금보유수준이 사후적으로 직원 미래보수와 고용형태에 미치는 영향을 실증하였다. 둘째, Ghaly et al.(2015)은 기업의 비재무적 이해관계자와 재무 의사결정과의 관계에 관한 연구를 확장한 반면, 본 연구는 이익분배 관점에서 기업의 현금관리정책이 인적자원을 가치 있는 자산으로 간주하여 대우하고 관리하는지를 종업원을 대상으로 분석하였다. 셋째, Ghaly et

기업의 재무적 또는 비재무적 의사결정에 미치는 영향을 검증한 연구는 현금보유수준 또는 초과현금이 높을수록 기업가치는 감소함을 보였다(Jensen 1986 ; Eljelly 2004 ; Pinkowitz et al. 2006 ; Masulis and Reza 2015 ; Bhuiyan and Hooks 2019). 그러나 본 연구는 현금 보유수준이 기업 내부이해관계자들에게 미치는 영향을 검증하여 기업의 인적자원 의사결정에 대한 이해를 확장시켰다는데 의의가 있다.

둘째, 기업의 재무적 의사결정이 기업 고용행태에 영향을 미치는 결정요인임을 제시하였다는 점에서 학문적 의미가 있다. 비정규직 결정요인을 검증한 선행연구는 비용절감과 노동시장의 유연성 외에도 노동자 개인의 특성, 기업 전략과 기업을 둘러싼 환경, 인적자원관리적 특성 등을 폭넓게 고려해왔으나 기업의 재무의사결정 특히 기업의 현금보유정책이 인적자원 활용에 미치는 영향을 검증한 연구는 아직 미흡하다(신동엽 등 2003 ; Jun 2007 ; 이용수 2009). 본 연구의 분석결과는 기업의 불확실한 상황에 직면할수록 현금보유수준을 높이며 상대적으로 고용조정이 쉬운 비정규직 고용률을 높임을 시사한다.

셋째, 비정규직 채용이 급증하고 있는 국내의 고용형태를 고려하였을 때 본 연구의 결과를 통해 국내 임직원 보수와 고용형태에 대한 규제 개선 방향성에 대한 논의점을 제시할 수 있을 것이다. 마지막으로 최근 젊은 임원의 선임이 증가하고 있는 분위기 속에서, 기업 내 다양한 구성원과 의사결정 관점에서 젊은 임원들이 기업 내 의사결정 과정에서 미칠 수 있는 영향에 대해 제시하고 있다는 점에서 학문적·정책적으로 추가적인 공헌점이 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성한다. 제Ⅱ장에서는 현금보유 요인에 대한 선행연구와 본 연구의 연구가설을 제시하고, 제Ⅲ장에서는 연구가설 검증을 위한 자료 수집, 연구모형을 기술하고, 제Ⅳ장에서 현금보유와 종업원 보수 및 고용창출 간 관계를 분석한 실증연구 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론을 서술한다.

---

al.(2015)은 현금보유수준이 높을수록 기업의 비재무적 이해관계자들에게 재무건전성을 신호할 수 있으므로 사전적으로 복지수준이 높은 기업일수록 현금을 보유하는 경향이 있음을 보였다. 이와 달리 본 연구결과는 대리인 이론을 지지하는 결과로 기업지배구조가 취약한 표본에서 현금보유수준이 높을수록 임원보수 대비 직원 보수가 감소하고 비정규직 고용도 증가함을 보였다는 점에서 차별적 의미가 있다.

## II. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

### 2.1 현금보유 선행연구

현금보유와 관련된 선행연구(Opler et al. 1999 ; 김병기 2004 ; 공재식 2006 ; Garcia-Teruel and Martinez-Solano 2007 ; Gill and Shah 2012 등)들은 대부분 기업의 현금보유 수준에 대한 결정요인에 관한 연구가 주를 이룬다.

해외 선행연구로 Opler et al.(1999)은 1971년부터 1994년까지 미국 기업을 대상으로 현금 보유수준의 결정요인에 대해 분석하고 있다. 그 결과 성장의 기회가 많고 현금흐름이 불안정하고 위험도가 높은 기업일수록 높은 현금보유율을 보이고 있음을 밝혔으며, 자본시장에의 접근성이 높은 규모가 큰 기업일수록 낮은 현금보유율을 보임을 밝혔다. 또한 Garcia-Teruel and Martinez-Solano(2007)는 스페인 기업을 대상으로 1996년부터 2001년까지의 자료를 통해 현금보유수준의 결정요인에 대해 분석하고 있다. 기업의 성장기회, 현금흐름, 부채비율을 유보금의 결정요인으로 보고 이들과 적정 현금보유수준 간의 관계에 대해 분석한 결과, 기업의 성장기회가 많을수록, 현금흐름이 더 많이 발생하는 기업일수록, 그리고 정보비대칭이 존재하는 규모가 작은 기업일수록 기업이 원하는 적정 현금보유수준이 더 높음을 밝혔다. 이와는 반대로 부채비율이 높을수록, 유동자산(liquid asset)을 많이 보유할수록 적정 현금보유수준이 하락함을 밝혔다. Liu and Mauer(2011)는 대리인 이론 관점에서 경영자에 대한 보상을 스톡옵션 등 기업의 가치와 연결하여 현금보유수준과의 관계에 대한 분석결과를 제시하였다. 분석결과, 스톡옵션과 같이 경영자의 보상이 기업의 가치와 직접적으로 연결될 경우 경영자와 주주 간 이해일치로 인해 더욱 과감한(riskier) 투자결정을 내릴 유인이 존재한다는 연구결과를 발견하였다. 또한 Liu and Mauer(2011)는 기업이 손실이 발생했을 경우를 대비하여 현금을 더 많이 보유하려 할 것이고, 채권자의 입장에서 미래의 위험수준을 완화시키기 위해 기업의 높은 유동성을 요구할 것이라고 주장한다. Gill and Shah(2012)는 2008년부터 2010년까지 3년 간 캐나다 기업들을 대상으로 현금보유수준의 결정요인에 대해 분석하였다. 그 결과 현금흐름, 부채비율, 이사회 규모의 규모가 클수록 현금을 많이 보유하고, M/B ratio, 순운영자본, 기업의 규모가 클수록 현금을 적게 보유함을 밝혔다.

국내 선행연구로 김병기(2004)는 현금흐름이 많이 발생하는 기업일수록, 순운전자본 수준이 높을수록 높은 현금보유수준을 보임을 밝혔다. 반대로 투자지출수준이 높을수록 현금보유수준은 감소함을 보였다. 그 외에도 부채비율, 성장성, 기업의 위험도와 현금보유수준의 상관

관계를 밝히고 있다. 이와 유사하게 공재식(2006)은 기업의 성장 및 투자기회(M/B ratio), 부채비율, 기업규모 등과 현금보유수준의 관계를 분석하였다. 그 결과, M/B ratio가 클수록 현금보유수준이 높았으며, 반대로 부채비율과 기업규모가 클수록 낮은 현금보유수준을 보였다. 또한, 기업의 현금보유에 대한 기업의 행동특성 연구로 김성표·손판도(2009)는 기업규모, 현금흐름의 불확실성, 시장/장부가치, 배당 변수는 기업이 높은 현금자산을 보유하는 유인으로 작용하며, 자본지출과 운전자본은 낮은 현금자산을 보유하는 유인이라는 결과를 발견하였다. 한편, 경영자의 대리인 문제로 인해 기업의 현금보유 의사결정이 차별적으로 나타난다는 결과를 제시하였다.

이와 같이 다수의 선행연구는 현금보유수준의 결정요인으로 기업의 성장성, 부채비율, 기업위험도 등 재무정보나 기업특성과 관련된 연구에 주목하였다. 이와 달리 Ghaly et al. (2015)은 직원의 복지(welfare)를 현금보유수준 결정요인의 하나로 제시하여 현금보유수준과의 상관관계를 분석하였다. Ghaly et al.(2015)은 기업의 인적관리 중요성으로 인해 기업 입장에서 직원의 복지를 위한 현금 확보가 증대될 수 있음을 주장한다. 동 연구는 이해관계자 이론을 바탕으로 2003년부터 2009년까지의 미국 기업을 대상으로 종업원 복지에 대한 기업의 몰입수준이 재무적 선택 즉, 현금보유 의사결정에 미치는 영향을 살펴보았다. 구체적으로 기업이 종업원 친화적이지 않을 경우, 고용시장에서의 평판이 낮아짐에 따라 이직률이 증가하며 미래현금흐름이 악화되고 결국 기업가치가 하락함을 주장하였다. 연구 결과, 직원의 복지가 잘 되어 있을수록 더 많은 현금을 보유하고 있음을 밝혔다.

그러나 현금보유수준이 기업의 재무적 또는 비재무적 의사결정에 미치는 영향을 검증한 연구는 아직 미흡한 실정이다. 이와 관련된 선행연구들은 대리인이론을 근거로 현금보유수준 또는 초과현금이 기업과 주주에게 부정적인 영향을 미침을 검증하였다(Bhuiyan and Hooks 2019). 예를 들어, 현금보유수준이 증가할수록 자본비용이 증가하거나(Jensen 1986) 총자산 이익률이 낮아지거나(Eljelly 2004), 투자자 보호수준이 약한 국가일수록 기업가치가 감소함을 보였다(Pinkowitz et al. 2006). Masulis and Reza(2015)는 기업의 현금지출 의사결정 중 기회주의적 기부에 주목하였다. 동 연구는 이사들과 관련이 있는 자선단체에 기부하는 경향이 있으며 사적이익을 추구하는 경영자가 기업의 자원을 유용하여 이사회 독립성을 훼손시킬 수 있으며 기업의 가치도 감소함을 제시하였다.

이와 같은 이론적 토대에서 사적이익을 추구하는 경영자가 초과현금을 인수합병 시장에서 어떻게 활용하는지에 관한 연구도 보고되고 있다(Harford 1999 ; Harford et al. 2012). Harford(1999)은 현금보유 수준이 높은 기업의 경우 인수합병을 할 경향이 더 높으며 1달러



당 7센트의 주주의 부가 훼손됨을 실증하였다. Harford et al.(2012)도 경영자들이 추진하는 인수합병은 정밀조사를 회피하기 위하여 주식발생 보다는 현금으로 자본을 조달하는 형태이며 적정가 이상을 지불함을 제시하여 대리인이론을 지지함을 보였다. Bhuiyan and Hooks (2019) 또한 기업지배구조가 취약할수록 현금보유수준과 과잉투자 간의 양(+)의 관계가 나타남을 보고하였다. 유사한 맥락에서 양승희 등(2018)은 1995년-2013년까지 상장된 기업을 대상으로 현금보유수준의 추세를 제시하고, 시계열적 분석을 통해 현금의 가치관련성을 제시하였다. 분석결과, 2000년 이후 다양한 기업지배구조 개선정책들로 국내 기업의 초과현금과 관련된 대리인비용이 감소하는 추세로 기업의 현금보유량이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 확인하였다. 추가분석에서는 초과현금의 변화와 경영성과, 기업의 투자, 분배, 부채상환 등 다양한 소비행태 양상을 살펴보았다. 기업의 소비행태 중 하나로 임직원의 보상 의사결정에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있는데, 근로소득, 퇴직소득, 공정가치로 산출된 주식 및 현물 등이 모두 포함된 임직원 보상자료를 바탕으로 분석한 결과 초과현금과 임원의 급여에서만 양(+)의 관계가 있다는 결과를 발견하였다. 이에 양승희 등(2018)은 초과현금이 임직원 보상과 연관성이 있다고 해석하기에는 무리가 있다는 한계점을 제시하고 있다.

이와 달리 본 연구는 기업의 현금이익분배 관점에서 기업의 현금보유수준과 종업원의 보수 관계를 보다 면밀하게 다각도로 살펴본다는 점에서 학문적 의의가 있을 것으로 판단된다. 이에 더해 기업의 일자리 창출 역할이 강조되고 있는 최근 사회적 분위기 속에서 기업이 높은 수준의 현금을 보유함으로써 고용창출로 이어지고 있는지에 대해 살펴본다는 점에서 선행연구와의 추가적인 차별점이 존재한다.

## 2.2 인적자원 관리 선행연구

본 절은 임원·직원 간 보수비율에 대한 선행연구를 우선 정리하고 고용형태에 대한 연구를 후술한다. 선행연구는 다양한 방식으로 조직 내의 구성원 보상격차의 결과를 검증하거나 증명하였으며 이에 대한 시사점 또한 혼재되어 있다. 예를 들어, Frank and Cook(1995)은 보상격차의 긍정적인 면을 강조하면서 인적자원이 상대적 한계생산성에 근접하게 보상을 받으며 구성원의 능력이 다양할 경우 보상격차가 발생함을 주장하였다. 그러나 Pfeffer(2007)는 과도한 임금 격차가 불공정하게 인지되며 임원과 직원 간의 신뢰를 저해하는 주요한 요인임을 지적하였다.

이와 관련하여 임원·직원 간 보수비율의 적정성에 대해 검증하거나 현황을 분석해 보는

시도가 이어져 왔다(임형록·오정일 2007 ; 김현중·김수연 2014 ; 김석진·임정대 2015). 임형록·오정일(2007)은 조직 내의 보수격차가 갈등의 원인임을 지적하면서 기업 특성변수와 실제 급여자료를 바탕으로 적정수준의 보상을 추정하여 실제 급여와 비교함으로써 급여의 적정성을 검증하였다. 동 연구는 기업의 성과를 고려한다면 우리나라 대기업을 임원·직원 간 보수격차는 크지 않음을 보였다. 유사하게 김현중·김수연(2014)은 2012년의 자료를 기준으로 산출한 국내의 임원·직원 간 보수비율은 51배로 미국의 354배, 프랑스의 104배보다 낮은 수준임을 제시하였다. 김석진·임정대(2015)는 2002년부터 2014년까지의 표본을 활용하여 국내의 임원·직원 간 보수비율의 연도별 추이를 분석한 결과 3.89에서 6.35까지 지속적으로 증가함을 보였다.

다수의 선행연구는 임원·직원 간 보수비율이 개인 또는 조직의 성과에 미치는 영향에 집중하였으며 상대적으로 임원·직원 간 보수비율의 결정요인을 검증한 연구는 아직 미흡한 실정이다(Shin et al. 2015). Faleye et al.(2013)은 임원·직원 간 보수비율의 결정요인으로서 기업 특성과 조직 구성원들의 특성 변수들을 다양하게 고려한 결과, 임원의 협상력이 클수록 보상격차가 증가하며 직원들이 노동조합에 가입되어 있거나 기술수준이 높을수록 보상격차는 감소함을 보였다. Shin et al.(2015)은 국내의 자료를 활용하여 기업의 경제적 특성과 정치적 특성을 광범위하게 고려하였다. 분석 결과, 동 연구는 기업규모, 성장기회, 산업수준에서의 보상비율, 임원이 갖는 이사회와 주주에 대한 협상력과 임원·직원 간 보수비율은 양(+ )의 관계를 보이나 임원승진에 대한 내부경쟁의 정도, 직원재직 기간, 부채비율, 노동조합에 가입한 직원의 비율은 임원·직원 간 보수비율과 음(-)의 관계가 나타남을 실증하였다. 이창민·최한수 (2019)는 최근의 연구자료를 활용하여 CEO가 지배주주일 때, 대기업집단 소속일 경우, 개인 지분율이 증가할수록 임원·직원 간 보수비율도 증가함을 보인 반면, 사외이사 비율이 높을수록 임원·직원 간 보수비율이 감소함을 보였다.

기업의 고용행태와 관련된 선행연구는 정규직과 비정규직의 비교분석보다 비정규직 고용을 중심으로 진행되어 왔다. 특히 비정규직 고용이 경영성과에 미치는 영향에 대한 연구는 비정규직 고용의 부정적인 효과와 긍정적인 효과가 혼재되어 나타난다. 예를 들어, Wong (2001)은 1997년 아시아 금융위기 기간 전후로 일본과 영국기업의 비정규직 고용이 경영전략에 미치는 영향을 연구하면서 경기침체로 인해 불확실성이 커지는 상황에서의 비정규직 고용이 인건비의 절감으로 이어져 기업성과에 긍정적인 영향을 미침을 보고하였다. 그러나 비정규직의 활용을 두고 정규직 종업원은 기업이 인사정책에서의 비용적 이점만 강조하는 것으로 인식할 수 있으므로(Way et al. 2010) 비정규직 고용수준이 증가할수록 이직률이 증가하

고 생산성과 재무성과는 감소할 수 있다(권순식 2004). 비정규직 고용이 경영성과에 미치는 영향을 검증한 최근의 선행연구는 선형적 관계에서 벗어나 두 변수간의 비선형적 관계에 주목하여(노세리 등 2015) 적정수준의 비정규직 고용에 대한 시사점을 제시하였다.

한편, 비정규직 고용의 결정요인을 분석한 연구는 노동시장의 유연성과 비용절감 요인 외에도 성별, 연령, 학력 등 노동자 개인 특성 변수를 활용하거나 기업규모, 임금격차, 노동조합 가입률, 동종업계의 추세 등 기업 또는 산업 수준의 특성이 비정규직 고용에 미치는 영향을 다양하게 고려해 왔다(김유선 2003 ; 신동엽 등 2003 ; Jun 2007 ; 이용수 2009). 특히 신동엽 등(2003)은 노사 간의 역학관계를 나타내는 변수들 중에서 정규직과 비정규직 간의 임금격차에 주목하여 우리나라의 노동시장이 두 층으로 분리되어 있으며 단기의 경영성과 개선을 위해 기업이 비정규직 고용률을 증가시킴을 보였다. Jun(2007)은 자원의존 관점에서 기업은 정규직에 대한 의존을 줄이는 방향으로 의사결정을 하기 때문에 노조가입률이 높고 기업규모가 클수록 비정규직 고용률이 증가함을 보였다. 유사한 맥락에서 권순식(2013)은 종업원 참여관행이 높거나 주력제품의 경쟁이 치열하거나 시장을 선도하는 리더의 역할을 하거나 비정규직 고용을 직접 하는 기업일수록 비정규직에 대한 복리후생과 인적자원 관리가 호의적임을 보였다.

## 2.3 연구가설

기업의 현금보유는 일시적인 자금 부족을 대비하거나 적시에 새로운 투자기회를 확보하기 위한 것일 수 있다(양승희 등 2018 ; 김선화 · 정용기 2020). 한편, 기업이 상대적으로 많은 현금자산을 보유하는 것은 초과 가용자원을 이용해 외부이해관계자들의 감시를 회피하는 수단으로 활용하거나 경영진이 재량적으로 사용하기 위한 유인이 있을 수 있다(Jensen 1986 ; Fresard 2010 ; 양승희 등 2018 ; 김선화 · 정용기 2020). 이와 같이 선행연구는 기업이 상대적으로 많은 현금자산을 축적하려는 긍정적 · 부정적 유인이 존재하기 때문에 투자자들이 기업의 현금보유 가치를 차별적으로 평가하고 있음을 보고하고 있다(Faulkender and Wang 2006 ; Dittmar and Mahrt-Smith 2007 ; 박순홍 · 연강흠 2009 ; 김경태 · 노희천 2012 ; 양승희 등 2018 ; 김선화 · 정용기 2020 등). 이와 달리 기업의 현금성 자원의 재분배 측면에서 지출행동의 관계를 직접적으로 분석한 연구는 많지 않다.

더불어 종업원들에 대한 적절하고 공정한 보상제도는 기업의 인사관리에 있어 그 역할이 중요하다(박경식 2001 ; 정병재 2002). 기업의 종업원에 대한 보상은 개인과 조직과의 고용

계약에 의해 조직에서 일한 대가로 받는 근본적 형태의 현금에 의한 대가로 기본급여, 상여금, 성과급 등을 포함한다(Kerr and Slocum 2005 ; 박경식 2001). 효과적인 보상정책이란 기업 내의 다양한 이해관계자들의 이해관계가 일치되는 방향으로 이루어져야 하며, 이는 현금 이익분배(cash profit sharing) 측면에서도 주주, 경영진, 종업원 등과 같은 기업 내부이해관계자들의 이해가 종합적으로 고려가 될 필요성이 있음을 보이고 있다. 이에 첫 번째로 본 연구는 소득분배 측면에서 기업의 현금보유 수준이 종업원의 보상에 미치는 영향을 다각도로 살펴보고자 한다.

Ghaly et al.(2015)의 주장대로 기업이 직원복지에 대한 내·외부 평판과 인력의 중요성을 위해 현금보유수준을 높인다면, 현금보유수준이 높을수록 직원에게 더 높은 급여가 제공될 것으로 예상할 수 있다. 반면, 이익분배(profit sharing)는 일정 기간 발생한 기업의 이익을 사전에 결정된 분배공식에 따라 근로자에게 나누어 주는 제도이지만 그 지급액이 사전에 정해지는 것이 아니라 기업의 기말성과에 따라 사후적으로 결정된다는 그 특성을 고려한다면(원인성 2015), 현금보유 수준이 높더라도 목표이익 달성에 실패했을 경우 임직원의 보상으로 이어지지 않을 가능성이 있다. 아울러 이익분배의 차원에서 직원에게 보상이 지급된다고 할지라도 투자나 부채상환 등 추가 지출에 대비하기 위한 부분이 존재하기 때문에 현금보유 수준에 따라 직원의 보상을 높게 책정하지 않을 여지도 존재한다.

이에 미국 기업을 분석한 Ghaly et al.(2015)과는 다르게 국내의 기업을 통한 분석에서는 현금보유수준과 직원의 보상 간 유의한 상관관계가 존재하지 않을 수 있다.

이와 관련하여 본 연구는 현금보유수준과 임원·직원 보상비율의 관계를 분석한다. Pfeffer (2007)는 과도한 임금 격차가 불공정하게 여겨지며 임원과 직원 간의 신뢰를 저해하는 주요한 요인임을 지적하였다. 이에 따라 기업은 내부관계자인 직원을 예우한다는 신호를 전달하기 위하여 이익을 환원하는 방향으로 현금지출수준을 높일 가능성이 있다(Ghaly et al. 2015). 이러한 경우에는 현금보유수준이 높을수록 임원보상 대비 종업원보상을 증가시킬 가능성이 있다.

그러나 기업은 직원보호의 수준이 증가할수록 직원의 보상 인상요구를 회피하고 노동조합과의 협상에서 우위를 가지기 위하여 현금보유수준을 감소시킬 수 있으며(Klasa et al. 2009) 기업의 부가 종업원에게 이전되는 것을 방지하기 위하여 낮은 수준으로 현금을 보유할 가능성(Deangelo et al. 2009)도 보고되었다. 또한, 불확실성이 크고 정치적 압력이나 노동법 강화 등의 외부적 요인에 의해 노동시장이 경직적일 때의 기업의 생산함수에서 직원 보상이 비탄력적일수록 변동비 대비 고정비가 늘어나고 이는 기업의 영업활동에 대한 부채비율의 증가

로 이어질 가능성이 있다(Beuselinck et al. 2021). 이러한 위험에 대비하기 위하여 현금보유 수준을 높이는 방향으로 유동성을 관리하게 된다면 임원보상 대비 직원의 보상수준을 증가시키지 않을 수 있다. 실제로 기업경영의 불확실성이 높은 상황에서 기업 실적이 저조함에도 불구하고 경영진들의 보수가 대폭 인상된 것과 달리 직원들의 보수는 그 인상폭이나 보수체계가 불공정하다는 논란이 제기되기도 하였다. 이를 바탕으로 다음과 같이 귀무가설을 설정한다.

[연구가설 1-1] 현금보유수준과 종업원보상은 관련이 없다.

[연구가설 1-2] 현금보유수준과 임원보상 대비 종업원보상은 관련이 없다.

다음으로 본 연구는 현금보유수준이 종업원 보상에 미치는 영향에 대하여 현금보유수준과 고용창출 간 관계에 대해 분석한다. 구직자들은 기업의 재무적 상황을 정확하게 인지하고 있으며 재무적 곤경에 처한 기업의 경우에는 지원자 확보에 어려움을 겪으며 지원자의 수준 자체도 높지 않다(Brown and Matsa 2016). 아울러 급변하는 노동환경 속에서 기업이 내부 이해관계자를 존중하지 않는다는 평판에 직면하게 된다면 기존의 종업원들의 이직률이 증가하게 되고 이에 유능한 인재확보에 어려움을 겪게 된다(Ghaly et al. 2015). 이러한 맥락에서 기업현금수준이 높다면 이를 활용하여 유능한 인재를 확보하고 노동시장에서 인적자원을 가치 있게 대우한다는 평판을 쌓을 유인이 있다. 또한 정부 기관은 기업소득환류세제 정책이나 고용증대세액공제 등의 정책을 펴는 등 지속적으로 기업의 고용창출 역할을 강조해왔다. 고용시장에서의 평판과 정치적 압력 등을 고려해 본다면 기업의 높은 현금보유수준이 전반적인 고용률 증가로 이어질 가능성이 있다는 것이다.

그러나 기업이 미래 수요에 대한 예측이 어렵다면 고정비를 최대한 줄이고 현금관리를 보수적으로 할 유인이 있다(양승희 등 2018 ; 김선화 · 정용기 2020). 특히 펜데믹 등과 같은 불확실한 기업경영 환경과 정부의 지속적인 최저임금 인상, 정규직 전환정책 등은 기업들의 고용 행태에도 영향을 미치고 있다. 유진성(2021)은 우리나라의 청년실업률이 2013년 8.0%를 기록한 이후 감소하는 추세를 보였으나 2020년 9.0%로 상승하였으며 지속적인 최저임금 인상이 고용률 감소의 주요한 원인 중 하나임을 보고하였다. 이에 기업의 입장에서 사회적 가치를 달성하고 실질적인 고용환경을 개선한다는 측면에서 현금보유수준이 실질적인 일자리 창출로 이어지는지는 실증적 의문사항이다. 비정규직 고용의 결정요인을 분석한 연구는 노동시장의 유연성과 비용절감 요인 외에도 환경적 요인이 고용행태에 미치는 영향에 주목한다(김유선 2003 ; 신동엽 등 2003 ; 이용수 2009). 경제환경 변화 가설에 따르면 기업의 경쟁이

심화되고 미래 수요에 대한 불확실성이 커질수록 정규직 고용보다는 비정규직 고용이 증가할 가능성이 있다(김유선 2003). 즉, 기업이 현금보유수준을 높이는 이유가 불확실성에 대비하기 위한 것이라면, 기업의 인적자원을 유연하게 관리하기 위하여 비정규직 고용을 확대할 가능성이 있다. 이상을 종합하여 다음과 같이 귀무가설을 설정한다.

[연구가설 2-1] 현금보유수준과 총 직원 수 증가율은 관련이 없다.

[연구가설 2-2] 현금보유수준과 정규직 직원 수 증가율은 관련이 없다.

[연구가설 2-3] 현금보유수준과 비정규직 직원 수 증가율은 관련이 없다.

### III. 연구방법

#### 3.1 데이터 수집 및 표본선정

본 연구는 기업의 현금보유수준과 종업원 보상 및 고용창출 간의 관계에 대해 분석하기 위해 2012년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 금융업을 제외한 기업을 대상으로 하며, 아래의 조건을 만족하는 기업을 표본기업으로 설정하였다.

- (1) 금융업이 아닌 산업에 포함된 기업
- (2) 결산월이 12월인 기업
- (3) 분석에 필요한 재무자료 및 직원보수의 수집이 가능한 기업

본 연구는 금융업 특유의 수익 및 비용 인식차이의 영향을 제거하기 위해 금융업으로 분류되는 기업은 제외하였으며, 결산월 차이로 인한 효과를 배제시키기 위해 결산월이 12월이 아닌 기업을 제외하여 연구를 진행한다. 보수자료 및 기타 임직원 관련 자료는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시되는 기업의 사업보고서에서 수집하며, 그 외 분석에 필요한 재무자료 등은 한국상장회사협의회 TS2000과 NewKisValue를 통해 수집하였다.

〈표 1〉은 본 연구에 사용된 표본의 선정과정을 나타낸다. 임직원의 평균보수 및 임직원 수를 수집할 수 없는 기업과 현금보유수준 및 통제변수를 수집할 수 없는 기업을 제외하여 최종 4,391개의 기업-연도 표본을 사용하였다.

〈표 1〉 표본선정과정

표본선정기준	표본 (기업-연도)
2012년부터 2019년까지 상장기업 중 금융업을 제외한 기업	6,999
(제거) 종업원의 평균 보수 및 종업원 수를 수집할 수 없는 기업	(1,778)
(제거) 현금보유수준을 수집할 수 없는 기업	(713)
(제거) 통제변수에 필요한 정보를 수집할 수 없는 기업	(117)
최종표본	4,391

### 3.2 연구모형

본 절은 기업의 현금보유수준이 종업원 보상 및 고용창출에 미치는 영향을 분석하기 위한 연구모형을 제시한다. 서두에 언급하였듯, 정부에서는 현금보유액에 법인세를 부과하는 기업 소득환류세제나 고용촉진을 위한 고용증대세액공제 등의 정책을 펴며 기업이 보유한 현금을 종업원 복지나 고용창출에 사용할 수 있도록 지속적인 주문을 하고 있다. 이에 본 연구는 언론이나 정부의 주문에 따라 사회적 가치 실현 측면에서 기업이 보유한 현금수준이 높을 때 종업원 보수나 고용창출에 사용되고 있는지에 대해 분석을 진행한다. 이를 분석하기 위한 모형은 아래의 식(1), 식(2)와 같다.

$$\begin{aligned}
 EComp_{jt+1} = & \beta_0 + \beta_1 CashHold_{jt} + \beta_2 SIZE_{jt} + \beta_3 ROE_{jt} + \beta_4 LEV_{jt} + \beta_5 LOSS_{jt} \\
 & + \beta_6 MB_{jt} + \beta_7 SGA_{jt} + \beta_8 RD_{jt} + \beta_9 LABOR_{jt} + \beta_{10} EMP_{jt} \\
 & + \beta_{11} BOD_{jt} + \beta_{12} DIV_{jt} + \sum IND + \sum YR + \epsilon_{jt}
 \end{aligned} \quad (1)$$

여기서  $j$ 는 기업,  $t$ 는 연도임

$EComp_{jt+1}$  (1) 기업의  $t+1$ 년도 직원 평균보수  
 (2) 기업의  $t+1$ 년도 임원보수 대비 직원보수  
 = 직원 평균보수/(임원 평균보수+ 직원 평균보수)

$CashHold_t$  기업의  $t$ 년도 현금보유수준  
 =(현금 및 현금성자산+ 예치금+ 단기투자자산+ 단기대여금)/기말총자산

$SIZE_t$  기업의  $t$ 년도 기초총자산에 자연로그를 취한 값

$ROE_t$  기업의  $t$ 년도 총자본수익률(당기순이익/기말총자본)

$LEV_t$  기업의  $t$ 년도 부채비율(기말총부채/기말총자본)

$LOSS_t$  기업의  $t$ 년도 당기순손실 여부(당기순손실 1, 당기순이익 0)

$MB_t$	기업의 t년도 시가총액을 기말총자본으로 나눈 값
$SGA_t$	기업의 t년도 판매관리비
$RD_t$	기업의 t년도 연구개발비
$LABOR_t$	기업의 t년도 노동생산성(매출액/총 직원 수)
$EMP_t$	기업의 t년도 총 직원 수에 자연로그를 취한 값
$BOD_t$	기업의 t년도 이사회 구성원 수
$DIV_t$	기업의 t년도 배당지급 여부(배당지급 1, 배당미지급 0)
$\sum IND$	산업더미
$\sum YR$	연도더미

기업의 현금보유수준과 직원보수 간 관계에 대해 분석하기 위한 모형인 식(1)의 종속변수로 직원의 보수( $EComp_{jt+1}$ )를 사용한다. 본 연구는 직원의 보수 측정치로 직원의 평균보수 변수를 사용하고 임직원 보상격차를 측정하는 임원의 평균보수 대비 직원의 평균보수의 비율을 추가로 사용한다. 이는 단순히 현금보유수준과 직원의 보수 관계를 살펴보는 것에서 더 나아가, 기업이 임직원에 대한 보상정책을 수립함에 있어서 현금보유수준에 따라 임직원에게 지급하는 전체 보수 중 직원에게 지급되는 보수의 비중을 차별적으로 책정하는지를 살펴보는 것에 목적을 두고 있다.

식(1)의 관심 계수는  $\beta_1$ 으로, 첫 번째 종속변수인 직원의 평균보수를 사용하는 경우 기업의 현금보유수준이 높을수록 직원에게 높은 수준의 보수를 지급한다면  $\beta_1$ 이 양(+)의 값을 가질 것이다. 즉, 이익분배(profit sharing) 측면에서 현금지출이 이루어진다면 t년도 현금보유수준과 t+1년도 직원의 평균보수는 통계적으로 유의한 상관관계를 보일 것이다. 또한 기업의 현금보유수준이 높아짐에 따라 임원보수 대비 직원보수의 비중을 증가시킨다면  $\beta_1$ 은 양(+)의 값을 보일 것이다. 반면에 현금보유수준에 따라 임원보수의 증가폭보다 직원보수의 증가폭이 작다면  $\beta_1$ 이 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

본 연구는 선행연구에 따라 직원의 보수( $EComp_{jt+1}$ )에 영향을 줄 수 있는 기타 요소들을 통제변수로 포함하였다. 구체적으로, 직원의 보수( $EComp_{jt+1}$ )는 기업규모, 기업성과, 사업의 복잡성, 생산성 등의 영향을 받기 때문에 이와 관련된 요소들을 통제하였다(Rosen 1982 ; Henderson and Fredrickson 1996 ; Gabaix and Landier 2008 ; Berk et al. 2010 ; Chemmanur et al. 2013 ; 김경혜 · 최경수 2017 ; 김혜리 · 허익구 2019 ; 안정인 · 서윤석 2019 ; Rouen 2020 등). 규모가 큰 기업의 종업원은 더 높은 수준의 기술과 능력을 보유하는 경향이 있기 때문에 직원의 보수와 양(+)의 관계를 가질 것으로 기대되어 기업규모(SIZE)를 통제한다(Rosen 1982 ; Gabaix and Landier 2008). 또한, 기업의 경영성과가 직원의 보수에



미칠 수 있는 영향을 통제하기 위하여 총자본수익률(*ROE*)을 모형에 포함하였으며, 경영실적 등 수익성 정보가 임직원의 보수에 미치는 영향을 통제하고자 당기순손실 여부(*LOSS*)를 모형에 포함한다(임형록 · 오정일 2007 ; 김혜리 · 허익구 2019). 기업이 보유한 절대적인 부채의 양이 많은 경우 높은 위험에 대한 보상으로 종업원에게 높은 수준의 보수를 지급할 수 있다. 반면에, 부채를 보유함으로써 인한 이자비용, 잠재적 파산 비용 등의 발생으로 종업원의 보수 지급능력에 영향을 미쳐 오히려 종업원의 보수에 음(−)의 영향을 미칠 가능성 또한 존재한다(Berk et al. 2010 ; Chemmanur et al. 2013 ; Shin et al. 2015). 따라서, 본 연구는 부채비율(*LEV*)이 종업원의 보수에 미칠 수 있는 영향에 대한 통제를 포함한다. 기업의 성장성과 직원의 보수는 양(+)의 관계를 지닐 것으로 기대되어 시장가치 대비 장부가치(*MB*)를 통제변수로 포함한다(이창민 · 최한수 2019).

또한 기업규모와 동일하게 기업의 사업복잡성이 높을 때 종업원에게 높은 수준의 능력과 기술이 요구되기 때문에 사업복잡성과 종업원의 보수는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다(Henderson and Fredrickson 1996). 이에 본 연구는 사업복잡성의 대용치로 판매관리비(*SGA*)와 연구개발비(*RD*)를 사용하여 통제변수로 포함한다. 추가로 종업원의 생산성과 직원 보수의 양(+)의 관계를 통제하고자 노동생산성(*LABOR*)을 모형에 포함하며, 종업원의 수(*EMP*)가 보수수준에 미치는 영향을 통제하기 위해 직원 수의 자연로그 값을 모형에 포함한다(임형록 · 오정일 2007 ; 양승희 등 2018 ; Rouen 2020). 일례로 기업별 종업원 수가 많은 경우 상대적으로 교섭력이 높기 때문에 임직원 보상에 영향을 미칠 수 있다(임형록 · 오정일 2007 ; 양승희 등 2018). 그 외에 기업지배구조 측면에서 이사회 특성 통제를 하기 위해 이사회 구성원 수(*BOD*)를 포함하며, 기업의 배당정책이 종업원에게 지급할 수 있는 보수총액에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위하여 배당지급여부(*DIV*)를 통제한다(최정미 2015 ; 이창민 · 최한수 2019). 마지막으로 종업원의 보수에 영향을 미칠 수 있는 산업별, 연도별 차이를 통제하기 위하여 산업더미( $\sum IND$ )와 연도더미( $\sum YR$ )를 추가하였다.

두 번째로, 본 연구는 기업이 보유한 현금이 직원의 보수뿐만 아니라 고용창출에 사용되고 있는지 여부에 대해서도 밝히고자 한다. 이를 분석하기 위한 모형은 아래의 식(2)와 같다.

$$\begin{aligned} EmpGrowth_{jt+1} = & \beta_0 + \beta_1 CashHold_{jt} + \beta_2 SIZE_{jt} + \beta_3 ROE_{jt} + \beta_4 LEV_{jt} + \beta_5 LOSS_{jt} \\ & + \beta_6 MB_{jt} + \beta_7 SGA_{jt} + \beta_8 RD_{jt} + \beta_9 BOD_{jt} + \beta_{10} DIV_{jt} \\ & + \beta_{11} GROWTH_{jt} + \sum IND + \sum YR + \epsilon_{jt} \end{aligned} \quad (2)$$

여기서  $j$ 는 기업,  $t$ 는 연도임

$EmpGrowth_{jt+1}$	(1) 기업의 $t+1$ 년도 $t$ 년도 대비 총 직원 수 증가율
	(2) 기업의 $t+1$ 년도 $t$ 년도 대비 정규직 직원 수 증가율
	(3) 기업의 $t+1$ 년도 $t$ 년도 대비 비정규직 직원 수 증가율
$GROWTH_t$	기업의 $t$ 년도 $t-1$ 년도 대비 매출액 성장률
그 외 변수	식(1) 참고

기업의 현금보유수준과 고용창출 간 관계에 대해 분석하기 위한 모형인 식(2)의 종속변수로 직원 수 증가율( $EmpGrowth_{jt+1}$ )을 사용한다. 본 연구는 현금보유수준에 따른 직원 수 증가율을 분석하는데 있어서, 직원 수를 총 직원 수 뿐만 아니라 정규직 직원 수, 비정규직 직원 수를 추가로 구분하여 사용한다(김응길 2020). 이는 단순히 현금보유수준에 따른 직원 수의 증가율을 살펴보는 것에서 더 나아가, 실질적인 고용창출 측면에서 기업의 현금보유 수준이 정규직 채용과 비정규직 채용에 차별적인 영향을 미치는지를 분석하기 위함이다.

식(2)의 관심 계수는  $\beta_1$ 으로, 현금보유수준이 증가함에 따라 직원 수 증가율이 증가한다면  $\beta_1$ 이 양(+)의 값을 가질 것이다. 즉, 기업이 보유한 현금이 고용창출에 사용되고 있다면 현금보유수준과 직원 수 증가율은 통계적으로 유의한 상관관계를 보일 것이다. 추가적으로, 기업의 고용형태에 따라 현금보유수준이 고용창출 수준에 차별적인지를 살펴보기 위해 종업원 수를 정규직과 비정규직 채용으로 구분하였다. 만일 기업의 현금보유가 실질적 고용창출에 영향을 미친다면 정규직 직원 수 증가율은 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 가질 것으로 예상된다. 반면, 최저임금 인상과 불확실한 경영환경 등으로 인해 정규직 채용이 감소하고 인건비 절감이나 통제비용 등의 절감이 용이한 비정규직 채용이 증가(김유선 2003 ; 노세리 등 2015)하고 있는 최근 기업들의 고용형태를 반영하는 결과를 보인다면, 정규직 직원 수 증가보다는 비정규직 직원 수 증가율과 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

그 외 고용창출에 영향을 미칠 수 있는 통제변수로 기업규모, 기업성과, 수익성, 성장성 등과 관련된 변수를 연구모형(2)에 포함하였다. 고용창출에 영향을 미치는 요인으로 고용창출 여력을 나타내는 기업규모( $SIZE$ ) 변수를 포함하였다(윤성만 · 박진하 2015 ; 박재혁 · 정규언 2017). 연구개발투자로 인한 인력고용의 영향을 통제하기 위해 (Stam and Wenngrner 2009 ; 정규언 등 2012 ; 박재혁 · 정규언 2017 ; 고윤성 · 최형규 2017) 연구개발비( $R\&D$ )를 통제하였다. 또한, 부채조달에 따른 이자비용 부담은 기업의 고용창출과 역의 관계가 존재하므로 이를 통제하기 위해 부채비율( $LEV$ )을 포함하며(박재혁 · 정규언 2017), 비용지출 측면에서 판매 관리비( $SGA$ )를 모형에 포함하였다. 그리고 이사회 비율 등 기업지배구조가 인적자원관리에

미치는 영향을 통제하기 위하여 이사회 구성원 수( $BOD$ )를 모형에 추가하였다(정동관 등 2014).

이외에 기업의 성장성이 높을 때 고용을 증가시킬 수 있으므로(박선영 2016 ; 고윤성 · 최형규 2017) 매출액 성장률( $GROWTH$ ), 시장가치 대비 장부가치( $MB$ ), 그리고 총자본수익률( $ROE$ ) 변수를 추가하였다. 옥지호(2014)는 중소기업을 대상으로 기업의 재무적 자원 동원 역량을 대표하는 수익성과 고용성장의 관계를 분석하였으며, 재무자원의 확충을 위한 수익성 증대와 고용성장률이 양(+ )의 관계가 있음을 보고하고 있다. 이에 수익성 대응치로 당기순 손실( $LOSS$ )을 모형에 포함한다. 고용증대와 배당의 음(-)의 관련성을 통제한 선행연구(강민정 · 오광욱 2019)를 바탕으로 당해연도 배당지급여부( $DIV$ )를 통제하였다. 마지막으로 산업별, 연도별 고용 창출 차이를 통제하기 위하여 산업더미( $\sum IND$ )와 연도더미( $\sum YR$ )를 추가하였다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 기술통계량

〈표 2〉는 주요변수에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 첫 번째로 연구가설1 검증을 위한 종속변수인 직원 평균보수의 평균과 중위수 모두 약 59,874,142원인 것으로 나타나고 있다.<sup>4)</sup> 임원과 직원에게 지급되는 총 평균보수 대비 직원의 평균보수는 평균 11.4%인 것으로 나타났다. 두 번째로 현금보유수준과 고용창출 간 관계에 대한 분석에 사용된 종속변수의 기술통계량을 살펴보면, 표본기업의 총 직원 수 증가율은 평균 0.9%, 중위수 0.6%인 것으로 나타났으며, 정규직 직원 수 증가율은 평균 1.5%, 중위수 0.8%인 것으로 나타났다. 비정규직 직원 수 증가율은 평균 33.1%와 중위수 0% 간 큰 차이를 보여, 일부 기업에서 비정규직 채용을 급격하게 증가시켰을 것으로 판단된다. 고용창출 변수의 기술통계량을 요약하면, 표본기업 내에서 평균적으로 정규직을 통한 고용과 비정규직을 통한 고용을 모두 증가시켰음을 알 수 있다. 하지만 이는 본 연구에 사용된 전체표본에 대한 평균값으로, 다중회귀분석을 통하여 기업이 보유한 현금수준에 따라 정규직과 비정규직 간 차별적인 고용행태를 보이는지에 대한 분석이 필요하다. 기업의 현금보유수준( $CashHold$ ) 변수의 평균은 0.132로 표본기업의 평균

4)  $e^{11} = 59,874,142$

총 자산 대비 현금보유량은 약 13.2%인 것으로 나타났다. 주요변수 외에 본 연구에 사용된 통제변수의 기술통계량을 살펴보면, 기업의 규모(*SIZE*)는 평균과 중위수 모두 약 21의 값을 가졌다. 표본기업의 총자본수익률(*ROE*)은 평균 3.8%, 중위수 5.7%인 것으로 나타났으며, 부채비율(*LEV*)의 평균값은 1.439, 중위수는 1.035를 보여 표본기업의 자본구조가 평균적으로 부채와 자기자본의 비율이 유사한 것으로 나타났다. 당기순손실 여부(*LOSS*)는 평균 0.201로 표본기업의 약 20.1%가 당기순손실을 경험했음을 알 수 있다. 시장가치 대비 장부가치(*MB*)는 평균 1.285, 중위수 0.841을 보여 대체적으로 표본기업의 시장가치와 장부가치가 유사한 것으로 나타났다. 매출액 대비 판매관리비(*SGA*)는 평균적으로 16.3%, 연구개발비(*RD*)는 0.7%인 것으로 나타났으며, 표본기업의 노동생산성은 평균과 중위수 각각 14.135와 13.929의 값을 보였다. 표본기업의 이사회 구성원 수(*BOD*)는 평균적으로 7.255명인 것으로 나타났으며, 표본기업의 72.8%가 배당을 지급하고 있는 것으로 나타났다. 마지막으로 표본기업의 평균적인 매출액 성장률은 7.9% 값을 보였다.

〈표 2〉 주요변수의 기술통계

<i>Variables</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. dev.</i>	<i>P25</i>	<i>Median</i>	<i>P75</i>
<i>Total Ecomp</i>	4,391	10.991	0.324	10.762	11.002	11.225
<i>EMP/MAN</i>	4,391	0.114	0.077	0.059	0.098	0.150
<i>TotalGrowth</i>	4,391	0.009	0.168	-0.032	0.006	0.051
<i>FullGrowth</i>	4,391	0.015	0.205	-0.030	0.008	0.050
<i>PartGrowth</i>	4,391	0.331	2.539	-0.269	0	0.263
<i>CashHold</i>	4,391	0.132	0.108	0.054	0.099	0.180
<i>SIZE</i>	4,391	21.180	1.841	19.812	20.916	22.445
<i>ROE</i>	4,391	0.038	0.251	0.013	0.057	0.105
<i>LEV</i>	4,391	1.439	1.733	0.532	1.035	1.666
<i>LOSS</i>	4,391	0.201	0.401	0.000	0.000	0.000
<i>MB</i>	4,391	1.285	1.410	0.534	0.841	1.411
<i>SGA</i>	4,391	0.163	0.177	0.060	0.099	0.190
<i>RD</i>	4,391	0.007	0.013	0	0.001	0.008
<i>LABOR</i>	4,391	14.135	1.266	13.349	13.929	14.629
<i>EMP</i>	4,391	6.932	1.697	5.817	6.743	8.104
<i>BOD</i>	4,391	7.255	2.158	6.000	7.000	9.000
<i>DIV</i>	4,391	0.728	0.445	0.000	1.000	1.000
<i>GROWTH</i>	4,391	0.079	0.331	-0.028	0.037	0.120

<i>Total Ecomp</i>	직원 평균보수
<i>EMP/MAN</i>	임원보수 대비 직원보수 = 직원 평균보수 / (임원 평균보수 + 직원 평균보수)
<i>Total Growth</i>	전년도 대비 총 직원 수 증가율
<i>Full Growth</i>	전년도 대비 정규직 직원 수 증가율
<i>Part Growth</i>	전년도 대비 비정규직 직원 수 증가율
<i>CashHold</i>	현금보유수준
<i>SIZE</i>	기초총자산에 자연로그를 취한 값
<i>ROE</i>	총자본수익률(당기순이익/기말총자본)
<i>LEV</i>	부채비율(기말총부채/기말총자본)
<i>LOSS</i>	당기순손실 여부(당기순손실 1, 당기순이익 0)
<i>MB</i>	시가총액을 기말총자본으로 나눈 값
<i>SGA</i>	판매관리비
<i>RD</i>	연구개발비
<i>LABOR</i>	노동생산성(매출액/총 직원 수)
<i>EMP</i>	총 직원 수에 자연로그를 취한 값
<i>BOD</i>	이사회 구성원 수
<i>DIV</i>	배당지급 여부(배당지급 1, 배당미지급 0)
<i>GROWTH</i>	전년도 대비 매출액 성장률

## 4.2 상관관계 분석

〈표 3〉은 주요변수에 대한 상관관계(Pearson Correlation)를 제시하고 있다. 첫 번째로, 현금보유수준과 직원보수의 관계에 대한 분석에 사용된 변수들 간 상관관계를 살펴보면, 현금보유수준과 직원 1인 평균보수 간 양(+)의 상관관계를 보여 기업의 현금보유수준이 높을 경우 직원에게 더욱 높은 수준의 보수를 지급하고 있다고 해석된다. 하지만, 임원 평균보수 대비 직원 평균보수의 비중은 유의하지는 않지만 오히려 현금보유수준과 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 기업의 현금보유수준이 높을 때 직원에게 더욱 높은 보수를 지급하지만, 그 수준에 있어서 임원보수와는 차이를 보일 수 있음을 나타낸다. 두 번째로, 현금보유수준과 고용창출 간 관계에 대한 분석에 사용된 변수들의 상관관계를 살펴보면, 고용창출을 총 직원 수의 증가율, 정규직 수의 증가율, 비정규직 수의 증가율을 통해 측정했을 때 모두 현금보유수준과 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 이는 기업의 현금보유가 고용창출로 이어지고 있다고 해석할 수 있다. 하지만 변수 간의 단순 상관관계는 각 변수들 간 관계에 영향을 미칠 수 있는 기타 변수들의 영향이 고려되지 않은 결과로, 통제변수를 포함하는 다중회귀분석의 결과를 통해 해석할 필요가 있다.

〈표 3〉 주요변수의 상관관계

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
(1) Total Ecomp	1																	
(2) EMP/MAN	-0.153 <.0001	1																
(3) TotalGrowth	-0.025 0.0955	-0.076 <.0001	1															
(4) FullGrowth	-0.047 0.002	-0.053 0.001	0.830 <.0001	1														
(5) PartGrowth	-0.002 0.913	0.011 0.474	0.228 <.0001	-0.022 0.154	1													
(6) CashHold	0.027 0.069	-0.012 0.441	0.046 0.002	0.031 0.038	0.045 0.003	1												
(7) SIZE	0.602 <.0001	-0.462 <.0001	-0.021 0.168	-0.039 0.010	-0.012 0.437	-0.085 <.0001	1											
(8) ROE	0.096 <.0001	-0.173 <.0001	0.124 <.0001	0.114 <.0001	0.037 0.014	0.110 <.0001	0.072 <.0001	1										
(9) LEV	0.010 0.494	0.072 <.0001	-0.091 <.0001	-0.087 <.0001	-0.014 0.349	-0.225 <.0001	0.142 <.0001	-0.540 <.0001	1									
(10) LOSS	-0.143 <.0001	0.202 <.0001	-0.148 <.0001	-0.123 <.0001	-0.037 0.015	-0.121 <.0001	-0.103 <.0001	-0.440 <.0001	0.324 <.0001	1								
(11) MB	-0.023 0.120	-0.049 0.001	0.101 <.0001	0.097 <.0001	0.027 0.070	0.251 <.0001	-0.089 <.0001	-0.013 0.391	0.065 <.0001	-0.075 <.0001	1							
(12) SGA	-0.152 <.0001	-0.130 <.0001	0.048 0.001	0.048 0.002	-0.003 0.824	0.142 <.0001	-0.098 <.0001	0.075 <.0001	-0.117 <.0001	-0.095 <.0001	0.361 <.0001	1						
(13) RD	0.152 <.0001	-0.083 <.0001	-0.018 0.224	-0.024 0.112	0.027 0.075	0.107 <.0001	0.084 <.0001	0.034 0.023	-0.124 <.0001	-0.031 0.040	0.156 <.0001	0.078 <.0001	1					
(14) LABOR	0.444 <.0001	-0.136 <.0001	0.078 <.0001	0.075 <.0001	-0.009 0.538	-0.062 <.0001	0.413 <.0001	0.057 0.000	0.091 <.0001	-0.093 <.0001	-0.175 <.0001	-0.142 <.0001	-0.155 <.0001	1				
(15) EMP	0.323 <.0001	-0.420 <.0001	-0.068 <.0001	-0.086 <.0001	-0.004 0.817	-0.036 0.017	0.741 <.0001	0.063 <.0001	0.079 <.0001	-0.099 <.0001	0.081 <.0001	0.069 <.0001	0.204 <.0001	-0.241 <.0001	1			
(16) BOD	0.253 <.0001	-0.117 <.0001	-0.002 0.897	-0.022 0.145	0.004 0.781	-0.002 0.910	0.449 <.0001	0.049 0.001	0.010 0.491	-0.095 <.0001	0.023 0.122	0.010 0.504	0.062 <.0001	0.067 <.0001	0.438 <.0001	1		
(17) DIV	0.244 <.0001	-0.273 <.0001	0.072 <.0001	0.047 0.002	0.036 0.018	0.068 <.0001	0.226 <.0001	0.240 <.0001	-0.243 <.0001	-0.406 <.0001	-0.054 0.000	0.078 <.0001	0.044 0.004	0.170 <.0001	0.161 <.0001	0.150 <.0001	1	
(18) GROWTH	0.023 0.134	-0.089 <.0001	0.052 0.001	0.040 0.008	0.009 0.546	-0.006 0.705	0.003 0.847	0.046 0.002	-0.023 0.131	-0.118 <.0001	0.071 <.0001	0.059 <.0001	0.026 0.083	0.052 0.001	0.032 0.032	0.025 0.094	0.054 0.000	1

1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

### 4.3 다중회귀분석 결과

〈표 4〉는 현금보유수준과 직원의 보수 간 관계에 대한 실증분석 결과를 제시한다.

〈표 4〉 현금보유수준과 직원보수

Variables	Dependent Variable =Ecomp(직원보수)	
	Total Ecomp	EMP/MAN
Intercept	8,268*** (0.000)	0.606*** (0.000)
<b>CashHold</b>	<b>0.062*</b> <b>(0.094)</b>	<b>- 0.023**</b> <b>(0.031)</b>
SIZE	0.051*** (0.000)	- 0.006** (0.039)
ROE	- 0.031* (0.077)	- 0.009 (0.198)
LEV	- 0.014*** (0.000)	0.003*** (0.000)
LOSS	- 0.041*** (0.000)	0.004 (0.251)
MB	0.012*** (0.000)	- 0.002* (0.069)
SGA	- 0.112*** (0.000)	- 0.020*** (0.008)
RD	1.734*** (0.000)	- 0.079 (0.398)
LABOR	0.085*** (0.000)	- 0.010*** (0.001)
EMP	0.028*** (0.004)	- 0.020*** (0.000)
BOD	0.002 (0.242)	0.006*** (0.000)
DIV	0.017* (0.080)	- 0.025*** (0.000)
Yr dummy	Yes	Yes
Ind dummy	Yes	Yes
N	4,391	4,391
R-square	0.62	0.39

- 1) 위의 표는 회귀분석 모형(1)의 분석 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

분석결과를 살펴보면, 종속변수로 직원의 평균보수를 사용하였을 때 현금보유수준과 10% 내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다( $p$ -value : 0.094). 즉, 기업이 보유한 현금 수준이 높을 때 직원에게 더욱 높은 수준의 보수를 지급하고 있다고 해석할 수 있다. 하지만, 절대적인 보수의 크기가 아닌 임원과 직원 전체에게 지급되는 총 보수 중 직원의 보수가 차지하는 비중을 살펴봤을 때에는 현금보유수준과 5% 내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다( $p$ -value : 0.031).<sup>5)</sup> <표 4>의 결과를 요약하면 현금보유수준이 높을 경우 직원에게 더욱 높은 수준의 보수를 지급하고 있지만, 임원보수 대비 직원보수의 비중은 감소함을 보였다. 즉, 기업이 많은 양의 현금을 보유하는 경우 임원에게 지급되는 높은 수준의 보수를 보전하기 위해 직원에게 돌아가야 할 부분(pie)을 감소시키고 있으며, 최근 언론들의 논의와 같이 기업이 보유한 현금자산을 분배함에 있어서 임원과 직원에 따라 그 기준을 차등적으로 적용하고 있다고 해석된다.<sup>6)</sup>

<표 5>는 현금보유수준과 직원 수 증가율로 대변되는 고용창출 간 관계에 대한 실증분석 결과를 제시한다. 이에 대한 분석결과를 살펴보면, 전체 직원 수의 증가율은 현금보유수준과 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다( $p$ -value : 0.264). 하지만 전체 직원을 정규직과 비정규직으로 구분하여 분석한 결과, 현금보유수준과 정규직 직원 수의 증가율은 유의한 관계를 보이지 않았지만( $p$ -value : 0.179), 비정규직 직원 수의 증가율과는 5% 내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다( $p$ -value : 0.049). 이는 앞서 언급하였듯 비정규직 정규직 전환 등과 같은 정부의 노력에도 불구하고 현금보유수준이 높음에도 최저임금 인상과 불확실한 기업환경 등에 의해 정규직과 달리 비정규직 채용을 증대시키는 기업들의 고용형태를 뒷받침하는 결과라고 해석된다.

5) 기업의 현금흐름이 임직원에게 대한 보상정책에 영향을 미칠 수 있는 바(김용식·황국재 2011), 추가적으로 통제변수에 현금흐름을 포함한 분석을 수행하였다. 분석결과, 본 연구의 분석결과와 동일하게 기업의 현금보유수준과 직원보수 간 10% 내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보였으며( $t$ -value : 1.79), 임원보수 대비 직원보수와의 5% 내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보였다( $t$ -value : -2.11).

6) 본 연구는 기업의 자원배분 측면에서 임원보수 대비 직원보수 비율을 사용한 분석결과를 제시하였다. 이는 선행연구(지성권 등 2004 : 김혜리·허익구 2019)에서 임원-직원보수 비율 변수는 기업 구성원들의 차등적 보상지급으로 해석하고 있는 것에 근거를 둔다. 다만, 본 연구결과의 해석에 있어 현금보유수준과 임원보수의 양(+)의 관계가 전제되어야 한다. 이에 추가적으로 현금보유수준과 임원보수 간 관계를 실증분석 하였다. 분석결과, 현금보유수준과 임원보수 간 10% 내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 더불어, 회귀계수가 직원보수( $\beta_1$  : 0.062)의 경우보다 더욱 큰 값( $\beta_1$  : 0.155)을 보였으며, 이는 현금보유수준이 높을 때 직원보수와 비교하여 임원보수의 증가폭을 더욱 높게 설정한다는 본 연구의 주장을 뒷받침하는 결과라고 판단된다.



〈표 5〉 현금보유수준과 고용창출

Variables	Dependent Variable = EmpGrowth(직원 수 증가율)		
	TotalGrowth = 전체/직원	FullGrowth = 정규직	PartGrowth = 비정규직
Intercept	0.226 (0.297)	0.224 (0.302)	3.804 (0.306)
<b>CashHold</b>	<b>-0.030</b> <b>(0.264)</b>	<b>-0.042</b> <b>(0.179)</b>	<b>0.847**</b> <b>(0.049)</b>
SIZE	0.001 (0.423)	0.000 (0.975)	-0.008 (0.752)
ROE	0.041** (0.020)	0.050** (0.020)	0.351* (0.100)
LEV	-0.005** (0.019)	-0.006** (0.011)	0.021 (0.523)
LOSS	-0.037*** (0.000)	-0.036*** (0.000)	-0.031 (0.770)
MB	0.014*** (0.000)	0.017*** (0.000)	0.031 (0.304)
SGA	-0.032** (0.049)	-0.043** (0.021)	-0.394 (0.114)
RD	-0.695*** (0.002)	-0.706*** (0.008)	3.126 (0.367)
BOD	-0.002* (0.092)	-0.004** (0.029)	0.000 (0.999)
DIV	0.022** (0.012)	0.017 (0.136)	0.351*** (0.002)
GROWTH	0.012 (0.191)	0.010 (0.343)	0.009 (0.893)
Yr dummy	Yes	Yes	Yes
Ind dummy	Yes	Yes	Yes
N	4,391	4,391	4,391
R-square	0.08	0.07	0.03

1) 위의 표는 회귀분석 모형(2)의 분석 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

## 4.4 추가분석결과

### 4.4.1 기업지배구조의 영향

본 연구는 기업의 의사결정에 영향을 미치는 기업지배구조의 역할에 따라 현금보유수준과 임직원 실질 보상 및 고용창출 간의 관계가 차별적으로 나타나는지를 추가분석하고자 한다. 효율적 기업지배구조 운영은 경영자의 의사결정을 감시(monitoring)하는 감시자로서의 역할을 한다(반혜정 등 2012 ; 공경태 · 최중서 2013 ; 강운식 등 2015). 즉, 기업의 지배구조 개선 노력은 기업경영에 대한 감시효과 증대를 통해 회계정보의 신뢰성을 향상시킨다는 것이다. 더불어 기업지배구조 수준은 기업경쟁력 제고에 결정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다(양세영 등 2002).<sup>7)</sup>

최근 기업지배구조가 정책적 관심사항으로 재등장하게 된 것도 국민경제 전체의 자원배분 효율성과 밀접한 관계가 있다. 기업지배구조 역할의 확대는 회계정보에 대한 투명성뿐만이 아닌 다각적으로 내부이해관계자들의 이해관계를 일치시키도록 노력하는 사회적 역할이 요구된다. 다시 말해, 이전 기업지배구조의 역할을 설명하는 핵심 이론이 주주이익을 최대화하는 대리인 이론 관점에서 고객, 지역, 사회, 기업의 구성원 등과 같이 사회적 가치를 추구하는 활동으로 확대되고 있다.<sup>8)</sup> 한 예로, 기업은 기업경영에 불확실성이 높은 상황에서는 기업의 경영진이나 이사진들은 주주이익 최우선 관점에서 기존의 보상체계를 유지하는 것이 어려울 수 있다. 기업이 사업활동에 필요한 자금이 부족한 상황에서 경영진은 배당 결정 등과 같은 주주이익 최우선 의사결정<sup>9)</sup>을 하기 어려우며, 종업원들의 이해를 우선시 하는 의사결정이 필요할 수도 있을 것이다.<sup>10)</sup>

이에 본 절은 기업 내의 이익분배(profit sharing) 측면에서 기업지배구조의 역할을 살펴보고자 4.3에서 분석한 임원보수 대비 직원보수의 비중과 현금보유수준 간 관계를 추가분석하였다. 이에 더하여 본 연구는 앞서 언급한 기업지배구조의 역할 중 사회적 가치 창출 측면에

7) 기업경영환경 개선을 위한 제도개선방안 수립연구, 기업지배구조의 개선방안, 2002.06. 산업자원부 정책용역과제

8) 한경ESG, “ESG 경영과 건전한 기업지배구조의 역할”  
(<https://www.hankyung.com/economy/article/202106218080i>) (2021.06.28.)

9) Covid-19 is rewriting the rules of corporate governance, Lynn S. Paine, October 06, 2020, Harvard Business Review.

10) 대한경제, “연봉삭감, CEO도 예외 없다 … ‘관습’ 벗어 던진 SK하이닉스”  
(<https://www.dnews.co.kr/uhtml/view.jsp?idyno=202106151949461880777>) (2021.06.15.)

서, 기업지배구조의 강건성에 따라 4.3의 연구결과인 기업의 현금보유 증가 시 비정규직 채용을 증대시키는 고용형태가 어떠한 영향을 받는지에 대해 분석하였다. 기업지배구조의 강건성을 측정함에 있어서는 기업지배구조등급을 사용하였다. 본 연구에 사용된 기업지배구조등급은 매년 한국기업지배구조원에서 상장기업을 대상으로 발표하는 기업지배구조등급을 활용하였다. 기업지배구조등급은 S, A+, A, B+, B, C, D 총 7개로 부여되며, B+ 등급까지의 기업이 지배구조 수준이 보통 이상이라고 평가된다. 따라서, 본 연구는 선행연구(공경태 · 최중서 2013 ; 신용준 · 나영 2015)에 따라 해당 기업의 기업지배구조등급이 B+ 등급 이상일 경우 기업지배구조가 강건한 표본으로 구분하였으며, B등급 이하일 경우 기업지배구조가 취약한 표본으로 구분하였다.

첫 번째로, <표 6>의 *Panel A*는 기업지배구조가 현금보유수준과 직원보수 간 관계에 미치는 영향에 대한 분석결과를 제시한다. 분석결과, 기업지배구조가 부실한 표본에서 임원보수 대비 직원보수와 현금보유수준 간 1% 내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보인 반면에(p-value : 0.000), 기업지배구조가 강건한 표본에서는 오히려 통계적으로 유의하지는 않지만 양(+)의 관계를 보였다(p-value : 0.501). 즉, 기업이 높은 수준의 현금을 보유할 때 임원과 직원에게 높은 보수를 지급함에 있어서, 임원의 보수를 더욱 큰 폭으로 증가시키는 관행이 강건한 기업지배구조 하에서 그 감시(monitoring) 효과로 인하여 억제되고 있다고 해석된다. 두 번째로, *Panel B*는 현금보유수준과 비정규직 증가율 간 관계가 기업지배구조에 어떠한 영향을 받는지에 대한 분석결과를 나타낸다. 분석결과, 기업지배구조가 부실한 표본에서만 5% 내에서 통계적으로 유의하게 현금보유수준 증가에 따라 비정규직 채용을 통하여 고용창출을 하는 관행이 유지되었다(p-value : 0.033). 반면에, 기업지배구조가 강건한 표본에서는 현금보유수준과 비정규직 증가율 간 유의한 관계를 보이지 않아(p-value : 0.186), 기업지배구조의 사회적 가치 창출 역할에 따라 비정규직 채용 증대 관행이 차별적으로 나타날 수 있음을 확인하였다.

〈표 6〉 기업지배구조의 영향

Panel A : 현금보유수준과 직원보수

Variables	Dependent Variable =EMP/MAN(임원보수 대비 직원보수)	
	STRONG	WEAK
<i>Intercept</i>	0.453*** (0.000)	0.470*** (0.000)
<b><i>CashHold</i></b>	<b>0.015</b> <b>(0.501)</b>	<b>-0.060***</b> <b>(0.000)</b>
<i>SIZE</i>	-0.017*** (0.000)	0.002 (0.673)
<i>ROE</i>	-0.008 (0.260)	-0.009 (0.313)
<i>LEV</i>	0.001 (0.258)	0.004*** (0.004)
<i>LOSS</i>	0.006 (0.273)	-0.000 (0.961)
<i>MB</i>	-0.006*** (0.000)	0.001 (0.589)
<i>SGA</i>	-0.008 (0.576)	-0.009 (0.337)
<i>RD</i>	-0.185 (0.240)	-0.021 (0.873)
<i>LABOR</i>	0.004 (0.360)	-0.017*** (0.000)
<i>EMP</i>	-0.003 (0.421)	-0.031*** (0.000)
<i>BOD</i>	0.006*** (0.000)	0.006*** (0.000)
<i>DIV</i>	-0.016** (0.024)	-0.026*** (0.000)
<i>Yr dummy</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Ind dummy</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	1,421	2,766
<i>R-square</i>	0.42	0.36

1) 위의 표는 기업지배구조가 강건한 표본과 취약한 표본으로 구분하여 회귀분석 모형(1)을 분석한 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

〈표 6〉 기업지배구조의 영향 (계속)

Panel B : 현금보유수준과 고용창출		
Variables	Dependent Variable =PartGrowth(비정규직 증가율)	
	STRONG	WEAK
Intercept	0.409 (0.781)	-0.015 (0.983)
<b>CashHold</b>	<b>1.577</b> <b>(0.186)</b>	<b>1.037**</b> <b>(0.033)</b>
SIZE	-0.024 (0.679)	-0.031 (0.269)
ROE	-0.888 (0.182)	0.636*** (0.008)
LEV	-0.096* (0.089)	0.056 (0.109)
LOSS	-0.195 (0.324)	0.014 (0.914)
MB	0.036 (0.621)	0.027 (0.435)
SGA	-0.341 (0.446)	-0.612* (0.072)
RD	-4.150 (0.327)	7.190 (0.158)
BOD	0.040 (0.274)	-0.001 (0.978)
DIV	0.059 (0.817)	0.458*** (0.000)
GROWTH	-0.100 (0.502)	0.298** (0.029)
Yr dummy	Yes	Yes
Ind dummy	Yes	Yes
N	1,421	2,766
R-square	0.09	0.05

1) 위의 표는 기업지배구조가 강건한 표본과 취약한 표본으로 구분하여 회귀분석 모형(2)를 분석한 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

#### 4.4.2 최고경영진 내 MZ세대의 영향

본 연구는 기업지배구조의 강건성에 더하여 젊은 경영진의 역할이 기업의 현금지출 의사

결정에 미치는 영향을 살펴보고자 하였다. 구체적으로 최고경영진 내 MZ세대의 존재여부가 임원과 직원 간 차등적인 현금분배와 고용창출 행태에 미치는 영향에 대해 분석을 수행하였다. MZ세대는 1980년대 초부터 2000년대 초까지 출생한 세대를 통칭하며, 공정한 평가와 보상 등 수평적이고 공정한 조직문화를 추구하는 경향성을 지닌다. 기업 내에서도 MZ세대 직원의 비중이 증가함에 따라, 이에 맞춰 기업문화를 개선하려는 움직임이 늘어나고 있다.<sup>11)</sup> 따라서, 기업의 주요 의사결정에 있어서 절대적인 영향력을 지니는 최고경영진 내에 MZ세대가 존재하는 경우 보다 합리적이고 공정한 의사결정을 추구할 것으로 기대할 수 있다. 이에 본 연구는 최고경영진 내 MZ세대의 존재 여부가 임직원 간 차등적인 현금분배 기준과 고용창출 행태에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위하여 본 연구는 최고경영진 내에 MZ세대가 한 명 이상 존재하는 표본과 MZ세대가 존재하지 않는 표본으로 구분하여 각각의 표본에 대해서 임원보수 대비 직원보수의 비중 및 비정규직 증가율이 현금보유수준과 차별적인 관계를 지니는지에 대해 분석하였다.

〈표 7〉의 *Panel A*는 현금보유수준과 임원보수 대비 직원보수의 관계에 대한 분석결과로, 최고경영진 내에 MZ세대가 존재하지 않는 표본에서 5% 내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보인 결과와는 다르게, MZ세대가 존재하는 표본에서는 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다( $p$ -value : 0.023, 0.873). 이는 기업 내에서 절대적인 의사결정권을 지니는 최고경영진 내에 평등과 공정성을 추구하는 MZ세대가 존재하는 기업에서는 높은 수준의 현금을 보유함에 따라 임원과 직원에게 높은 보수를 책정함에 있어서 그 수준에 차등을 두지 않는 결과로 해석된다. *Panel B*는 현금보유수준과 비정규직 증가율 간 관계에 대한 분석결과로, 최고경영진 내에 MZ세대가 존재하지 않는 표본에서만 10% 내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보였으며( $p$ -value : 0.055), 오히려 MZ세대가 존재하는 표본에서는 통계적으로 유의하지는 않지만 현금보유수준과 비정규직 증가율 간 음(-)의 관계를 보였다. 이는 최고경영진 내 MZ세대의 영향으로 비정규직을 통한 고용창출 행태가 억제되고 있다고 해석된다.<sup>12)</sup>

11) NEWSIS, “‘일하고 싶은 회사로’... 현대모비스, MZ세대 맞춤 기업문화 추진”

([https://newsis.com/view/?id=NISX20210928\\_0001596242&cID=13001&pID=13000](https://newsis.com/view/?id=NISX20210928_0001596242&cID=13001&pID=13000)) (2021.09.29.)

12) 본 연구는 최고경영진 내 MZ세대 존재 여부에 따라 표본을 구분한 분석결과를 제시한다. 다만, 본 연구의 MZ=1의 그룹 분석결과는 표본 수 제한으로 비교군(MZ=0)과의 차이가 발생할 가능성이 존재한다. 이에 전체표본을 기준으로 MZ세대 존재 여부 간 교호항( $CashHold * MZ$ )을 포함한 분석을 추가적으로 수행하였다. 분석결과, 교호항( $CashHold * MZ$ )과 임원보수 대비 직원보수 간에는 10% 내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다( $t$ -value : 1.72). 또한, 고용창출 분석결과, 교호항( $CashHold * MZ$ )과 비정규직 증가율 간에는 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않아 기존 MZ=1인 표본 내에서 현금보유수준과 비정규직 증가율 간 유의미한 관계가 없다는 본 연구의 주요 분석결과와 일치하는 결과를 얻었다.

〈표 7〉 최고경영진 내 MZ세대의 영향

*Panel A : 현금보유수준과 직원보수*

<i>Variables</i>	<i>Dependent Variable =EMP/MAN(임원보수 대비 직원보수)</i>	
	<i>MZ=1</i>	<i>MZ=0</i>
<i>Intercept</i>	0.716*** (0.000)	0.598*** (0.000)
<b><i>CashHold</i></b>	<b>-0.007 (0.873)</b>	<b>-0.026** (0.023)</b>
<i>SIZE</i>	-0.025** (0.035)	-0.005 (0.128)
<i>ROE</i>	-0.057** (0.017)	-0.010 (0.167)
<i>LEV</i>	-0.004 (0.428)	0.003*** (0.001)
<i>LOSS</i>	-0.006 (0.605)	0.004 (0.225)
<i>MB</i>	-0.003 (0.402)	-0.002 (0.228)
<i>SGA</i>	0.001 (0.983)	-0.020** (0.015)
<i>RD</i>	-0.798* (0.090)	-0.038 (0.694)
<i>LABOR</i>	-0.002 (0.808)	-0.011*** (0.001)
<i>EMP</i>	0.004 (0.774)	-0.022*** (0.000)
<i>BOD</i>	0.014** (0.012)	0.005*** (0.000)
<i>DIV</i>	0.000 (0.986)	-0.026*** (0.000)
<i>Yr dummy</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Ind dummy</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	287	4,104
<i>R-square</i>	0.54	0.40

- 1) 위의 표는 최고경영진 내 MZ세대가 존재하는 표본과 존재하지 않는 표본으로 구분하여 회귀분석 모형(1)을 분석한 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.
- 2) MZ=1 : 최고경영진 내 MZ세대가 존재하는 표본, MZ=0 : 최고경영진 내 MZ세대가 존재하지 않는 표본

〈표 7〉 최고경영진 내 MZ세대의 영향 (계속)

*Panel B : 현금보유수준과 고용창출*

Variables	Dependent Variable = PartGrowth(비정규직 증가율)	
	MZ=1	MZ=0
<i>Intercept</i>	-0.442 (0.811)	3.846 (0.301)
<b><i>CashHold</i></b>	<b>-0.386 (0.573)</b>	<b>0.881* (0.055)</b>
<i>SIZE</i>	0.107 (0.191)	-0.011 (0.692)
<i>ROE</i>	-0.061 (0.871)	0.373* (0.098)
<i>LEV</i>	-0.122 (0.190)	0.024 (0.481)
<i>LOSS</i>	-0.126 (0.585)	-0.023 (0.842)
<i>MB</i>	0.050 (0.364)	0.038 (0.270)
<i>SGA</i>	0.773 (0.327)	-0.415 (0.132)
<i>RD</i>	-5.849 (0.480)	2.818 (0.411)
<i>BOD</i>	-0.053 (0.170)	-0.001 (0.958)
<i>DIV</i>	0.311 (0.400)	0.352*** (0.003)
<i>GROWTH</i>	-0.382** (0.014)	0.019 (0.805)
<i>Yr dummy</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Ind dummy</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	287	4,104
<i>R-square</i>	0.19	0.03

1) 위의 표는 최고경영진 내 MZ세대가 존재하는 표본과 존재하지 않는 표본으로 구분하여 회귀분석 모형(2)를 분석한 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

2) MZ=1 : 최고경영진 내 MZ세대가 존재하는 표본, MZ=0 : 최고경영진 내 MZ세대가 존재하지 않는 표본



#### 4.4.3 초과현금수준

본 연구는 결과의 강건성을 확보하기 위하여 초과현금수준이 이익분배와 고용창출에 미치는 영향에 대해 분석하고자 한다. 다수의 선행연구(Opler et al. 1999 ; Dittmar and Marhrt-Smith 2007 ; 양승희 등 2018 등)에서 기업의 현금보유수준에 영향을 미치는 기업특성에 대해 분석하고 있는 바, 영업활동 과정에서 기업의 현금보유 유인을 제거한 후 초과현금수준을 측정하여 연구가설을 재검증할 필요성이 존재한다. 이를 위해 초과현금수준을 측정하기 위한 모형은 아래의 식(3)과 같다.

$$\begin{aligned} CashHold_{jt} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{jt} + \beta_2 ROE_{jt} + \beta_3 LEV_{jt} + \beta_4 LOSS_{jt} + \beta_5 MB_{jt} \\ & + \beta_6 Ind\_Sigma_{jt} + \beta_7 CAPEX_{jt} + \beta_8 RD_{jt} + \beta_9 OCF_{jt} \\ & + \beta_{10} DIV_{jt} + \sum IND + \sum YR + \epsilon_{jt} \end{aligned} \quad (3)$$

여기서  $j$ 는 기업,  $t$ 는 연도임.

$CashHold_t$	기업의 $t$ 년도 현금보유수준 =(현금 및 현금성자산+예치금+단기투자자산+단기대여금)/기말총자산
$SIZE_t$	기업의 $t$ 년도 기초총자산에 자연로그를 취한 값
$ROE_t$	기업의 $t$ 년도 총자본수익률(당기순이익/기말총자본)
$LEV_t$	기업의 $t$ 년도 부채비율(기말총부채/기말총자본)
$LOSS_t$	기업의 $t$ 년도 당기순손실 여부(당기순손실 1, 당기순이익 0)
$MB_t$	기업의 $t$ 년도 시가총액을 기말총자본으로 나눈 값
$Ind\_Sigma_t$	기업의 $t$ 년도 과거 5년 간 세전이익/기말총자산 표준편차의 산업평균
$CAPEX_t$	기업의 $t$ 년도 자본적 지출을 기말총자산으로 나눈 값
$RD_t$	기업의 $t$ 년도 연구개발비를 기말총자산으로 나눈 값
$OCF_t$	기업의 $t$ 년도 영업현금흐름을 기말총자산으로 나눈 값
$DIV_t$	기업의 $t$ 년도 배당지급 여부(배당지급 1, 배당미지급 0)
$\sum IND$	산업더미
$\sum YR$	연도더미

식(3)은 초과현금수준을 측정하기 위한 모형이다. 식(3)의 통제변수는 선행연구(Opler et al. 1999 ; Dittmar and Marhrt-Smith 2007 ; 양승희 등 2018 등)에서 사용된 기업별·산업별 차이를 고려한 변수들로 기업의 현금보유수준에서 해당 변수들의 영향을 제외한 잔차값( $\epsilon_{jt}$ )을 기업별 초과현금수준으로 정의한다.

〈표 8〉은 식(3)을 통해 측정한 초과현금수준이 이익분배 및 고용창출에 미치는 영향에 대해 분석한 결과를 제시한다. *Panel A*는 초과현금수준이 직원보수에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 제시하고 있으며, 초과현금수준과 직원보수 간 통계적으로 유의하지는 않지만 양(+)의 관계를 보였다( $p$ -value : 0.348).

〈표 8〉 초과현금수준의 영향

Panel A : 초과현금수준과 직원보수		
Variables	Dependent Variable =Ecomp(직원보수)	
	Total Ecomp	EMP/MAN
Intercept	8.517*** (0.000)	0.472*** (0.000)
<b>Ab_Cash</b>	<b>0.036</b> <b>(0.348)</b>	<b>-0.023**</b> <b>(0.045)</b>
SIZE	0.057*** (0.000)	-0.005* (0.099)
ROE	-0.027 (0.113)	-0.008 (0.264)
LEV	-0.015*** (0.000)	0.004*** (0.000)
LOSS	-0.042*** (0.000)	0.004 (0.261)
MB	0.017*** (0.000)	-0.002 (0.108)
SGA	-0.113*** (0.000)	-0.019** (0.013)
RD	1.660*** (0.000)	-0.098 (0.296)
LABOR	0.081*** (0.000)	-0.011*** (0.000)
EMP	0.022** (0.021)	-0.021*** (0.000)
BOD	0.002 (0.186)	0.006*** (0.000)
DIV	0.015 (0.112)	-0.027*** (0.000)
Yr dummy	Yes	Yes
Ind dummy	Yes	Yes
N	4,357	4,357
R-square	0.63	0.39

1) 위의 표는 초과현금수준을 이용하여 회귀분석 모형(1)을 분석한 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

〈표 8〉 초과현금수준의 영향 (계속)

Panel B : 초과현금수준과 고용창출			
Variables	Dependent Variable = EmpGrowth(직원 수 증가율)		
	TotalGrowth = 전체직원	FullGrowth = 정규직	PartGrowth = 비정규직
Intercept	-0.071* (0.068)	0.121 (0.464)	-0.395 (0.496)
<b>Ab_Cash</b>	<b>-0.013</b> <b>(0.659)</b>	<b>-0.025</b> <b>(0.435)</b>	<b>0.888**</b> <b>(0.041)</b>
SIZE	0.001 (0.400)	0.000 (0.928)	-0.003 (0.914)
ROE	0.039** (0.027)	0.048** (0.023)	0.328 (0.123)
LEV	-0.005** (0.017)	-0.006** (0.017)	0.005 (0.872)
LOSS	-0.036*** (0.000)	-0.035*** (0.001)	-0.040 (0.712)
MB	0.012*** (0.000)	0.014*** (0.000)	0.049 (0.123)
SGA	-0.030* (0.072)	-0.037** (0.048)	-0.361 (0.162)
RD	-0.664*** (0.004)	-0.692*** (0.009)	2.520 (0.456)
BOD	-0.003* (0.088)	-0.003* (0.052)	-0.005 (0.796)
DIV	0.022** (0.013)	0.015 (0.173)	0.350*** (0.002)
GROWTH	0.014 (0.129)	0.011 (0.253)	0.046 (0.495)
Yr dummy	Yes	Yes	Yes
Ind dummy	Yes	Yes	Yes
N	4,357	4,342	4,357
R-square	0.07	0.06	0.03

1) 위의 표는 초과현금수준을 이용하여 회귀분석 모형(2)를 분석한 결과를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내며, 모든 변수는 〈표 2〉에 정의되어 있음.

절대적인 보수의 크기가 아닌 임원과 직원 전체에게 지급되는 총 보수 중 직원의 보수가 차지하는 비중은 초과현금수준과 5% 내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보여(p-

value : 0.045), 단순 현금보유수준을 사용하고 있는 본 연구의 주요 분석결과와 동일한 결과를 보였다.

*Panel B*는 초과현금수준과 고용창출 간 관계에 대해 분석한 결과를 제시한다. 분석결과를 살펴보면, 앞선 본 연구의 주요 분석결과와 동일하게 비정규직 종업원 수 증가율만 초과현금 보유수준과 5% 내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여(p-value : 0.041), 기업 내 현금보유수준이 증가할 때 정규직이 아닌 비정규직 채용을 통한 고용창출을 달성하고 있음을 알 수 있다. <표 8>의 분석결과를 요약하면, 일반적인 기업의 현금보유유인을 제외한 초과현금수준이 증가할 때 임원보수 대비 직원보수 책정이 차별적이며, 정규직 종업원이 아닌 비정규직 종업원 채용을 통한 고용창출이 이루어지고 있다고 해석할 수 있다.

## V. 결 론

본 연구는 최근 많은 논란이 되고 있는 기업 내 이익분배(profit sharing) 측면에서 기업의 현금보유수준이 종업원 급여와 고용창출에 미치는 영향을 실증적으로 분석한 연구이다. 최근 일부 언론에서는 기업이 과대하게 보유하고 있는 현금수준에 문제점을 제기하고 있다. 구체적으로 살펴보면, 기업이 현금을 과대하게 보유한 채 시설투자나 고용창출에 사용하지 않아 경제침체의 원인이 되고 있다는 것이다. 이에 본 연구는 기업의 현금보유수준과 금융감독원 전자공시시스템에서 제공하는 종업원 급여수준의 상관관계를 분석하고, 종업원 수 증가율을 통해 고용창출과 현금보유수준 간 상관관계에 대해 분석하였다. 이에 더해, 기업지배구조와 기업 내 젊은 임원의 존재 여부가 그 관계에 미치는 영향에 대해 살펴보았다. 즉, 기업이 보유한 현금의 사용처에 대해 분석하고, 이러한 현금지출 의사결정에 내·외부 의사결정의 감시자 역할로써 기업지배구조와 임원진 다양성이 미치는 영향에 대해 실증분석하였다.

본 연구는 유가증권 상장기업을 대상으로, 기업 내 현금축적이 기업의 종업원 보수체계에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 기업의 현금보유 수준이 높을수록 직원에게 더욱 높은 수준의 보수를 지급한다는 결과를 발견하였다. 다만, 임원·직원 간 보수 비율의 결과는 기업의 현금보유수준과 음(-)의 관련성이 있음을 보여, 기업의 현금보유수준이 높을수록 임원에 대한 보수 증가보다는 직원에 대한 보수 증가폭이 낮다는 결과를 발견하였다. 그리고 기업의 현금보유수준과 정규직 증가율 간 유의한 관계를 보이지 않은 반면에 비정규직 증가율과는 양(+)의 관련성이 있음을 보여, 현금보유수준의 증가가 비정규직 채용의 증대로 이

어지고 있음을 발견하였다. 이러한 결과는 초과현금보유수준과의 분석에서도 대체적으로 일관된 결과를 얻을 수 있었다. 또한, 임원·직원 간 보수비율과 비정규직 채용을 증가시키는 고용형태는 기업지배구조 등급이 높은 경우와 젊은 경영진이 포함된 기업에서 억제되는 경향을 보였다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 공헌점이 있을 것으로 기대한다. 첫째, 본 연구결과는 기업의 현금보유 이슈에 대한 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 본 연구는 선행연구(양승희 등 2018)에서 밝히지 못한 현금보유와 직원보상 간의 관계에 대해 실증적 근거를 제공하는 데에서 더 나아가, 기업의 현금보유수준과 임직원의 보상과의 관계가 차별적으로 나타나는지 실증분석 하였다. 이러한 본 연구의 분석결과는 기업 내 이익분배(profit sharing) 관점에서 임직원에 대한 보수 차등지급과 관련된 현금지출 의사결정 행태를 제시하였다는 점에서 추가적인 공헌점이 있을 것으로 판단된다. 둘째, 본 연구는 최근 ESG 경영의 중요성이 커지고 있는 시점에서 기업의 사회적 가치 창출 역할 중 하나로써 고용창출에 대해 다각도로 분석하였다는 점에서 공헌점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 일례로, 비정규직 채용에 대한 논의가 부각되고 있는 현시점에서 기업 경영진과 기업지배구조의 역할이 종업원, 지역사회 등 기업의 다양한 이해관계자로 확장되어야 한다는 측면에서 정책적으로 고려해야 할 방향성을 제시했다는 점에서 의미가 있다. 마지막으로 기업의 현금지출 의사결정에 있어서 비재무적 요소로 기업지배구조와 임원진 다양성과 그 영향에 대해 분석하였다는 점에서 추가적인 공헌점이 있다. 구체적으로, 기업지배구조와 임원진 내 MZ세대의 존재 여부가 기업의 현금지출 의사결정에 미치는 영향을 제시함으로써 기업지배구조와 젊은 임원진의 역할이 기업의 경쟁력 제고 측면에서도 고려될 수 있음을 보였다는 점에서 의미가 있다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함.”

## 참고문헌

- 강민정 · 오광욱. 2019. 고용촉진을 위한 세제 도입 전 · 후 고용효율성의 변화. 세무학연구 36(4) : 63-93., <https://doi.org/10.35850/KJTR.36.4.03>
- 강윤식 · 국찬표 · 윤진수. 2015. 좋은 기업지배구조가 어떻게 기업가치를 제고시키는가? 이사회 독립성과 현금의 보유. 재무연구 28(2) : 309-350.,  
[http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000234.2015.28.2.005&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000234.2015.28.2.005&res_svc_cd=)
- 고윤성 · 최형규. 2017. 연구개발투자 및 설비투자자 고용창출, 그리고 기업성과에 대한 연구. 회계정보연구 35(2) : 115-141.,  
<http://www.kci.go.kr/kciportal/ci/sereArticleSearch/ciSereArtiView.kci?sereArticleSearchBean.artiId=ART002238722>
- 공경태 · 최종서. 2013. 기업지배구조, 대규모기업집단과 대리인 비용. 국제회계연구 49 : 251-272., <http://dx.doi.org/10.21073/kiar.2013..49.011>
- 공재식. 2006. 우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석. 재무연구 19(1) : 1-41.,  
[http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000234.2006.19.1.002&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000234.2006.19.1.002&res_svc_cd=)
- 권순식. 2004. 비정규직 고용이 기업성과에 미치는 영향에 관한 실증연구 : 교환이론적 관점을 중심으로. 경영학연구 33(3) : 891-931.,  
<https://www.dbpia.co.kr/journal/articleDetail?nodeId=NODE06079389>
- 권순식. 2013. 비정규직 고용관리의 결정 요인에 관한 실증 연구. 노동정책연구 13(2) : 31-66.,  
<http://dx.doi.org/10.22914/jlp.2013.13.2.002>
- 김경태 · 노회천. 2012. 현금보유비율의 가치관련성 : 소유지배피리도를 중심으로. 세무와 회계저널 13(4) : 213-245., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-001563.2012.13.4.011&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-001563.2012.13.4.011&res_svc_cd=)
- 김경혜 · 최경수. 2017. 내부회계 담당인력에 대한 투자가 경영자 보상에 미치는 영향. 관리회계연구 17(1) : 59-81. G704-001741.2017.17.1.004
- 김병기. 2004. 상장기업의 현금보유수준에 관한 실증 분석. 금융공학연구 3(2) : 147-170.,  
<http://kiss.kstudy.com/thesis/thesis-view.asp?key=2886000>
- 김병기. 2007. 현금흐름이 현금보유수준 변화에 미치는 영향 : 현금성자산증가와 투자부진의 원인 규명을 중심으로. 산업경제연구 20(2) : 619-648.,  
[http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-001438.2007.20.2.006&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-001438.2007.20.2.006&res_svc_cd=)
- 김석진 · 임정대. 2015. 경영자-종업원 보상배수가 기업성과에 미치는 영향. 한국재무학회 학술대회, [http://www.korfin.org/korfin\\_file/forum/15fall4-2.pdf](http://www.korfin.org/korfin_file/forum/15fall4-2.pdf)
- 김성표 · 손판도. 2009. 현금보유수준의 결정요인과 초과현금 보유기업의 특성에 관한 연구. 재무

- 와회계정보저널 9(2) : 55-80., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-SER000009265,2009.9.2.005&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-SER000009265,2009.9.2.005&res_svc_cd=)
- 김선화 · 정용기. 2020. 원가의 하방경직성에 따른 보유현금가치. 회계학연구 45(6) : 189-236., <http://dx.doi.org/10.24056/KAR.2020.10.001>
- 김유선. 2003. 기업의 비정규직 사용 결정요인. 노동정책연구 3(3) : 27-47., <https://www.kli.re.kr/synap/skin/doc.html?fn=20033-3-2&rs=/synap/result/20220217>
- 김용식 · 황국재. 2011. 기업의 소유구조와 이사회 특성이 경영자보상에 미치는 효과. 회계연구 16(2) : 25-56., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-001804,2011.16.2.008&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-001804,2011.16.2.008&res_svc_cd=)
- 김용길. 2020. 기업의 하방경직적 고용 의사결정에 관한 연구 : 정규직과 비정규직의 근무인원을 중심으로. 관리회계연구 20(2) : 127-148., <http://DOI:10.31507/KJMAR.2020.8.20.2.127>
- 김현중 · 김수연. 2014. 임원보수 개별공시 논의에 대한 쟁점 및 평가. KERI Brief. 한국경제연구원.
- 김혜리 · 허익구. 2019. 노동조합이 경영자종업원 보상격차에 미치는 영향. 경영교육연구 34(1) : 501-522., <http://dx.doi.org/10.23839/kabe.2019.34.1.501>
- 노세리 · 김미희 · 이상민. 2015. 비정규직 고용과 기업성과의 비선형적 관계에 관한 연구. 경영학연구 44(6) : 1735-1758., <http://dx.doi.org/10.17287/kmr.2015.44.6.1735>
- 박경식. 2001. 한국기업 종업원의 보상제도 인식에 관한 실증적 연구. 한국전통상학연구 18 : 195-235., <http://scholar.dkryobobook.co.kr/searchDetail.laf?barcode=4030007823544#>
- 박선영. 2016. 기업의 과잉투자의사결정이 기업성과에 미치는 영향 : 가족지배기업을 중심으로. 회계정보연구 34(3) : 169-188., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-001013,2016.34.3.005&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-001013,2016.34.3.005&res_svc_cd=)
- 박순홍 · 연장흠. 2009. 기업지배구조가 보유현금수준에 미치는 영향. 재무연구 22(2) : 1-36., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000234,2009.22.2.003&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000234,2009.22.2.003&res_svc_cd=)
- 박재혁 · 정규언. 2017. 고용창출을 위한 조세지원 제도의 효과 분석. 조세연구 17(3) : 195-217., <https://www.kci.go.kr/kciportal/ci/sereArticleSearch/ciSereArtiView.kci?sereArticleSearchBean.artiId=ART002271511>
- 반혜정 · 신성호 · 박경원. 2012. 경영자의 단기지향성과 기업지배구조가 자본적 투자활동에 미치는 영향. 회계와정책연구 17(3) : 323-350., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-001804,2012.17.3.015&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-001804,2012.17.3.015&res_svc_cd=)
- 신동엽 · 양혁승 · 이상우 · 이지만. 2003. 한국 제조업에서 비정규직 고용의 결정요인. 산업노동연구 9(1) : 143-171., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-001338,2003.9.1.003&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-001338,2003.9.1.003&res_svc_cd=)
- 신용준 · 나 영. 2015. 기업지배구조가 특수관계자 거래에 미치는 영향. 회계저널 24(2) : 183-

- 205., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000663.2015.24.2.011&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000663.2015.24.2.011&res_svc_cd=)
- 안정인 · 서윤석. 2018. 주주의 지분을 변화에 따른 위험회피도가 경영자 보상계약에 미치는 영향. 관리회계연구 18(2) : 1-24., <http://DOI:10.31507/KJMAR.2018.08.18.2.1>
- 양세영 · 최인철 · 박재성 · 남경완. 2002. 기업지배구조의 개선방안. 기업경영환경 개선을 위한 제도개선방안 수립연구, 산업자원부 정책용역과제.
- 양승희 · 조미옥 · 이우중 · 정태진. 2018. 한국기업의 지배구조는 개선되었는가? : 현금보유수준 및 가치관련성 추세를 중심으로. 회계학연구 43(4) : 101-159., <https://doi.org/10.24056/KAR.2018.07.002>
- 옥지호. 2014. 중소기업의 수익성이 고용성장에 미치는 영향-고성과작업시스템의 조절효과를 중심으로. Korea Business Review 18(4) : 297-323., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-001117.2014.18.4.002&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-001117.2014.18.4.002&res_svc_cd=)
- 원인성. 2015. 패널자료를 활용한, 국내기업 성과배분제도의 경영성과에 관한 연구. 인적자원개발연구 18(3) : 77-107., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-SER000010057.2015.18.3.003&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-SER000010057.2015.18.3.003&res_svc_cd=)
- 유진성. 2021. 산업별 청년층 취업자 추이 분석과 시사점. KERI 정책제언 21-08 : 1-26.
- 윤성만 · 박진하. 2015. 고용창출투자세액공제제도가 고용창출과 투자에 미치는 영향. 조세연구 15(2) : 161-188., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-SER000001555.2015.15.2.005&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-SER000001555.2015.15.2.005&res_svc_cd=)
- 이용수. 2009. 비정규직 고용 결정의 조직특성에 관한 연구. 한국사회학 43(1) : 130-164., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000205.2009.43.1.002&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000205.2009.43.1.002&res_svc_cd=)
- 이창민 · 최한수. 2019. 기업 내 CEO-직원 상대보수 현황 분석. 경제개혁리포트 2019-04 : 1-30.
- 임형록 · 오정일. 2007. 우리나라 주요 대기업의 임원 임금보상과 임금격차의 적정성에 관한 실증연구. 대한경영학회지 20(3) : 1193-1211., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000789.2007.20.3.015&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000789.2007.20.3.015&res_svc_cd=)
- 정규언 · 오광욱 · 박재환. 2012. 연구개발 투자지출과 시장성과 : 자본시장 및 고용활동과의 관련성을 중심으로. 세무학연구 29(4) : 345-369., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000267.2012.29.4.007&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000267.2012.29.4.007&res_svc_cd=)
- 정동관 · 유태영 · 박노근. 2014. 기업지배구조가 인적자원관리에 미치는 영향. 한국노동연구원. [www.kli.re.kr](http://www.kli.re.kr)
- 정병재. 2002. 한국기업에서의 종업원 연령과 보상 선호도 관계 연구. 한국인력개발학회 4(1) : 88-112., <http://kiss.kstudy.com/thesis/thesis-view.asp?key=2056023>



- 지성권 · 한상헌 · 신성욱. 2004. 경영자-종업원 보상구조의 통합 결정요인에 관한 실증연구. *회계저널* 13(3) : 153-185., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000663.2004.13.3.008&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000663.2004.13.3.008&res_svc_cd=)
- 최정미. 2015. 중소기업 경영자보상의 결정요인. *경영경제연구* 37(3) : 123-144., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-SER000003472.2015.37.3.002&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-SER000003472.2015.37.3.002&res_svc_cd=)
- Amess, K., S. Banerji, and A. Lampousis. 2015. Corporate cash holdings : Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis* 42 : 421-433., <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.09.007>
- Berk, J. B., R. Stanton, and J. Zechner. 2010. Human capital, bankruptcy, and capital structure. *The Journal of Finance* 65(3) : 891-926., <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01556.x>
- Beuselinck, C., G. Markarian, and A. Verriest. 2021. Employee protection shocks and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance* 69 : 1-20., <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102027>
- Bhuiyan, M. B. U., and J. Hooks. 2019. Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors. *International Review of Economics and Finance* 61 : 35-51., <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.01.005>
- Brown, J., and D. A. Matsa. 2016. Boarding a Sinking Ship? An Investigation of Job Applications to Distressed Firms. *Journal of Finance* 71(2) : 507-550., <https://doi.org/10.1111/jofi.12367>
- Chemmanur, T. J., Y. Cheng, and T. Zhang. 2013. Human capital, capital structure, and employee pay : An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 110(2) : 478-502., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.07.003>
- Frank, R. H., and P. J. Cook. 1995. The Winner-Take-All Society : Why the Few at the Top Get So Much More Than the Rest of Us. New York, Penguin Books.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and D. Skinner. 2009. Corporate payout policy. *Foundations and Trends in Finance* 3 : 95-287., <https://doi.org/10.1561/05000000020>
- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith. 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83 : 599-634., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006>
- Eljelly, A. MA. 2004. Liquidity profitability tradeoff : An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management* 14(2) : 48-

- 61., <https://doi.org/10.1108/10569210480000179>
- Faleye, O., E. Reis, and A. Venkateswaran. 2013. The determinants and effects of CEO—employee pay ratios. *Journal of Banking & Finance* 37 : 3258—3272.,  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.003>
- Faulkender, M. and R. Wang. 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance* 61 : 1957—1990., <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Fresard, L.. 2010. Financial Strength and Product Market Behavior : The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance* 65(3) : 1097—1122.,  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01562.x>
- Gabaix, X., and A. Landier. 2008. Why has CEO pay increased so much?. *The Quarterly Journal of Economics* 123(1) : 49—100., <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.1.49>
- Garcia—Teruel, PJ, and P. Martinez—Solano. 2007. On the Determinants of SME Cash Holdings : Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting* 35(March) : 127—149., <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02022.x>
- Ghaly, M., V. A. Dang, and K. Stathopoulos. 2015. Cash holdings and employee welfare. *Journal of Corporate Finance* 33 : 53—70., <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.003>
- Gill, A., and C. Shah. 2012. Determinants of Corporate Cash Holdings : Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance* 4(January) : 70—79.,  
<https://doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>
- Harford, J. 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance* 54 : 1969—1997., <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- Harford, J., M. H. Jenner, and R. Powell. 2012. The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. *Journal of Financial Economics* 106 : 247—261., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.016>
- Henderson, A. D., and J. W. Fredrickson. 1996. Information—processing demands as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 39(3) : 575—606., <https://doi.org/10.5465/256656>
- Isshaq, Z., and GA Bokpin. 2009. Corporate liquidity management of listed firms in Ghana. *Asia—Pacific Journal of Business Administration* 1(2) : 189—198.,  
<https://doi.org/10.1108/17574320910989122>
- Jensen, MC. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76(2) : 323—329., <https://www.jstor.org/stable/1818789>

- Jun, G. J. 2007. Examining Organizational Determinants of Contingent Worker Use from Resource Dependence Perspective. *Korean Journal of Business Administration* 20(1) : 27–42., [http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res\\_cd=G704-000789.2007.20.1.003&res\\_svc\\_cd=](http://uci.kci.go.kr/resolution/result.do?res_cd=G704-000789.2007.20.1.003&res_svc_cd=)
- Kerr, S. and John W. Slocum. 2005. Managing Corporate Culture Through Reward Systems. *Academy of Management Perspectives* 19(4) : 130–138., <https://doi.org/10.5465/ame.2005.19417915>
- Klasa, S., W. F. Maxwell, and H. Ortiz–Molina. 2009. The strategic use of corporate cash holdings in collective bargaining with labor unions. *Journal of Financial Economics* 92(3) : 421–442., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.07.003>
- Lins, KV, H. Servaes, and P. Tufano. 2010. What drives corporate liquidity? An international survey of cash holdings and lines of credit. *Journal of Financial Economics* 98 : 160–176., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.04.006>
- Liu, Y., and DC Mauer. 2011. Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics* 102(October) : 183–198., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.008>
- Martinez–Sola, C., P. J. Garcia–Teruel, and P. Martinez–Solano. 2013. Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics* 45 : 161–170., <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.595696>
- Masulis, R. W., and S. W. Reza. 2015. Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies* 28 : 592–636., <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu082>
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Finance Economics* 52(April) : 3–46., [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Pfeffer, J. 2007. Human resources from an organizational behavior perspective : Some paradoxes explained. *Journal of Economic Perspectives* 21(4) : 115–34., <https://doi.org/10.1257/jep.21.4.115>
- Pinkowitz, L., R. Stulz, and R. Williamson. 2006. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross–country Analysis. *The Journal of Finance* 61(6) : 2725–2751., <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>
- Rosen, S.. 1982. Authority, control, and the distribution of earnings. *The Bell Journal of Economics* 13(2) : 311–323., <https://doi.org/10.2307/3003456>

- Rouen, E., 2020. Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance. *The Accounting Review* 95(1) : 343–378.,  
<https://doi.org/10.2308/accr-52440>
- Shin, J. Y., Kang S. C., Hyun, J. H. and B. J. Kim, 2015. Determinants and Performance Effects of Executive Pay Multiples : Evidence from Korea. *ILR Review* 68(1) : 53–78.,  
<https://doi.org/10.1177/0019793914556242>
- Stam, E and Wennberg, K.J. 2009. The Role of R&D in new Firm Growth. *Small Business Economics* 33(1) : 77–89., <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9183-9>
- Way, S. A., Lepak, D. P., Fay, C. H. and Thacker, J. W. 2010. Contingent Workers’ Impact on Standard Employee Withdrawal Behaviors : Does What You Use them For Matter?. *Human Resource Management* 49(1) : 109–138., <https://doi.org/10.1002/hrm.20336>
- Wong, M. 2001. Strategic Use of Contingent Workers in Hong Kong’s Economic Upheaval. *Human Resource Management Journal* 11(4) : 22–37.,  
<https://doi.org/10.1111/j.1748-8583.2001.tb00049.x>

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

# Does the Level of Cash Holdings Achieve Profit Sharing?

: Focusing on Employee's Compensation and Job Creation

Jun Yeung Hong\* · Seon Mi Kim\*\* · Sook Min Kim\*\*\*

**[Purpose]** The purpose of this paper is to examine the effect of the level of cash holdings on employee's compensation and job creation in the perspective of cash profit sharing.

**[Methodology]** This study analyzes the relationship between the level of cash holdings, employee's compensation, and the executive – worker pay ratio for companies listed on the stock market in 2012 – 2019.

**[Findings]** Firstly, we find firms with heavy cash holdings are more likely to pay higher employee's compensation. Also, executive – worker pay ratio is decreased in the firms with heavy cash holdings. It shows that increase in cash holdings leads to increase in employee's compensation, but the level of change in compensation is lower for employees compared to executives. Secondly, we find that there is no significant relationship between cash holdings and the growth ratio regarding the number of total employees and regular employees. On the other hand, we find that the higher the firm's cash holdings, the higher the number of non – regular employees. These results support the recent employment behavior of firms reducing the number of regular employees. We also find that the results are supported only in the firms with low corporate governance ratings or firms without young CEO. These findings are consistent with analysing excess cash.

**[Implications]** Overall, this paper provides the contribution by showing the results of cash

---

\* Researcher(Ph.D.), Korea University Business School Institute for Business Research and Education, jyhong1290@gmail.com (First Author)

\*\* Associate Professor, Chonnam National University, smkim09@jnu.ac.kr (Corresponding Author)

\*\*\* Assistant Professor, Woosong University SolBridge International School of Business, sookminkim@solbridge.ac.kr (Co – author)

expenditures on employees compensation and job creation unlike prior papers that suggested determinants of the level of cash holdings.

**Key words :** Cash holdings, Employee's compensation, Job creation, Corporate governance, MZ generation