

# 현금보유수준, 경영자 능력, 그리고 감사인의 대응

정기위  
영남대학교 회계세무학과

## Cash Holding Level, Ability of Manager and Auditor's Response

Ki Wi Chung

Department of Accounting & Taxation, Yeungnam University

**요약** 본 연구는 기업의 현금보유량의 증가로 인한 감사인의 감사위험 및 투자자의 투자위험의 증가가 우수한 경영자의 능력에 따라 상쇄되는지 검증하였다. 분석 결과, 현금보유수준이 증가할수록 감사시간(보수)이 증가하였는데 이는 현금보유량이 증가할수록 경영자의 투자의사결정과 자금운용과정에서 사적 이익을 취득할 수 있는 재량이 증가하게 되어 이에 감사인이 감사위험을 낮추기 위하여 감사노력을 추가적으로 투입하여 나타난 결과이다. 한편, 경영자의 능력이 우수한 표본에서 현금보유량과 감사위험과의 유의한 양(+)의 관계가 나타나지 않았는데 우수한 경영자를 보유한 기업은 경영자가 현금보유를 통해 사적 이익을 취하는 것이 아니라 순현재가치가 0보다 큰 투자안에 투자하는 등 현금을 기업 가치를 높이는 방향으로 운용하기 때문에 감사위험을 낮출 수 있어 나타난 결과이다. 마지막으로 현금보유수준 및 감사시간의 증가로 인한 부정적인 추가반응이 경영자의 능력이 우수한 표본에서는 긍정적인 추가반응으로 나타났다. 이는 우수한 경영자의 능력은 현금보유수준 및 감사시간의 증가로 인한 투자자들의 부정적인 추가반응을 상쇄시키고 나아가 긍정적인 추가반응을 나타낸다는 것을 의미한다. 본 연구의 공헌점으로는 우수한 경영자의 능력이 감사인의 감사위험과 투자자의 투자위험을 감소시켜 재무제표의 신뢰성 향상에 기여한다는 것을 기업의 현금보유량을 통해 실증하였다는 것이다. 따라서 기업은 현금과 관련한 재무제표의 신뢰성 향상을 위해 우수한 경영자를 선임하거나 기존 경영자의 능력을 극대화 시키는 방안을 마련해야 할 것이다. 그리고 현금보유수준의 증가와 이에 따라 증가하는 감사위험을 낮추기 위하여 감사인은 감사노력을 추가적으로 투입한다는 것을 검증하였다는 것이다. 이는 외부감사인의 외부감사가 재무제표의 감사위험을 낮추기 위한 본연의 역할을 다하고 있다는 것을 시사한다.

**Abstract** This study verified whether the increase in an auditor's audit risk and investor's investment risk due to an increase in a company's cash holding level is offset by the ability of an able manager. The empirical results of the study showed that audit time(fee) increased as the company's cash holding level increased. It was also observed that the manager's discretion to gain a private profit in the process of investment decision-making and the company's operation increases as the amount of cash held increases. Meanwhile, there was no significant relationship between cash holding level and audit risk in the sample of companies with excellent managerial ability. This means that a company with excellent management invests and allocates cash appropriately where it is needed for the business operation rather than for personal gain. Finally, the expected negative stock price response due to the increase in the cash holding level and audit time was found to be positive in companies with excellent managerial ability. This implies that the ability of excellent managers also receives a positive stock reaction from investors despite the increase in the cash holding level and audit time. The contributions of this study are as follows: First, a manager's ability contributes to improving the reliability of financial statements by reducing the auditor's audit risk and the investor's investment risk. Therefore, companies should appoint excellent managers to improve the reliability of their financial statements or develop and implement measures to maximize the abilities of the existing managers. Second, external auditors fulfill their role in reducing the audit risk of financial statements by putting in additional efforts.

**Keywords** : Cash Holding Level, Ability of Manager, Auditor's Response, Stock Response, Audit Risk

---

\*Corresponding Author : Ki Wi Chung(Yeungnam Univ.)

email: kwchung@ynu.ac.kr

Received August 16, 2022

Accepted November 4, 2022

Revised September 26, 2022

Published November 30, 2022

## 1. 서론

본 연구에서는 기업의 현금보유량의 증가로 인한 감사인의 감사위험 및 투자자의 투자위험의 증가가 우수한 경영자의 능력에 따라 상쇄되는지 검증하였다.

현금은 다른 자산에 비해 유동성은 높지만 수익성은 낮다는 양면성을 지니고 있다. 기업들은 일반적으로 거시 경제 및 경영 환경의 불확실성에 대하여 선제적으로 대응하기 위해 현금보유량을 늘리는 경향이 있다. 실제로 1995년 총자산 대비 현금의 비율은 약 8% 수준이었으나 글로벌 금융위기 직전인 2006년도에는 12%가 넘었다.

기업이 보유하고 있는 현금이 기업 내부 요인 뿐만 아니라 외부 요인에 따라서도 영향을 받는 만큼 학계에서도 적절한 현금보유수준에 대해 지속적인 연구가 이루어져왔다. 기업이 현금을 보유하는 동기에 대한 이론으로는 잉여현금흐름이론(Free Cash Flow Theory), 대리인 이론(Agency Theory), 상충이론(Static Tradeoff Theory), 자금조달순서이론(Financing Hierarchy Theory) 등이 있다[1]. 기업의 현금보유 동기를 실증적으로 분석한 다수의 선행연구들은 주로 대리인 이론에 근거하고 있다. 대리인 이론에 따르면 현금보유수준이 높은 기업은 경영자와 외부 정보 이용자간의 정보비대칭이 심각한 기업이며 경영자는 이러한 정보비대칭을 이용하여 현금을 이용한 사적이익을 추구하는 경향이 있음을 실증하였다[1-3]. 뿐만 아니라 기업의 현금보유량과 관련한 대부분의 연구는 기업의 현금보유수준이 늘어날수록 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다[4,5]. 이들 연구에서는 기업이 현금을 과도하게 보유하면 수익성이 없는 사업에 과잉 투자를 하거나 혹은 경영자의 성과를 과장하거나 포장하기 위하여 외형 위주의 사업에 투자하기 때문에 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 언급하고 있다. 따라서 기업의 현금보유수준이 높아지면 감사인 입장에서 감사위험이 높아지게 되며 이에 감사인은 감사위험을 낮추기 위하여 감사노력을 추가적으로 투입할 것으로 예상할 수 있다. 본 연구에서는 감사인이 현금과 관련한 감사위험을 낮추기 위한 감사노력의 투입 정도를 감사시간과 감사보수로 측정하였다.

한편, 그 동안 경영자 능력과 관련한 선행연구에서는 우수한 경영자를 보유한 기업일수록 기업의 성과가 개선되며[6,7], 자본비용이 감소하고[8], 파산확률이 낮은 것[9]으로 나타나는 등 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히, 능력이 우수한 경영자는 기업

이 보유하고 있는 현금을 적절히 활용하는 것으로 나타났는데 예를 들어, 우수한 경영자는 기업의 가치를 극대화하는 투자의사결정을 내리거나 뛰어난 자금조달능력을 가진 것으로 나타났다[10,11]. 따라서 감사인의 입장에서 기업의 현금보유수준이 높아지면 감사위험을 증가시킬 것이지만 우수한 경영자를 보유하고 있다면 현금을 순현재가치가 0보다 큰 투자안에 투자하는 등 현금을 기업 가치를 높이는 방향으로 운용할 것으로 판단하여 결과적으로 감사위험이 높게 나타나지 않을 것으로 예상할 수 있다.

본 연구의 공헌점으로는 감사인의 외부감사가 감사위험을 낮추는 본연의 역할을 충실히 수행하고 있음을 검증하였다는 것이다. 기업의 현금보유수준이 높아지면 감사위험이 높아지는데 감사인은 감사위험을 낮추기 위하여 감사노력을 증가시킴으로써 적절하게 대응한다는 것이다. 그리고 우수한 경영자를 보유한 기업일수록 감사인 입장에서 감사위험을 낮출 수 있을뿐만 아니라 긍정적인 추가반응을 불러일으켜 결과적으로 재무제표의 신뢰성에 기여한다는 것을 검증하였다는 점이다. 본 연구를 통해 기업은 현금보유와 관련한 감사위험을 낮추기 위하여 우수한 경영자를 채용할 수 있는 인사체계를 갖추거나 기존 경영자의 능력을 극대화할 수 있는 정책을 시행할 것을 제안한다.

## 2. 이론적 배경과 가설 설정

### 2.1 현금보유 관련 선행연구 및 가설 1 설정

앞서 기술한 것처럼 기업의 현금보유와 관련한 이론은 다양하다. 상충이론에 따르면 기업이 현금을 많이 보유하게 되면 수익성이 하락한다는 단점이 있지만 추가적인 외부자금조달을 피할 수 있고 자금조달비용을 절감할 수 있다. 자금조달순서이론은 기업이 조달하는 자금의 순서는 현금의 영향을 받는다는 이론으로 기업이 투자를 할 때 내부에 유보되어 있는 현금으로 먼저 충당하고 그래도 부족하다면 부채발행, 주식발행의 순서가 된다는 이론이다. 마지막으로 잉여현금흐름이론은 경영자는 현금을 주주의 부를 극대화하기 위해 운용하기보다는 경영자 자신의 사적이익을 목적으로 사용한다는 이론이다.

기업의 현금보유수준이 기업가치에 미치는 영향을 검증한 그 동안의 선행연구는 상반된 결과를 제시하고 있는데 기업 가치에 미치는 부정적인 영향을 검증한 연구는 대부분 대리인이론에 근거하고 있다. Jensen(1986)

[12]에 의하면 기업이 주주의 부의 극대화가 아닌 경영자의 사적 편익을 취할 목적으로 과도한 현금을 보유하게 된다고 주장함으로써 현금보유를 통한 사적이익 추구가 대리인 문제와 관련이 있음을 주장하였다. Dittmar and Mahrt-Smith(2007) [3]은 대리인 문제와 기업의 현금보유수준과의 관계를 검증하였는데 대리인 문제가 심각한 기업에서 현금보유수준이 높게 나타나는 것으로 실증하였다. 공재식(2006) [13]도 Dittmar and Mahrt-Smith (2007) [3]와 유사한 결과를 제시하였는데 정보비대칭 정도가 심각한 소규모 기업들이 대규모 기업들에 비해 더욱 높은 수준의 현금을 보유하는 것으로 검증하였다. 그리고 대주주 1인의 비율이 높은 기업이 현금보유수준이 높았는데 이는 대주주의 현금보유를 통한 대리인 문제와 경영자의 사적이익 추구 동기 때문에 나타난 결과라고 제시하였다.

선행연구를 정리하면 기업의 현금보유수준이 높을수록 주주와 경영자 간의 대리인 문제가 높아진다는 것을 알 수 있다. 즉, 기업이 현금을 과도하게 보유하게 되면 경영자의 투자의사결정과 자금운용과정에서 사적 이익을 취득할 수 있는 재량도 증가하게 된다[1-3]. 예를 들어, 수익성이 없는 사업에 과잉 투자한다거나 자신의 성과를 과장하기 위하여 대형사업에 치중할 수 있다[14]. 이러한 경영자의 행위를 통해 경영자가 주주의 부의 극대화가 아닌 경영자 자신의 사적 이익을 목적으로 현금보유를 증가시키는 유인을 가질 수 있다. 그리고 기업의 현금보유수준이 증가할수록 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구[4,5]들도 다수 존재함에 따라 기업의 현금보유는 감사인으로 하여금 감사위험을 높이는 요인이 될 것이다. 따라서 기업의 현금보유수준이 증가할수록 감사인은 감사위험을 낮추기 위해 입증절차를 확대할 것이고 이는 감사시간과 감사보수가 증가로 나타날 것이다. 이를 다음과 같이 가설 1로 설정하였다.

가설 1. 현금보유수준이 증가할수록 감사시간과 감사보수가 증가한다.

## 2.2 경영자 능력 선행연구 및 가설 2 설정

경영자는 기업의 주된 영업활동을 수행하는 주체이며 중요한 의사결정을 실행한다. 우수한 경영자일수록 현재 가치가 높은 사업에 투자하며[15], 높은 급여를 수령하고[16], 다른 기업에 고용될 가능성도 높아진다[17]. 위에서 기술한 연구들은 산업조정주가반응, 총자산수익률, 언론노출정도 등을 사용하여 경영자의 능력을 측정하였

다. 그러나 Demerjian et al.(2012) [6]의 연구에서는 DEA분석(Data Envelopment Analysis, 자료포락분석)을 이용하여 개별 경영자의 능력을 최초로 계량화하였고 이 측정치를 이용한 경영자 능력과 관련한 연구가 활발히 진행되고 있다.

Demerjian et al.(2012) [6]는 경영자 능력을 주어진 경제적 자원 대비 얼마나 효율적으로 매출액을 달성하는지로 정의하고 DEA분석과 토빗회귀분석(Tobit Regression)을 통해 이를 최초로 계량화하였다. Demerjian et al.(2013) [18]은 경영자 능력이 발생액 특성으로 측정하는 이익의 질에 미치는 영향을 검증하였다. 실증 분석 결과, 경영자 능력이 우수할수록 발생액의 지속성과 발생액의 질이 높았는데 이는 우수한 경영자일수록 거시 경제 및 산업트렌드 변화에 대한 이해도가 높아 발생액에 대한 오류가 낮게 나타난다고 해석하였다. 그리고 이진 외(2015) [19]는 경영자 능력과 보수주의와의 관계를 검증하였다. 분석 결과, 경영자의 능력이 우수할수록 보수주의 회계처리에 대한 요구는 감소하였다. 이는 경영자와 외부이해관계자와의 정보비대칭이 감소하게 되어 보수적인 회계처리를 덜 요구하기 때문에 발생하는 결과라고 해석하였다.

경영자의 능력과 현금조달 혹은 기대현금흐름과의 관계를 검증한 연구는 다음과 같다. Andreou et al.(2017) [10]은 경영자가 우수할수록 자금조달능력이 뛰어나며 글로벌 금융위기 상황에서도 오히려 투자를 증가시킨다는 것을 검증하였다. 고창열 외(2013) [7]는 경영자의 능력이 산업조정 영업현금흐름을 비롯한 기업의 성과에 미치는 영향을 검증하였다. 분석 결과, 경영자 능력이 우수할수록 산업조정 영업현금흐름과는 양(+)의 관계가 나타났는데 이는 우수한 경영자일수록 기업의 자원을 효율적으로 이용하기 때문에 기업의 수익성과 가치가 높아진다고 해석하였다. Demerjian et al.(2012) [6], 박수연 외(2016) [11], 정주렴 외(2017) [20]은 경영자 능력과 투자효율성과의 관계를 검증하였으며 모두 경영자 능력이 우수할수록 투자효율성이 증가함을 실증하였다. 한편, 경영자 능력이 우수할수록 높은 순현재가치를 실현할 수 있는 투자안에 투자한다는 선행연구도 존재하였다[15].

경영자의 능력이 기업의 회계선택과 회계처리에 영향을 미친다는 선행연구와 우수한 경영자가 미래현금흐름의 변동성을 감소시키고 투자효율성을 증가시킨다는 선행연구를 통해 우수한 경영자는 기업이 보유하고 있는 현금을 기업이 필요한 곳에 적재적소에 투입하여 기업의

가치를 높이는 방향으로 운용할 수 있을 것으로 기대할 수 있다. 가설 1에서는 기업의 현금보유수준이 높아지면 감사위험이 증가할 것으로 예상하였지만 우수한 경영자를 보유한 기업이라면 감사위험이 증가하지 않을 것으로 예상할 수 있다. 이에 다음의 가설 2를 설정하였다.

가설 2. 경영자의 능력이 우수한(우수하지 않은) 표본에서는 현금보유수준과 감사위험과의 양(+)의 관계가 유의하지 않다(유의하다).

### 2.3 가설 3 설정

가설 3에서는 경영자 능력에 근거한 감사인의 감사노력의 투입이 올바른 결정이었는지 추가반응으로 확인하고자 한다. 회계정보가 유용한 정보가 되기 위해서는 외부정보이해관계자들이 의사결정을 내리는 시점에 회계정보가 이용가능해야 한다. 이러한 개념은 회계정보가 유용하기 위해서 갖추어야 하는 질적특성 가운데 적시성(Timeliness)에 해당된다. 재무보고를 위한 개념체계 문단 2.33에서는 적시성은 의사결정에 영향을 미칠 수 있도록 의사결정자가 제때에 이용가능하게 하는 것이라고 정의하고 있으며 일반적으로 회계정보가 오래될수록 유용성이 낮아진다[21,22].

그러나 감사시간이 길어지게 되어 재무제표의 유용성이 하락한다고 하더라도 우수한 경영자를 보유한 기업이라면 우수하지 않은 경영자를 보유한 기업에 비해 부정적인 추가반응이 감소할 것이다. 왜냐하면 투자자는 감사시간이 긴 기업의 회계정보에 대해 부정적인 반응을 나타내지만 우수한 경영자를 보유한 기업이라고 한다면 기업이 현금을 기회주의적인 목적이 아닌 기업 가치를 높이는 방향으로 활용할 것으로 기대할 것이기 때문이다. 이를 다음과 같이 가설 3으로 설정하였다.

가설 3. 경영자 능력이 우수한 표본에서는 감사시간과 현금보유수준의 증가에 대하여 긍정적인 추가반응이 나타난다.

## 3. 연구방법론

### 3.1 연구모형과 변수설명

본 연구의 가설 1에서 가설 3까지의 검증을 위해 다음의 연구모형을 설정하였다. Eq. (1)을 통해서 현금보유수준이 감사시간과 감사보수에 미치는 영향을 확인한다(가

설 1). Eq. (1)에서 독립변수인 CASH와 종속변수인 AHOUR과 AFEE는 유의한 양(+)의 부호가 예상된다. 가설 2에서는 현금보유수준이 감사위험에 미치는 양(+)의 관계가 경영자 능력에 따라서 달라지는지 확인하였다. 만약, 가설 2가 예상과 일치한다면 Eq. (1)에서 경영자 능력이 우수한(우수하지 않은) 표본에서는 CASH와 AHOUR과 AFEE간의 관계가 유의하지 않은(유의한) 관계가 예상된다. 마지막으로 Eq. (2)는 가설 3을 검증하기 위한 모형으로 경영자 능력이 우수한 표본에서는 현금보유수준과 감사시간의 상호작용변수인 AHOUR×CASH\_D는 유의한 양(+)의 관계 혹은 유의하지 않은 관계가 예상된다.

$$AHOUR(AFEE)_t = a_0 + b_1 CASH_t + b_2 SIZE_t + b_3 LEV_t + b_4 AR\_INV_t + b_5 ROA_t + b_6 LOSS_t + b_7 FOR_t + b_8 LARGE_t + b_9 CFO_t + \epsilon_t \quad (1)$$

$$CAR_t = a_0 + b_1 AHOUR_t + b_2 CASH\_D + b_3 AHOUR \times CASH\_D + b_4 SIZE_t + b_5 LEV_t + b_6 ROE_t + \epsilon_t \quad (2)$$

AHOUR	=	Log(audit hour)
AFEE	=	Log(audit fee)
CAR	=	Cumulative abnormal return
MA	=	Managerial ability
CASH	=	Cash and cash equivalent / total asset
SIZE	=	Log(total asset)
LEV	=	Total debt / Total equity
AR_INV	=	(Account receivable+inventory)/total asset
ROA(E)	=	Net income(total equity) / total asset
LOSS	=	If net income is smaller than 0, then 1 otherwise 0
FOR	=	Shareholdings of foreign investor
LARGE	=	Shareholdings of large shareholder
CFO	=	Cash flow from operation / total asset

본 연구의 가설 1과 가설 2의 독립변수는 기업의 현금보유수준(CASH)으로 선행연구와 유사하게 기업이 보유하고 있는 현금및현금성자산을 총자산으로 나누어 산출하였다[23,24]. 가설 1과 가설 2의 종속변수는 감사시간(AHOUR)과 감사보수(AFEE)이며 각각 자연로그를 취하였다.

가설 2와 가설 3에서는 경영자 능력에 따라 표본을 구분하였는데 경영자 능력은 Demerjian et al.(2012) [6]에서의 방법론을 이용하였다. Demerjian et al.(2012) [6]은 선행연구 최초로 경영자의 능력을 산출하였으며 총 두 단계로 구분되는데 첫 번째 단계에서는 자료포락분석을 이용하여 상대적인 효율성을 연도 및 산업별로 측정한다. 상대적인 효율성은 유사한 산업 내에서 특정 기업

이 얼마나 효율적으로 매출을 달성하였는지를 의미하는 것으로 산출물인 매출을 달성하는데 사용된 투입물로는 매출원가, 판매비와관리비, 유형자산과 무형자산으로 구성된다. 2단계는 1단계에서 산출된 상대적인 효율성 중 기업 특유의 요인을 제외한 경영자 능력을 측정한다. Demerjian et al.(2012) [6]에서는 기업규모, 잉여현금 흐름, 기업업력, 외화관련계정, 사업부문수 그리고 시장 점유율을 기업 특유 요인으로 고려하였다. 이러한 기업 특유 요인 변수를 독립변수로 설정하고, 상대적인 효율성을 종속변수로 설정하여 토빗회귀분석을 실시하였으며 잔차를 경영자 능력의 대용치로 활용하였다.

가설 3의 종속변수는 누적초과수익률(CAR)이며 누적 초과수익률을 산정하기 위한 기간은 공시당일부터 공시 다음날로, 사건일은 주주총회일로 설정하였다. 초과수익률을 산출하기 위한 방법으로는 시장모형과 시장조정모형이 있으며 본 연구에서는 시장모형을 사용하였으며 추정기간은 이벤트 기간 이전 180일이다. 한편, 독립변수 이외에 종속변수에 영향을 미치는 변수는 통제변수로 설정하여 회귀모형에 포함하였다.

### 3.2 표본 선정

본 연구는 2015년도부터 2020년까지 유가증권시장에 상장된 12월 말 결산법인 중 금융업 및 보험업에 해당하지 않으며 Fn-Guide에서 재무자료를 구할 수 있는 기업으로 한정하였다. 분석에 필요한 재무자료는 Fn-Guide 데이터베이스에서 수집하였으며 최종 총 4,187개 기업-연도 표본을 사용한다. 한편, 극단치가 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 각 변수의 상위 및 하위 1%를 초과하는 관측치는 1%에 해당하는 값으로 조정하였다.

## 4. 실증 분석 결과

다음 Table 1은 본 연구에서 사용된 변수들의 기술 통계량을 보여주고 있다. 가설 1의 종속변수인 AHOUR과 AFEE의 평균은 각각 7.4837과 11.7977로 나타났다. 현금및현금성자산의 평균은 약 5.6%로 이는 전체 자산에서 현금및현금성자산의 비율은 5.6%임을 의미한다. 이외의 변수들도 대체적으로 선행연구의 기술통계량과 질적으로 큰 차이를 나타내지 않았다.

Table 1. Descriptive statistics

Var	Mean	Min	Max	Std
AHOUR	7.4837	0.8523	4.6444	9.3968
AFEE	11.7977	0.8537	9.2103	13.7536
CAR	0.0020	0.0320	-0.0971	0.1559
MA	0.0048	0.2032	-0.5221	0.4004
CASH	0.0562	0.0635	0.0003	0.5057
SIZE	20.1192	1.4619	16.3087	23.5432
LEV	0.9922	1.1519	0.0093	6.9667
AR_INV	0.2463	0.1526	0.0016	0.6762
ROA	0.0138	0.0874	-0.6265	0.2631
LOSS	0.2364	0.4249	0.0000	1.0000
FOR	0.1067	0.1246	0.0000	0.5307
LARGE	0.4357	0.1626	0.0644	0.7940
CFO	0.0428	0.0668	-0.2907	0.2995

1) See page 4 for the definition of variables.

Table 2. Correlation matrix

	AFEE	CASH	MA	SIZE	AR_INV	LEV
AHOUR	0.9201 <.0001	-0.1155 <.0001	-0.2186 <.0001	0.8218 <.0001	-0.1063 <.0001	0.2266 <.0001
AFEE		-0.0904 <.0001	-0.2402 <.0001	0.822 <.0001	-0.0950 <.0001	0.2422 <.0001
CASH			0.0266 0.0842	-0.1676 <.0001	0.0174 0.2571	-0.1037 <.0001
MA				-0.1301 <.0001	0.2149 <.0001	0.0677 <.0001
SIZE					-0.1864 <.0001	0.1744 <.0001
AR_INV						0.2271 <.0001
	ROA	LOSS	FOR	LARGE	CFO	CAR
AHOUR	0.0520 0.0007	-0.0104 0.5008	0.4603 <.0001	-0.1169 <.0001	0.1244 <.0001	-0.0350 0.0601
AFEE	0.0268 0.0821	0.0040 0.7936	0.4894 <.0001	-0.1644 <.0001	0.1392 <.0001	-0.0401 0.0315
CASH	0.0328 0.0334	-0.0363 0.0186	0.0095 0.536	-0.1623 <.0001	0.0887 <.0001	-0.0252 0.1741
MA	0.0857 <.0001	-0.0701 <.0001	-0.1171 <.0001	0.0133 0.3892	-0.0283 0.0658	0.0215 0.2461
SIZE	0.1684 <.0001	-0.1210 <.0001	0.5463 <.0001	-0.0432 0.0051	0.2044 <.0001	-0.0367 0.0479
AR_INV	-0.0148 0.337	0.0379 0.014	-0.1485 <.0001	-0.0958 <.0001	-0.0509 0.0012	0.0092 0.6177
LEV	-0.2774 <.0001	0.3179 <.0001	-0.1350 <.0001	-0.1111 <.0001	-0.1307 <.0001	-0.0148 0.4241
ROA		-0.6274 <.0001	0.2342 <.0001	0.1515 <.0001	0.4210 <.0001	0.0290 0.1183
LOSS			-0.1960 <.0001	-0.1768 <.0001	-0.3406 <.0001	-0.0330 0.0755
FOR				-0.2065 <.0001	0.2830 <.0001	-0.0200 0.2801
LARGE					0.0455 0.0031	0.0309 0.0964
CFO						0.0071 0.7005

1) See page 4 for the definition of variables.

2) Values in second line of each cell indicate significance.

위의 Table 2는 본 연구에서 사용된 변수들의 상관관계 분석 결과를 보여주고 있다. 가설 1의 독립변수인 CASH와 종속변수인 AHOUR과 AFEE와는 모두 유의한 음(-)의 관계가 나타나 예상과는 반대의 결과가 제시되었다. 한편, 경영자 능력 측정치인 MA와 AFEE 및 AHOUR은 모두 유의한 음(-)의 상관관계가 제시되었다. 상관관계 분석 결과는 통제변수의 영향을 고려하지 않은 결과이기 때문에 다중회귀분석을 통해 독립변수와 종속변수의 관계에 대해 명확하게 파악할 수 있을 것이다.

Table 3. Result of Verifying Hypothesis 1

	Audit hour		Audit fee	
	Estimate	t-stat.	Estimate	t-stat.
<i>Intercept</i>	-2.073	-15.53***	2.524	19.5***
CASH	0.262	2.19**	0.510	4.41***
SIZE	0.473	69.08***	0.461	69.52***
AR_INV	0.175	3.16***	0.189	3.53***
LEV	0.165	3.69***	0.264	6.1***
ROA	-0.432	-3.78***	-0.710	-6.42***
LOSS	0.084	3.74***	0.073	3.39***
FOR	0.256	3.29***	0.518	6.86***
LARGE	-0.252	-5.18***	-0.429	-9.1***
CFO	-0.142	-1.14	0.113	0.94
Year/Indus	Included			
adj $R^2$	0.697		0.717	
F-stat.	643.95***		708.84***	

1) See page 4 for the definition of variables.  
 2) \*, \*\*, \*\*\* denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% level respectively, for a two-tailed test.

위의 Table 3은 본 연구의 가설 1을 검증한 표이다. 가설 1에서는 기업의 현금보유수준과 감사시간 및 감사보수와의 관계를 검증하였다.

분석 결과, 독립변수인 CASH와 종속변수인 AHOUR 및 AFEE는 각각 5%와 1% 유의수준에서 양(+)의 관계가 나타났다(t=2.19, 4.41). 이는 기업의 현금보유수준이 증가할수록 감사시간과 감사보수는 증가한다는 것을 의미하는 결과로 가설 1의 예상과 일치한다. 잉여현금흐름에 따르면 기업은 현금을 주주의 부를 극대화하기 위해 운용하기 보다는 경영자 자신의 사적 이익을 목적으로 사용하는데 감사인은 현금을 많이 보유하고 있는 기업에 대해 감사위험을 높게 설정하여 감사시간과 감사보수가 늘어난 결과로 해석할 수 있다. 이는 감사인이 현금보유수준이 높아 감사위험이 높은 기업에 대해 추가적인 감사시간과 감사보수를 투입함으로써 감사위험을 낮추기 위한 외부감사가 본연의 역할을 수행하고 있다는 것을 시사한다.

Table 4. Result of Verifying Hypothesis 2

Panel A. Ability of Manager $\geq$ Median				
	Audit hour		Audit fee	
	Estimate	t-stat.	Estimate	t-stat.
<i>Intercept</i>	-1.861	-9.97***	2.666	13.65***
CASH	0.095	0.62	0.311	1.13
SIZE	0.462	48.91***	0.451	45.52***
AR_INV	0.262	3.98***	0.223	3.23***
LEV	0.052	5.18***	0.081	7.18***
ROA	-0.354	-1.98**	0.050	0.75
LOSS	0.099	3.01***	0.168	5.31***
FOR	0.227	2.06**	0.464	3.98***
LARGE	-0.294	-4.47***	-0.501	-7.34***
CFO	0.069	0.41	-0.054	-0.32
Year/Indus	Included			
adj $R^2$	0.682		0.680	
F-stat.	440.57***		434.76***	
Panel B. Ability of Manager $<$ Median				
	Audit hour		Audit fee	
	Estimate	t-stat.	Estimate	t-stat.
<i>Intercept</i>	-2.195	-11.77***	2.291	12.97***
CASH	0.499	2.76***	0.681	4.07***
SIZE	0.480	52.13***	0.473	53.9***
AR_INV	0.063	0.81	0.217	2.96***
LEV	0.030	2.83***	0.012	1.1
ROA	-0.449	-3.01***	-0.240	-4.62***
LOSS	0.065	2.1**	0.102	3.8***
FOR	0.297	2.78***	0.430	4.34***
LARGE	-0.194	-2.75***	-0.399	-6.1***
CFO	-0.376	-2.07**	0.088	0.52
Year/Indus	Included			
adj $R^2$	0.691		0.720	
F-stat.	584.76***		669.82***	

1) See page 4 for the definition of variables.  
 2) \*, \*\*, \*\*\* denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% level respectively, for a two-tailed test.

위의 Table 4는 연구의 가설 2를 검증한 표이다. 가설 2에서는 현금보유수준이 감사시간과 감사보수에 미치는 영향이 경영자 능력에 따라 달라지는지 확인하고자 하였다. Panel A(B)는 경영자 능력이 중위수보다 큰(작은) 표본을 대상으로 한 결과이다.

실증 분석 결과, 경영자 능력이 중위수 보다 큰 표본에서는 독립변수인 CASH가 종속변수인 AHOUR 및 AFEE에 미치는 영향은 유의적이지 못했지만(t=0.62, 1.13), 경영자 능력이 중위수 보다 작은 표본에서는 CASH가 AHOUR 및 AFEE에 미치는 영향은 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가 나타났다(t=2.76, 4.07). 이는 현금보유수준이 감사시간과 감사보수에 미

치는 영향은 경영자 능력에 따라 차별적으로 나타난다는 것을 의미하는 결과로 우수한 경영자는 감사인으로 하여금 현금을 순현재가치가 0보다 큰 투자안에 투자하는 등 현금투자자로 인하여 기업가치가 상승할 것으로 기대하여 감사인은 감사위험을 낮게 설정할 수 있다는 것을 의미한다. 그러나 경영자 능력이 우수하지 않은 기업에 대해 감사인은 경영자가 이를 기회주의적으로 사용하거나 기업이 필요한 곳에 적재적소에 사용하지 못하는 등 감사위험이 높아지게 되어 감사노력을 증가시킨 것이라고 할 수 있다.

Table 5. Result of Verifying Hypothesis 3

	Ability of Manager ≥ Median		Ability of Manager < Median	
	Estimate	t-stat.	Estimate	t-stat.
<i>Intercept</i>	0.057	2.88***	0.024	2.79***
AHOUR	-0.004	-1.59	-0.001	-0.54
CASH_D	-0.063	-2.27**	-0.005	-2.18**
AHOUR ×CASH_D	0.005	2.28**	0.000	0.20
SIZE	-0.001	-0.48	-0.000	-0.24
LEV	0.001	1.52	-0.001	-1.53
ROA	0.015	0.84	0.007	0.43
CFO	0.029	1.78*	-0.027	-1.57
LOSS	-0.002	-0.74	-0.002	-0.72
Year/Indus	Included			
adj $R^2$	0.007		0.003	
F-stat.	2.00**		1.93*	

- 1) CASH\_D is equal 1 if cash holdings of the company are greater than median, otherwise 0.
- 2) See page 4 for the definition of variables.
- 3) \*, \*\*, \*\*\* denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% level respectively, for a two-tailed test.

위의 Table 5는 본 연구의 가설 3을 검증한 표이다. 가설 3에서는 투자자의 입장에서 경영자 능력에 근거한 감사인의 감사가 적절한 의사결정이었는지 추가반응으로 확인하고자 하였다.

분석 결과, 경영자 능력이 우수한 표본에서는 AHOUR과 CASH\_D의 상호작용변수는 종속변수인 CAR과 유의한 양(+)의 관계가 제시되었다( $t=2.28$ ). 그러나 경영자 능력이 우수하지 않은 표본에서는 AHOUR과 CASH의 상호작용변수는 CAR과 유의한 관계가 제시되지 않았다( $t=0.20$ ). 이는 감사시간과 추가반응의 부정적인 관계가 경영자의 능력이 우수한 표본에서는 조절변수인 현금보유수준이 높을수록 오히려 긍정적인 추가반응을 나타낸다는 의미로 경영자의 능력이 우수하면 투자자들은 경영

자가 현금을 기업 가치를 높이는 방향으로 투자할 것으로 판단하여 긍정적인 추가반응을 나타낸다는 것을 의미한다. 그러나 경영자의 능력이 우수하지 않은 기업에 대해서는 현금보유수준이 감사시간이 추가반응과의 관계에서 조절효과로서 작용하지 못하게 되어 긍정적인 추가반응으로 나타나지 못하였다.

## 5. 결론

본 연구는 우수한 경영자의 능력이 기업의 현금보유수준의 증가에 따른 감사인의 감사위험과 투자자의 투자위험의 증가를 상쇄시키는지 검증하였다.

가설 1의 실증 분석 결과에서는 기업의 현금보유수준이 높을수록 감사시간과 감사보수가 증가하였다. 이는 기업의 현금보유수준이 높을수록 경영자의 투자의사결정과 자금운용과정에서 사적 이익을 취득할 수 있는 재량이 증가하게 되며 이에 감사인이 감사위험을 높게 설정하여 나타난 결과이다. 가설 2의 실증 분석 결과에서는 기업의 현금보유수준이 높지만 경영자의 능력이 우수하면 현금보유수준과 감사위험과의 양(+)의 관계가 완화되었다. 이는 우수한 경영자를 보유하고 있는 기업에 대해서는 감사인이 경영자가 현금을 사적 이익 취득이 아니라 기업가치를 높이는 방향으로 운용할 것으로 기대하기 때문이다. 가설 3의 분석 결과에서는 경영자의 능력이 우수한 표본에서 감사시간과 추가반응의 부정적인 관계가 현금보유수준이 높을수록 오히려 긍정적으로 나타났다. 이는 투자자들은 우수한 경영자는 현금을 기업 가치를 높이는 방향으로 투자할 것으로 판단한다는 것을 의미한다.

본 연구의 공헌점으로는 우선 기업의 현금보유수준에 대한 감사인의 대응정도를 감사시간과 감사보수를 통해 검증하였다는 것이다. 즉, 기업의 현금보유수준이 높아질수록 감사위험이 높아지는데 이에 대해 감사인은 감사위험을 낮추기 위하여 감사시간과 감사보수를 증가시킴으로써 적절하게 대응한다는 것이다. 뿐만 아니라 우수한 경영자를 보유한 기업은 현금에 대한 위험을 줄일 수 있어 감사인 입장에서 감사위험을 낮출 수 있을뿐만 아니라 투자자 입장에서도 긍정적인 추가반응을 불러일으킨다는 점이다. 본 연구를 통해 현금과 관련한 재무제표의 신뢰성과 시장성과 향상을 위해 기업은 우수한 경영자를 채용할 수 있는 인사체계를 갖추어야 할 것이다.

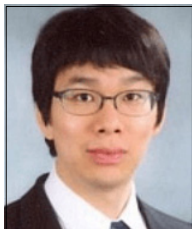
## References

- [1] T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, vol.52, no.1, pp.3-46, 1999.  
DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- [2] M. S. Shin, S. E. Kim, "The Relations between Ownership Structure and Cash Holdings of Firms", *The Korean Journal of Financial Management*, vol.27, no.1, pp.89-120, 2010.
- [3] A. Dittmar, J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, vol.83, no.3, pp.599-634, 2007.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006>
- [4] J. Y. Park, D. Y. Lee, "Quality of Accounting Information Disclose and Corporate Cash Holdings", *Korea International Accounting Review*, vol.32, pp.107-136, 2010.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.21073/kiar.2010..32.006>
- [5] D. S. Seo, H. K. Shin, D. T. Ngoan, "The Effect of Audit Firms on Firm's Cash Holdings", *Accounting Information Review*, vol.31, no.1, pp.289-315.
- [6] P. Demerjian, B. Lev, S. McVay, "Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests", *Management Science*, vol.58, no.7, pp.1229-1248, 2012.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>
- [7] C. Y. Ko, J. H. Park, H. Jung, K. H. Yoo, "A Study on the Effects of Managerial Ability by DEA on Firm Performance", *Korean Journal of Management Accounting Research*, vol.13, no.1, pp.165-200, 2013.
- [8] S. H. Ko, C. Y. Ko, B. J. Ko, "The Effect of Managerial Ability on the Implied Cost of Equity Capital", *Accounting Information Review*, vol.33, no.4, pp.161-192, 2015.
- [9] J. Tyler, M. Grace, "Dupes or Incompetents? An Examination of Management's Impact on Firm Distress", *Journal of Risk and Insurance*, vol.79, no.3, pp.751-783, 2012.  
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01443.x>
- [10] P. C. Andreou, I. Karasamani, C. Louca, D. Ehrlichm, "The Impact of Managerial Ability on Crisis-Period Corporate Investment", *Journal of Business Research*, vol.79, pp.107-122, 2017.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ibusres.2017.05.022>
- [11] S. Y. Park, H. Jung, C. Y. Ko, "The Effect of Managerial Ability Using DEA on Investment Efficiency", *Korea Business Review*, vol.20, no.4, pp.255-275, 2016.
- [12] M. C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol.76, no.2, pp.323-329, 1986.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- [13] J. S. Gong, "The Determinants of Corporate Cash Holdings", *Asian Review of Financial Research*, vol.19, no.1, pp.1-41, 2006.
- [14] M. S. Shin, "An Empirical Study on Determinants of Cash Holdings of Firms", *Korean Business Education Review*, vol.61, pp.67-89, 2010.
- [15] T. J. Chemmanur, I. Paeglis, "Management Quality, Certification, and Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, vol.76, no.2, pp.331-368, 2005.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.001>
- [16] C. Fee, C. Hadlock, "Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent", *Review of Financial Studies*, vol.16, no.4, pp. 1315-1357, 2003.  
DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg031>
- [17] S. Rajgopal, T. Shevlin, V. Zamora, "CEOs' Outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts", *Journal of Finance*, vol.61, no.4, pp.1813-1844, 2006.  
DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.516644>
- [18] P. Demerjian, B. Lev, M. Lewis, S. McVay, "Managerial Ability and Earnings Quality", *The Accounting Review*, vol.88, no.2, pp.463-498, 2013.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2308/accr-50318>
- [19] G. Lee, S. S. Han, E. G. Kim, "The Effect of Managerial Ability on Accounting Conservatism", *Korean Accounting Review*, vol.40, no.3, pp.257-297, 2015.
- [20] J. R. Chung, B. J. Kim, S. W. Kwon, "The Impact of Managerial Ability on Firm's Investment Efficiency", *Accounting Information Review*, vol.35, no.1, pp.359-382, 2017.
- [21] A. Chambers, S. Penman, "Timeliness of Reporting and the Stock-price Reaction to Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, vol.22, no.1, pp.21-47, 1984.  
DOI: <https://doi.org/10.2307/2490700>
- [22] D. Givoly, D. Palmon, "Timeliness of Annual Earnings Announcements: Some Empirical Evidence", *The Accounting Review*, vol.57, no.3, pp.486-508, 1982.
- [23] K. S. Lee, S. I. Jeon, "The Effect of Internal Reserve and Cash Holdings on Investments", *Korea International Accounting Review*, vol.83, pp.95-125, 2019.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.21073/kiar.2019..83.005>
- [24] J. E. Cho, "The Impact of Industry-level Competition on the Excess Stock Returns Due to Changes in Cash Holdings", *Journal of Korea Academia-Industrial Cooperation Society*, vol.20, no.5, pp.163-169, 2022.  
DOI: <https://doi.org/10.5762/KAIS.2019.20.5.16>



정 기 위(Ki Wi Chung)

[정회원]



- 2008년 8월 : 연세대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2012년 2월 : 연세대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2012년 9월 ~ 현재 : 영남대학교 회계세무학과 부교수

〈관심분야〉

원가회계, 관리회계, 기업지배구조