

최근의 기업투자와 현금흐름간 관계분석

강태수* · 서유정**

이 연구 내용은 집필자의 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자를 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

* 금융경제연구원 경제제도연구실 과장

(전화: 02-759-5445, e-mail: lucas@bok.or.kr)

** 금융경제연구원 경제제도연구실 조사역

(전화: 02-759-5558, e-mail: yujsh@bok.or.kr)

<차 례>

I. 머리말	1
II. 상장기업의 현금흐름 및 투자 현황	2
1. 상장기업의 현금흐름 현황	2
2. 상장기업의 투자 현황	5
III. 주요국 사례	8
1. 주요 선진국 기업의 현금흐름과 투자	8
2. 투자부진의 원인	13
3. 주요국 사례의 시사점	15
IV. 기업투자와 현금흐름간 관계 분석	17
1. 선행연구	17
2. 분석모형 및 자료	20
3. 실증분석 결과	23
V. 요약 및 시사점	28
<참고 문헌>	29

최근의 기업투자와 현금흐름간 관계분석

최근 기업의 보유현금은 크게 늘어나고 있는데도 투자회복은 기대에 미치지 못하고 있다. 이 같은 현상에 대해 기업의 투자행태가 과거 「외형확대-외부자금동원」에서 「내실추구-내부자금활용」으로 변화하면서 나타나고 있을 가능성이 제기되고 있다.

본고에서는 외환위기 이후의 상장기업 패널자료를 이용하여 기업투자와 현금흐름간 관계를 분석하고 주요 선진국 기업과도 비교·분석함으로써 투자관련 정책에 대한 시사점을 도출하고자 하였다.

국내 상장기업의 현금흐름대비 투자비율은 외환위기 직전(1995~1997) 200%를 상회하였으나 외환위기 직후(1999~2001)에는 80%대 수준으로 급락하였고 2002년 이후(~2004)에는 60%대 수준으로 더욱 하락하였다. 한편 주요 선진국 기업의 경우 동 비율은 1990년대말~2000년대초 크게 상승하였다가 이후 하락하는 국내기업과 유사한 모습을 나타냈다. 또한 국내기업의 동 비율 수준도 주요 선진국 기업들과 비교할 때 크게 낮은 수준은 아닌 것으로 보인다. 이러한 점을 고려할 때 최근 국내기업의 투자부진은 국내요인뿐만 아니라 세계적 투자환경 변화에도 영향을 받았을 가능성이 높은 것으로 추정된다.

외환위기 이후 국내기업의 투자와 현금흐름간 관계에 대한 실증분석 결과 기업의 투자행태가 외환위기와 정보통신부문에서의 거품 붕괴를 겪으면서 현금흐름에 크게 의존하는 보수적 형태로 전환된 것으로 나타났다. 특히 대기업의 경우 투자결정의 상당부분을 현금흐름에 의존하고 있으며 이러한 경향은 2002년 이후 더욱 심화된 것으로 분석되었다.

이상의 분석결과는 최근의 국내 기업투자가 현금흐름 및 세계적 투자환경에 크게 영향을 받고 있으며 이에 따라 과도한 투자요구, 저금리 등이 투자에 미치는 영향이 과거에 비해 제한적일 가능성을 시사한다.

핵심주제어 : 현금흐름, 기업투자
경제학문헌목록 주제분류 : G31

I. 머리말

국내 기업의 투자¹⁾규모가 외환위기 이전에는 영업활동현금흐름²⁾(이하 “현금흐름”)을 크게 초과하였으나 외환위기 이후에는 현금흐름을 하회하는 현상이 지속되고 있다. 상장기업³⁾의 투자규모는 외환위기 직전(1995~1997) 현금흐름의 두 배에 달하였으나 외환위기 직후(1999~2001)에는 80%대 수준으로 급락하였고 2002년 이후(~2004)에는 60%대 수준으로 더욱 하락하였다.

외환위기 이후 기업투자가 현금흐름을 하회한 것은 여러 가지 이유가 있겠으나 기업, 특히 대기업의 투자가 과거 외부자금에 의존하던 행태에서 내부자금에 의존하는 행태로 변화한 것도 주요한 요인중의 하나인 것으로 판단된다.

본고에서는 기업 패널자료를 이용하여 외환위기 이후 기업투자의 현금흐름 의존도를 살펴보고자 한다. 머리말에 이어 제Ⅱ장에서는 상장기업을 중심으로 현금흐름과 투자의 현황 및 특징에 대해 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 최근 주요 선진국 기업의 투자와 현금흐름의 현황을 살펴보고 이를 통해 최근 국내 기업의 투자회복 지연 현상에 대한 평가와 시사점을 도출하였다.

제Ⅳ장에서는 먼저 외환위기 이후 전체기간인 1999~2004년중 기업투자와 현금흐름의 관계분석을 통해 기업투자가 현금흐름에 어느 정도 의존하고 있는지 살펴본다. 다음으로 외환위기 이후 기간을 전반기(1999~2001)와 후반기(2002~2004)로 양분하여 투자와 현금흐름의 관계에 변화가 있었는지도 분석한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본고의 요약 및 시사점을 간단히 정리하였다.

-
- 1) 현금흐름표상 건설중인 자산의 증가 + 기계장치·차량운반구·공구·기구·비품 등의 취득 + 토지·건물·구축물의 취득 + 무형자산의 증가
 - 2) 당기순이익 + 현금유출이 없는 비용(감가상각, 평가손실 등) - 현금유입이 없는 수익(매각이익, 평가이익 등) + 영업활동 관련 자산 및 부채의 변동(외상매출금, 외상매입금, 선수금, 미수금 등의 증감)
 - 3) 거래소 및 코스닥 기업중 12월말 결산 1,388개사(금융, 관리기업 제외)

II. 상장기업의 현금흐름 및 투자 현황

1. 상장기업의 현금흐름 현황

상장기업의 현금흐름은 <표 1>에서 볼 수 있듯이 연평균으로 외환위기 직후인 1999~2001년중 48조원 수준이었으나 2002년 이후 크게 증가하여 2002~2004년중에는 65조원으로 급증(35%)하였다. 상장기업의 현금흐름이 2002년 이후 크게 증가한 것은 현금흐름의 주요 구성요소인 당기순이익이 2002년 이후 대폭 늘어난 데 주로 기인한다. 상장기업의 당기순이익은 연평균 기준으로 외환위기 직후인 1999~2001년중 9조원에 불과하였으나 2002년 이후 크게 확대되어 2002~2004년중에는 35조원으로 1999~2001년 규모에 비해 3.7배 가량 증가하였다.

<표 1> 상장기업의 현금흐름 및 당기순이익

(조원)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
현금흐름	47.6	49.4	46.8	60.4	58.6	75.5
당기순이익	13.0	8.4	6.5	22.6	30.5	50.5

자료 : KIS-Value

상장기업의 당기순이익이 2002년 이후 크게 늘어난 것은 수출호조에 힘입은 바 크다. 또한 저금리기조의 경제정책과 기업의 구조조정을 통한 비용절감 노력도 일정부분 영향을 준 것으로 보인다.

수출은 2001년중 정보통신부문에서의 거품 붕괴로 인한 세계경기 침체의 영향으로 크게 감소하였으나 2002년 이후 반도체, 휴대전화, LCD 등 정보통신관련 제품과 자동차 등의 수출호조로 회복되어 통관기준 2002년 및 2003년 각각 8.0% 및 19.3% 늘어난 데 이어 2004년에는 31%라는 큰 폭의 증가세를 시현하였다.

<표 2>

수출액 및 증가율 추이¹⁾

(억달러, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
수출액	1,437	1,723	1,504	1,625	1,938	2,538
(전년대비 증가율)	(8.6)	(19.9)	(-12.7)	(8.0)	(19.3)	(31.0)

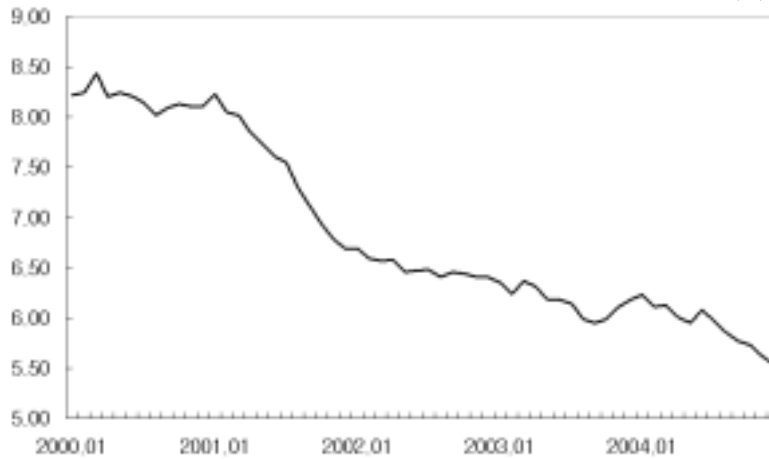
주 : 1) 통관기준

자료 : 관세청

대출금리는 한국은행의 지속적인 정책금리 인하와 경기부진으로 인한 자금수요 감소 등으로 계속 하락하여 예금은행의 기업대출금리(신규취급기준)가 2000년중 8.2% 수준에서 2004년말에는 5.5% 수준으로 크게 하락하였다.

<그림 1> 예금은행 기업대출금리¹⁾ 추이

(%)



주 : 1) 신규취급기준

자료 : 한국은행

기업의 비용절감 노력은 부채축소, 고용조정 등의 방법으로 진행되었다. 기업들의 지속된 부채상환으로 제조업의 부채비율은 2001년말 182.2%에서 2004년말에는 104.2%로 크게 하락하였다. 또한 기업들은 대규모 정리해고와 함께 임금근로자중 비정규직⁴⁾의 비중을 2001년 8월 27.3%에서 2004년 8월에는 37.0%로 크게 높였다.

4) 한시적근로자+시간제근로자+비전형근로자

<표 3>

제조업 부채비율¹⁾ 추이

(%)

1999	2000	2001	2002	2003	2004
214.7	210.6	182.2	135.4	123.4	104.2

주 : 1) 총부채/자기자본(연말 기준)

자료 : 2005 기업경영분석, 한국은행

<표 4>

임금근로자중 비정규직¹⁾ 근로자비중 추이

(만명, %)

	2001.8	2002.8	2003.8	2004.8
비정규직 근로자수 (비중)	360 (27.3)	379 (27.8)	460 (32.6)	539 (37.0)

주 : 1) 한시적근로자+시간제근로자+비전형근로자

자료 : 노동백서(2005년)

한편 2002년 이후의 당기순이익 증가가 수출증가에 주로 기인함에 따라 상장기업의 현금흐름 증가는 수출비중이 큰 일부 우량대기업에 편중되어 나타났다. 2002~2004년중 현금흐름 증가 상위 5대 기업의 현금흐름 증가액은 20.2조원⁵⁾으로 상장기업 전체 증가액 28.8조원의 대부분(70.3%)을 차지하였다.

<표 5>

상장기업의 현금흐름 증가규모

(조원)

	2001(A)	2004(B)	증감(B-A)
5대기업 (비중, %)	7.2 (15.4)	27.4 (36.3)	20.2 (70.3)
6~10대기업 (비중, %)	3.5 (7.5)	8.8 (11.7)	5.3 (18.6)
전체기업 합계	46.8	75.5	28.8

자료 : KIS-Value

5) 삼성전자(8.5조원), 하이닉스반도체(3.6조원), 포스코(3.6조원) 및 LG필립스LCD(2.5조원), LG전자(2.0조원). 자세한 내역은 붙임 <참고> 「2002년~2004년중 현금흐름 증가 상위 20대 기업」 참조

2. 상장기업의 투자 현황

상장기업의 현금흐름이 2002년 이후 크게 증가함에 따라 상장기업의 투자도 2003년 이후 회복세를 보이고는 있으나 아직 2000년 수준에 머물고 있다.

상장기업의 투자규모는 1999~2000년중 정보통신부문의 경기호황으로 대폭 증가하였으나 2001~2002년중 정보통신관련 산업에서의 거품붕괴로 인한 세계경기 침체의 영향으로 크게 축소되었다. 이후 세계경기의 회복과 기업의 영업실적 개선으로 2003년 이후 회복되고 있으나 2004년 투자규모는 47.9조원으로 2000년의 46.7조원을 소폭 상회하는데 그쳤다.

<표 6> 상장기업의 투자규모¹⁾ 추이 (조원)

1999	2000	2001	2002	2003	2004
38.0	46.7	36.4	34.1	39.6	47.9

주 : 1) 현금흐름표상 건설중인 자산의 증가 + 기계장치·차량운반구·공구·기구·비품 등의 취득 + 토지·건물·구축물의 취득 + 무형자산의 증가
 자료 : KIS-Value

상장기업의 현금흐름대비 투자비율의 추이를 보면 외환위기 이후 지속적으로 하락하고 있다. 현금흐름대비 투자비율은 연평균으로 외환위기 직전인 1995~1997년중 200% 이상에 달하였으나 외환위기 직후인 1999~2001년중에는 80%대 수준으로 급락하였고 2002~2004년중에는 60%대 초반 수준으로 하락하였다.

<표 7> 상장기업의 현금흐름대비 투자비율 추이 (%)

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
160.4	224.9	219.6	93.9	79.8	94.5	77.9	56.5	67.6	63.4

자료 : KIS-Value

상장기업의 투자규모가 외환위기 이후 현금흐름을 지속적으로 밀도는 가운데 2002년 이후 하회폭이 더욱 확대됨에 따라 상장기업의 보유 유동성이 크게 증가하였다. 상장기업은 증가한 유동성을 부채상환에 사용하거나 자사주매입 및 배당금지급을 통해 주주에게 돌려주고 있으며 나머지는 현금성자산⁶⁾의 형태로 내부에 유보하고 있다.

상장기업의 부채규모⁷⁾는 외환위기 이후 신규차입의 감소와 부채상환 노력으로 지속적으로 축소되었는데 부채의 순감소 규모는 2001~2004년중 연평균 9.9조원에 달하였다. 이에 따라 부채비율도 크게 하락하여 2001년말 126.7%에서 2004년말 90.5%로 떨어졌다.

<표 8> 상장기업의 부채순증 추이 (조원, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
부채순증	-29.5	13.5	-25.2	-11.0	-10.2	-8.4
부채비율 ¹⁾	138.6	149.6	126.7	119.5	102.2	90.5

주 : 1) 총부채/자기자본 자료 : KIS-Value

상장기업의 자사주매입 규모는 연평균으로 1999~2001년중 3.4조원에서 2002~2004년중에는 6.8조원으로 증가하였다. 유상증자는 2000~2001년중 4.7~8.9조원에서 2002~2004년에는 3.0~4.1조원으로 줄어들었다. 특히 자사주매입은 2002년 이후 유상증자 규모를 상회하고 있어 기업의 주식시장을 통한 자금조달이 마이너스(-)를 지속하고 있다. 한편 배당금지급은 2000~2001년중 3조원대에서 계속 늘어나 2004년에는 8.2조원까지 확대되었다.

6) 현금 및 현금등가물 + 단기금융상품 + 유가증권(단, 특수관계자가 발행한 주식과 1년내에 처분할 투자유가증권은 제외)

7) 대차대조표상 단기차입금+ 유동성장기부채+ 사채+ 장기차입금. 영업활동 관련 부채 및 각종 충당금 등은 제외

<표 9> 상장기업의 자사주매입 및 배당금지급 (조원)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
유상증자(A)	33.0	8.9	4.7	3.0	4.1	3.7
자사주매입(B)	1.6	5.7	3.0	8.3	5.8	6.3
A - B	31.5	3.2	1.7	-5.3	-1.7	-2.6
배당금지급	1.4	3.0	3.6	3.6	5.5	8.2

자료 : KIS-Value

상장기업의 현금성자산은 2001년말 39.4조원에서 2004년말에는 64.9조원으로 25.5조원 증가(64.7%)하였으며 총자산에서 차지하는 비중도 2001년말 7.2%에서 2004년말에는 10.1%로 상승하였다.

2004년말 현재 국내 주요기업이 보유한 현금성자산을 구성항목별로 보면 단기금융상품이 27.6조원(42.5%)으로 가장 많고 현금 및 현금등가물 27.3조원(42.1%), 유가증권 10.0조원(15.4%)의 순이다.

<표 10> 국내 상장기업의 현금성자산 및 구성별 (조원)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
현금 및 현금등가물	12.3	14.3	17.9	21.0	26.1	27.3
단기금융상품	14.7	16.0	16.7	20.2	22.0	27.6
유가증권	9.2	6.6	4.8	7.1	8.2	10.0
현금성자산	36.3	37.0	39.4	48.3	56.3	64.9
(총자산대비 비중, %)	(6.8)	(6.6)	(7.2)	(8.5)	(9.4)	(10.1)

자료 : KIS-Value

Ⅲ. 주요국 사례

1. 주요 선진국 기업의 현금흐름과 투자

주요 선진국 기업의 투자와 현금흐름간 관계를 살펴보기 위해 각국의 대표 주가지수 편입기업⁸⁾들을 대상으로 투자와 현금흐름간 관계를 살펴보았다. 미국 등 주요 선진국 기업의 투자규모는 현금흐름을 하회하고 있는 것으로 나타났다. 2004년중 현금흐름대비 투자비율을 국가별로 보면 미국, 영국 및 프랑스가 50% 내외 수준이며 독일과 캐나다는 이보다 높은 75% 수준이었다. 국내 상장기업의 2004년중 현금흐름대비 투자비율은 63%로 미국, 영국 및 프랑스에 비해서는 높으나 독일 및 캐나다 보다는 낮은 것으로 나타났다.

<표 11> 주요 선진국 기업의 현금흐름대비 투자비율 (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
미 국	55.6	57.3	57.8	60.9	57.7	61.0	59.7	50.1	44.1	42.2
독 일	85.5	84.5	88.1	96.9	110.7	121.0	109.4	88.8	80.8	76.1
영 국	70.2	70.4	74.2	88.3	68.9	55.7	66.6	63.3	57.3	47.5
프랑스	83.8	69.1	75.9	80.7	99.9	112.0	79.2	66.4	54.5	51.5
캐나다	94.8	88.5	101.5	100.4	102.9	84.5	99.8	81.6	71.8	75.2
한 국	160.4	224.9	219.6	93.9	79.8	94.5	77.9	56.5	67.6	63.4

자료 : Bloomberg

현금흐름대비 투자비율은 현금흐름의 창출능력에 크게 영향을 받을 수 있으므로 각국의 매출액대비 현금흐름의 비율을 살펴보았다. 현금흐름의 창

8) 미국 S&P500중 414개사, 독일 CDAX중 585개사, 영국 FTSE100중 79개사, 프랑스 CAC40중 34개사, 캐나다 TSP60중 44개사. 금융업 제외

출능력이 낮을 경우 적은 투자에도 불구하고 현금흐름대비 투자비율이 높아질 수 있기 때문이다. 2004년중 매출액대비 현금흐름 비율은 캐나다가 17%로 매우 높은 수준을 보였으나 미국 등 나머지 국가들은 대체로 11~12% 수준으로 나타났다. 따라서 현금흐름 창출능력이 현금흐름대비 투자비율의 차이에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 보인다⁹⁾. 한편 국내 기업의 매출액대비 현금흐름 비율은 11.9%로 주요 선진국과 비슷한 것으로 나타났는데 이는 국내 기업의 현금창출능력이 외환위기 이후 크게 향상되어 선진국 수준에 근접했다는 것을 보여준다.

<표 12> 주요 선진국 기업의 매출액대비 현금흐름 비율 (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
미 국	11.6	12.5	12.3	11.3	12.8	11.5	12.6	12.8	12.4	12.6
독 일	13.4	12.0	11.2	10.5	10.5	8.6	9.3	10.8	11.2	10.7
영 국	13.2	12.8	12.8	13.3	11.9	12.4	11.7	11.7	11.6	11.9
프랑스	7.5	9.4	9.5	10.5	9.9	8.8	9.7	10.6	11.4	11.9
캐나다	11.4	13.1	12.1	13.2	13.0	14.9	14.2	15.0	16.3	17.0
한 국	7.9	5.9	5.6	9.6	10.7	9.5	8.8	11.3	10.9	11.9

자료 : Bloomberg

현금흐름대비 투자비율에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인으로 연구개발(R&D)지출을 들 수 있다. 연구개발지출이 많을 경우 물적자본투자가 적을 수도 있다. 이에 따라 각국의 GDP대비 연구개발지출 비율을 살펴보았다. 2003년의 경우 주요 선진국의 GDP대비 연구개발지출 비율은 대체로 1.9~2.5% 수준이었다. 현금흐름대비 투자비율이 상대적으로 낮았던 미국의 경우 GDP대비 연구개발지출 비율은 2.68%로 가장 높게 나타났는데 이는 미국이 다른 나라에 비해 물적자본투자 보다는 연구개발투자에 중점을 두고

9) 캐나다의 경우 높은 현금흐름 창출능력에도 불구하고 현금흐름대비 투자비율도 높은 수준

있다는 것을 나타낸다. 우리나라의 GDP대비 연구개발투자지출 비율은 2003년의 경우 2.63%로 미국보다는 낮았으나 OECD 평균 2.26%를 상회하는 것으로 나타났다.

<표 13> 주요 선진국의 GDP대비 연구개발(R&D)지출 (%)

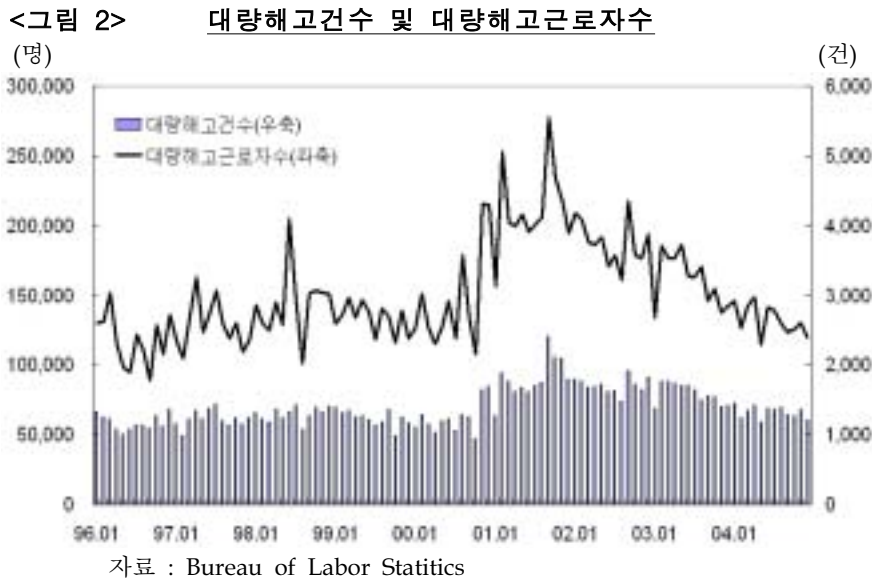
	1995	1999	2000	2001	2002	2003
OECD	2.08	2.19	2.23	2.28	2.24	2.26
미 국	2.51	2.66	2.74	2.76	2.65	2.68
독 일	2.19	2.40	2.45	2.46	2.49	2.52
영 국	1.95	1.87	1.86	1.87	1.89	1.88
프랑스	2.29	2.16	2.15	2.20	2.23	2.18
캐나다	1.72	1.82	1.93	2.08	1.97	1.95
한 국	2.37	2.25	2.39	2.59	2.53	2.63

자료 : OECD, Main Science and Technology Indicators(2005)

한편 주요 선진국 기업의 현금흐름대비 투자비율의 장기적 추이를 보면 1990년대말~2000년대초 높아졌다가 이후 비교적 큰 폭 하락하는 공통된 추세를 보이고 있다. 국내 기업의 경우에도 1999~2000년중 일시적으로 높아졌다가 2001년 이후 크게 하락하는 모습을 보였다. 주요 선진국의 1990년대말~2000년대초 현금흐름대비 투자비율이 높았던 것은 정보통신부문의 거품형성 과정에서 과잉투자가 이루어졌던 데 주로 기인한다. 반면 2001년 이후 현금흐름대비 투자비율이 크게 하락한 것은 현금흐름은 크게 개선된 한편 투자는 상대적으로 적었기 때문이다.

주요 선진국 기업의 현금흐름이 2001년 이후 크게 개선된 것은 정보통신부문의 거품붕괴로 인한 세계경기 침체에 대응하여 각국 정부가 저금리정책 등 경기부양정책을 실시하였을 뿐만 아니라 기업들도 정리해고와 부채축소 등을 통하여 비용절감 노력을 지속한 데 주로 기인한다.

대표적인 미국의 경우를 보면 정책당국이 경기부양을 위해 정책금리(Federal Funds Rate)를 2000년말 6.50%에서 2003.6월에는 1.00%까지 인하하였으며 2001.6월 1조 3,500억달러, 2003.5월 3,500억달러 규모의 감세정책을 시행하였다. 또한 <그림 2>에서 볼 수 있듯이 미국 기업들의 월간 대량해고(근로자 50명이상 해고) 건수가 1990년대말 1,000건 내외에서 2001~2003년에는 1,500~2,000건 수준으로 크게 증가하였다.

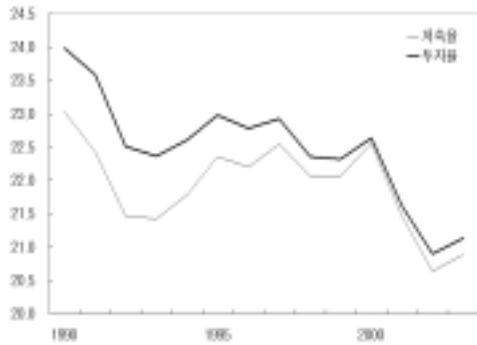


기업의 투자는 현금흐름의 개선에도 불구하고 회복이 지연되었는데 이는 1990년대 후반 정보통신부문 거품 형성시 과잉투자로 인한 과잉설비문제가 해소되지 않은 데 주로 기인하는 것으로 지적되고 있다. 보다 자세한 투자부진 원인은 다음 절에서 다루고자 한다.

한편 2000년대 들어 주요 선진국 기업의 현금흐름 개선과 투자부진 현상은 결과적으로 기업저축의 증가 현상으로 나타났다. <그림 3>에서 볼 수 있듯이 전세계적으로 총저축률이 하락하고 있는 추세에서 기업저축률만은 2000년대 들어 상승추세를 보이고 있다.

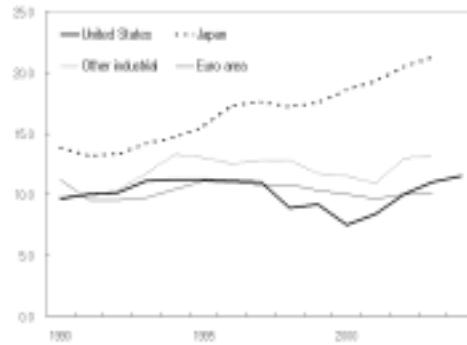
<그림 3>

전세계 투자율 및 저축률 추이



* GDP대비 비중 자료 : IMF

기업저축률 추이



미국, 일본 등 선진 6개국(G6)의 기업저축 순증(기업저축-기업투자) 규모는 1996~2000년중 -7,300억달러 수준에서 2000~2004년중에는 1조 910억달러 수준으로 급증하였다. 선진 6개국의 기업저축 순증규모는 최근 과잉저축¹⁰⁾의 원인으로 지적되고 있는 신흥시장의 저축순증 규모(2000~2004년 2,080억달러)의 다섯 배를 상회한다.

<표 14>

저축순증¹⁾

(십억달러)

	1996~2000	2000~2004
선진6개국 전체	-371	-137
기업	-730	1,091
가계	-323	-246
정부	681	-982
신흥시장	217	208
아시아	126	107
남아메리카	-9	64
중동	59	43

주 : 1) 총저축 - 총투자

자료 : JP Morgan(2005.6월)

10) 미국 Bernanke 차기 FRB 의장은 미국의 대규모 경상수지적자가 다른 나라들의 저축과 잉여 기인하며 이로 인해 고성장에도 불구하고 장기금리가 하락하는 현상과 대규모 경상수지적자에도 불구하고 달러화가 붕괴하지 않는 현상이 나타나고 있다고 지적

2. 투자부진의 원인

주요 선진국 기업의 투자는 현금흐름의 개선에도 불구하고 회복이 지연되고 있는데 그 원인으로 다음 요인들이 거론되고 있다.

첫째 1990년대말 정보통신부문 거품 형성기중 과잉투자로 인해 기업의 과잉설비 및 재무구조 악화 문제가 발생하였다. 주요 선진국들은 1990년대 후반 총고정자본형성 증가율이 지속적으로 5%를 상회하는 과잉투자를 집행하였다. 과잉투자로 인한 과잉설비와 악화된 기업 재무구조는 2000년대 들어 투자회복의 장애물이 되었다.

<표 15> 주요 선진국의 총고정자본형성(실질) 증가율 추이

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
선진국	5.4	5.2	5.5	5.3	-0.9	-1.9	2.0	5.3
미 국	8.0	9.1	8.2	6.1	-1.7	-3.5	3.3	8.4
일 본	0.6	-3.8	-1.1	2.0	-1.4	-5.7	0.9	1.7
독 일	1.0	4.0	4.7	3.0	-3.7	-6.1	-0.8	-0.2
영 국	6.7	13.0	2.1	3.5	2.4	3.0	—	4.9
프랑스	0.1	6.9	7.9	7.5	2.3	-1.7	2.7	2.1
캐나다	15.2	2.4	7.3	4.7	4.0	1.7	5.9	6.6
한 국	-2.3	-22.9	8.3	12.2	-0.2	6.6	3.9	1.9

자료 : IMF

둘째, 2000년대 들어 기업경영의 불확실성이 크게 확대되어 기업경영의 보수화가 심화되었다. 2001년 정보통신부문 거품 붕괴 및 9.11테러, 2002년 월드컵 및 엔론 등의 회계스캔들, 2003년 이라크전쟁 발발, 2000년대 들어 지속된 고유가 등으로 기업경영의 불확실성이 크게 확대되었고 이에 따라 기업의 투자심리가 크게 위축되었다.

셋째, 1990년대 이후 주요 성장 동력이었던 정보통신산업이 성숙기에 진입한 가운데 차세대 성장산업이 부각되지 않고 있다. 주요 정보통신관련

기업들이 성숙기에 진입함에 따라 대규모 현금성자산을 보유하고 있는 가운데 막대한 당기순이익을 실현하고 있으나 차세대 성장산업의 부재로 이를 투자보다는 자사주매입 및 배당금지급에 사용하고 있다. 미국 마이크로소프트의 경우 2004 회계년도중 123억달러의 당기순이익을 기록하였으나 자사주매입 및 배당금지급 총액은 442억달러로 당기순이익의 3.6배에 달하였다. 또한 인텔, HP, 델 등의 자사주매입 및 배당금지급 규모도 당기순이익을 크게 상회하고 있다. 한편 삼성전자의 경우 당기순이익의 50%를 자사주매입 및 배당금지급에 사용하였다.

<표 16> 주요 정보통신 기업의 현금성자산 현황

(2004년말)

(억달러)

	현금성자산(A)	총자산(B)	비중(A/B, %)
Microsoft	345	649	53.1
Intel	141	481	29.2
HP	130	761	17.0
Motorola	107	309	34.7
IBM	106	1,092	9.7
Dell	98	232	42.2
Oracle	94	131	71.8
삼성전자	106	665	15.9

주 : 1) 연결기준

자료 : Bloomberg

<표 17> 주요 정보통신 기업의 자사주매입 및 배당금지급 현황

(2004회계년도)

(억달러)

	당기순 이익(A)	배 당금(B)	자사주 매입(C)	B+C(D)	D/A(%)
Microsoft	123	361	81	442	360.4
Intel	75	10	75	85	113.6
HP	35	10	33	43	122.4
Motorola	15	4	—	4	24.7
IBM	84	12	54	66	78.2
Dell	30	—	42	42	138.6
Oracle	29	—	13	13	46.5
삼성전자	106	15	37	52	49.5

주 : 1) 연결기준

자료 : Bloomberg

넷째, 자본집약적 산업비중의 축소와 자본재 상대가격의 하락으로 과거와 같은 대규모 자금이 소요되는 투자수요가 축소되었다. 정유, 화학 등 대규모 자본집약적 산업의 비중이 하락함에 따라 투자수요가 과거에 비해 감소하였으며 자본재 상대가격의 하락¹¹⁾으로 실질개념으로 과거와 동일한 투자를 하더라도 명목투자 규모는 축소되었다.

마지막으로 주주중시 경영 및 기관투자자의 영향력 증대로 인해 기업경영이 단기실적 위주로 평가되는 경향도 기업의 대규모 장기투자를 저해함으로써 최근 투자부진에 일부 영향을 미치는 것으로 지적되고 있다.

3. 주요국 사례의 시사점

국내 상장기업의 투자규모가 외환위기 이후 현금흐름을 지속적으로 하회하고 있으나 미국 등 주요 선진국 기업의 사례에 비추어 볼 때 과도하게 낮은 상황은 아닌 것으로 보인다. 주요 선진국 기업의 투자규모도 현금흐름을 하회하고 있으며 국내 상장기업의 현금흐름대비 투자비율은 주요 선진국의 평균수준으로 나타났다. 또한 국내 상장기업의 현금흐름 창출능력이나 연구개발관련 지출도 주요 선진국 수준인 것으로 나타나 국내 상장기업이 주요 선진국 기업에 비해 투자가 크게 부족하다고 판단하기는 어려울 것으로 보인다.

국내 상장기업의 현금흐름대비 투자비율이 외환위기 이후 하락하였으나 주요 선진국 수준과 비슷하다는 점에서 현금흐름대비 투자비율 하락은 주요 선진국 기업의 예에서 볼 수 있듯이 기업의 수익은 증가하는 반면 성장기회는 감소함으로써 나타나는 현상중 하나로 생각할 수 있겠다.

11) 자본재 상대가격의 하락은 정보통신 자본심화(capital deepening)와 자본재 생산부문의 생산성 향상에 기인

다만 우리 경제가 선진경제에 진입하기 위해서는 아직 상당기간 선진국 이상의 성장이 필요하다는 점과 국내 상장기업의 영업실적과 투자가 주요 선진국과 달리 기업 규모에 따라 양극화 되어 있다는 점 등을 고려할 때 선진국 수준의 투자로는 부족할 것으로 판단된다.

한편 주요 선진국 기업의 현금흐름대비 투자비율 추이를 보면 1990년대 후반 상승하였다가 2000년대 들어 큰 폭으로 하락하였는데 이는 국내 상장기업에서 관찰되는 현상과 유사하다. 국내뿐만 아니라 주요 선진국 기업의 현금흐름대비 투자비율의 추세가 유사한 것은 각국의 고유요인에 의한 것이라기 보다는 전세계적인 공통요인에 의한 것으로 판단된다.

1990년대 후반의 과잉투자로 인한 과잉설비 문제, 불확실성 증대, 차세대 성장산업 부재, 자본집중산업 비중 축소 등의 요인이 전세계적인 투자부진의 요인으로 보이며 이는 수출에 크게 의존하고 있는 국내 상장기업의 투자결정에도 상당부분 영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

이상을 종합해 볼 때 2002년 이후 국내 상장기업의 투자회복 지연은 전세계적인 투자부진 요인에도 크게 영향을 받은 것으로 보인다. 그리고 이러한 현상은 단기적이거나 국내요인에 집중한 투자활성화 정책으로는 대응하기 어려울 것으로 판단된다. 투자기회가 부족할 뿐만 아니라 전세계적으로 투자환경이 악화된 상황에서 국내 기업에게 과도하게 투자를 요구하거나 투자증대를 목적으로 한 저금리 정책이 국내 상장기업의 투자활성화에 미치는 영향이 과거에 비해 제한적임에 비추어 의외의 부작용을 초래할 가능성이 높을 것으로 예상된다.

IV. 기업투자와 현금흐름간 관계분석

1. 선행연구

앞에서 살펴보았듯이 외환위기 이전 현금흐름의 두 배를 상회했던 상장기업의 투자규모가 외환위기 이후 현금흐름을 지속적으로 하회하고 있는 것은 경기부진, 고수익 투자기회 축소 등의 요인에 기인하는 바가 크나 기업의 안정성 중시 경향으로 투자재원을 고위험의 외부자금보다 현금흐름에 의존하려는 경향이 강화된 것도 주요 요인의 하나인 것으로 판단된다.

미시적 측면에서 기업의 투자와 자금조달방식 사이의 관계에 대해 분석한 논문은 매우 다양하다. 여기서는 이러한 논문중 분석의 초점이 기업의 투자와 현금흐름간 민감도에 두어진 선행연구의 대표적인 문헌을 중심으로 간단히 정리한다.

Modigliani and Miller(1958)는 자본시장이 완전할 경우¹²⁾ 기업의 투자의 사결정은 자금조달방식과는 무관함을 보였다. 그러나 완전한 자본시장은 현실적으로 존재하지 않으며 외부자금은 거래비용으로 인해 내부자금에 비해 비용이 더 크기 때문에 투자와 자금조달은 상호연관성을 갖게 된다.

Myers(1977)와 Myers and Majluf(1984)는 기업의 투자기회에 대한 경영자와 잠재투자자간 정보비대칭으로 인해 외부조달 비용이 실제보다 과도하게 높아질 수 있으므로 기업은 외부자금보다는 내부자금을 이용한 투자를 선호한다는 “조달순위이론(pecking order theory)”을 주장하였다.

Fazzari, Hubbard and Petersen(1988, 이하 FHP)과 이후의 많은 후속연구¹³⁾는 조달순위이론을 지지하는 연구결과를 발표했는데 정보의 비대칭으로 인해 발생하는 재무적 제약¹⁴⁾이 많은 기업일수록 투자의 현금흐름 민감

12) 통상적으로 ① 시장진입의 제한이 없고 ② 완전경쟁 ③ 금융자산의 무한세분화 가능 ④ 거래비용 ⑤ 비용 없이 모든 정보의 이용 가능 ⑥ 조세의 비대칭성 비존재 ⑦ 거래에 대한 무규제의 조건을 충족하는 경우를 의미

13) Hoshi et al.(1991), Oliner and Rudebusch(1992), Whited(1992), Bond and Meghir(1994), Schaller(1993) 등

14) 외부조달 비용이 내부조달 비용에 비해 높거나 외부조달이 어떠한 이유로 제한된 상태

도가 높다고 주장하였다.

반면 Kaplan and Zingales(1997, 이하 KZ)는 재무적 제약이 적은 기업일 수록 투자의 현금흐름 민감도가 높다는 FHP와 상반된 연구결과를 제시하였다. 이들은 경영자들이 외부자금을 낮은 비용으로 조달할 수 있음에도 불구하고 내부자금을 이용한 투자를 선호하고 있으며 이로 인해 불경기에 투자활성화를 위한 신용공여는 투자증가로 연결되지 않을 수 있다고 주장하였다. 그러나 이들의 연구는 표본기업수가 적으며 재무적 제약의 판단기준이 객관적이지 않다는 비판을 받았다¹⁵⁾. Cleary(1999)는 이러한 문제점을 보완하여 표본기업수를 늘리고 재무적 제약의 판단기준을 객관화하여 분석하였는데 KZ의 연구결과와 동일한 결과를 얻었다.

국내 연구로서 김병기(2002)는 기업을 규모, 배당률, 자본구성, 유동성, 안정성 등의 기준으로 분류하여 투자와 현금흐름의 민감도 차이를 분석하였다. 분석결과 재무적 제약이 적을 것으로 추정되는 대기업, 고배당, 고유동성, 고안정성 기업의 투자의 현금흐름 민감도가 높은 것으로 나타났다. 이는 재무적 제약이 투자의 현금흐름 민감도를 결정하는 요인이라는 FHP의 주장을 국내에 적용하기는 어렵다는 것과 국내기업의 경우 경영의 보수성이 투자의 현금흐름 민감도에 중요한 영향을 미친다는 것을 보여준다.

한편 김미형(2003)은 외환위기를 전후한 투자의 현금흐름 민감도 변화를 분석하였는데 분석결과 외환위기 이전에는 투자가 매출액증가율에만 영향을 받았으나¹⁶⁾ 외환위기 이후에는 투자가 현금흐름과 미래성장가능성(Tobin's Q)에 영향을 받는다고 주장하였다.

를 의미하며 연구에 따라 배당률(dividend ratio), 규모(size), 연한(age), 그룹소속 여부(group membership), 신용평가 등급(credit ratings) 등으로 측정

15) 표본기업수가 49개에 불과한 데다 이를 다시 특성별로 22, 19, 8개로 나누어 분석하여 실제와는 다른 잘못된 결론을 도출할 가능성이 높으며, 재무적 제약의 판단기준이 주관적이고 왜곡 가능성이 있는(possibly self-serving) 기업이 제시한 자료에 의존하고 있다는 비판에 직면

16) 김병기(2002)는 1990년~1997년중 311개 기업을 대상으로 분석하였으며 김미형(2003)은 외환위기 이전 기간의 경우 1986년~1996년중 115개 기업을 대상으로 분석하였는데 김병기(2002)는 투자의 현금흐름 민감도가 유의한 것으로 나타난 반면 김미형(2003)은 유의하지 않은 것으로 분석

본고는 외환위기 이후 기업 투자의 현금흐름 민감도를 살펴보는 데 의의가 있다. 외환위기 이후를 분석한 선행연구로는 김미형(2003)이 유일하나 기간이 3년(1999~2001년)으로 짧고 분석대상 기업수도 115개로 적다. 본고는 분석기간을 6년(1999~2004년)으로 늘렸으며 기업수도 371개로 확대하였다. 또한 분석기간을 둘로 나누어 외환위기 이후 기간중 민감도 변화도 살펴보았다. 본고에서 기업 투자의 현금흐름 민감도를 살펴보는 이유는 투자와 현금흐름이 연관성을 갖는 원인을 살펴보고자 하는 것이 아니라 투자와 현금흐름이 깊은 연관성을 가짐으로써 과거와 같은 외부자금을 이용한 투자확대가 감소하였을 가능성을 살펴보기 위한 것이다.

2. 분석모형 및 자료

(분석모형)

기업투자의 현금흐름 민감도를 분석하기 위해 대부분의 선행연구들은 투자에 영향을 미칠 것으로 판단되는 통제변수와 현금흐름을 이용하여 투자방정식을 설정하고 투자와 현금흐름간의 통계적 유의성을 측정하였다. 통제변수의 선택은 연구자별로 다른데 통상적으로 Tobin's Q, 매출액증가율, 운전자본의 증감, 현금성자산, 부채비율, 자본이익률의 표준편차 등을 이용하고 있다.

본고에서는 김미형(2003)이 사용한 분석모형을 이용하였는데 이는 외환위기 이후 기간의 분석결과를 비교할 수 있다는 점과 다른 통제변수를 선택하더라도 유사한 결론을 얻었기 때문이다. 본고에서 사용한 분석모형은 다음과 같다.

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 TQ_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + \beta_4 DR_{i,t} + \beta_5 SDROI_{i,t} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$$

$I_{i,t}$: i기업의 t기 투자, $K_{i,t-1}$: i기업의 t-1기 고정자산

$CF_{i,t}$: i기업의 t기 현금흐름

$TQ_{i,t}$: i기업의 t기 Tobin's Q

$SG_{i,t}$: i기업의 t기 매출액증가율

$DR_{i,t}$: i기업의 t기 부채비율

$SDROI_{i,t}$: i기업의 직전 5년간 경영자본영업이익률의 표준편차

α_i : 개별기업 효과, γ_t : 시간효과

투자는 현금흐름표상에 나타나는 건설중인 자산의 증가, 기계장치·차량 운반구·공구·기구·비품 등의 취득, 토지·건물·구축물의 취득, 무형자산

의 증가를 합산하여 측정하였다. 현금흐름은 손익계산서상에 나타나는 당기 순이익과 현금흐름표상에 나타나는 감가상각비를 합산하였다. 한편 투자와 현금흐름은 전기의 고정자산으로 나누어 규모효과 및 이분산효과를 통제하였다. 기업의 투자기회를 나타내는 Tobin's Q는 (부채의 장부가치+자본의 시장가치)/(총자산의 장부가치)로 계산하였는데 투자기회가 많은 기업이 더 많은 투자를 할 것으로 예상되어 투자와 정(+)의 관계를 나타낼 것으로 생각된다. 기업의 과거실적을 나타내는 매출액증가율은 전기대비 증가율로 계산하였는데 과거 실적이 좋은 기업이 더 많은 투자를 할 것으로 예상되어 투자와 정(+)의 관계를 나타낼 것으로 기대된다. 부채비율은 총부채/총자산으로 계산했으며 부채를 통해 자금을 조달할 경우 투자가 증가할 것으로 예상되어 투자와 정(+)의 관계를 보일 것으로 추정된다. 마지막으로 기업투자의 불확실성을 나타내는 경영자본영업이익률의 표준편차는 직전 5년간의 표준편차를 이용하였는데 경영의 불확실성이 높은 기업은 투자를 많이 하지 않아 투자와 음(-)의 관계를 보일 것으로 예상된다.

추정방법은 균형패널회귀분석을 사용하였으며 Hausman검정 결과 랜덤효과(random effect)가 존재한다는 귀무가설이 기각되었으므로 고정효과(fixed effect)모형을 중심으로 분석하였다. 개별기업효과 α_i 와 시간효과 γ_t 는 고정효과모형을 고려하기 위해 분석모형에 포함하였다.

(통계자료)

분석대상 기간은 외환위기 이후 기간인 1999년에서 2004년까지 6년이다. 분석대상 기업은 ① 상장법인 ② 12월말 결산법인 ③ 금융기관, 관리기업 및 자본잠식기업 제외 ④ 분석모형에 필요한 통계자료 존재 등 ①~④의 조건을 모두 충족하는 371개 기업이다. 371개 기업의 6년 균형패널자료이므로 총 표본수는 2,226개이다. 기업의 재무제표는 KIS-Value의 자료를 이용하였으며 분석에 사용된 변수들의 기초통계량은 <표 10>에 나타나 있다.

<표 18>

변수의 기초통계량

(1999~2004)

	최대값	최소값	평균	표준편차
투 자	4.99	0.00	0.10	0.17
현금흐름	3.44	-6.62	0.13	0.26
Tobin's Q	6.05	0.12	0.81	0.40
매출액증가율	8.86	-0.96	0.10	0.35
부채비율	740.7	0.03	2.42	20.27
이익률 표준편차	2.44	0.00	0.05	0.06

(1999~2001)

	최대값	최소값	평균	표준편차
투 자	1.71	0.00	0.11	0.15
현금흐름	1.45	-1.80	0.14	0.21
Tobin's Q	6.05	0.22	0.84	0.46
매출액증가율	5.33	-0.86	0.11	0.32
부채비율	740.7	0.09	3.15	25.76
이익률 표준편차	0.34	0.00	0.05	0.04

(1999~2001)

	최대값	최소값	평균	표준편차
투 자	4.99	0.00	0.10	0.20
현금흐름	3.44	-6.62	0.13	0.31
Tobin's Q	3.18	0.12	0.78	0.31
매출액증가율	8.86	-0.96	0.09	0.38
부채비율	409.91	0.03	1.69	12.52
이익률 표준편차	2.44	0.00	0.05	0.08

3. 실증분석 결과

(전체기간 분석)

외환위기 이후 전체기간(1999~2004년)을 대상으로 실증분석을 실시한 결과 설명변수들의 계수 부호가 예상과 일치할 뿐만 아니라 통계적으로도 매우 유의한 것으로 나타났다.

관심의 대상인 현금흐름의 경우 계수가 정(+)의 값을 나타내었을 뿐만 아니라 통계적으로도 1% 수준에서 유의한 것으로 나타나 국내 기업의 투자가 현금흐름에 크게 영향을 받는다는 것을 보여준다.

통제변수로 사용된 Tobin's Q, 매출액증가율, 부채비율의 계수도 예상과 같이 정(+)의 값을 나타내었을 뿐만 아니라 통계적으로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 다만 경영자본영업이익률 표준편차의 계수는 예상대로 음(-)의 값을 나타내었으나 통계적으로는 유의하지 않았다.

<표 19> 전체기간(1999~2004)중 투자와 현금흐름의 민감도 분석결과

	패널모형1	패널모형2
상수항	0.052(4.62)***	0.050(4.35)***
현금흐름	0.093(4.94)***	0.091(4.86)***
Tobin's Q	0.044(3.51)***	0.046(3.52)***
매출액증가율	0.030(2.85)***	0.029(2.65)***
부채비율	0.002(8.16)***	0.002(8.11)***
ROI표준편차	-0.074(-1.13)	-0.072(-1.11)
adj. R^2	0.211	0.214

*** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준

주 : 1) ()는 t통계량

2) 패널모형1 : 개별기업요인을 고려한 고정효과모형

패널모형2 : 개별기업요인과 시간요인을 고려한 고정효과모형

기업의 규모에 따라 투자의 현금흐름 민감도에 차이가 있는지 살펴보기 위해 분석대상 기업을 총자산 규모에 따라 대기업과 중소기업으로 나누어¹⁷⁾ 분석하였다. 분석결과 대기업의 경우 투자의 현금흐름 민감도가 매우 높게 나타난 반면 중소기업은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

대기업의 경우 현금흐름이 1% 수준에서 유의할 뿐만 아니라 계수도 0.962와 0.990으로 매우 높게 나타났다. 통제변수인 매출액증가율과 부채비율은 5~10% 수준에서 유의하였으며 Tobin's Q와 경영자본영업이익률의 표준편차는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 대기업의 투자결정이 주로 현금흐름에 의존하고 있다는 것을 보여준다.

반면 중소기업의 경우 현금흐름이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났으나 Tobin's Q와 부채비율은 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 중소기업의 투자가 현금흐름 보다는 미래성장 가능성과 부채에 주로 의존한다는 것을 보여준다.

<표 20> 대기업과 중소기업의 투자와 현금흐름의 민감도분석 결과

	대기업		중소기업	
	패널모형1	패널모형2	패널모형1	패널모형2
상수항	-0.011 (-0.58)	-0.017 (-0.93)	0.046 (2.24)**	0.046 (2.12)**
현금흐름	0.962 (23.09)***	0.990 (23.7)***	0.025 (1.09)	0.020 (0.86)
Tobin's Q	-0.032 (-1.73)*	-0.028 (-1.46)	0.062 (3.25)***	0.064 (3.01)**
매출액증가율	0.038 (2.13)**	0.034 (1.91)*	-0.013 (-1.13)	-0.015 (-1.23)
부채비율	0.004 (2.48)**	0.004 (2.11)**	0.005 (12.3)***	0.005 (12.02)***
ROI표준편차	-0.104 (-1.64)	-0.082 (-1.31)	-0.003 (-0.01)	-0.011 (-0.05)
adj. R^2	0.565	0.576	0.404	0.404

*** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준

주 : 1) ()는 t통계량

2) 패널모형1 : 개별기업요인을 고려한 고정효과모형

패널모형2 : 개별기업요인과 시간요인을 고려한 고정효과모형

17) 총자산 규모순으로 3등분하여 상위에 속하는 기업을 대기업, 하위에 속하는 기업을 중소기업으로 구분

(투자과 현금흐름간 민감도 변화 분석)

외환위기 이후 기간중 투자과 현금흐름의 민감도에 변화가 있었는지 분석하기 위해 외환위기 이후 기간을 전반기(1999~2001)와 후반기(2002~2004)로 나누어 분석하였다. 분석결과 투자의 현금흐름 민감도가 전반기에 비해 후반기에 크게 높아진 것으로 나타났다.

투자의 현금흐름 민감도는 전반기와 후반기 모두 통계적으로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났으나 계수가 후반기(0.439)가 전반기(0.143)보다 세 배 이상 높게 나타났다. 통제변수의 경우 전반기에는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났으나 매출액증가율과 부채비율만이 후반기에 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

<표 21> 투자과 현금흐름의 민감도 변화분석 결과

	전반기(1999~2001)		후반기(2002~2004)	
	패널모형1	패널모형2	패널모형1	패널모형2
상수항	0.096 (5.88)***	0.094 (5.69)***	0.041 (1.23)	0.050 (1.51)
현금흐름	0.143 (4.73)***	0.137 (4.52)***	0.439 (13.05)***	0.438 (13.09)***
Tobin's Q	0.004 (0.31)	0.007 (0.55)	-0.032 (-0.77)	-0.045 (-1.07)
매출액증가율	0.006 (0.43)	-0.005 (-0.30)	0.057 (3.84)***	0.058 (3.97)***
부채비율	0.000 (0.73)	0.000 (0.69)	0.012 (18.9)***	0.012 (19.10)***
ROI표준편차	-0.218 (-0.86)	-0.172 (-0.68)	-0.013 (-0.18)	-0.010 (-0.14)
adj. R ²	0.371	0.379	0.476	0.480

*** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준

주 : 1) ()는 t통계량

2) 패널모형1 : 개별기업요인을 고려한 고정효과모형

패널모형2 : 개별기업요인과 시간요인을 고려한 고정효과모형

투자의 현금흐름 민감도가 기업규모에 따라 어떻게 변화하였는지 살펴본 결과 대기업의 민감도는 크게 높아진 반면 중소기업의 민감도는 약화된 것으로 나타났다.

대기업의 경우 투자의 현금흐름 민감도의 유의성 수준이 전반기 5%에서 1%로 향상된 가운데 계수값도 0.238에서 1.194로 다섯 배가량 높아졌다. 이는 대기업의 투자결정에 현금흐름이 더욱 중요한 역할을 차지하게 되었다는 것을 의미한다.

반면 중소기업의 경우 투자의 현금흐름 민감도가 전반기의 경우 5% 수준에서 유의하였으나 후반기에는 통계적으로도 유의하지 않을 뿐만 아니라 계수의 부호도 음(-)을 나타내었다.

<표 22> 대기업과 중소기업의 투자와 현금흐름의 민감도 변화

	대기업		중소기업	
	1999~2001	2002~2004	1999~2001	2002~2004
상수항	0.086 (3.42) ^{***}	0.096 (1.99) ^{**}	0.089 (2.41) ^{**}	0.489 (0.92)
현금흐름	0.238 (2.51) ^{**}	1.194 (23.3) ^{***}	0.082 (2.10) ^{**}	-0.256 (-0.73)
Tobin's Q	0.013 (0.622)	-0.230 (-4.47) ^{***}	0.023 (0.85)	0.030 (0.46)
매출액증가율	-0.026 (-1.12)	0.056 (2.13) ^{**}	-0.019 (-0.71)	0.018 (1.42)
부채비율	-0.003 (-1.49)	0.011 (1.70) [*]	0.001 (0.81)	0.005 (9.59) ^{***}
ROI표준편차	-0.397 (-1.02)	-0.003 (-0.055)	-0.108 (-0.22)	0.338 (0.998)
adj. R^2	0.264	0.800	0.341	0.659

*** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준

주 : 1) ()는 t통계량

2) 개별기업요인과 시간요인을 고려한 고정효과모형. 개별기업요인만 고려하더라도 결과에 큰 차이가 없음.

(실증분석 결과의 의미)

앞의 실증분석 결과를 종합해 볼 때 외환위기 이후 상장기업들은 현금흐름을 투자결정의 중요한 요인으로 고려하고 있으며 이러한 경향은 대기업에서 매우 뚜렷한 것으로 보인다. 대기업 투자의 현금흐름 의존도가 높은 것은 외환위기 이후 구조조정 과정에서 안정성 추구 경향이 강화된 데다 정부의 재무건전성 강화 유도, 자본시장의 자율규제 강화, 시장개방 확대 등으로 기업이 과거와 같은 무분별한 외형확장을 지양하는 데 기인하는 것으로 보인다. 또한 외환위기 이전과 달리 기업의 위기상황시 금융기관의 대출회수 등으로 도산위험이 커진 것도 기업의 내부자금 의존도를 높인 것으로 보인다.

이처럼 투자규모가 큰 대기업들이 현금흐름에 크게 의존한 투자행태를 보임에 따라 외환위기 이후 투자가 현금흐름을 지속적으로 밀도는 현상을 보이고 있는 것으로 판단된다.

한편 상장기업 투자의 현금흐름 의존도는 2002년 이후 대기업을 중심으로 더욱 강화된 것으로 나타났는데 이는 2001년중 정보통신부문의 거품붕괴, 테러 등 지정학적 위험 확대 등으로 대기업들의 안정성 추구경향이 더욱 강화된 데 기인한 것으로 보인다.

이처럼 투자가 현금흐름에 크게 의존하는 현상은 정부당국의 금리인하나 투자자금 지원 정책이 효과를 나타내는데 제한 요인이 된다. 최근 정책당국의 지속적인 투자활성화 정책에도 불구하고 투자회복이 지연되고 있는 현상을 설명할 수 있는 근거의 하나로 제시할 수 있을 것으로 생각된다.

V. 요약 및 시사점

국내 상장기업의 투자가 외환위기 이후 현금흐름을 지속적으로 하회하는 것은 고수익 투자기회 감소, 생산기반의 세계화, 투자환경의 리스크 증대 등 다양한 원인이 있을 수 있으나 기업의 투자행태가 외환위기와 정보통신부문의 거품붕괴를 겪으면서 현금흐름에 크게 의존하는 형태로 전환된 것도 주요 요인인 것으로 나타났다. 특히 대기업의 경우 투자결정의 상당부분을 현금흐름에 의존하고 있는 것으로 보이며 이러한 경향은 정보통신부문의 거품붕괴 이후인 2002년 이후 더욱 심화된 것으로 나타났다.

한편 주요 선진국 기업의 현금흐름과 투자의 관계를 살펴본 결과 국내 상장기업과 매우 유사했는데 이는 국내 상장기업의 투자부진이 우리 경제의 성숙기 진입 및 세계적인 투자부진 요인에 영향을 받았을 가능성을 보여준다. 특히 이러한 가능성은 국내 상장대기업의 수출의존도가 높다는 점을 고려할 때 국내 상장기업의 투자결정이 국내요인뿐만 아니라 전세계적인 투자환경에 크게 영향을 받을 수 밖에 없다는 점에서 더욱 그러하다.

결론적으로 최근 국내 기업의 투자부진은 국내의 구조적 요인뿐만 아니라 기업 투자행태의 현금흐름 의존도 심화, 세계적인 투자부진 환경 등에 기인하는 것으로 보인다. 이러한 경향으로 인해 기업에 대한 과도한 투자요구나 투자증대를 목적으로 한 저금리정책은 실효를 거두는 데 있어 과거에 비해 제한적일 것으로 판단된다.

< 참 고 문 헌 >

- 김미형(2003), “금융위기를 전후한 우리나라 제조업의 투자와 현금흐름의 민감도 변화”, 대한경영학회지 제39호, 대한경영학회.
- 김병기(2002), “투자-현금흐름 민감도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구”, 「재무연구」 제15권 제1호, 한국재무학회.
- 이가연, 이윤구(2003), “우리나라 기업의 투자와 현금흐름의 민감도 분석”, 「산업경제연구」, 한국산업경제학회.
- 이병기(2000), “기업투자의 현금흐름 민감성에 대한 실증분석 - 기업규모를 중심으로”, 「산업조직연구」 8권 1호, 한국산업조직학회.
- 전승철, 김영준, 하준경(2004), “최근의 설비투자 부진원인과 정책과제”, 「금융경제연구」 제210호, 한국은행 금융경제연구원.
- 전용수, 임태수(2000), “현금흐름이 투자행위에 미치는 영향에 관한 연구”, 「재무관리연구」 제17권 제2호, 한국재무관리학회.
- Alti, Aydogan, "How Sensitive is Investment to Cash Flow When Financing is Frictionless?", Working Paper, 2001.
- Bond, Stephen, and Costas Meghir(1994), "Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy", *Review of Economic Studies* 61, pp.197-222
- Cleary, Sean(1999), "The Relationship Between Firm Investment and Financial Status", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp.673-692.
- Fazzari, Steven M., Glenn R. Hubbard, and Bruce C. Petersen(1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp.141-195.
- Hoshi, Takeo, Anil K. Kashyap, and David Scharfstein(1991), "Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data", *Quarterly Journal of Economics* 106, pp.33-60.

- Jensen, M. C.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.
- JPMorgan, "Corporates are driving the global saving glut", 2005.6.
- IMF, 「World Economic Outlook」, 2005.9.
- Kaplan, Steven N. and Luigi Zingales(1997), "Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?", *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 169-215.
- Myers, S. C. and Majluf, N.S.(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller(1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, pp. 261-297.
- Oliner, Stephen D., and Glenn D. Rudebusch(1992), "Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment", *Review of Economics and Statistics* 74, pp.643-654.
- Schaller, Huntley(1993), "Asymmetric Information, Liquidity Constraints, and Canadian Investment", *Canadian Journal of Economics* 26, pp.552-574.
- Whited, Toni(1992), "Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data", *Journal of Finance* 47, pp.1425-1460.

<참고>

2002년 ~ 2004년 중 현금흐름 증가 상위 20대 기업

(조원)

기업명	2001년(A)	2004년(B)	증감(B-A)
삼성전자	6.3	14.8	8.5
하이닉스반도체	-1.0	2.6	3.6
포스코	1.4	5.0	3.6
LG필립스엘시디	0.5	3.0	2.5
LG전자	0.0	2.0	2.0
삼성중공업	0.2	1.5	1.3
현대중공업	0.5	1.8	1.3
S-OIL	0.0	1.0	1.0
케이티	2.9	3.8	0.9
케이티엔지	-0.1	0.7	0.8
SK	0.4	1.1	0.7
현대상선	0.2	0.9	0.7
현대모비스	-0.1	0.5	0.6
호남석유화학	0.0	0.5	0.5
현대미포조선	-0.1	0.4	0.5
하나로텔레콤	0.0	0.5	0.5
한진해운	0.4	0.9	0.5
기아자동차	1.2	1.6	0.4
대한항공	0.5	0.9	0.4
동부제강	-0.1	0.3	0.4
합 계	13.0	43.7	30.7

자료 : KIS-Value