

## 영업현금 및 자금수요원천과 자금조달정책\*

윤순식\*\*

전남대학교 경영학부 교수  
(yoons@chonnam.ac.kr)

이 연구는 영업현금 및 자금수요원천에 따라 자금조달정책에 차이가 있을 것이라는 가설에 대하여 우리나라 기업의 최근 자료(3,628개 기업-연도)를 대상으로 실증분석을 하였다. 또한 자금조달정책에 관한 두 중심이론인 자금조달순서이론과 정태적 상충이론이 우리나라 현실에 적합한지에 대해서도 보충적으로 실증분석하였다.

실증분석 결과 우리나라 기업들의 대부분의 자금수요는 투자현금유입으로 가장 많이 충당되며, 다음으로는 영업현금흐름, 재무현금유입의 순으로 충당되는 것으로 나타났다. 따라서, 내부금융으로 부족한 현금은 주로 부채발행을 통하여 조달된다는 기본자금조달순서이론에 의하여 설명되기 힘들며, 투자현금유입과 부채 및 주식발행을 통한 재무현금유입을 모두 설명변수로 사용하는 확장모형이 훨씬 설명력이 높은 것으로 나타났다. 특히 우리나라 기업들은 '대용적 자금조달정책'을 많이 활용하는 것으로 나타났다. 즉, 자본적 지출로 인한 투자현금유출이 높은 회사일수록 투자현금유입을 많이 활용하고, 부채상환을 위한 재무현금수요가 높은 회사일수록 재무현금유입을 많이 이용하는 '대용적 자금조달정책'을 활용하고 있는 것으로 나타났다. 한편, 부채에 의한 자금조달은 세금감면효과와 도산비용 간의 상충관계를 갖기 때문에 목표부채비율로부터 이탈이 부채비율의 변동을 설명한다는 정태적 상충이론 모형은 높은 설명력을 가지지만 구조적으로 모형의 설명력이 높을 개선성이 크기 때문에 해석에 신중을 기할 필요가 있다.

이 연구에서는 경제위기를 전후한 기간으로 구분하고 또 기업특성에 따라 여러 가지 소집단으로 구분하여 민감도분석을 실시하였는데 자금을 여유가 있는 경우를 제외하고는 이들 구분이 연구 결과에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

### 1. 서 론

자금조달에 관한 기존 연구는 쌍벽을 이루는 두 개의 대체적인 이론을 중심으로 이루어져 왔다. 즉, 자금조달의 용이성에 따라 내부금융, 부채발행, 주식발행의 순으로 자금을 조달한다는 자금조달순서이론(pecking order theory)과 자본조달정책은 최적자본구조를 달성하기 위한 노력의 차원에서 설명될 수 있다는 정태적 상충이론(static tradeoff theory)이 대체적인 자금조달이론에 관한 두 개의 기초이론으로 굳어져 있는 상태이다. 자금조달순서이론은 자금조달과 관련된 이론이며

정태적 상충이론은 자본구조와 관련된 이론이라고 구분하기도 하지만(최선호 1990), 두 이론 모두 자본구조와 자금조달에 관련된 대체적인 이론이라고 보는 견해(Shyam-Sunder and Myers 1999)가 일반적이다. 이들 이론은 투자 의사결정은 주어진 것으로 가정하고 자금조달에 중점을 두고 발달된 것도 하나의 특징이다. 그 결과 내부금융에 대한 심도 있는 분석이 빈약하며 주식발행을 통한 자금조달에 관한 분석도 빈약한 실정이다. 또 우리나라의 선행연구들은 미국에서 발달된 정태적 상충이론과 자금조달순서이론에 집착한 나머지 환경이 상이한 우리나라 기업들이 실제로 어떤 방식으로 자금조달정책을 사용하고 있는지에 대한 심도 있는

논문 접수일 : 2002.7      게재확정일 : 2002.9

\* 이 논문은 1999년도 전남대학교 연구년교수 연구비 지원에 의하여 연구되었음.

\*\* 저자는 익명의 심사위원에게 유익한 지적과 제언에 대하여 감사드리며, 또 전남대학교 경영대학 정성창교수의 유익한 제언에 감사드린다.

연구가 부족하였다고 본다. 이 연구에서는 자금조달정책에 관한 이 두 가지 이론이 부채비율이 아주 높은 우리나라 기업환경에서 적합성이 떨어질 것이라는 전제하에 우리나라의 독특한 자금조달 현상을 파악하고 새로운 이론을 설정하는 것에 중점을 두고 검토하였다.

지금까지의 자금조달정책에 관한 실증연구는 주로 내부금융을 대표하는 영업활동으로 인한 현금흐름을 측정함에 있어서 회계이익에 감가상각비 등의 비현금성 비용을 가산하는 간편법을 사용하였다. 따라서 영업현금흐름을 정확하게 측정하지 못함에 따라 측정오류가 연구결과에 부당하게 영향을 미칠 수 가능성도 높다.

우리나라에서는 1994년 이전에는 운전자본기준으로 재무상태변동표를 제공하도록 하다가 1995년부터 현금흐름표를 기본재무제표로 제공할 것을 요구하고 있다. 현금흐름표에서는 기업의 현금흐름을 영업활동으로 인한 현금흐름(영업현금), 투자활동으로 인한 현금흐름(투자현금) 및 재무활동으로 인한 현금흐름(재무현금)으로 구분하고 있다. 따라서 기업의 현금흐름에 대한 정보가 상세하게 제공됨에 따라 보다 정확한 현금흐름변수를 이용하여 기업의 자금조달정책에 대한 연구가 가능하여 졌으나 아직 이에 대한 실증연구가 빈약한 실정이다. 특히 자금조달에 관한 연구는 상세하게 제공되는 회계변수를 이용하기보다는 비교적 덜 정교한 재무변수들을 이용하여 실증연구를 하고 있다.

자금조달은 내부금융과 외부금융으로 구분할 수 있으며, 다시 내부금융은 영업현금과 자산의 처분을 통한 현금유입(투자현금유입)으로 구분할 수 있으며, 외부금융은 부채발행을 통한 자금조달 및 주식발행을 통한 자금조달로 구분할 수 있다. 자금조달에 관한 기존의 연구들은 대부분 내부금융을 영

업현금과 동일시하고 있으며, 투자현금유입은 아예 언급도 하지 않거나 없는 것처럼 취급하고 있다. 따라서 기존연구들이 중요한 자금조달의 한 바퀴를 무시하고 있다고 해도 과언이 아니다. 이 연구에서는 영업현금뿐만 아니라 투자현금유입을 명시적으로 고려함은 물론이고 외부금융의 대표적인 수단인 부채발행과 주식발행을 통한 자금조달을 종합적으로 고려한 자금조달정책을 실증적으로 분석하였다.

이 연구에서는 ① 영업성과가 자금조달정책에 어떤 영향을 미치는가, ② 투자현금수요가 있을 경우 투자현금유입과 재무현금유입에 어느 정도 의존하는가, 또 ③ 재무현금수요가 있을 경우 투자현금유입과 재무현금유입에 어느 정도 의존하는가를 분석하였다. 앞에서 언급한 것처럼 선행연구들은 투자 의사결정은 주어진 것으로 가정하고 재무현금유입만을 위주로 분석하고 있으며, 투자현금유입은 연구의 대상으로 하지 않는 경향이 있다. 즉, 선행연구들의 대부분은 기업들이 새로운 투자를 위하여 기존 자산을 처분하는 정책도 많이 구사하고 있음을 간과하고 있다. 따라서 이 연구에서는 영업활동에서 충분한 자금이 조달되지 않을 경우 다른 내부금융이라고 할 수 있는 투자현금유입과 함께 외부금융인 재무현금유입을 동시에 고려한 자금조달활동을 실증적으로 분석하였다.

이 연구는 기존 자본구조이론이나 자금조달이론에 얽매이지 않고 보다 광범위하고 새로운 시각에서 자금조달정책을 분석하였다. 특히 영업성과와 자금수요원천에 따라 기업이 취하는 자금조달정책을 분석함으로써 기업의 자금조달정책에 대한 이해 가능성을 제고하고, 재무정보이용자들이 투자 및 신용제공 의사결정을 함에 있어서 회계정보를 적절하게 사용하도록 도와줌으로써 회계정보의 유용성을 제고하는 데 기여할 것으로 예상된다. 또한 이

연구는 현금흐름표가 제공하는 풍부한 정보를 이용하여 우리나라 상장기업들의 자금조달 정책을 실증적으로 검증함으로써, 선행연구들이 간과한 이슈나 변수를 잘못 측정한 문제점을 해결할 수 있을 것으로 예상된다.

## II. 선행연구와 이 연구의 비교

### 2.1 선행연구의 검토

이 연구에서 살펴보는 영업성과와 자금수요원천(투자현금수요 및 재무현금수요)에 따른 자금조달 정책을 살펴본 선행연구는 없다. 그러나 자금수요가 부채의 변화에 미치는 영향을 검증한 자금조달순서이론에 기초한 연구라거나 최적자본구조 개념에 근거한 정태적 상충이론을 검증한 연구, 자본구조와 자본비용들을 검토한 국내의 연구들이 비교적 많은 편이다.

Shyam-Sunder and Myers(1999)는 자금조달순서이론과 정태적 상충이론의 상대적 우위성에 대하여 실증 분석한 결과 자금조달순서이론이 더 설명력이 높다는 것을 보고하고 있다. 자금조달순서이론(pecking order theory)은 Myers and Majluf(1984)에 의하여 처음 주장되었다고 볼 수

있는데 조달의 용이성에 따라 일단은 내부금융에 의존하고, 내부자금이 부족한 경우에 한하여 외부금융에 의존하되, 내부금융으로 부족한 자금은 우선 부채로 조달하며, 주식발행을 통한 자금조달은 가장 마지막에 시도할 것이라는 가설에 근거하고 있다. 주식발행이 자금조달의 가장 마지막 대안이라고 보는 시각은 경영자와 외부자간의 정보불균형(information asymmetry)이 있는 경우 주식의 발행은 현행 주가가 과대 평가되었다는 것을 신호할 가능성이 높다는 점에서 비롯된다.<sup>1)</sup> 정태적 상충이론(static tradeoff theory)은 부채금융은 이자비용이 가져다주는 세금절감(tax shields)이라는 혜택과 과도하게 차입할 경우 부도위험(bankruptcy risks)에 따른 비용<sup>2)</sup>을 부담하기 때문에 세금절감으로 인한 한계이익과 부도위험이 갖는 한계비용이 일치하는 점에서 최적자본구조를 갖게 될 것이라는 가설에 근거하고 있다.<sup>3)</sup>

이들 두 이론은 부채비율에 여유가 있는 나라에서는 설득력을 가지나, 부채비율이 과도하게 높은 우리나라에서는 설득력이 약할 가능성이 있다는 것이 이 연구의 주장이다. 따라서 이 연구에서는 영업성과와 자금수요원천에 따른 자금조달정책에 대한 실증분석을 주된 연구로 하고 있으며, 선행연구와 비교하는 차원에서 자금조달순서이론과 정태적 상충이론에 대해서도 보충적으로 분석하였다.

이원홍 외(2001a, 2001b)의 연구가 국내 연구

- 1) 새로운 프로젝트를 수행하기 위하여 필요한 자금수요를 영업현금으로 충당할 수 없는 경우 경영자는 배당금 삭감, 추가 차입, 주식발행 등을 고려할 수 있다. 그러나 이 모든 방법은 한계점을 갖는다. 배당금의 삭감은 성과가 나쁘다는 것을 신호할 가능성이 높기 때문에 좀처럼 시행하기 어려운 방법이다. 추가 차입의 경우 차입금에 대한 이자의 세금절감효과가 감소하며 재무위험이 증가하기 때문에 차입 또한 매력적이지 못하다. 주식발행은 주가가 과대 평가되었다는 것을 신호하여 주가의 하락을 초래할 가능성이 있기 때문에 기피의 대상이 된다고 본다.
- 2) Haugen and Senbet(1978)에 따르면 부도비용은 공식적 부도와 관련된 직접비용(변호사, 회계사 등의 수수료와 법률수속비용 등)과 비공식적 갱생과 관련된 비용(주주로부터 채권자로 소유권 이전에 따른 비용) 중 낮은 금액에 국한된다. 따라서 부도비용이 절세 혜택을 상쇄할 정도로 큰 경우는 무시할 수 있을 정도로 낮다고 보고 있다.
- 3) 이자비용의 세금절감효과는 한계세율이 높을수록 높으며 또 비부채세금절감효과(감가상각비, 이월결손금 등)가 적은 기업일수록 높을 것이다.

로서는 이 연구의 보충적 분석과 가장 유사한 연구로 볼 수 있다. 그들은 재무제약 가설, 부채규율 가설, 자금조달순서 가설, 목표부채비율 조정속도 가설을 검증하고 있는데 재무제약 가설을 제외하고는 모두 부채를 통한 자금조달에 초점을 맞추고 있다. 따라서 재무제약가설의 경우를 제외하고는 투자활동을 통한 자금조달과 주식발행을 통한 자금조달은 전혀 검토하고 있지 않거나 통제변수로 신규 투자총액 등을 사용하였다더라도 이를 분석결과에 포함시키지 않고 있다.

최선호(1990)는 미국 기업들을 대상으로 자금조달순서이론 및 정태적 상충이론을 비교 연구하였는데, 내부자금이 부족하여 외부 자본을 조달하는 경우에는 자금조달순서이론이 지지되며, 여유자금이 있는 상태에서 외부자본을 조달하는 경우에는 정태적 상충이론이 더 합당하다고 보고 있다. 윤봉한·오규택(1999)은 2단계 최소자승법을 적용하여 자본조달결정, 투자결정 및 기업성과간 상호작용을 고려하여 재무의사결정이 동시적으로 수행되는지를 검토하였다. 윤종인·김형철(1999)은 자금조달순서이론을 검증하였는데 부채비율을 종속변수로 하고 설명변수 중 하나로서 현금흐름변수를 이용하고 있어서 실질적으로는 재무구조의 결정요인을 연구하고 있다. 한편, 투자의사결정 요인들을 주로 검증한 윤봉한(1994), 신동령(1992), 공명재(1996), 김진석(1996), 박영석·신현한(1998) 등의 연구가 있으며, 재무구조와 자본비용을 검증한 선우석호(1990), 김지수(1996) 등의 연구가 있는데 이들은 이 연구와 성격이 다르다.

## 2.2 대응적 자금조달전략

선행연구는 정태적 상충이론과 자금조달순서이론

과 관련된 연구가 주류를 이루기 때문에 자금수요가 대부분 부채에 의하여 충족된다는 가정에 근거하고 있어서 기업의 자금조달정책을 종합적으로 분석하지 못하는 경향이 있다. 나아가 국가별 환경적 차이가 있기 때문에 우리나라의 실정에 맞는 자금조달정책을 실증적으로 파악할 필요가 있다. 부채비율이 높은 우리나라 기업들의 측면에서 보면 부채에 의한 자금조달의 재량성은 제한적이기 때문에 미국에서 주로 개발된 기존 자금조달이론들의 설득력이 약할 가능성이 높다. 따라서 이 연구에서는 영업현금, 투자현금 및 재무현금을 모두 아우르는 종합적인 자금조달정책을 검토하였다. 특히 투자현금이나 재무현금수요가 많은 기업이 과연 부채로 주로 자금을 조달하는지 아니면 자산의 처분을 통한 투자현금유입이나 주식의 발행을 통한 재무현금유입에도 의존하고 있는지를 검증하였다.

부채비율에 여유가 있는 경우 비교적 자유롭게 부채를 통한 자금을 추가로 조달할 수 있을 것이다. 그렇지만 우리나라 대부분의 기업들이 높은 부채비율을 유지하고 있기 때문에 자금조달순서이론이 일반적인 지지를 받을 가능성이 약하다고 볼 수 있다. 과거 성장위주의 경제정책을 추구해온 우리나라 기업들의 입장에서는 항상 자금초과수요 상태로 특징지을 수 있는 환경에서 경영활동을 하여왔다. 따라서 미국 등의 경우와는 달리 은행이나 회사채를 통한 자금조달이 아주 어려운 경우가 많았다고 할 수 있다. 물론 주식을 통한 자금조달도 절차상의 이유 등으로 쉽지는 않았지만 그래도 상장기업의 경우는 오히려 은행을 통한 자금조달보다 쉬운 면도 없지 않았으며 자본구조 개선이라는 면에서 명분이 있기 때문에 부채에 못지 않게 많이 활용되었었다. 따라서 이러한 환경은 자금조달순서이론이 일반화될 수 있는 환경과 상당한 차이가 있

다고 할 수 있을 것이다.

특히 부채비율에 여유가 없는 기업들이 새로 만기가 도래하는 부채를 상환할 경우 기존에 용인된 수준의 범위 내에서 차환을 통한 부채상환의 가능성이 높다. 즉, 부채비율이 증가하지 않거나 또는 부채비율의 증가를 최소화한 수준에서 부채의 상환이 이루어질 가능성이 높을 것이다. 따라서 부채의 상환은 새로운 부채의 조달로 이루어질 가능성이 높을 것이다. 마찬가지로 부채비율에 여유가 없는 기업들이 투자를 위하여 자금이 필요한 경우 부채를 추가로 차입하는 것에 한계가 있을 것이다. 따라서 투자현금수요는 부채를 통한 조달보다는 기존의 투자자산(유가증권 등)이나 유형자산의 처분을 통하여 조달할 가능성이 높을 것이다. 따라서 이 연구에서는 투자현금수요는 투자현금유입으로 주로 조달하고 재무현금수요는 주로 재무현금유입으로 조달하는 '대응적 자금조달정책'을 구사할 것이라는 가설을 설정하고 이를 검증하였다.

### 2.3 현금흐름의 측정 문제

선행연구에서는 영업현금을 측정함에 있어서 회계이익에 감가상각비 등 비현금성비용만을 가산하여 구하는 간편법을 주로 이용하거나(윤봉한 1994, 공명재 1996, 박영석·신현한 1998, 윤봉한·오규택 1999, 윤종인·김형철 1999, 이원홍 외 2001a, 2001b), 영업활동으로 인한 운전자본을 이용하고 있다(신동령 1992). 따라서 영업현금의 측정오류가 연구결과에 부적절하게 영향을 미칠 개

연성이 크다. 예컨대 회계이익에 비현금성비용만을 가산하여 영업현금을 측정할 경우 비현금성수익을 차감하지 않게 되고 또 영업활동과 관련된 자산과 부채의 증감을 조정하지 않게 됨에 따라 영업현금이 대체적으로 과대 계상 된다.

선행연구에서는 자본적 지출 또는 투자지출의 변수로 감가상각누계액 차감 후 순고정자산 또는 감가상각누계액 차감 전 총고정자산 변화를 사용하고 있다(신동령 1992, 윤봉한 1994, 박영석·신현한 1998, 이원홍 외 2001a, 2001b). 고정자산의 변화로 투자지출을 측정할 경우 새로운 취득과 처분이 상계되기 때문에 투자지출이 과소 계상될 가능성이 크다. 또한 재무구조나 자금조달이론을 연구한 선행연구들의 상당수가 종속변수로 부채-자산비율을 사용하고 설명변수로서 현금흐름을 이용하여 수준변수와 흐름변수를 대응시키고 있다. 따라서 현금흐름이 재무구조를 설명하는 능력이 약한 것으로 나타나고 있다. 나아가 자금조달순서이론을 검증한 대부분의 연구가 내부현금흐름, 부채현금흐름 및 주식현금흐름변수 모두를 설명변수로 이용하지 않고 있다. 즉 내부현금흐름은 영업현금흐름의 추정치만 이용하고 투자현금유입을 명시적으로 사용하지 않고 있으며, 부채의 변동만을 주로 사용하고 있으며, 주식발행을 통한 자금의 조달도 거의 사용하지 않고 있다.

이 연구에서는 현금흐름표가 제공하여주는 영업현금, 투자현금 및 재무현금을 사용하기 때문에 측정오류가 최소화되어 높은 내적타당성을 갖는 연구가 될 것이다.<sup>4)</sup> 특히 현금흐름표에서 영업현금은

4) 이 연구에서는 현금흐름표가 사용하는 분류방법을 그대로 사용하였다. 그러나 학자에 따라서는 다른 분류를 사용하는 것이 바람직하다고 주장할 수 있다. 즉, 단기적으로는 여유현금을 유가증권 등에 활용하는 경우 이를 투자활동으로 보는 것이 무리가 있다고 볼 수 있다. 따라서 자유현금흐름(free cash flows) 또는 재무여유(financial slack)의 개념을 사용할 수도 있다. 그러나 자의적인 분류보다는 회계기준에서 정하는 분류기준을 따르는 것이 바람직하다고 보아 현금흐름표 분류방법을 그대로 사용하였다.

주요 관점	선행 연구	이 연구
주요이론	자금조달순서이론 정태적상충이론	대용자금조달이론 확장자금조달순서이론 정태적상충이론
현금흐름	회계이익+감가상각비	영업현금흐름
자금조달	재무현금유입에 국한	재무현금유입과 투자현금유입의 양측면을 검토

순현금흐름을 사용하지만, 투자현금과 재무현금은 유입과 유출을 구분하여 제공하기 때문에 자금수요 별 원천을 보다 명확히 구분한 분석을 할 수 있다. 선행연구와 이 연구의 주요 차이점을 요약하면 위의 표와 같다.

금, 재무현금, 자금수요 및 고정부채변동 등)가 과도하게 높거나 낮은 값을 가져서 분석결과에 부당하게 영향을 미칠 것으로 우려되는 경우 특이치로 보아 제외시켰다. 특이치로 제외시킨 관측치의 수는 전체표본의 1% 정도에 불과하다.

### III. 연구내용, 범위 및 방법론

#### 3.2 현금흐름의 구분과 연구의 초점

#### 3.1 자료의 수집

이 연구는 현금흐름표가 제공하는 현금흐름 구분 체계인 영업현금, 투자현금 및 재무현금을 사용한다. 여기에서 영업현금은 순현금흐름(net cash flows) 개념을 이용하고 있으며, 투자현금과 재무현금은 각각 현금유입(cash inflows)과 현금유출(cash outflows)이 모두 이용 가능하다. 또한 재무현금의 경우 부채(차입금과 사채 등)를 통한 재무활동과 주식을 통한 재무활동으로 구분하여 검토하였다. 자금조달순서이론에 의할 경우 기업은 내부현금흐름이 부족할 경우 먼저 부채를 통한 자금조달을 우선적으로 사용하고 불가피한 경우에만 주식을 통한 자본조달에 의존한다고 보기 때문에 재무현금흐름을 부채와 주식을 통한 재무활동으로 구분하여 검토하는 것이 합당하다.

이 연구는 우리나라에서 현금흐름표가 도입되기 시작한 1995년부터 2000년도를 분석대상기간으로 하여 한국신용평가(주)가 제공하는 KIS-FAS로부터 다음과 같이 자료를 구하였다.

2000년 말 현재 증권거래소에

상장된 제조업체 625개 x 6년 : 3,750 개  
 주요 재무자료가 미비된 기업-연도 : (82) 개  
 주요 변수가 특이치인 기업-연도 : (40) 개  
 최종표본 3,628 개

주요 재무자료가 미비된 기업-연도는 영업현금흐름정보가 없거나, 기타 중요한 재무정보가 누락된 경우를 말한다. 또한 주요 변수(영업현금, 투자현

선행연구들은 거의 대부분이 신규투자는 순현재가치(net present value)가 0보다 큰 경우에 이 루어지기 때문에 주어진 것으로 가정하며, 신규투자를 위한 자금수요는 재무현금유입으로 충당된다

고 가정하고 있다. 따라서 투자현금유입에 대해서는 언급하지 않거나 전혀 중요하지 않은 것처럼 보고 있다. 투자현금유입은 내부금융에 포함되는 것으로 가정하고 있는 것으로 볼 수 있으나 이에 대하여 명시적으로 언급한 선행연구는 없는 실정이다. 즉, 기업은 새로운 투자를 위하여 자금이 필요할 경우 기존 자산(유가증권이나 유형자산 등)을 처분하여 자금을 조달할 수도 있다. 특히 최근에 구조조정과 관련하여 자주 사용되는 실무 중의 하나가 경쟁력이 없는 자산을 처분하여 새로운 자산을 취득하는 것이다.<sup>5)</sup> 또한 재무활동이란 자금의 조달만 있는 것이 아니라 부채의 상환도 포함한다. 따라서 부채의 상환을 위하여 기업은 새로운 부채의 조달이나 유상증자 등의 재무활동을 통하여 부채를 상환할 수도 있을 뿐만 아니라 자산을 처분하여 부채를 상환할 수도 있다.

종합하면 재무정책에 대한 선행연구는 주로 항상 신규 투자를 위하여 재무활동을 통하여 자금을 조달한다는 측면에서 이루어졌다. 그러나 투자활동과 재무활동은 모두 자금조달과 자금수요의 양면성을 가지기 때문에 양면을 검토하는 연구가 더 포괄적이고 기업의 활동을 이해하는데 더 유용하다고 생각한다. 따라서 이 연구에서는 투자활동과 재무활동이 모두 자금조달과 자금수요를 필요로 하는 활동이라는 데에 착안하여 연구를 진행하였다.

### 3.3 경제환경 및 기업특성에 따른 자금조달정책의 차이 분석

이 연구에서는 1995년에서 2000년의 자료를 이용한 관계상 1997년에 발생한 경제위기가 가져온 각종 구조조정이 회사의 재무정책에 적지 않은 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 따라서 경제위기를 전후한 기간으로 구분하여 자금조달정책이 바뀌었는지를 분석하는 것이 의미가 있을 것이다. 이 연구에서는 1995년-1997년을 경제위기 전 기간으로 하고 1998년-2000년을 경제위기 후 기간으로 하여 자금조달정책의 차이를 분석하였다.

또한 기업특성이 자금조달정책에 영향을 미칠 수 있을 것이다. 다양한 기업특성이 자금조달정책에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 이 연구의 초점이 기업특성별 자금조달정책을 분석하는 것이 아니고 자금수요원천별 자금조달정책을 분석하는 것이다.<sup>6)</sup> 따라서 기업특성 중 가장 일반적으로 사용되는 기업규모와 자금부족상태에 따른 자금조달정책에 차이가 있는가를 분석하였다. 이를 위하여 이 연구에 포함된 기업-년 자료를 중위수를 중심으로 큰 기업과 작은 기업의 두 집단으로 구분하고, 또 자금부족상태(다음에 기술할 식(3)에서 측정하는 DEF를 기준하여 구분)를 측정하여 중위수를 중심으로 상대적으로 자금이 부족한 집단과 여유가 있

5) 투자현금유입에는 청산을 통한 현금유입이 포함된다. 청산은 자본구조나 부도여부와는 관계없다. 즉, 청산은 투자(자본예산)의사결정에 속하며 자본구조는 재무의사결정에 속한다. 또, 청산가치가 기업가치보다 높은 경우 부도여부에 관계없이 청산은 이루어질 수 있다. 이 연구에서는 청산을 별도로 구분하지 않고 투자현금유입을 측정하였으며, 자본구조나 부도여부와 관련하여 세부적인 분류를 통한 검증도 실시하지 않았다.

6) 기업규모, 자금부족상태, 부채비율, 성장률, 계열기업소속 여부, 산업구분 등이 일반적으로 기업특성변수로 많이 사용된다. 이 연구에서는 기업규모, 부채비율, 자금부족상태, 성장률 등의 기업특성변수로 사용하여 각종 분석을 반복하여 보았다. 그러나 연구결과와 보고 시에는 경제위기를 전후한 구분과 기업특성에 따른 구분으로서 기업규모와 자금부족상태에 따라 구분한 결과만을 제시하기로 한다. 부채비율이나 성장률에 따른 구분분석 결과는 전체표본을 대상으로 분석한 것과 아주 유사하였기 때문에 별도로 보고하지 않기로 한다. 다만 경제위기 전후 구분이나 기업규모에 따른 구분결과는 전체표본과 아주 유사함에도 불구하고 결과를 보고하였는데 이 연구의 심사자들이 이들에 대한 구분 분석을 요구하였기 때문이다.

는 집단으로 구분하여 분석하였다.

### 3.4 영업성과 및 자금수요원천에 따른 자금조달 정책

영업성과와 자금수요원천에 따른 자금조달 정책의 차이는 상관관계분석과 회귀분석을 병행하였다. 상관관계 분석은 기본적으로 두 변수간의 관계만을 살펴보는 것이고 회귀분석은 여러 개의 설명변수를 사용할 수 있다는 장점이 있기 때문에 두 가지 방법을 병행하였다. 그리고 선행연구와의 비교를 위하여 실시한 보충적 분석은 선행연구들에서 주로 사용한 회귀분석방법을 사용하였다.

#### 3.4.1 영업성과와 자금수요원천에 따른 자금조달 정책

##### 1) 변수의 정의

기존 연구들은 변수의 측정에 있어서도 비교적 조잡한 형태로 자금흐름을 측정하고 있다. 내부현금흐름의 측정시 거의 대부분의 선행연구가 회계이익에 비현금성비용의 대표인 감가상각비를 가산하는 방법을 사용하고 있다. 그러나 이와 같은 측정 방법은 기업이 의도적으로 회계수치를 조정하기 위하여 주로 사용하는 발생액(accruals)의 구성항목인 비현금성비용, 비현금성수익, 영업활동과 관련된 자산부채의 변동을 충분히 조정하지 못하기 때문에 기업의 이익조정관행이 갖는 문제점을 거의

그대로 간직하는 주요 한계점을 갖는다. 또한 이와 같이 측정된 영업현금은 잘해야 영업현금의 개산적 추정치에 불과하다. 그러나 현금흐름표가 이용 가능하게 됨에 따라 정확한 영업현금을 측정할 수 있기 때문에 측정오류를 배제하고 보다 정확한 검증이 가능하다. 또한 자본적 지출도 고정자산의 변동으로 측정하는 방식은 측정오류가 있을 수밖에 없으며 현금흐름표에서 구한 투자현금유출로 측정하여야만 정확한 자본적 지출을 구할 수 있다. 따라서 이 연구는 변수의 측정에 있어서 측정오류를 배제함으로써 실증결과의 해석을 명쾌하게 하여 선행연구들이 해결하지 못한 문제들을 해결할 수 있을 것으로 예상한다.

영업성과와 자금수요원천에 따른 자금조달 정책의 차이를 검증하기 위하여 현금흐름표로 부터 구한 변수로부터 다음과 같이 기초총자산으로 표준화한 비율형태의 변수를 정의한다.<sup>7)</sup>

- 영업현금(CFO): 영업활동으로 인한 현금흐름/기초총자산
- 투자현금(CFI): 투자활동으로 인한 현금흐름/기초총자산<sup>8)</sup>
- 투자현금유입(CFII): 투자활동으로 인한 현금유입/기초총자산
- 투자현금유출(CFIO): 투자활동으로 인한 현금유출/기초총자산
- 재무현금(CFF): 재무활동으로 인한 현금흐름/

7) 각종 변수는 선행연구들과 비교가능성을 높이기 위하여 모두 기초총자산으로 표준화시켰다. 우리나라는 미국과는 달리 자산재평가 여부에 따라 유사한 기업이라도 총자산규모가 차이가 날 수 있다. 또한 현금흐름변수가 모두 흐름(flow)의 개념이므로 같은 흐름의 개념인 순매출액으로 표준화시키는 것이 합리적이라고 볼 수 있다. 따라서 이 연구에서는 기초총자산뿐만 아니라 순매출액을 이용하여 표준화시킨 검증도 병행하여보았다. 그러나 큰 차이가 없는 것으로 나타났기에 총자산으로 표준화한 실증분석결과만 보고한다.

8) 투자현금에는 고정자산의 취득과 처분뿐만 아니라 유가증권의 취득과 처분, 대여금의 대역 및 회수 등이 포함된다. 따라서 여기에서 말하는 투자현금은 영업활동과 직접 관련이 없는 유동 및 고정자산의 취득과 처분을 모두 포함하는 훨씬 광의의 투자현금을 의미한다. 이 연구에서는 선행연구에서 주로 사용하는 자본적 지출만을 별도로 살펴보지 않았는데 그 이유는 자본적 지출과 기타투자활동으로 구분하는 것이 다분히 자의적이며 구매 자본적 지출만을 검토할 이유가 없기 때문이다.

기초총자산

- 재무현금유입(CFFI): 재무활동으로 인한 현금유입/기초총자산
- 재무현금유출(CFFO): 재무활동으로 인한 현금유출/기초총자산
- 부채재무현금(CFFL): 부채를 통한 순재무현금유입/기초총자산
- 부채발행재무현금(CFDI): 부채발행을 통한 재무현금유입/기초총자산
- 부채상환재무현금(CFDO): 부채상환에 사용된 재무현금유출/기초총자산
- 자본재무현금(CFFE): 자본거래를 통한 순재무현금흐름/기초총자산<sup>9)</sup>
- 주식발행재무현금(CFEI): 주식발행을 통한 재무현금유입/기초총자산

2) 상관관계 분석

상관관계 검증은 영업현금(CFO)과 다른 순현금흐름(CFI, CFF) 간 또는 자금수요원천(투자수요, 부채상환수요)과 현금흐름 간에 상관관계를 검증하는 것이다.

첫째 상관관계 검증은 영업성과에 따라 영업현금과 투자현금 간에 상관관계가 어떻게 변화하는지를 검증한다. 영업현금이 저조할수록 투자지출을 억제하고 자산을 처분하여 부족한 현금을 보충할 것이며 영업현금이 양호할수록 투자지출을 늘릴 것으로 예상되어 두 변수간의 상관관계는 음수일 것으로 예상된다.

둘째 상관관계 검증은 영업성과에 따라 영업현금과 재무현금 간에 상관관계가 어떻게 다른지를 검

증하는 것이다. 영업현금이 저조할수록 부족한 현금을 재무활동을 통하여 조달할 것이며 영업현금이 양호할수록 부채를 상환할 가능성이 높기 때문에 두 변수간의 상관관계는 음의 관계일 것으로 예상된다.

셋째 상관관계 검증은 영업성과에 따라 투자현금과 재무현금 간에 상관관계가 어떻게 다른지를 검증한다. 투자현금과 재무현금은 상호 보완적인 역할을 하기 때문에 투자현금과 재무현금 간에는 일반적으로 음의 상관관계가 예상된다. 예컨대 투자현금이 순유출 상태이면 재무현금은 순유입상태를 나타내는 것이 정상이며, 투자현금이 순유입상태이면 재무현금은 순유출상태인 것이 정상일 것으로 예상된다. 그러나 영업현금이 극도로 저조하거나 극도로 양호한 경우에는 투자현금과 재무현금이 양의 상관관계를 가질 수도 있을 것이다. 즉, 영업현금이 극도로 양호하면 투자지출을 늘리거나 부채를 상환할 수 있고, 극도로 저조한 경우에는 투자현금유입과 재무현금유입을 추구할 것이다.

또한 영업성과가 부진한 경우와 좋은 경우에 부족한 자금을 어떤 방법으로 조달하고 여유자금을 어떻게 활용하는가를 살펴보기 위하여 영업현금(CFO)과 다른 현금유입 및 유출(CFII, CFIO, CFFI, CFFO) 간의 상관관계를 검증하였다.

CFO와 CFII간의 상관관계는 영업현금과 투자현금유입 간의 관계를 살펴보는 것으로서 영업현금이 부족한 회사는 자산의 처분을 통하여 현금을 조달하는 현상이 있는가를 검증하는 것이다. 일반적으로 영업현금이 적자인 회사의 경우 음의 상관관계를 가질 것이다. 한편, 영업현금이 양수인 경우

9) 자본재무현금의 유입은 주로 유상증자에 의하고, 유출은 주로 배당 때문에 발생한다. 따라서 자본재무현금은 유입과 유출을 별도로 구분하여 살펴볼 필요가 별로 없다.

에는 자산을 처분할 유인이 약하기 때문에 두 변수 간에는 상관관계가 거의 없거나 약한 음의 관계를 가질 것으로 예상된다.

CFO와 CFIO간의 상관관계는 영업현금과 투자현금유출 간의 관계를 보는 것이다. 영업현금이 저조할수록 투자지출이 적을 것이며, 영업현금이 양호할수록 투자지출이 많을 것으로 예상되어 상관계수가 양수일 것으로 예상된다.

CFO와 CFFI간의 상관관계는 영업현금과 재무현금유입 간의 관계를 살펴보는 것이다. 일반적으로 영업현금이 저조할수록 재무현금유입이 높을 것으로 예상되어 상관계수는 음수일 것으로 예상된다. 한편 영업현금이 양수인 회사는 굳이 재무활동을 통하여 현금을 보충할 유인이 약하기 때문에 두 변수간에는 특별한 상관관계가 없거나 약한 음의 관계를 가질 것으로 예상된다.

CFO와 CFFO간의 상관관계는 영업현금과 재무현금유출 간의 관계를 살펴보는 것이다. 영업현금이 저조할수록 재무현금유출이 낮을 것이며 영업현금이 양호할수록 부채를 상환할 가능성이 높기 때문에 영업현금과 재무현금유출 간에는 정의 관계가 예상된다.

한편 자금수요원천에 따른 현금흐름간의 상관관계는 자금수요를 두 가지로 나누어 분석하였다. 투자현금수요가 있는 경우 투자현금유입에 더 많이 의존하는지 재무현금유입에 더 많이 의존하는지를 검증하기 위하여 투자현금유출(CFIO)과 투자현금유입(CFII) 및 재무현금유입(CFFI)과의 상관관계를 살펴보았다. 한편, 투자현금수요의 고저에 따라 자금조달정책에 차이가 있는지를 살펴보기 위하여

고투자현금유출집단(투자현금유출 증위수 이상 집단)과 저투자현금유출집단(투자현금유출 증위수 미만 집단) 간에 두 상관계수(CFIO와 CFII, CFIO와 CFFI)가 차이가 있는지를 살펴보았다. 같은 방법으로 재무현금수요에 대하여 고재무현금유출집단과 저재무현금유출집단 간에 두 상관계수(CFFO와 CFII, CFFO와 CFFI)가 차이가 있는지를 검증하였다.

### 3) 회귀분석

회귀분석은 투자지출에 대한 자금수요가 어느 정도 영업현금에 의하여 조달되고 어느 정도가 투자현금 및 재무현금에 의하여 조달되는가를 분석하는 것이다. 종속변수인 투자지출에 대한 자금수요는 CFIO를 사용한다. 이 변수는 고정자산의 변화로 측정되는 선행연구들과는 달리 현금흐름표에서 구하기 때문에 고정자산의 변화로 측정하는 선행연구에서 사용하는 변수보다 정확한 자본적 지출의 측정치가 된다. 선행연구에서 측정한 변수는 순현금흐름개념으로 측정한 CFI에 해당한다고 볼 수 있다. 즉, 당기 투자지출로 인하여 증가한 고정자산에서 처분으로 인한 고정자산 장부가액의 감소<sup>10)</sup>를 차감하여 투자지출을 구하는데 이는 정확한 투자지출을 측정하지 못한다. 한편, 설명변수는 현금유입측정치를 사용하였다. 영업현금(CFO)은 순현금흐름이므로 그대로 사용하고, 투자활동과 재무활동은 각각 투자현금유입(CFII)과 재무현금유입(CFFI)을 설명변수로 한 회귀분석을 실시하였다. 이를 수식으로 표현하면 식(1)과 같다.

10) 고정자산장부가액의 감소와 현금유입은 일치하지 않는다. 장부가액과 현금유입의 차이는 자산처분손익으로 당기손익에 포함되기 때문에 영업현금에 포함된다. 따라서 장부가액의 변화로 측정한 투자지출은 측정오류를 포함하게 된다.

$$CFIO_{it} = b_0 + b_1CFO_{it} + b_2CFII_{it} + b_3CFFI_{it} + e_{it} \quad (1)$$

투자현금수요에 대한 회귀분석과 유사하게 재무 현금수요(CFFO)에 대한 회귀분석을 식(2)를 이용하여 실시하였다.

$$CFFO_{it} = b_0 + b_1CFO_{it} + b_2CFII_{it} + b_3CFFI_{it} + e_{it} \quad (2)$$

회귀분석도 자금수요원천별로 실시하되 전체표본에 대한 회귀분석과 함께 자금수요의 고저에 따른 차이가 있는지를 비교하는 형태로 실시하였다. 회귀식(1)과 (2)에서 상수를 제외한 모든 설명변수는 양의 값을 가질 것으로 예상된다. 특히 '대응적 자금조달정책'에 따라 투자현금수요가 많으면 투자 현금유입의 설명력이 높을 것으로 예상되며, 재무 현금수요가 많으면 재무현금유입의 설명력이 높을 것으로 예상된다.

### 3.4.2 보충적 검증

최근에 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 미국 기업을 대상으로 실시한 정태적 상충이론과 자금조달순서이론이 경제환경이 다른 우리나라 기업에서도 설명력을 갖는가를 보충적으로 검증하였다. 이를 위하여 다음과 같이 변수를 정의한다.

- CFO<sub>t</sub> : 영업활동으로 인한 현금흐름/기초총자산
- DIV<sub>t</sub> : 현금배당액/기초총자산
- CFIO<sub>t</sub> : 투자활동으로 인한 현금유출/기초총자산
- ΔW<sub>t</sub> : 운전자본변동액/기초총자산

- R<sub>t</sub> : 전기유동성장기부채/기초총자산
- D<sub>t</sub> : 고정부채/기초총자산

1) 자금조달순서이론의 검증  
위 변수를 이용하여 식(3)과 같이 자금수요를 추정한다.

$$DEF_t = DIV_t + CFIO_t + \Delta W_t + R_t - CFO_t \quad (3)$$

자금수요 DEF(cash deficit)는 현금배당액, 자본적 지출, 운전자본의 증가, 유동성장기부채 등으로 필요한 자금을 내부금융의 한 축인 영업현금으로 충당하고 부족하거나 남는 금액을 의미한다. 즉, 영업현금으로 충당하고도 부족한 금액은 부채 발행이나 주식발행 등 외부금융으로 조달될 부분이라고 가정하고 있다. 그러나 DEF에는 내부금융의 또 다른 축인 투자현금유입은 포함되지 않고 있다는 것을 유의할 필요가 있다.

부채비율의 변화가 자금수요와 어떤 관련을 보는가를 검증하기 위하여 식(4)를 검증한다.

$$\Delta D_{it} = b_0 + b_1DEF_{it} + e_{it} \quad (4)$$

여기에서 ΔD<sub>it</sub>는 부채 상환이나 부채 증가를 의미한다.

위에서 검토하고 있는 자금조달순서이론은 소위 기본자금조달순서모형(basic pecking order model)이며 이는 기본적으로 내부금융으로 부족한 자금수요는 모두 부채로 충당된다는 가정에 근거하고 있다. 이 모형은 투자현금유입과 주식발행을 통한 재무현금유입을 고려하지 않는 한계점이 있기 때문에 자금조달순서이론을 완전히 검증되기 위해서는 투자현금유입과 주식발행을 통한 재무현금유입을 합

게 고려할 필요가 있다.<sup>11)</sup>

이와 같은 이유에서 이 연구에서는 DEF를 종속 변수로 하고 투자현금유입, 주식발행과 부채발행을 통한 재무현금유입을 동시에 설명변수로 고려한 '확장모형'을 검증하였다.

$$DEF_{it} = b_0 + b_1CFII_{it} + b_2CFDI_{it} + b_3CFEI_{it} + e_{it} \quad (5)$$

여기에서 CFII는 투자현금유입을, CFDI는 부채발행을 통한 재무현금유입을, 그리고 CFEI는 주식발행을 통한 재무현금유입을 의미한다. 기본자금조달순서모형은 설명변수인 DEF와 종속변수인 부채비율의 변동 간의 단순회귀분석을 이용하고 있다. 그러나 이 연구에서 주장하는 확장모형은 다중회귀분석이기 때문에 자금부족·초과액을 나타내는 DEF를 종속변수로 하고 설명변수로서 영업현금을 제외한 세 가지 현금유입을 사용하고 있다. 내부금융의 한 축인 영업현금은 DEF에 포함되어 있으며, 설명변수는 내부금융의 또 다른 축인 투자현금유입(CFII)과 외부금융의 두 축인 부채발행현금유입(CFDI)과 주식발행현금유입(CFEI)를 이용하고 있다. 따라서 내부금융과 외부금융 수단이 모두 포함된 모형이기에 확장모형이라고 부르는 것이 적절하다고 본다. 또한 기본자금조달순서모형에서와 달리 DEF가 설명변수가 아니라 종속변수로 바뀌었는데 이는 구조상이나 해석상 특별한 문제를 야기시키지 않는다고 본다. 즉, 기본자금조달순서모형에서는 자금부족·초과액이 부채의 변동을 잘 설명하는가를 검토한다. 한편, 확장모형에서는 자금부

족·초과액이 투자현금유입, 부채발행현금유입 및 주식발행현금유입에 의하여 얼마나 충당되는가를 검토한다.

## 2) 정태적 상충이론의 검증

정태적 상충이론에서는 부채의 세금감면(tax shields)과 도산비용(bankruptcy cost) 간에는 상충관계(tradeoff)가 존재하기 때문에 세금감면에 따른 한계이익과 파산위험에 따른 한계비용이 일치하는 점에서 최적자본구조(optimal capital structure)가 형성된다고 본다. 따라서 기업은 최적자본구조가 있을 것이며 각 기업들은 일시적으로 최적자본구조에서 이탈할 경우 최적자본구조로 회귀하고자 하는 유인이 있을 것이라고 가정한다. 정태적 상충이론은 최적자본구조와 실재자본구조와의 괴리정도가 부채비율의 변화를 잘 설명한다고 가정한다. 따라서 정태적 상충이론에서는 식(6)과 같은 관계를 검증한다.

$$\Delta D_{it} = a + b_{TA}(D_{it}^* - D_{it}) + e_{it} \quad (6)$$

여기에서  $D_{it}^*$ 는 최적자본구조를 의미하는데 최적자본구조를 알 수 있는 방법이 없다는 것이 큰 애로사항이다. 일반적으로 실증연구에서 최적자본구조에 대한 대리변수로서 과거 일정 기간 동안의 평균부채비율 가장 많이 사용한다. Jalilvand and Harris(1984)에 의하면 과거 3개년 이동평균을 사용하는 것이 합리적이라고 보고하고 있다. 이 연구에서도 검증 기간 전 3년간의 이동평균 부채비율을 이용하여 목표부채비율로 사용하였다.

11) Shyam-Sunder and Myers(1999, p.225)도 부채비율이 높은 수준에서는 자금조달순서이론과 정태적 상충이론을 구분하기 어려우며 부채비율이 높을 경우 정태적 상충모형의 설명력이 더 높아지고 폐킹오더모형의 설명력이 감소할 것이라고 보고 있다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 기술통계치

〈표 1〉은 이 연구에 사용된 주요 현금흐름변수들의 기술통계치를 보여주고 있다.

〈표 1〉에 따르면 순액으로 측정된 영업현금(CFO), 투자현금(CFI) 및 재무현금(CFF)이 기초총자산에서 차지하는 비중은 별로 높지 않지만 총액으로 측정된 투자현금유입(CFII), 재무현금유입(CFFI), 투자현금유출(CFIO) 및 재무현금유출(CFFO)은 모두 기초총자산 대비 20% 이상으로 그 규모가 큰 것으로 나타나고 있다. 특히 재무현금유입이 차지하는 비중이 기초총자산 대비 55.6%에 이르고 있어서 대단히 높은 것으로 나타나고 있는데 이는 우리나라 기업들이 높은 부채비율을 유지하고 있는

것과 관련된 것으로 볼 수 있다. 특히 재무현금유입과 재무현금유출의 최대값을 보면 무려 기초총자산의 11배 이상에 달하는 회사도 있는 것으로 나타나고 있다.<sup>12)</sup> 한편, 미국의 경우 1981-1991 기간 동안 비금융기업들은 자본적 지출의 3/4 가량을 내부금융으로 조달하고 있다.(Lamont, 1997) 이에 비하면 우리나라 기업들의 영업현금흐름 CFO가 자본적 지출 CFIO에서 차지하는 비중은 12%(0.0337/0.2768) 수준에 머물고 있어서 아주 열악한 수준이라는 것을 알 수 있다. 또한 우리나라 기업들의 자금부족액(DEF)이 총자산 대비 30%에 육박하고 있어서 상당한 수준임을 알 수 있다. DEF는 자본적 지출, 배당, 부채상환, 운전자본 변화 등을 충당하기 위한 금액 중 영업현금으로 충족시키지 못한 금액이 기초총자산에서 차지하는 비율을 나타내기 때문에 우리나라 기업들이 최근까지 항상 초과자금수요 상태에 있어 왔다는 것을 알 수 있다.

〈표 1〉 기술통계치(n=3,628)

	CFO	CFI	CFF	CFII	CFFI	CFIO	CFFO	DEF
평균	0.0337	-0.0650	0.0361	0.2118	0.5561	0.2768	0.5200	0.2912
중앙값	0.0340	-0.0549	0.0215	0.0989	0.2822	0.1761	0.2483	0.1898
표준편차	0.0999	0.1136	0.1287	0.3374	0.8479	0.3431	0.8385	0.3629
최소값	-0.9863	-0.6975	-0.9918	-0.0119	0.0000	0.0001	0.0000	-0.3052
최대값	0.6159	0.9860	0.7490	3.8245	11.3694	3.8176	11.2765	3.7655

(주) CFO : 영업현금/기초총자산; CFI : 투자현금/기초총자산; CFF : 재무현금/기초총자산;  
 CFII : 투자현금유입/기초총자산; CFFI : 재무현금유입/기초총자산;  
 CFIO : 투자현금유출/기초총자산; CFFO : 재무현금유출/기초총자산  
 DEF : 자금부족액 [식 (3) 참조]

12) 일부 선행연구에서 보고한 영업현금을 보면 박영석·신현한(1998)의 경우 0.07[(영업이익+감가상각비)/기초총자산], 신동명(1992)의 경우 0.396(배당차감 후 영업운전자본/재평가적립금차감후 기초조정자산), 공명재(1996)의 경우 0.34[(세후수익+감가상각비)/유형자산], 윤봉한(1994)의 경우 0.151[(순이익+비현금성비용)/조정자산] 등으로 이 연구의 0.034[영업현금/기초총자산]보다 훨씬 높고 다양함을 알 수 있다. 이는 선행연구들에서 사용한 간편법의 한계점으로 지적할 수 있다.

## 4.2 상관관계 분석 결과

### 4.2.1 영업현금과 자금조달 상관관계

〈표 2〉는 표본을 전체표본 뿐만 아니라, 표본을 영업현금, 경제위기 전후, 기업규모, 자금부족 여부의 네 가지 기준에 따라 세부집단별로 나누어 자금흐름간의 상관관계를 분석한 결과를 보여주고 있다. 특히 영업현금에 따른 자금조달정책에 차이가 있는가를 살펴보기 위하여 영업현금 음수집단과 양수집단 내에서 각 자금흐름변수 간 상관관계를 비교하였다. 또 영업현금 하위 20% 집단과 상위 20% 집단 내에서 현금흐름변수 간의 상관관계를 비교하였으나 본문에서의 보고는 생략하였다.

〈표 2〉의 상관관계분석에 따르면 전체표본이나 각종 세부집단표본의 경우가 대체적으로 유사한 결과를 보여주고 있다. 영업현금의 성과, 경제위기 전후 및 기업규모에 관계없이 CFO와 CFI, CFO와 CFF, CFI와 CFF 간의 상관관계는 모두 통계적으로 유의하게 음의 관계를 갖고 있다. 특히 CFI와 CFF 간에는 계수가 -0.45에서 -0.74사이의 값을 갖는 강한 음의 상관관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 다만 자금상태에 여유가 있는 집단의 경우 CFO와 CFF 간의 음의 상관관계는 가장 강하고, CFI와 CFF 간의 음의 상관관계는 가장 약한 것으로 드러나고 있다. 이는 비교적 자금이 여유가 있는 집단은 영업현금이 양호한 경우 재무현금유출이 상대적으로 더 많고, 또 투자현금흐름

〈표 2〉 영업현금(CFO)과 자금조달 상관관계

기준	구분(표본수)	상관관계 짝						
		CFO, CFI	CFO, CFF	CFI, CFF	CFO, CFII	CFO, CFIO	CFO, CFFI	CFO, CFFO
전체	전체표본(3,628)	-0.2770	-0.4022	-0.6203	-0.0565	0.0362	-0.1553	-0.0953
영업현금	음수(1,148)	-0.2303	-0.1918	-0.7376	-0.1903	-0.0990	-0.0889	-0.0627
	양수(2,480)	-0.2045	-0.3192	-0.7172	-0.0019	0.0581	-0.0774	-0.0292
경제위기	1995-1997(1,817)	-0.3051	-0.3812	-0.5987	-0.0441	0.0521	-0.1473	-0.0984
	1998-2000(1,811)	-0.3058	-0.4158	-0.5829	-0.0748	0.0268	-0.1544	-0.0898
기업규모	큰 기업(1,814)	-0.2731	-0.3623	-0.6208	-0.1081	0.0087	-0.2055	-0.1141
	작은 기업(1,814)	-0.2822	-0.4615	-0.6188	-0.0124	0.0636	-0.1446	-0.0953
자금상태	부족기업(1,814)	-0.3228	-0.3048	-0.6673	0.0055	0.1100	-0.1441	-0.1018
	여유기업(1,814)	-0.3089	-0.5182	-0.4587	0.0144	0.3526	-0.0933	0.0067

(주) CFO : 영업현금/기초총자산; CFI : 투자현금/기초총자산; CFF : 재무현금/기초총자산;  
 CFII : 투자현금유입/기초총자산; CFFI : 재무현금유입/기초총자산;  
 CFIO : 투자현금유출/기초총자산; CFFO : 재무현금유출/기초총자산

과 재무현금흐름 간의 상관관계가 상대적으로 약해 진다는 것을 의미한다. 즉, 자금이 상대적으로 여유가 있는 집단의 경우 예컨대 재무현금유출을 조달하기 위하여 자산의 처분에 의존하는 정도가 상대적으로 작거나 투자현금유출을 조달하기 위하여 재무현금유입에 의존하는 정도가 상대적으로 작다는 것을 의미한다. 또 자금이 여유가 있는 경우에만 CFO와 CFIO의 상관관계가 0.3526으로서 유의하게 정의 관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 즉, 자금이 여유가 있는 경우에만 자본적 지출이 증가하는 관계를 갖는다.

영업현금의 성과, 경제위기 전후, 기업규모, 자금부족여부에 따라 투자활동과 재무활동이 약간씩 달라지는 현상을 파악할 수 있으나 대체적으로 통계적으로 유의한 정도의 차이가 있는 정도는 아니라고 할 수 있다. 예컨대 영업현금이 음수인 경우 투자현금과 재무현금에 의한 자금의 조달이 유사하며 (CFO와 CFI의 상관관계는 -0.2303이며 CFO와 CFF의 상관관계는 -0.1918), 영업현금이 양수인 경우 CFO와 CFF의 상관관계가 -0.3192로서 CFO와 CFI의 상관관계 -0.2045보다 약간 더 높은 것으로 나타나고 있다. 이는 영업현금이 양호한 경우 투자지출을 하는 것보다는 부채의 상환을 늘리거나 추가 차입을 감소시키는 경향이 약간 더 강한 것으로 볼 수 있다.

또한, 영업현금은 투자현금유입(CFII), 투자현금유출(CFIO), 재무현금유입(CFFI) 및 재무현금유출(CFFO)과 크게 상관관계를 갖지 않는 것으로 나타나고 있다. 우리나라 기업들의 경우 당기 영업현금의 성과에 따라 자산을 처분하거나, 투자지출을 계획한다거나, 부채나 주식의 발행을 통한 현금유입을 시도한다거나, 부채의 상환 등을 실시하는 경향이 약하다는 것을 보여준다. 그러나 이는 당기

의 현금흐름끼리의 상관관계이기 때문에 이들 활동이 중장기적으로 상관관계가 약하다는 것을 의미하지는 않는다.

한편, 경제위기를 전후한 자금흐름변수 간의 상관계수는 특별한 차이가 있다는 증거를 발견하기 힘들다. 모든 상관계수들이 경제위기 전후기간 구분에 관계없이 아주 유사하게 나타나고 있음을 알 수 있다. 기업규모에 따른 자금흐름변수 간의 상관관계도 대체적으로 유사하지만 CFO와 CFF 및 CFO와 CFII의 상관관계는 기업규모에 따라 약간의 차이가 있는 것으로 보인다. 보다 구체적으로는 작은 기업의 경우 영업현금과 재무현금 간의 상관계수가 상당히 강한 음의 관계(-0.4615)를 가지고 있음을 알 수 있다. 이는 큰 기업에 비하여 작은 기업은 영업현금 성과가 재무활동에 강한 음의 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 작은 기업집단은 영업현금이 저조한 경우 부채를 통한 자금조달현상이 강하고, 영업현금이 양호한 경우에는 부채를 상환하는 현상이 가장 강한 집단임을 알 수 있다. 한편 작은 기업의 CFO와 CFII의 상관계수(-0.0124)는 전혀 없는 것으로 나타나고 있으며, 큰 기업의 경우는 크지는 않지만 상대적으로 작은 기업에 비하여 주목할 만한 수준의 음의 상관관계(-0.1081)를 갖는 것으로 나타나고 있다. 작은 기업의 경우 CFO와 CFII의 상관관계가 전혀 없는 것은 처분할 자산이 거의 없는 것과 관련되는 것으로 해석할 수 있겠다. 즉, 큰 기업은 여유자금을 이용하여 투자활동을 하기 때문에 영업현금이 저조한 경우 이를 처분하여 자금을 조달하는 현상이 어느 정도 있는 것으로 볼 수 있는 반면 작은 기업은 그와 같은 여유가 없는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

#### 4.2.2 자금수요원천과 자금조달 상관관계

〈표 3〉의 Panel A는 투자현금유출의 고저에 따른 현금흐름의 상관관계를 제시하고 있다. 투자현금유출(CFIO)과 투자현금유입(CFII)의 상관관계를 보면 자금이 여유가 있는 경우의 0.2270을 제외하고는 고CFIO집단이 높은 정의 상관관계(0.9268에서 0.9696 사이)를 보이고 있으나 저CFIO집단의 경우에는 상관관계가 크게 낮아지는 것(0.1560에서 0.2851 사이)으로 나타나고 있다. 이는 자본적 지출이 많은 기업들이 투자현금지출의 상당 부분을 자산처분을 통한 투자현금유입으로 충당하고 있으며, 자본적 지출이 적은 회사는 자산처분을 통하여 현금을 조달하는 현상이 약하다는 것을 의미한다. 환원하면 자본적 지출로 인한 투자현금유출이 많은 회사는 투자현금유입을 통하여 자금을 조달하는 '대응적 자금조달정책'을 많이 사용하고 있다는 것을 의미한다. 한편, 고투자집단과 저투자유출집단의 투자현금유출과 투자현금유입 간의 상관관계수 차이는 자금여유집단의 경우를 제외하고는 통계적으로 아주 유의한 것으로 나타나고 있다.

반면에 투자현금유출(CFIO)과 재무현금유입(CFFI) 간의 상관관계를 보면 고CFIO집단이나 저CFIO집단 모두 상관관계가 별로 크지 않은 것으로 나타나고 있다. 특히 고CFIO집단의 경우는 투자현금유출과 재무현금유입 간의 상관관계가 아주 낮은 편으로서 자본적 지출을 부채나 주식의 발행을 통한 자금의 조달에 의존하는 경향이 약하다는 것을 나타낸다. 이와 같은 결과는 선행연구 결과와는 다소 동떨어진 결과이며, '대응적 자금조달정책'을 시사하는 결과이다.

〈표 3〉의 Panel B는 재무현금유출의 고저에 따른 현금흐름의 상관관계를 나타낸다. 고CFFO집단

은 부채의 상환액이 많은 집단을 의미한다. 고CFFO집단의 경우 재무현금유출(CFFO)과 재무현금유입(CFFI) 간의 상관관계는 아주 높아서(0.9704에서 0.9952 사이) 사실상 대부분의 부채상환은 새로운 부채의 조달로 이루어지고 있음을 의미한다. 앞의 투자현금 대응전략과 마찬가지로 부채상환을 위한 재무현금수요가 많은 회사는 재무현금유입을 통한 '대응적 자금조달정책'을 구사하는 것을 알 수 있다.

그러나 저재무현금유출집단은 재무현금유출과 재무현금유입 간의 상관관계가 상대적으로는 하지만 그렇게 높지는 않음을 알 수 있다. 그리고 고재무현금유출집단과 저재무현금유출집단 간의 재무현금유출과 재무현금유입 간의 상관관계수 차이는 통계적으로 아주 유의한 것으로 나타나고 있다. 그러나 재무현금유출과 투자현금유입 간의 상관관계수는 재무현금의 고저에 관계없이 별로 높지 않은 것으로 나타나고 있으며 집단 간 차이도 유의하지 않음을 알 수 있다. 이것도 '대응적 자금조달정책'을 지지하는 결과이다.

또한 〈표 3〉에서는 경제환경의 변화나 기업특성(자금여유집단은 예외)에 관계없이 현금흐름간의 상관관계가 일정한 형태를 유지함을 보여주고 있다. 즉, 투자현금유출이 높은 회사는 주로 투자현금유입을 통하여 자금조달을 하고, 재무현금유출이 높은 회사는 주로 재무현금유입을 통하여 자금조달을 하는 대응적 자금조달정책을 구사하는 경향이 아주 강한 것으로 나타났다.

〈표 3〉 자금수요원천과 자금조달 상관관계

Panel A : 투자현금유출 고저에 따른 자금조달 상관관계

상관관계 짝	전체표본			Z값
	고CFIO(1,814)	저CFIO(1,814)	차이	
(CFIO, CFII)	0.9544	0.2327	0.7217	34.94
(CFIO, CFFI)	0.0521	0.1675	-0.1154	-2.49

  

상관관계 짝	경제위기 전 / 경제위기 후			Z값
	고CFIO(909/906)	저CFIO(908/905)	차이	
(CFIO, CFII)	0.9620/0.9511	0.2851/0.2698	0.6759/0.6813	25.26/23.53
(CFIO, CFFI)	0.0319/0.0837	0.0885/0.2174	-0.0566/-0.1337	-0.85/-2.06

  

상관관계 짝	큰 기업 / 작은 기업			Z값
	고CFIO(907/907)	저CFIO(907/907)	차이	
(CFIO, CFII)	0.9696/0.9268	0.2486/0.2196	0.7210/0.7072	27.54/21.23
(CFIO, CFFI)	0.0350/0.0457	0.1909/0.1574	-0.1559/-0.1117	-2.38/-1.70

  

상관관계 짝	자금부족 / 자금여유			Z값
	고CFIO(907/907)	저CFIO(907/907)	차이	
(CFIO, CFII)	0.9545/0.2270	0.2542/0.1560	0.7003/0.0710	24.36/1.11
(CFIO, CFFI)	-0.0035/0.0423	0.1210/0.2072	-0.1245/-0.1649	-1.88/-2.52

Panel B : 재무현금유출 고저에 따른 자금조달 상관관계

상관관계 짝	전체표본			Z값
	고CFFO(1,814)	저CFFO(1,814)	차이	
(CFFO, CFFI)	0.9906	0.4359	0.5547	47.04
(CFFO, CFII)	0.0667	0.0940	-0.0253	-0.58

  

상관관계 짝	경제위기 전 / 경제위기 후			Z값
	고CFFO(909/906)	저CFFO(908/905)	차이	
(CFFO, CFFI)	0.9929/0.9902	0.4710/0.4180	0.5199/0.5722	34.71/33.22
(CFFO, CFII)	0.0409/0.0942	0.0956/0.0792	-0.0547/0.015	-0.83/0.23

  

상관관계 짝	큰 기업집단 / 작은 기업집단			Z값
	고CFFO(907/907)	저CFFO(907/907)	차이	
(CFFO, CFFI)	0.9952/0.9704	0.4628/0.3939	0.5324/0.5765	37.79/25.30
(CFFO, CFII)	0.0369/0.0493	0.1172/0.0705	-0.0803/-0.0212	-1.22/-0.32

  

상관관계 짝	자금부족집단 / 자금여유집단			Z값
	고CFFO(907/907)	저CFFO(907/907)	차이	
(CFFO, CFFI)	0.9926/0.9877	0.5287/0.3640	0.4639/0.6237	32.82/30.79
(CFFO, CFII)	-0.0064/-0.0171	0.1075/0.1862	-0.1139/-0.2033	-1.72/-3.09

(주) CFIO : 투자현금유출/기초총자산; CFFO : 재무현금유출/기초총자산;  
 CFII : 투자현금유입/기초총자산; CFFI : 재무현금유입/기초총자산  
 각 집단구분 옆에 표시한 괄호는 표본수를 나타냄.

4.3 회귀분석결과

금흐름, 투자현금유입 및 재무현금유입)으로 주로 조달하는지를 보여주는 회귀분석결과를 제시하고 있다.

4.3.1 투자현금유출과 자금조달 정책 회귀분석 결과

전체표본을 대상으로 분석한 Panel A에서는 일반적으로 예상할 수 있듯이 세 가지 현금 흐름변수가 모두 투자현금유출과 통계적으로 유의한 정의

(표 4)는 투자현금유출을 어느 현금유입(영업현

〈표 4〉 투자현금유출과 자금조달 정책 회귀분석 결과

모형 :  $CFIO = b_0 + b_1CFO + b_2CFII + b_3CFFI + e$

구 분	변 수	계 수	표준오차	t-통계량	P-값	Adj. R <sup>2</sup>
Panel A 전체표본 (3,628)	CFO	0.3308	0.0181	18.24	0.000	0.902
	CFII	0.9603	0.0053	179.62	0.000	
	CFFI	0.0175	0.0022	8.15	0.000	
Panel B 고CFIO (1,814)	CFO	0.3014	0.0268	11.23	0.000	0.917
	CFII	0.9134	0.0065	140.81	0.000	
	CFFI	0.0054	0.0028	1.94	0.033	
Panel C 저CFIO (1,814)	CFO	0.1077	0.0114	9.41	0.000	0.117
	CFII	0.1751	0.0156	11.23	0.000	
	CFFI	0.0144	0.0018	8.10	0.000	
Panel D 경제위기전 (1,817)	CFO	0.3654	0.0259	14.22	0.000	0.914
	CFII	0.9804	0.0072	136.82	0.000	
	CFFI	0.0132	0.0027	4.98	0.000	
Panel E 경제위기후 (1,811)	CFO	0.7370	0.0241	14.01	0.000	0.904
	CFII	0.9566	0.0074	124.48	0.000	
	CFFI	0.0162	0.0032	5.00	0.000	
Panel F 큰기업 (1,814)	CFO	0.3362	0.0251	13.37	0.000	0.935
	CFII	0.9698	0.0061	159.06	0.000	
	CFFI	0.0133	0.0022	5.98	0.000	
Panel G 작은기업 (1,814)	CFO	0.3365	0.0262	12.87	0.000	0.846
	CFII	0.9458	0.0096	98.67	0.000	
	CFFI	0.0360	0.0051	7.07	0.000	
Panel H 자금부족 (1,814)	CFO	0.4329	0.0283	15.27	0.000	0.911
	CFII	0.9348	0.0069	134.93	0.000	
	CFFI	0.0097	0.0029	3.35	0.001	
Panel I 자금여유 (1,814)	CFO	0.2833	0.0158	17.90	0.000	0.267
	CFII	0.3692	0.0216	17.06	0.000	
	CFFI	0.0200	0.0027	7.36	0.000	

(주) CFIO : 투자현금유출/기초총자산;

CFO : 영업현금/기초총자산;

CFII : 투자현금유입/기초총자산;

CFFI : 재무현금유입/기초총자산

회귀분석결과에 상수항은 보고 생략하였으며, 구분란의 괄호속은 표본수를 나타냄.

관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 투자현금유출의 자금조달 정책은 투자현금유입, 영업현금흐름, 재무현금유입의 순서임을 명쾌하게 보여주고 있으며, 특히 투자현금유입의 설명력은 절대적임을 보여주고 있다.

고투자현금유출집단을 대상으로 분석한 Panel B도 전체표본을 대상으로 한 분석과 사실상 동일한 결과를 보이고 있다. 그러나 저CFIO집단을 대상으로 한 Panel C는 모든 변수가 통계적으로 유의한 설명력을 갖기는 하지만 그 강도가 다른 집단에 비하여 훨씬 약화됨을(CFFI 제외) 알 수 있다. 특히 Panel A와 Panel B에서 절대적 설명력을 가지던 CFII의 설명력이 많이 약화되어 모형 전체의 설명력이 크게 낮아짐을 알 수 있다.

경제위기 전후를 구분하여 회귀분석을 실시한 Panel D(1995년-1997년 자료)와 Panel E(1998년-2000년 자료)의 결과도 전체표본 및 고CFIO집단을 대상으로 회귀분석한 결과와 아주 유사하며, 경제위기를 전후한 기간의 자금조달정책에 이렇다할 차이가 없는 것으로 나타났다. 또한 총자산의 중위수를 기준으로 큰 기업과 작은 기업으로 나누어 회귀분석한 결과를 보여주는 Panel F와 Panel G도 대체적으로 전체표본이나 고CFIO집단과 유사한 결과를 보여주고 있다. 다만, 작은 기업의 경우는 설명력이 다소 약화되는 것을 제외하고는 대체적으로 큰 기업집단과 별 차이가 없음을 알 수 있다.

자금부족집단을 대상으로 한 Panel H의 결과도 전체표본과 대체적으로 유사하다. 그러나 자금여유집단을 대상으로 한 Panel I의 결과는 저CFIO집

단에 대한 분석결과와 유사하다. 그 이유는 자금부족 여부가 주로 영업현금흐름과 자본적 지출수요에 의하여 결정되기 때문이다. 즉, 저CFIO집단은 자본적 지출이 적기 때문에 비교적 자금이 여유가 있는 집단에 속할 것이기 때문이다.

투자현금유출에 대한 자금조달 정책을 분석한 결과 우리나라 기업들은 투자현금유입으로 투자현금유출을 충당하는 '대응적 자금조달정책'현상이 절대적이라는 것을 보여주며, 영업현금과 재무현금유입도 통계적으로 유의한 설명력을 가지는 것으로 나타나고 있다. 따라서 우리나라 기업들은 영업현금에 의존하거나, 차입금의 차입, 사채의 발행, 주식의 발행 등을 통하여 투자현금수요를 충당하는 것보다는 자산의 처분 등을 통한 투자현금유입<sup>13)</sup>으로 투자현금수요를 충당하는 현상이 훨씬 강하다는 것을 의미한다. 이는 국내외 선행연구에서 주로 부채의 조달을 통하여 자금수요를 충당한다는 결과와 대비되는 결과이다.

#### 4.3.2 재무현금유출과 자금조달정책 회귀분석 결과

〈표 5〉는 재무현금유출을 어느 현금흐름으로 주로 조달하는지를 보여주는 회귀분석결과를 제시하고 있다. Panel B 및 Panel C는 각각 고CFFO 집단 및 저CFFO집단에 대한 회귀분석결과를 제시하고 있는 것을 제외하고는 〈표 4〉의 구조와 동일하게 마련하였다.

Panel C(저CFFO집단)를 제외하고는 재무현금유출이 어느 종류의 현금유입에 의하여 주로 충당

13) 이 연구에서는 유가증권취득과 처분을 투자활동으로 보기 때문에 선행연구에 비하여 투자현금유입이 투자현금유출을 설명하는 정도가 강할 것이다. 선행연구에서는 주로 유형자산에 대한 자본적 지출을 투자현금유출로 보고 있으며 투자현금유입은 거의 고려하지 않고 있다.

〈표 5〉 재무현금유출과 자금조달 정책 회귀분석 결과

모형 :  $CFFO = b_0 + b_1CFO + b_2CFII + b_3CFFI + e$ 

	변수	계수	표준오차	t-통계량	P-값	Adj. R <sup>2</sup>
Panel A	CFO	0.5058	0.0196	25.78	0.000	0.981
전체표본	CFII	0.0412	0.0058	7.12	0.000	
(3,628)	CFFI	0.9846	0.0023	423.16	0.000	
Panel B	CFO	0.5780	0.0297	19.44	0.000	0.985
고CFFO	CFII	0.0411	0.0077	5.36	0.000	
(1,814)	CFFI	0.9858	0.0029	336.14	0.000	
Panel C	CFO	0.1557	0.0153	10.21	0.000	0.240
저CFFO	CFII	0.0239	0.0055	4.34	0.000	
(1,814)	CFFI	0.2795	0.0120	23.36	0.000	
Panel D	CFO	0.4746	0.0281	18.88	0.000	0.985
경제위기전	CFII	0.0201	0.0078	2.58	0.010	
(1,817)	CFFI	0.9859	0.0029	347.25	0.000	
Panel E	CFO	0.4874	0.0252	19.34	0.000	0.980
경제위기후	CFII	0.0413	0.0078	5.30	0.000	
(1,811)	CFFI	0.9914	0.0034	292.73	0.000	
Panel F	CFO	0.5563	0.0259	21.47	0.000	0.991
큰기업	CFII	0.0332	0.0063	5.29	0.000	
(1,814)	CFFI	0.9873	0.0023	430.48	0.000	
Panel G	CFO	0.4596	0.0292	15.74	0.000	0.943
작은기업	CFII	0.0520	0.0107	4.67	0.000	
(1,814)	CFFI	0.9701	0.0057	170.66	0.000	
Panel H	CFO	0.4038	0.0303	13.33	0.000	0.983
자금부족	CFII	0.0624	0.0074	8.42	0.000	
(1,814)	CFFI	0.9918	0.0031	320.06	0.000	
Panel I	CFO	0.5670	0.0205	27.67	0.000	0.977
자금여유	CFII	0.5591	0.0280	19.95	0.000	
(1,814)	CFFI	0.9796	0.0035	278.86	0.000	

(주) CFFO : 재무현금유출/기초총자산;

CFO : 영업현금/기초총자산;

CFII : 투자현금유입/기초총자산;

CFFI : 재무현금유입/기초총자산

회귀분석결과에 상수항은 보고 생략하였으며, 구분란의 괄호 속은 표본수를 나타냄.

되고 있는지를 회귀분석한 결과가 아주 유사하다. 즉, 부채상환 등의 이유로 재무현금유출수요가 있는 경우 재무현금유입을 통하여 자금을 조달하는 것이 절대적 위치를 차지하며, 그 다음은 영업현금

과 투자현금유입 순으로 자금조달정책을 구사하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 우리나라 기업이 부채상환을 할 경우 다시 부채로 조달하는 '대응적 자금조달정책'을 이용하는 현상이 아주 강한

것을 증거하는 결과이며, 영업현금이 차지하는 비중도 상당히 높은 것으로 드러나고 있다. 한편, 재무현금유출수요가 크지 않는 회사들은 재무현금유입을 통하여 재무현금유출수요를 충당하는 현상이 강하기는 하지만 고CFFO집단에 비하여 그 정도가 많이 약화됨을 알 수 있다. 이와 같은 현상은 저CFFO집단은 부채상환압박이 그리 크지 않는 회사들이기 때문에 예상할 수 있는 결과라고 볼 수 있다.

#### 4.4 보충적 검증 결과

##### 4.4.1 자금조달순서이론 검증 결과

〈표 6〉은 선행연구와 비교하기 위하여 이 연구에서는 보충적으로 검증한 기본자금조달순서이론의 검증결과를 제시하고 있다. 특히 선행연구들에서 DEF(자금수요 또는 자금부족액)에 대한 대리변수로 여러 가지를 사용하고 있는데 이에 따라 모형을 네 가지로 다양하게 검증한 결과를 제시하고 있

〈표 6〉 기본자금조달순서모형 회귀분석 결과

모형	종속변수	변수	계수	표준오차	t-통계량	P-값	Adj.R <sup>2</sup>
모형1	ΔD	상수	0.0063	0.0041	1.56	0.119	0.000
		DEF	0.0056	0.0088	0.64	0.520	
모형2	ΔD	상수	-0.0030	0.0041	-0.73	0.464	0.005
		DEF <sub>t-1</sub>	0.0397	0.0094	4.22	0.000	
모형3	ΔD	상수	0.0083	0.0040	2.06	0.040	0.000
		DEFlagCFO	-0.0012	0.0086	-0.13	0.893	
모형4	ΔD	상수	-0.0008	0.0044	-0.18	0.861	0.005
		DEF	0.0324	0.0106	3.05	0.002	
		ΔDEF	-0.0470	0.0106	-4.43	0.000	
모형5	ΔL	상수	0.0558	0.0026	21.81	0.000	0.019
		DEF	0.0462	0.0055	8.40	0.000	

(주) 모형 1 :  $\Delta D_{it} = b_0 + b_1 DEF_{it} + e_{it}$ ;

모형 2 :  $\Delta D_{it} = b_0 + b_1 DEF_{it-1} + e_{it}$

모형 3 :  $\Delta D_{it} = b_0 + b_1 DEFlagCFO_{it} + e_{it}$ ;

모형 4 :  $\Delta D_{it} = b_0 + b_1 DEF_{it} + b_2 \Delta DEF_{it} + e_{it}$

모형 5 :  $\Delta L_{it} = b_0 + b_1 DEF_{it} + e_{it}$

$\Delta D_{it}$  = 고정부채의 증감/기초총자산

$\Delta L_{it}$  = 재무부채(장·단기차입금 및 회사채)의 증감/기초총자산

$DEF_t = DIV_t + CFIO_t + \Delta W_t + R_t - CFO_t$

$DEFlagCFO_{it} = DIV_t + CFIO_t + \Delta W_t + R_t - CFO_{t-1}$

$CFO_t$  = 영업현금/기초총자산;  $DIV_t$  = 현금배당액/기초총자산

$CFIO_t$  = 투자현금유출/기초총자산;  $\Delta W_t$  = 운전자본변동액/기초총자산

$R_t$  = 전기유동성장기부채/기초총자산

다.<sup>14)</sup>

모형 1은 식(3)에서 정의한 자금수요(DEF)가 고정부채의 변화를 잘 설명하는가를 보는 모형이며, 모형 2는 전기자금수요( $DEF_{t-1}$ )가 당기 고정부채의 변화를 잘 설명하는가를 보는 모형이다. 한편, 모형 3은 식(3)에서 정의한 자금수요의 측정에 있어서 당기영업현금(CFO) 대신에 전기영업현금(LagCFO)을 사용한 모형이다. 모형 4는 당기 자금수요(DEF)와 자금수요변화( $\Delta DEF$ )를 설명변수로 사용한 다중회귀분석이다. 모형 5는 종속변수로서 고정부채를 사용하는 대신 장·단기차입금과 회사채의 증감을 사용하였으며, 독립변수로서는 모형 1의 당기자금수요를 사용하였다.

어느 모형을 사용하느냐에 관계없이 기본자금조달순서모형의 설명력은 대단히 약한 것을 알 수 있으며, 특히 모형 1과 모형 3은 전혀 설명력이 없는 것으로 나타나고 있다. 한편, 모형 2와 모형 4는 약간의 설명력을 가지는 것으로 보이지만 그 정도가 낮기 때문에 큰 의미를 부여할 수준은 못되는 것으로 판단할 수 있다. 다만 전체 재무부채(장단기차입금 및 회사채)의 변화를 종속변수로 한 경우에 가장 설명력이 높기는 하지만 이 경우에도 수정  $R^2$ 는 2%미만으로 아주 약하다. 따라서, 기본자금조달순서모형은 우리나라의 경우 설명력이 거의 없는 것으로 볼 수 있다. 이는 우리나라 기업들의 부

채비율이 아주 높은 것과 무관하지 않은 것으로 보인다. 즉, 미국과 같은 나라의 경우 부채비율이 높지 않기 때문에 내부금융 다음으로 부채금융을 선호하는 현상이 예상되는 경우에는 적합한 모형일지 모르나, 우리나라에서는 설명력이 약한 것으로 볼 수 있다.

〈표 7〉은 확장모형 회귀분석 결과를 제시하고 있다.<sup>15)</sup> 확장모형은 자금조달수단으로 투자현금유입(CFII), 부채발행재무현금유입(CFDI)과 주식발행재무현금유입(CFEI)을 사용할 수 있기 때문에 이를 설명변수로서 활용한 모형이다. 여기에서도 여러 가지 모형을 이용하여 회귀분석을 실시하였는데, 모형 1은 당기자금수요(DEF)를 종속변수하며, 모형 2는 전기자금수요( $DEF_{t-1}$ )를 종속변수하며, 모형 3은 식(3)에서 정의한 자금수요의 측정에 있어서 당기 영업현금(CFO) 대신에 전기영업현금(LagCFO)을 종속변수로 사용한 모형이다. 한편, 모형 4는 자금수요변화( $\Delta DEF$ )를 종속변수로 사용하고 있다.

모형 1과 모형 3의 결과를 보면 CFII(투자현금유입)가 자금수요를 충족시키는 가장 중요한 설명변수로서 역할하고 있음을 보여주고 있다. 이와 같이 투자현금유입이 중요한 설명변수로서 작용하는 이유로는 종속변수인 자금수요(DEF)에 자본적 지출인 투자현금유출이 포함되어 있기 때문이며, 이

14) 기본자금조달순서이론에 대한 회귀분석도 경제위기를 전후한 기간, 기업규모, 장기부채비율, 자금부족여부, 성장률 등을 기준으로 2구분하여 실시하여보았으나 분석결과가 〈표 6〉에 보고된 것과 거의 유사하였다. 이와 같이 세분하여 분석한 어느 경우에도 수정  $R^2$ 가 3%를 초과한 경우가 없어서 자금조달순서이론은 전혀 설명력이 없는 것으로 볼 수 있었다. 다만 개별 설명변수는 통계적으로 유의한 경우도 있고 또 경제위기 전후나 기업특성변수에 따른 구분의 결과 계수부호가 바뀌는 경우도 있었으나 전체적인 설명력이 워낙 낮아서 별다른 의미를 부여하기 힘든 정도였다.

15) 확장모형에 대해서도 경제위기 전후, 기업규모, 부채비율, 자금부족여부, 성장률 등을 기준으로 2구분하여 회귀분석을 실시하여보았다. 결과는 자금이 여유가 있는 집단을 제외하고는 〈표 7〉에 보고된 것과 아주 유사하였다. 모형1의 경우 수정  $R^2$ 가 낮게는 작은 기업의 경우 0.676에서 높게는 경제위기 전의 경우 0.894에 이르렀다. 그러나 자금이 여유가 있는 집단의 경우 수정  $R^2$ 가 0.095로서 현저히 낮았다. 이는 자금이 여유가 있는 집단은 자본적 지출이 적은 집단이기 때문에 자산의 처분을 통한 자금조달이 현저하게 약해져서 CFII의 설명력이 현저하게 감소하였기 때문이었다.

〈표 7〉 확장모형 회귀분석 결과

	종속변수	변수	계수	표준오차	t-통계량	P-값	Adj.R <sup>2</sup>
모형 1	DEF	상수	0.0610	0.0033	18.76	0.000	0.840
		CFII	0.9697	0.0072	134.73	0.000	
		CFDI	0.0343	0.0030	11.38	0.000	
		CFEI	0.3915	0.0436	8.98	0.000	
모형 2	DEF <sub>t-1</sub>	상수	0.1696	0.0067	25.18	0.000	0.205
		CFII	0.4351	0.0149	29.19	0.000	
		CFDI	0.0358	0.0063	5.73	0.000	
		CFEI	-0.1052	0.0903	-1.17	0.280	
모형 3	DEF <sub>lagCFO</sub>	상수	0.0727	0.0041	17.84	0.000	0.760
		CFII	0.9488	0.0090	105.20	0.000	
		CFDI	0.0291	0.0038	7.70	0.000	
		CFEI	0.2368	0.0546	4.33	0.000	
모형 4	△DEF	상수	-0.1086	0.0070	-15.44	0.000	0.253
		CFII	0.5346	0.0156	34.37	0.000	
		CFDI	-0.0015	0.0065	-0.22	0.822	
		CFEI	0.4967	0.0942	5.27	0.000	

(주) 모형 1 :  $DEF_{it} = b_0 + b_1CFII_{it} + b_2CFDI_{it} + b_3CFEI_{it} + e_{it}$

모형 2 :  $DEF_{it-1} = b_0 + b_1CFII_{it} + b_2CFDI_{it} + b_3CFEI_{it} + e_{it}$

모형 3 :  $DEF_{lagCFO}_{it} = b_0 + b_1CFII_{it} + b_2CFDI_{it} + b_3CFEI_{it} + e_{it}$

모형 4 :  $\Delta DEF_{it} = b_0 + b_1CFII_{it} + b_2CFDI_{it} + b_3CFEI_{it} + e_{it}$

CFDI<sub>it</sub> = 부채발행재무현금유입/기초총자산

CFEI<sub>it</sub> = 주식발행재무현금유입/기초총자산

기타변수 정의는 〈표 6〉의 (주) 참조

는 앞의 상관관계분석이나 〈표 4〉의 투자현금유출을 충당하는 자금조달정책에 대한 회귀분석의 결과와 일치한다. 또한 모형 1과 모형 3에서는 투자현금유입만큼은 못하지만 부채발행재무현금유입과 주식발행재무현금유입이 모두 통계적으로 유의하게 자금수요를 충당하는 정의 설명력을 가지는 것으로 나타나고 있다. 그러나 모형 2와 모형 4의 전체적 적합도는 크게 약화되는 것으로 나타나고 있다. 모형 2는 전기자금수요(DEF<sub>t-1</sub>)는 당기투자현금유입

(CFII)과 당기부채발행현금유입(CFDI)에 의하여 통계적으로 유의하게 설명될 수 있지만, 당기주식발행현금유입(CFEI)은 설명력을 가지지 못하는 것으로 나타나고 있다. 또한 모형 4에서 전기 대비 금기의 자금수요변화(△DEF)는 당기투자현금유입(CFII)과 당기주식발행현금유입(CFEI)만 설명력을 가지며 당기부채발행현금유입(CFDI)은 설명력을 갖지 못하는 것으로 나타나고 있다.

자금조달순서모형의 설명력에 대한 종합적인 평

가는 자금수요가 부채의 변동에 의하여 설명되는 기본자금조달순서모형은 우리나라의 경우 거의 설명력을 갖지 못하지만, 부채발행뿐만 아니라 투자 현금유입과 주식발행을 통한 재무현금유입까지 고려한 확장모형을 적용하는 경우 설명력이 아주 높아지는 것을 알 수 있다. 따라서 부채비율이 높은 우리나라에서는 확장모형을 사용하여야만 기업의 자금조달정책을 제대로 분석할 수 있음을 알 수 있다. 환언하면 부채비율이 이미 제약적인 상태에 있는 우리나라 기업들은 여유롭게 필요에 따라 부채의 증감을 조절할 수 있는 형편에 있지 않다는 것이다. 기존의 부채비율이 채권자에 의하여 어느 정도 인정된 상태라면 그 범위 내에서 상환되는 부채에 해당하는 만큼만 차환을 하는 등의 정책이 구사되기 때문에 재무현금유출은 재무현금유입으로 주로 조달하는 것으로 추측할 수 있다. 따라서 투자현금유출 수요가 있는 회사는 재무현금유입으로 충당할 여유가 크지 않기 때문에 투자현금유입으로 주로 투자자금 수요를 충당할 것이라는 추측이 가능하다. 따라서 재무 제약이 강한 우리나라의 기업들은 대응적 자금조달 전략을 강구할 가능성이 크다고 볼 수 있다.

자금조달순서이론이 실증적으로 설득력을 갖기 위해서는 투자현금유입이 내부금융의 범위에 포함되는 것으로 취급하였을 때 부채를 통한 자금조달이 주식발행에 비하여 우선 고려되는 것으로 해석

할 수 있을 것이다. 즉 투자현금유입을 전혀 고려하지 않고 암시적으로 영업현금만을 내부금융으로 취급하고서는 자금조달순서이론이 지지를 받는다는 결론은 옳지 않다. 또한 부채증가를 통한 자금조달과 함께 주식발행을 통한 자금조달도 동시에 고려하여야만 자금조달의 상대적 순서를 파악할 수 있을 것임에도 불구하고, 주식발행을 변수로 고려하지 않는 것은 옳지 않다. <표 7>의 모형 1에 따르면 투자현금유입이 자금부족액을 충당하는데 절대적 위치를 차지하고 있으며, 부채를 통한 자금조달은 주식을 통한 자금조달에 비하여 설명력은 약간 더 높지만 회귀계수는 낮다는 것을 보여주고 있다. 따라서 우리나라 기업들은 자금부족액을 부채를 통하여 조달하는 현상은 주식발행을 통하여 조달하는 것에 비하여 더 자주 있는 일이지만 건당 자금조달액이 자금부족액을 충족시키는 정도는 주식발행이 부채조달액에 비하여 훨씬 크다는 것을 보여주고 있다. 따라서 규모 및 발생건수 모두에서 부채발행이 주식발행에 앞서는 관계를 갖는 것이 아니고, 건수는 부채가 앞서고 규모는 주식발행이 앞서는 관계에 있음을 알 수 있다.

#### 4.4.2 정태적 상충이론 검증결과

<표 8>은 정태적 상충이론 모형에 대한 회귀분석

<표 8> 정태적 상충이론모형 회귀분석 결과

$$\text{모형 : } \Delta D_{it} = b_0 + b_1(D^*_{it} - D_{it}) + e_{it}$$

변수	계수	표준오차	t-통계량	P-값	Adj. R <sup>2</sup>
상수	-0.0023	0.0019	-1.20	0.230	0.644
D*-D	0.6758	0.0084	80.93	0.000	

(주)  $\Delta D_{it}$  : 고정부채의 변화/기초총자산

$D^*_{it}$  : 과거3년 간의(고정부채/기초총자산)의 이동평균

$D_{it}$  : 고정부채/기초총자산

결과를 제시하고 있다. 이 연구에서는 선행연구를 참조하여 목표부채비율( $D^*$ )을 과거 3년간의 평균 고정부채비율(고정부채/총자산)을 활용하였다. 사실 우리나라 기업의 경우 부채비율이 아주 높은 편이기 때문에 과거 3년간의 평균고정부채비율을 목표부채비율이라고 하기에는 부적합하다고 볼 수 있다. 그러나 목표부채비율에 대한 적절한 대안이 없기 때문에 선행연구에서처럼 과거 3년간의 평균을 사용하였다.<sup>16)17)</sup>

〈표 8〉에 따르면 정태적 상충이론모형도 적합도가 상당히 높은 것으로 나타나고 있으며, 목표고정부채비율로부터의 이탈정도가 부채비율의 변동의 64% 정도를 설명하는 것으로 나타나고 있다.<sup>18)</sup> 그러나 이 모형은 구조적으로 설명력이 높을 수밖에 없도록 되어 있다. 즉, 목표고정부채비율과 당기고정부채비율과의 괴리는 전년도를 포함한 과거 3기간 평균고정부채비율과 당기고정부채비율과의 차이를 의미한다. 따라서 과거 3년 평균값에 전년도 값이 포함되어 있기 때문에 설명력이 높을 개연성이 클 것이다. 따라서 정태적 상충이론모형의 경우 구조적인 결함을 갖기 때문에 모형의 적합도를 액면 그대로 해석하는 것은 위험한 일이라고 할 수 있다.

## V. 결 론

이 연구에서는 영업현금 및 자금수요원천에 따른 자금조달정책의 차이에 대하여 우리나라 기업의 최근 자료를 이용하여 실증분석을 하였다. 또한 선행연구에서 주로 살펴보고 있는 자금조달순서이론과 정태적 상충이론이 우리나라 현실에 적합한지에 대해서도 보충적으로 실증분석을 하였으며, 우리나라 현실을 감안하여 기본자금조달순서모형과 함께 확장모형을 개발하여 이의 적합성을 비교하였다. 이를 위하여 우리나라에서 현금흐름표가 도입된 1995년부터 2000년도를 분석기간으로 하여 총 3,628개 기업-연도 자료를 대상으로 실증분석을 실시하였다. 실증분석을 함에 있어서 일종의 민감도분석으로 경제위기를 전후한 기간으로 나누어 1995년-1997년과 1998년-2000년에 대하여 구분하여 분석하였으며, 또 기업특성에 따라 큰 기업과 작은 기업, 자금부족이 심한 기업과 자금이 상대적으로 여유 있는 기업, 장기부채비율이 높은 기업과 낮은 기업, 성장률이 높은 기업과 낮은 기업으로 구분하여 분석하였다.

실증분석에 사용된 방법론은 변수별 상관관계분석 및 회귀분석을 실시하였으며, 또 자금조달순서

16) 이 연구에서 사용한 전체표본에 대한 목표고정부채비율은 평균 0.2691, 중위수 0.2330, 최대값 5.3409, 최소값 0.0086 이었다.

17) 이원홍 외(2001a)는 목표부채 대 총자산비율로서 0.67(부채 대 자본비율의 경우는 200%에 해당)을 일률적으로 이용하고 있다. 그러나 이는 독립변수에서 상수인 0.67을 차감하는 꼴이 되기 때문에 회귀분석에는 단순히 부채 대 총자산비율만을 이용하는 것과 정확하게 동일한 결과를 갖게되는 구조적 오류를 내포하고 있다. 이 경우 0.67에 회귀계수를 곱한 것만큼 상수에 반영되며, 수정  $R^2$ , 설명변수의 회귀계수·표준오차·t통계량이 부채비율만을 사용한 경우와 정확하게 동일하다. 따라서 그들의 연구는 목표부채비율로부터의 괴리가 있는 경우 목표부채비율로의 회귀속도를 측정하는 정태적 상충이론을 검증하고자 하는 회귀분석의 목표를 전혀 달성하지 못하는 결과를 초래하고 있다.

18) 정태적 상충이론에 대해서도 경제위기 전후, 기업규모, 자금부족여부, 부채비율, 성장률 등을 기준으로 2구분하여 회귀분석을 실시하였는데 결과는 〈표 8〉의 내용과 아주 유사하였다. 수정  $R^2$ 를 보면 경제위기전 집단이 0.667, 경제위기후 집단이 0.643, 큰 기업 집단이 0.671, 작은 기업 집단이 0.630, 자금부족집단이 0.665, 자금여유집단이 0.616, 장기부채비율이 높은 집단이 0.626, 장기부채비율이 낮은 집단이 0.553, 고성장집단이 0.574 및 저성장집단이 0.655로 나타났다.

이론과 정태적 상충이론의 비교를 위해서는 선행연구들에서 사용한 회귀분석을 반복함과 동시에 확장모형을 독자적으로 개발하여 회귀분석을 실시하였다.

실증분석의 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 우리나라 기업들의 대부분의 자금수요는 투자현금유입으로 가장 많이 충당되며, 다음으로 영업현금흐름과 부채를 포함한 재무현금유입의 순으로 충당되는 것으로 나타났다. 또한, 내부금융으로 부족한 현금의 부채발행을 통하여 주로 조달된다는 기본자금조달순서이론에 의하여 설명되기 힘들며, 투자현금유입과 부채 및 주식발행을 통한 현금유입을 모두 설명변수로 사용하는 확장모형이 훨씬 설명력이 높은 것으로 나타났다.

둘째, 우리나라 기업들의 자금수요의 대부분이 투자현금유입으로 충당되며, 특히 자본적 지출로 인한 투자현금유출이 높은 회사일수록 투자현금유입에 의한 '대응적 자금조달정책'이 많이 활용되는 것으로 나타났다. 마찬가지로 부채상환을 위한 재무현금수요가 높은 회사일수록 재무현금유입을 이용한 '대응적 자금조달정책'을 많이 활용하고 있는 것으로 나타났다.

셋째, 부채에 의한 자금조달은 세금감면효과라는 긍정적인 측면과 도산비용의 부담이라는 부정적인 측면을 가지고 있기 때문에 목표부채비율로부터의 이탈이 부채비율의 변동을 설명한다는 정태적 상충이론 모형은 설명력은 높은 것으로 나타나고 있다. 그러나, 정태적 상충이론모형은 과거 부채비율을 목표부채비율의 대리변수로서 이용하고 있어서 구조적으로 모형의 설명력이 높을 개연성이 크기 때문에 해석에 신중을 기할 필요가 있다고 본다.

넷째, 이 연구의 결과는 경제위기 전후에 관계없이 또 기업특성에 관계없이 대체적으로 일정한 것

으로 나타났다. 그러나 자금이 여유가 있는 기업의 경우에는 자금조달정책에 있어서 약간 다른 행태를 나타내고 있다.

## 참고 문헌

- 공명재, 1996, "현금흐름변수가 상장 제조기업의 투자에 미치는 영향에 관한 연구," **재무연구**, 12, 1-28
- 김석진, 1996, "정보비대칭과 자금조달결정의 효과," **재무연구**, 12, 107-134
- 박영석·신현한, 1998, "기업집단의 내부자본시장과 투자의 사결정," **재무연구**, 16, 1-21
- 선우석호, 1990, "한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용," **재무연구**, 3, 61-80
- 신동령, 1992, "정보불균형이 한국기업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구," **재무연구**, 5, 77-102
- 윤봉한, 1994, "기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구," **재무연구**, 7, 57-80
- 윤봉한·오규택, 1999, "투자결정과 자본조달결정의 통합적 수행 여부에 관한 실증연구," **재무연구**, 12, 95-124
- 윤종인·김형철, 1999, "자금조달순위이론과 여유현금흐름 가설의 타당성에 관한 실증연구: 상장기업을 대상으로," **증권학회지**, 25, 301-342
- 이원홍·이한득·박상수, 2001a, "대기업집단의 부채비율 조정속도에 관한 연구 - IMF 외환위기 시점을 전후한 자금조달 행태의 변화비교," **증권학회지**, 28, 87-114
- 이원홍·이한득·박상수, 2001b, "외국인투자기업과 대기업집단의 재무행태 차이에 관한 실증연구," **증권학회지**, 29, 145-181
- 최선호, 1990, "기업의 자본조달행태 분석을 통한 자본구조이론과 자본조달이론의 재조명," **재무연구**, 3, 45-60
- Bradley, M., G. Jerrell, E. Kim. 1984, "On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence,"

- Journal of Finance* 39, 857-878
- Haugen, R. and L. Senbet, 1978, "The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure," *The Journal of Finance* 33, 383-393
- Jalilvand, A. and R. Harris, 1984, "Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study," *Journal of Finance* 39, 127-145
- Lamont, O., 1997, "Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets," *Journal of Finance* 52, 83-109
- Mackie-Mason, J. 1990, "Do taxes affect corporate financing decisions?" *Journal of Finance* 45, 1471-1494
- Miller, M. and F. Modigliani, 1966, "Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry, 1954-57" *American Economic Review* 57, 333-391
- Myers, S. and N. Majluf, 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics* 13, 187-221
- Shyam-Sunder, L. and S. Myers, 1999, "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure," *Journal of Financial Economics* 51, 219-244
- Smith, C. and R. Watts, 1992, "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies," *Journal of Financial Economics* 32, 263-292
- Titman, S. and R. Wessels, 1988, "The determinants of capital structure choice," *Journal of Finance* 43, 1-19

## Cash from Operations, Source of Cash Requirements and Financing Policy

Yoon, Soon Suk\*

### Abstract

This paper hypothesizes that firms will employ different financing policies depending on the level of cash from operations and the source of cash requirements, and empirically analyzes the hypothesis using 3,628 firm-year observations. The paper also empirically examined whether the pecking order theory and the static tradeoff theory work well for the Korean firms. Most of the Korean firms are highly leveraged. Therefore, the paper hypothesizes that especially the pecking order theory will not work well in explaining the financing policies of the Korean firms.

This paper documents that the Korean firms finance cash requirements in the order of cash inflows from investment activities, cash flows from operations and cash inflows from financing activities. The results indicate that the pecking order theory fails to explain the financing policies of the Korean firms, and that we need to include in the financing model not only debt financing variable but also other major variables like cash inflows from investment activities and equity financing. The static tradeoff theory has a relatively high explanatory power than the pecking order theory for the Korean firms. However, care should be taken in interpreting the results since the static tradeoff model is likely to have a high explanatory power by construction since it uses a three-year moving average debt ratio as target debt ratio.

One of the major finding of the study suggests that the Korean firms tend to employ matching financing policy. In other words, firms with large capital expenditures depend

---

\* Professor, Department of Business Administration, Chonnam National University.

heavily on cash inflows from investment activities while firms with large debt redemption requirements depend heavily on cash inflows from financing activities.

I dichotomized the sample into pre- and post-financial crisis period groups, big and small firm groups, tight and loose financial slack groups, and so forth and reran the tests for sensitivity analyses. The results were robust irrespective of many sensitivity analyses.

**Key Words:** Cash from operations, cash deficit, pecking order theory, static tradeoff theory, matching financing strategy.