

경영학석사 학위논문

우리나라 상장 외항선사의 현금흐름  
특성에 관한 연구

A Study on the Characteristics of Cash flow for Korean Shipping  
Companies Listed on the Stock Market

지도교수 안 기 명

2005년 2월

한국해양대학교 대학원

해운경영학과

박준기

## < 목 차 >

제1장 서론 .....	1
제1절 연구의 배경과 목적 .....	1
제2절 연구내용과 연구방법 .....	2
제2장 현금흐름에 관련한 이론적 고찰과 기존연구 .....	3
제1절 현금흐름과 현금흐름분석 .....	3
1. 현금흐름 .....	3
2. 현금흐름분석 .....	4
3. 현금흐름비율 .....	5
제2절 기존연구의 검토 .....	11
1. 미래현금흐름예측력에 관한 연구 .....	11
2. 주가변동 및 주가수익률에 관한 연구 .....	13
3. 현금흐름비율 및 현금흐름특성에 관한 연구 .....	17
제3장 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름 현황분석 .....	19
제1절 외항해운업의 특성 .....	19
1. 해운산업의 경영적 특성 .....	19
2. 외항해운업의 회계적 특성 .....	20
제2절 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름증감의 특성 .....	21
1. 우리나라 제조업의 현금흐름증감 특징 .....	21
2. 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름증감 특징 .....	22
제3절 우리나라 상장 외항선사의 영업현금흐름의 특성 .....	25
1. 우리나라 제조업의 영업현금흐름 특징 .....	25
2. 우리나라 상장 외항선사의 영업현금흐름의 특징 .....	26

제4절 우리나라 상장 외항선사의 투자현금흐름의 특성 .....	29
1. 우리나라 제조업의 투자현금흐름의 특징 .....	29
2. 우리나라 상장 외항선사의 투자현금흐름의 특징 .....	30
제5절 우리나라 상장 외항선사의 재무현금흐름의 특성 .....	34
1. 우리나라 제조업의 재무현금흐름의 특징 .....	34
2. 우리나라 상장 외항선사의 재무현금흐름의 특징 .....	34
제6절 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름비율 .....	38
1. 제조업 현금흐름비율 .....	38
2. 현금흐름수익성비율 .....	40
3. 현금흐름안정성비율 .....	45
4. 현금흐름표 항목간 현금흐름비율 .....	51
제4장 현금흐름정보의 유용성에 관한 실증분석 .....	57
제1절 연구모형과 연구가설 .....	57
1. 연구모형 .....	57
2. 연구가설 .....	59
제2절 실증분석 .....	60
1. 자료수집과 분석방법 .....	60
2. 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 정보 유사성 검증 .....	62
3. 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 정보 유용성 검증 .....	63
제5장 결론 .....	70
제1절 실증분석결과 요약 .....	70
제2절 연구의 한계와 향후 연구방향 .....	71
참고문헌 .....	72

## < 표 목 차 >

<표 3-1> 우리나라 제조업의 요약 현금흐름표 .....	22
<표 3-2> 우리나라 상장 외항선사의 요약 현금흐름표 .....	23
<표 3-3> 총자산으로 표준화한 현금흐름증감액 .....	24
<표 3-4> 우리나라 제조업의 요약 영업현금흐름 .....	26
<표 3-5> 우리나라 상장 외항선사의 요약 영업현금흐름 .....	27
<표 3-6> 총자산으로 표준화한 영업현금흐름 .....	28
<표 3-7> 우리나라 제조업의 요약 투자현금흐름 .....	30
<표 3-8> 우리나라 상장 외항선사의 요약 투자현금흐름 .....	31
<표 3-9> 총자산으로 표준화한 투자현금유출입액 .....	32
<표 3-10> 우리나라 제조업의 요약 재무현금흐름 .....	34
<표 3-11> 우리나라 상장 외항선사의 요약 재무현금흐름 .....	35
<표 3-12> 총자산으로 표준화한 재무현금유출액 .....	36
<표 3-13> 우리나라 제조업의 평균 재무항목 .....	38
<표 3-14> 우리나라 제조업의 평균 현금흐름비율 .....	39
<표 3-15> 현금흐름수익성비율산정을 위한 재무항목 .....	40
<표 3-16> 주당영업현금흐름 .....	41
<표 3-17> 이익의 질비율 .....	42
<표 3-18> 당기순이익 대 영업활동현금흐름 .....	42
<표 3-19> 매출액 영업현금흐름비율 .....	43
<표 3-20> 총자산 영업현금흐름비율 .....	44
<표 3-21> 현금흐름안정성비율산정을 위한 재무항목 .....	45
<표 3-22> 영업현금흐름 총부채보상비율 .....	47
<표 3-23> 영업현금흐름 대 차입금 .....	48
<표 3-24> 영업현금흐름 유동성비율 .....	49
<표 3-25> 현금보상비율 .....	49

<표 3-26> 영업현금흐름 이자보상비율 .....	50
<표 3-27> 현금흐름비율산정을 위한 재무항목 .....	51
<표 3-28> 영업현금흐름 부채상환비율 .....	52
<표 3-29> 유형자산투자지출액 보상비율 .....	53
<표 3-30> 투자활동현금지출액 보상비율 .....	54
<표 3-31> 2003년도 현금흐름충분성비율 .....	55
<표 4-1> 분석대상 재무비율 .....	61
<표 4-2> 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 순위상관관계 .....	62
<표 4-3> EVA지표와 전통적 재무비율의 순위상관관계 .....	64
<표 4-4> EVA지표와 현금흐름비율의 순위상관관계 .....	65
<표 4-5> EV지표와 전통적 재무비율의 순위상관관계 .....	66
<표 4-6> EV지표와 현금흐름비율의 순위상관관계 .....	67

## < 그림 목 차 >

<그림 4-1> 연구모형 .....	58
---------------------	----

# ABSTRACT

## **A Study on Characteristics of Cash flow for Korean Shipping Companies Listed on the Stock Market**

Park, Joon Gie

Department of Shipping Management

The Graduate School

Korea Maritime University

Shipping industry is very different from other industries in operating, investing and financing activities due to the characteristics of the industry. However, despite it has been carrying out many studies of cash flow for other industries, there have been nearly performed a study of cash flow for korean shipping companies.

Accordingly, the purpose of this study is to check the characteristics of cash flow for korean shipping companies listed on stock market, and to examine the usefulness of cash flow information against corporate valuation index.

To accomplish the purpose of this study,

Firstly, the characteristics of korean shipping companies listed on the stock market are checked by comparing cash flow statement and cash flow ratio with the average of manufacturing businesses.

Secondly, the usefulness of cash flow information is examined by analyzing spearman's rank correlation coefficient on classical

financial ratio with cash flow ratio, and both classical financial ratio group and cash flow ratio group with corporate valuation index(EVA, EV).

The results of this study can be summarized as follows;

Firstly, it was showed that, in cash flow statement standardized by total asset, cash flow from operating activities(CFO) was higher, the cash outflow from investing activities(COFI) was lower, and cash outflow from financial activities(COFF) was higher than the average of manufacturing businesses, and in cash flow ratio, profitability was more variable, long-term debt repayment capacity was lower, and short-term debt repayment capacity was higher than the average of manufacturing businesses. it is concluded that korean shipping companies listed on the stock market have been superior to manufacturing businesses in generating CFO. But the companies have taken negative policy in investing and financing activities.

Secondly, it was established that the classical financial ratio only about operating income was significantly correlated with that of cash flow ratio. It is concluded that the information of classical financial ratio is not similar to the information of cash flow ratio.

Thirdly, it was showed that classical financial ratio group was more significant correlated with EVA(economic value added) than cash flow ratio group, but two groups had similar extent of correlation with EV(enterprise value). It is concluded that cash flow ratio is not superior to classical financial ratio in the corporate valuation.

# 제1장 서론

## 제1절 연구의 배경과 목적

1980년대 이후 세계적인 경기불황에 따른 기업의 자본구조악화 및 지급능력의 저하, 연속적인 기업도산 등으로 인해 기업가치평가를 위한 수익성 및 안정성분석에 있어 현금흐름정보의 중요성이 부각되면서 1987년 미국의 재무회계기준위원회(FASB)에서 현금흐름표의 작성 및 공시를 요구하였고 1992년 국제회계기준위원회(IASC)에서 현금흐름표를 기본재무제표로 인정하는 등 전 세계적으로 현금흐름표의 공시가 제도화 되었다. 이에 따라 우리나라도 1994년도 결산보고 대상 재무제표에서 기존의 재무상태변동표를 대신하여 현금흐름표의 작성 및 공시가 의무화되면서 현금흐름정보의 중요성을 인식하게 되었다. 특히 IMF체제 이후 관치금융 및 대기업우선 대출 관행이 점점 사라지면서 기업의 수익성과 재무적 건전성과 대한 관심이 증대됨에 따라 현금흐름정보에 대한 욕구는 한층 강화되었고 그에 따른 현금흐름에 대한 연구도 활발하게 이루어지고 있다.

하지만 우리나라 해운기업은 일반 제조업에 비해 상대적으로 높은 고정자산비율과 부채비율, 경기변화에 따른 매출의 민감성, 선박취득에서의 리스형태로 인한 높은 이자부담, 환율변화에 따른 자금조달비용 및 수익의 변동 등의 산업적 특성으로 인해 현금흐름정보에 관심과 중요성이 높음에도 불구하고 현재 우리나라 해운산업의 현금흐름정보에 관한 연구는 거의 이루어지지 않고 있는 실정이다.

이에 본 연구에서는 먼저 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름의 특성을 살펴본 다음 발생주의회계정보와 비교하여 현금흐름정보의 유용성을 알아봄으로써 궁극적으로 우리나라 해운기업의 효율적 현금흐름관리에 일조하고자 한다.

## 제2절 연구내용과 연구방법

본 연구의 목적달성을 위한 연구내용과 연구방법은 다음과 같다.

제2장에서는 현금흐름 및 현금흐름정보에 대한 문헌과 기존연구를 고찰함으로써 현금흐름정보의 유용성에 대해 알아보고자 하였다.

제3장에서는 금융감독원 공시자료와 한국은행의 기업경영분석 자료를 이용하여 우리나라 상장 외항선사와 일반 제조업 및 상장 조선업의 최근 4년간(2000년~2003년) 활동별 현금흐름과 현금흐름비율을 비교분석함으로써 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름특성을 진단하고자 하였다.

제4장에서는 금융감독원 공시자료를 이용하여 우리나라 상장 외항선사의 최근 4년간(2000년~2003년) 전통적 재무비율과 현금흐름비율을 도출한 후 스피어만 순위상관분석을 통해 두 재무비율 간의 정보유사성을 알아보고 또한 한국신용평가정보(KIS)의 기업분석 자료를 이용하여 기업가치척도로 이용되는 EVA 및 EV지표에 대한 각 재무비율군의 스피어만 순위상관분석을 실시하여 기업가치평가에 대한 현금흐름정보의 유용성에 대해서 알아보고자 하였다.

## 제2장 현금흐름에 관련한 이론적 고찰과 기존연구

### 제1절 현금흐름과 현금흐름분석

#### 1. 현금흐름

##### 1) 현금흐름

현금흐름이란 기업을 중심으로 발생하는 현금의 유입과 유출의 동태적인 개념이다. 이러한 현금흐름은 다양하게 정의될 수 있는데 Jaedicke와 Sprouse<sup>1)</sup>에 따르면 첫째, 현금계정의 역사적 변동(historical changes in the cash account)으로 기업활동에 의한 현금의 실제적 유입과 유출을 나타낸다. 현행 기업회계실무에 따라 작성되는 현금흐름표상의 개념이다. 둘째, 미래 일정시점에서 이용 가능한 현금잔액을 예측하기 위한 현금예산(cash budgeting)으로 투자안과 관련된 회수기간, 내부수익률, 할인된 현금흐름율, 순현재가치 등의 투자안 평가기준을 측정하는데 이용되는 개념이다. 과거의 현금흐름이 현금계정 잔액의 역사적 변동을 설명하는 데 중점을 둔다면 현금예산은 현금계정 잔액의 미래변동에 중점을 둔다. 셋째, 세후순이익에 감가상각비를 가산한 영업활동으로 인한 운전자금흐름(working capital flow from operation)개념으로 비현금항목이 포함된 운전자금의 순변화를 나타낸다.

---

1) R. K. Jaedicke and R. T. Sprouse, *Accounting Flows: Income, Fund and Cash*, Prentice Hall, 1965, pp.108-118.

## 2) 현금흐름의 분류

일반적으로 현금흐름은 기업의 각 경영활동에 따라 영업활동, 투자활동, 그리고 재무활동으로 인한 현금흐름으로 구분한다. 영업활동으로 인한 현금흐름은 재화의 생산 및 판매, 용역의 제공, 그리고 이익결정에 포함되는 기타 기업활동에서 발생하는 현금흐름이고 투자활동으로 인한 현금흐름은 고정자산, 투자자산, 기타자산에 대한 투자 및 처분 등과 관련된 현금흐름이다. 재무활동으로 인한 현금흐름은 소유주의 출자, 소유주에 대한 자본환급, 자금의 차입 및 상환 등과 관련된 현금흐름이다.

현금흐름회계를 자본예산과 재무보고에 필요한 현대적인 개념을 도입하기 위해 Ijiri<sup>2)</sup>는 현금흐름회계의 개념구조 확립을 위해 현금흐름을 투자현금흐름(investment cash flows)과 재무현금흐름(financing cash flows)으로 구분하고 또한 자본예산과 기타 내부재무계획을 위해 고유현금흐름(proper cash flows), 의제현금흐름(constructive cash flows), 잉여현금흐름(residual cash flows)로 구분하였다.

우리나라의 경우 ‘기업회계기준’ 제 81조에서 현금흐름을 영업활동으로 인한 현금흐름, 투자활동으로 인한 현금흐름, 재무활동으로 인한 현금흐름으로 구분하고 여기에 기초의 현금을 가산하여 기말의 현금을 산출하는 형식으로 표시하도록 규정하고 있다.

## 2. 현금흐름분석

현금흐름분석은 기업현금의 조달과 사용에 관련하여 포괄적인 현금흐름의 내용과 변동원인, 현금창출능력에 대한 분석을 중심으로

---

2) Y. Ijiri, "Cash Flow Accounting and Its Structure", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Summer 1978, pp.331-348.

기업의 재무적 건전도를 평가하는 분석체계를 말한다.<sup>3)</sup>

기업이해관계자들이 기업의 재무건전성을 평가할 때 투자자들은 재무제표자료를 이용하여 계산된 재무비율을 통한 수익성분석에 중점을 두지만 채권자는 수익성분석보다는 유동성분석을 중요시하며 경영자의 입장에서 성장전략수립 시 현금흐름의 변동원인이나 현금 창출능력은 중요한 정보가 된다. 실제로 신용분석이나 부실예측에 있어 현금흐름비율의 유용성이 나타나는 것을 볼 수 있다.

Viscione<sup>4)</sup>의 연구에 따르면 재무부실기업의 경우 영업활동으로 인한 양(+)<sup>5)</sup>의 현금흐름은 매출채권과 재고자산의 중대한 감소와 매입채무와 미지급비용의 중대한 증가로 인해 발생하며 유동자산과 유동부채의 변화의 양(+)<sup>5)</sup>의 현금흐름액에 대한 설명력은 당기 매출액의 설명력과 유사한 것으로 나타났다.

### 3. 현금흐름비율

현금흐름표의 작성이 최근 들어 시작되어 전통적 재무비율에 비해 현금흐름비율은 그 역사가 짧고 표준화 정도가 약하다. 따라서 현재까지 학자들에 의해 개발된 현금흐름비율도 그 비율이 제시하는 정보의 유용성에 관한 일반적인 합의가 이루어지지 못하고 있는 실정이다. 현재까지 발표된 현금흐름비율을 크게 수익성지표와 안정성지표에 따라 구분하면 다음과 같다.<sup>5)</sup>

#### 1) 현금흐름수익성비율

---

3) 장영광, 「경영분석」, 무역경영사, 1999, p.182.

4) J.A. Viscione, "Assessing Financial Distress", *The Journal of Commercial Bank Lending* 67(11), 1985, pp39-55.

5) 윤주석, "현금흐름표와 비율분석", 「산경연구」, 14권 1호, 1998, pp.26-33.

### ① 주당현금흐름비율

주당현금흐름비율(Cash flow per share of common stock ratio)은 주당순이익에 비교되는 현금흐름비율로 기업의 금융비용, 배당금 및 부채의 지급능력을 평가하는데 유용한데 이 비율이 높을수록 기업의 지급능력이 양호한 것으로 판단된다.

$$\text{주당현금흐름} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{보통주의 가중평균유통주식수}}$$

### ② 주가영업현금흐름비율

주가영업현금흐름비율(Price to cash flows from operation)은 주가·이익배수(PER)에 비교되는 현금흐름비율로 현재의 주가가 1주당 영업현금흐름의 몇 배 수준인가를 나타낸다. PER가 높다는 것은 기업의 주당순이익에 비해 투자자들이 평가하는 주가가 높다는 것을 의미한다. 이 비율이 높을수록 기업의 미래 영업현금흐름창출능력과 성장가능성에 대해 투자자들이 높은 기대를 가진다고 볼 수 있다.

$$\text{주가영업현금흐름비율} = \frac{\text{주가}}{\text{주당영업현금흐름}}$$

### ③ 현금흐름이익률

현금흐름이익률(Cash flow margin ratio)은 매출액순이익률에 비교되는 현금흐름비율로서 기업의 전체적인 효율성과 경영성과를 측정하는 것으로 매출을 통한 현금창출능력을 나타낸다. 부채상환, 배당금지급 및 설비투자를 위해서는 현금이 필요하므로 매출을 통한 현금창출능력이 나타내는 지표인 현금흐름이익률이 높을수록 기업의 지급능력이 양호한 것으로 평가된다.

$$\text{현금흐름이익률} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{매출액}}$$

한편 총자산순이익률에 비교되는 현금흐름비율로 총자산현금이익률도 기업의 총자산에 대한 현금창출능력을 나타낸다.

$$\text{총자산현금흐름이익률} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{평균총자산}}$$

### ⑤ 매출의 질비율

매출의 질비율(Quality of sales)은 매출채권회전율과 비교되는 현금흐름비율로 기업의 대금회수성과를 반영한다. 매출로부터 현금유입액이 많을수록 매출에 대한 수익이 최종실현되었다고 볼 수 있으며 매출채권관리에 대한 투자가 최소화되는 것으로 볼 수 있다. 이 비율이 높을수록 매출채권의 회수가 잘 이루어진다고 판단된다.

$$\text{매출의 질비율} = \frac{\text{매출로부터의 현금유입액}}{\text{매출액}}$$

### ⑥ 이익의 질비율

이익의 질비율(Quality of income ratio)은 영업활동으로 인한 현금흐름을 당기순이익으로 나누어서 계산하는데 이는 영업을 통해 실현된 현금이 당기순이익에 어느 정도를 차지하는가를 나타낸다.

이익의 질비율을 통해 기업의 회계적 성향에 대해 판단할 수 있는데 이 비율이 높을수록 기업이 수익인식에 보수적이라고 볼 수 있다. 한국은행의 기업경영분석에서 사용되는 영업현금흐름 대 당기순이익비율의 역수이다.

$$\text{이익의 질비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{당기순이익}}$$

## 2) 현금흐름안정성비율

### ① 현금흐름총부채보상비율

현금흐름총부채보상비율(Cash flow total liabilities coverage ratio)은 영업활동으로 인한 현금흐름으로 총부채를 어느 정도 충당할 수 있는가를 나타낸다. 이 비율이 높을수록 기업의 부채상환능력이 우수한 것으로 판단되며 장기지급능력 또한 양호하다고 볼 수 있다. 한편 이 비율이 높을수록 기업환경변화에 대한 기업의 현금창출능력을 나타내는 기업의 재무적 융통성도 우수하다고 볼 수 있다.

$$\text{현금흐름총부채보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{평균총부채}}$$

한편 현금흐름총부채보상비율이 대차대조표 상의 부채에 대한 상환능력을 측정하는 것이라면 현금흐름표에서 제공되는 정보로만 기업의 부채지급능력을 측정하는 현금흐름부채상환비율이 있다. 이 비율은 영업활동으로 인한 현금흐름을 기업이 해당연도의 실제 부채상환액으로 나누어서 계산된다. 이 비율이 높을수록 기업의 부채상환능력이 양호한 것으로 판단된다.

$$\text{현금흐름부채보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{부채상환액}}$$

### ② 현금흐름유동성비율

현금흐름유동성비율(Cash flow liquidity ratio)은 영업활동으로 창출된 현금으로 당기상환부채를 어느 정도 보상하는가를 나타낸다. 이 비율이 높을수록 기업의 단기부채상환능력이 양호한 것으로 볼 수 있다.

$$\text{현금흐름유동성비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{평균유동부채}}$$

### ③ 현금흐름이자보상비율

현금흐름이자보상비율(Cash flow interest coverage ratio)은 이자보상비율에 비교되는 현금흐름비율로 이자와 법인세 지급액 차감전 영업활동으로 인한 현금흐름을 이자지급액으로 나누어서 계산한다. 즉 영업활동으로 인한 현금흐름은 실제로 지급된 이자와 법인세가 차감되었기 때문에 이자상환에 사용가능한 영업활동으로 인한 현금흐름에 가산된다. 이 비율이 높을수록 기업의 이자지급능력이 양호한 것으로 판단되는데 최소한 1.0 이상이어야 한다. 1.0 이하라면 영업을 통해 창출된 현금으로 이자를 지급하지 못하는 상황이 되어 향후 차입능력에 문제가 발생할 수도 있다.

$$\text{현금흐름이자보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름} + \text{이자 및 법인세 지급액}}{\text{이자지급액}}$$

### ④ 자본적지출액보상비율

자본적지출액보상비율(Capital expenditure coverage ratio)은 영업활동으로 인한 현금흐름을 연간 자본적지출액으로 나누어서 계산하는데 기업의 설비투자능력을 평가할 수 있는 지표이다. 자본적지출에는 유형·무형자산의 신규취득과 기존자산의 증가분, 타기업의 인수·합병 대금이 포함된다. 이 비율은 기업의 재무적 융통성과 장기지급능력의 측정지표로도 이용되는데 이 비율이 높을수록 기업의 외부자금에 대한 의존도가 낮고 1.0 이상이면 해당연도의 자본적지출액을 초과하는 현금으로 추가설비투자나 고정부채상환이 가능하다고 볼 수 있다.

$$\text{자본적지출액보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{연간 자본적지출액}}$$

한편 한국은행의 기업경영분석에서 사용되는 것으로 전체 투자활동지출액에 대한 영업활동으로 창출된 현금흐름비율과 자본적지출액에서 유형자산에 투자한 지출액에 대한 영업활동으로 인한 현금흐름비율도 있다.

#### ⑤ 배당금보상비율

배당금보상비율(Cash flow dividend coverage ratio)은 영업활동으로 창출된 현금으로 배당금지급액을 어느 정도 보상하는가를 나타내는 지표이다. 이 비율이 1.0보다 낮다면 기업의 배당금지급액보다 영업활동으로 인한 현금흐름이 낮다는 것을 의미하므로 배당금지급을 위해 투자활동이나 재무활동으로 통해 현금을 조달하였다고 볼 수 있다. 한편 배당금지급은 기업의 재량적인 사항이므로 순부채상환액을 영업현금흐름에서 먼저 차감한 후 배당금보상정도를 측정할 수도 있다.

$$\text{배당금보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{배당금지출액}}$$

#### ⑥ 현금흐름충분성비율

현금흐름충분성비율(Cash flow adequacy)은 기업의 1회계연도에 대한 현금흐름표의 분석이 아니라 여러 기간 동안의 현금흐름에 대한 분석을 위한 비율로서 영업활동으로 인한 현금흐름을 자본적지출액, 재고자산 증가액, 현금배당금으로 나누어서 계산한다. 이때 각 금액은 여러 기간 동안의 금액을 합산하여 계산하는데 대체로 5회계연도분을 사용한다. 이는 경기변동의 영향이나 현금흐름의 불규칙

적인 변동에 따른 영향을 완화시키기 위한 것이다.

현금흐름충분성비율 =

$$\frac{\text{영업현금흐름 5년분 합계}}{\text{자본적지출액 + 재고자산의 증가 + 배당금지금액의 5년분 합계}}$$

이와 유사하게 고정부채의 상환과 자산의 구입 그리고 배당금지금액에 대한 영업활동으로 인한 현금흐름의 비율을 측정하기도 한다. 이때에는 3회계연도분 이상을 사용할 수도 있다.

한편 현금재투자비율도 현금흐름의 충분성을 측정할 수 있는데 이 비율은 영업활동으로 창출된 내부유보현금이 영업활동에 직접 사용되는 고정자산과 영업활동의 성장에 필요한 운전자본에 어느 정도 재투자되고 있는가를 측정한다. 보통 10%정도이면 양호한 것으로 평가된다.

$$\text{현금재투자비율} = \frac{\text{영업현금흐름} - \text{배당금}}{\text{고정자산} + (\text{유동자산} - \text{고정부채})}$$

## 제2절 기존연구의 검토

### 1. 미래현금흐름예측력에 관한 연구

Bowen, et. al(1986)<sup>6)</sup>은 회계이익과 여러 형태의 현금흐름변수 중 미래의 현금흐름을 어느 것이 미래현금흐름을 더 정확히 예측할 수 있는가를 검증하였다. Bowen 등은 연구에서 현금흐름을 특별항목차감전 이익에 감가상각비를 가산한 현금흐름(NIDPR), NIDPR에서 고정자산처분이익·지분법에 의한 투자자산의 손익·할인(증)액

6) Bowen, R.D Burgstahler and L. Daley, "Evidence on the Relationships Between Earnings and Various Measures of Cash Flows", *The Accounting Review*, October 1986, pp.713-725.

상각·이연세금을 제외한 금액(WCFO), 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO) 등으로 구분하여 정의하여 미래현금흐름예측에 있어 회계이익과의 예측력을 비교하였다. 연구결과 WCFO와 NIDPR로 정의된 현금흐름이 회계이익에 비해 미래현금흐름의 예측능력이 우월한 것으로 나타났다.

한편 Greenberg, et. al(1986)<sup>7)</sup>은 연구에서 현금흐름을 운전자본에 유동자산의 변동을 차감하고 유동부채의 변동을 가산한 값으로, 회계이익은 특별항목·기처분영업차감전 이익으로 정의하여 회계이익과 현금흐름의 미래현금흐름예측력에 대한 검증하였다. 검증을 위해 전년도 회계이익과 현금흐름을 각각 독립변수로 하고 미래현금흐름을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과 회계이익이 현금흐름보다 우월한 미래현금흐름예측력이 가지는 것으로 나타나 Bowen 등과는 다른 결과를 보였다.

우리나라의 경우 최정호(1991)<sup>8)</sup>는 연구에서 현금흐름을 고정자산상각비를 가산한 당기순이익, 영업활동에서 조달된 운전자본, 영업활동에서 조달된 현금, 투자활동 후의 현금, 현금잔액으로 정의하여 실증분석한 결과, 회계이익은 투자활동 후의 현금으로 정의한 현금흐름과의 비교에서만 미래현금예측력이 우월한 것을 나타냈다. 즉, 현금흐름의 개념을 어떻게 정의하는가에 따라 회계이익과 현금흐름의 미래현금흐름예측력에 대한 결과가 다르게 나타날 수 있다는 것을 의미한다.

김정연(1999)<sup>9)</sup>은 현금흐름표 공시가 시작된 1994년부터 IMF체제

---

7) R. Greenburg, G. Johnson and K. Ramesh, "Earnings versus Cash Flow as a Predictor of Future Cash Flow Measures", *Journal of Accounting Auditing & Finance*, Fall 1986. pp.266-277.

8) 최정호, "우리나라 기업의 미래현금흐름을 예측하기 위한 회계이익과 현금흐름변수의 비교분석에 관한 연구", 「회계학연구」, 제13호, 1999, pp.25-47.

9) 김정연, "기업의 현금흐름 예측치로서의 현금흐름과 회계이익", 「경영학연구 논문집」, 제6권 1호, 1999, pp.55-70.

이전인 1996년까지 우리나라 업체 550개 사의 3년간 재무자료를 이용하여 미래현금흐름의 예측에 회계이익과 현금흐름 중 어느 것이 더 우월한가에 대해 실증적으로 검증하였다. 연구에서 회계이익변수로는 손익계산서 상의 당기순이익, 법인세차감전 순이익, 경상이익, 영업이익을, 현금흐름변수에는 현금흐름표 상의 영업활동으로 인한 현금흐름, 투자활동으로 인한 현금흐름을 사용하여 연도별 증감액 기준과 연도별 증감율 기준으로 나누어 두 변수군 간의 스피어만 순위상관분석을 실시하고 또한 회계이익과 현금흐름의 미래현금흐름의 예측능력을 비교하기 위해 랜덤워크 모델을 이용 단순선형모델을 이용한 예측오차에 대한 분석도 병행하였다. 연구결과 현금흐름변수와 회계이익변수는 상관관계계수가 영업현금흐름은 0.13 이상으로 낮았지만 통계적으로 유의한 관계가 있으나 투자현금흐름은 통계적으로 유의하지 못한 것으로 나타났다. 미래현금흐름예측능력 분석에 있어서는 영업이익이 영업현금흐름을 예측하는데 있어 가장 적은 절대예측오차율의 중앙값을 보여 가장 우월한 것으로 나타났다.

## 2. 주가변동 및 주가수익률에 관한 연구

Ball과 Brown(1968)<sup>10)</sup>은 현금흐름의 개념을 당기순이익에 감가상각비와 무형고정자산상각을 가산한 금액으로 정의하고, 현금흐름과 회계이익 중 어느 것이 주식수익률과 밀접한 상관관계가 있는가를 조사하였다. 연구결과 현금흐름 보다는 회계이익이 주식의 비기대수익률과 더 높은 상관관계가 있는 것으로 나타나 회계이익의 변화가 비기대수익률의 변화방향에 보다 더 나은 예측이 가능하다는 결론을 제시하였다.

10) R. J. Ball and Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn 1968, pp.159-178.

Patell과 Kaplan(1977)<sup>11)</sup>은 현금흐름을 영업활동으로 조달된 운전 자본으로 정의하고 현금흐름정보가 회계이익에 비해 더 큰 정보효과를 가지는가에 대한 연구에서 회계이익이 주가에 대한 정보효과를 통제 한 후 현금흐름변수의 증분정보효과를 조사하였다. 연구결과 현금흐름의 추가적 정보효과가 있는 것으로 나타났지만 회계이익과 현금흐름변수간의 상관관계가 높고 두 변수의 공시가 동시에 이루어진다고 가정하여 변수간의 다중공선성으로 인해 어느 한 변수가 증분정보효과를 가진다고 어렵다고 지적하였다.

Rayburn(1986)<sup>12)</sup>은 미래현금흐름예측에 대한 발생항목과 현금흐름의 예측력과의 비교를 통해 현금주의회계에 대한 발생주의회계의 유용성을 증명하고자 하였다. 순이익은 영업현금흐름에 발생조정항목을 가산한 것이기 때문에 발생항목이 현금흐름에 비해 미래현금흐름예측에 추가적인 정보효과가 존재한다면 순이익이 더 유용하다는 것이 간접적으로 증명되기 때문이다. 연구에서 월 추가수익률을 기준으로 계산된 12개월의 누적초과수익률을 종속변수로 하고 현금흐름과 발생조정항목을 설명변수로 하는 회귀분석을 실시한 결과 발생항목 중 유동발생항목은 주가의 누적초과수익률을 설명하고 있는 것으로 나타나 현금흐름이 제공하지 못하는 추가적인 정보를 제시한다고 결론지었다.

Wilson(1987)<sup>13)</sup>은 1981년과 1982년의 4/4분기의 자료를 대상으로 회계이익이 현금흐름정보에 비해 일반에 공개되는 시점이 다를 경우 별개의 사건으로 보고 순이익과 현금흐름의 상대적 정보효과를

---

11) J. A. Patell & R. Kaplan, "The International Information content of Cash Flow Data Relative to Annual Earnings", Stanford Univ., Working Paper, August 1997.

12) J. Rayburn, "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns", *Journal of Accounting Research*, 1986, pp.112-133.

13) G. Wilson, "The international Information Content of the Accrual and Components of Earnings after Controlling for Earnings", *The Accounting Review*, April 1987, pp.293-322.

분석하였다. 연구결과 현금흐름의 개념을 영업활동에서 조달된 운전 자본으로 정의할 경우 추가적인 정보효과가 없으나 영업활동으로 조달된 현금흐름으로 정의할 경우 추가적 정보내용이 있는 것으로 나타났다.

Bernard와 Stober(1989)<sup>14)</sup>은 1977년에서 1984년까지 8년간 총 32 분기의 자료를 이용하여 표본 수를 확대하여 Wilson연구를 재검토한 결과 Wilson의 연구결과와는 달리 재무제표 공시 후의 현금흐름 정보는 회계이익이 증가변동을 설명한 후의 증가변동을 설명함에 있어 설득력이 없는 것으로 나타나 Wilson의 연구가 일반화될 수 없음을 지적하였다. 하지만 연구에서 Bernard와 Stober는 순이익의 구성요소를 현금흐름과 유동성발생항목 및 비유동성발생항목으로 나누고 다시 유동발생항목을 채고자산, 수취채권, 지급채무부분으로 나누어 각각의 요소가 증가변동을 설명하는가에 대해 분석함으로써 순이익과 현금흐름요소가 기업가치에 어떠한 상관관계를 가질 것인가에 대한 논리적 구조를 파악하고 검증함에 의의가 있다.

우리나라의 경우 이상덕(1991)<sup>15)</sup>은 발생주의회계정보와 현금주의 회계정보의 추가수익률에 대한 상대적 정보가치를 알아보기 위해 주당순이익(EPS)을 발생주의회계의 대응변수로 설정하고, 현금주의 회계의 대응변수로는 영업활동에서 조달된 순현금(WCFO), 영업활동에서 조달된 현금흐름(NCFO), 고정자산 및 투자자산에 대한 투자 후의 현금흐름(CFAI)를 설정하여 "표준화된 CAR"와의 상호관련성에 대한 다중회귀분석을 실시한 결과 현금흐름 대응변수 모두 개별적으로는 회계이익에 추가정보제공능력이 없지만 WCFO에 유동자산과 유동부채에 관련된 발생조정항목을 가감한 결과 회계이익에

---

14) V. L. Bernard and T. L. Stober, "The Nature and Amount of Information In cash Flows and Accruals.", *The Accounting Review*, October 1989, pp.624-652.

15) 이상덕, "현금흐름정보의 유용성에 관한 연구", 경영학박사 학위논문, 경희대학교 대학원, 1999.

추가적인 정보제공능력이 있는 것으로 나타났다.

최관(1993)<sup>16)</sup>은 주식가격의 변화에 대한 회계이익과 현금흐름의 상대적 정보가치를 조사한 결과 회계이익과 현금흐름은 각각 개별적으로도 추가변동에 설명력을 지니지만 회계이익이 추가변동을 설명한 후에도 현금흐름은 추가변동에 설명력을 가지며 반대로 현금흐름이 추가변동을 설명하고 난 뒤에도 회계이익은 추가변동에 설명력을 보이는 것으로 나타나 회계이익과 현금흐름은 추가변동에 상호 공통된 정보와 함께 각각의 고유정보도 가지는 것으로 결론지었다.

이성원(2000)<sup>17)</sup>은 영업이익의 질지표에 따른 이익의 질적 차이가 추가반응에 유의적인 영향을 미치는가를 확인하여 현금흐름채무비율의 정보유용성에 대한 분석으로 현금흐름표를 포함한 재무제표의 각 항목을 조정하여 측정된 현금흐름채무비율을 통해 정의된 영업이익의 질지표의 크기에 따라 세 개의 집단으로 구분하여 집단간에 이익반응계수의 차이여부를 검증하였다. 이때 집단의 구분기준은 이익과 현금흐름이 거의 일치하는 집단 II를 기준으로 현금이 이익보다 많으면 집단 I, 현금이 이익보다 적으면 집단 III으로 구분한다.

연구는 크게 이단계로 이루어졌는데 먼저 비기대이익과 비정상수익률간의 관계만을 고려한 단순회귀분석에서 이익의 질이 가장 우수하여 이익반응계수가 가장 클 것이라고 예상한 집단 II의 이익반응계수만의 유의적으로 양의 값을 보였을 뿐, 집단 I과 집단 III은 이익반응계수의 부호도 일치하지 않고 통계적으로 유의적이지도 않았다. 다음으로 다중회귀분석에서는 세 집단 모두 이익반응계수는 양의 값을 보이지만 예상대로 집단 II만 유의한 것으로 나타났다.

---

16) 최관, “주식가격에 대한 회계이익과 현금흐름의 정보가치”, 「회계학연구」 제16호, 1993, pp.1-27

17) 이성원, “현금흐름채무비율을 이용한 영업이익의 질의 정보유용성에 관한 연구”, 경영학석사 학위논문, 서울대학교 대학원, 2000.

분석결과 영업활동으로 인한 현금흐름과 영업이익의 적절한 조정을 통해 측정된 영업이익의 질지표가 정보유용성을 가지고 있는 것으로 확인되었다.

### 3. 현금흐름비율 및 현금흐름특성에 관한 연구

Beaver(1966)<sup>18)</sup>는 재무비율의 판별력과 예측력을 검증한 결과 예측력이 가장 높은 비율이 총부채에 대한 현금흐름비율(현금흐름/총부채)임을 밝혔고 Largay와 Stickey(1980)<sup>19)</sup>도 당기순이익, 영업활동으로부터의 운전자본에 비해 기업도산예측에 보다 정확하고 적시성 있는 신호역할하는 것은 영업활동으로부터의 현금흐름이라고 밝혔다. 한편 Casey와 Bartczak(1985)<sup>20)</sup>은 연구에서 영업활동현금흐름 관련비율이 발생주의회계의 전통적 재무비율에 비해 우월하다고 볼 수 없지만 도산에 임박한 시점에서는 도산예측의 신호가 될 수 있다고 지적하였다.

우리나라의 경우 조종익(2002)<sup>21)</sup>는 우리나라 비상장 중소기업의 기업도산예측에서 현금흐름정보의 유용성을 평가하기 위해 먼저 현금흐름정보의 전통적 재무비율정보에 대한 개별적 정보 유용성을 검증한 다음 현금흐름정보와 전통적 재무비율정보가 통합된 경우의 정보의 증분예측력의 존재여부를 검증한 결과 기업도산예측에 있어 현금흐름정보의 개별적 사용보다는 전통적 재무비율정보와의 통합

---

18) W.H. Beaver, "Financial Ratio as Predictor of Failure", *Journal of Accounting Research*, 1966, pp.71-111.

19) J.A. Largay and C.P. Stickey, "Cash Flow, Ratio Analysis and W.T. Grant Company Bankruptcy", *Financial Analysts Journal*, July-August 1980, pp.51-54.

20) C. Cosey and N. Bartczk, "Using Operating Cash Flow Data to Predict Financial Distress; Some Extentions", *Journal of Accounting Research*, 1985, pp.384-401.

21) 조종익, "기업부실예측을 위한 현금흐름표의 유용성에 관한 연구", 경영학 석사 학위논문, 서울시립대 대학원, 2002.

한 기업도산예측모형이 보다 높은 예측력을 가지는 것으로 나타났다.

남영덕(2002)<sup>22)</sup>은 우리나라 정보산업의 현금흐름을 업종별로 구분하여 최근 5년간 업종별 현금흐름분석하고 사례분석을 통해 현금흐름의 기업부도예측과 기업현상의 척도로서의 특성을 실증적으로 재확인하였다. 분석결과 정보산업의 지속적 발전을 위해서 수시로 현금흐름분석을 실시하여 활동별 현금흐름의 조율을 통해 성장성과 현금유동성확보의 조화가 필요하다는 것을 제안하였고 영업현금흐름과 투자현금흐름의 지속적인 마이너스 현상은 부도예고의 징후로 판단할 수 있다고 하였다.

---

22) 남영덕, “우리나라 정보산업의 현금흐름 특성에 관한 연구”, 경영학석사 학위논문, 한양대학교 대학원, 2002.

# 제3장 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름 현황분석

## 제1절 외항해운업의 특성

### 1. 해운산업의 경영적 특성

#### 1) 국제성

해운산업은 전세계적으로 단일화된 완전경쟁시장, 외화중심의 거래결제, 해운기업의 다국적화 등 타 산업에 비해 국제성이 아주 강한 산업이라는 것이 특징이다. 이러한 해운산업의 국제성으로 인해 해운운임 및 용선가격의 결정에 국제적인 요인이 크게 작용하기 때문에 해운기업은 경기변동에 매우 민감하게 반응한다. 이러한 불확실한 해운환경에 직면한 해운기업의 의사결정은 장기적 수익성보다는 단기적인 현금흐름을 중요시하는 방향으로 이루어지는 것이 일반적인 추세이다.

#### 2) 자본집약성

해운산업은 주요 영업용자산이 선박으로 선박확보에 막대한 자금이 투입되는 자본집약적 산업이다. 높은 자본집약성은 해운기업의 자본조달에 큰 영향을 미치는데 자본규모가 크고 산업이 안정적이며 조달된 자본으로 확보되는 자산인 선박의 환가성이 높은 특징 때문에 타인자본의 조달이 용이하여 타인자본 의존률이 높은 산업이다. 이러한 재무구조의 취약성에 따른 재무위험에 대비하여 해운기업의 의사결정자들은 단기적 안정성지표로서 당해 회계기간 동안

의 현금흐름을 더 중요시하고 있다.

## 2. 외항해운업의 회계적 특성

### 1) 자산 및 부채구조

#### ① 높은 고정자산비율

외항해운기업은 총자산에서 차지하는 고정자산의 비율이 매우 높은 반면 재고자산의 비율은 극히 미미하다. 즉, 일반 제조업과는 달리 고정자산의 대부분은 수익창출 수단인 선박이 차지하고 있고 운송서비스 산업이므로 서비스의 특성에 따라 생산과 동시에 소멸되는 성질을 가지고 있으므로 해운기업은 저장품 성질의 유류재고나 선용품 재고만을 가지고 있다.

#### ② 높은 부채비율

외항해운기업의 영업수단인 선박취득에 대규모 자금이 소요되기 때문에 자본조달에서 타인자본의 비중이 높아질 수 밖에 없는데 이러한 부채비율의 증가는 금융기관이 이자율을 높이거나 대출을 꺼려하게 되는 등 외항 해운기업의 타인자본 조달비용을 부적절하게 높여 경영여건에 악영향을 미칠 수 있다. 또한 외항해운기업은 부채의 상당액을 해외자본에 의존하기 때문에 외환거래의 비중이 높아 환율변동에 따른 타인자본 조달비용에도 크게 영향을 받는다.

### 2) 수익과 비용

### ① 수익/비용 인식기준의 다양성

해운회계에 있어서 수익의 인식기준은 화물선적기준, 본선출항기준, 항해진행기준, 항행완료기준 등 일반 재무회계에서는 볼 수 없는 특이한 기준이 선택적으로 적용된다.

### ② 수익/비용의 특수성

외항해운업은 대부분의 운송계약이 외화로 이루어져 수익이 외화로 창출되고, 매출원가의 대부분이 선박들이 국외 운송서비스를 제공하는 기간 중에 발생함으로 외항해운기업의 외화에 의한 수익과 외화에 의한 영업비용의 대응성이 매우 높다.

## 제2절 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름증감의 특성

### 1. 우리나라 제조업의 현금흐름증감 특징

우리나라 제조업의 최근 4년간(2000년~2003년) 평균 현금흐름표를 요약하면 <표 3-1>과 같다.

<표 3-1> 우리나라 제조업의 요약 현금흐름표

(단위:년/억원)

내역	2000	2001	2002	2003
영업활동	104.8	84.9	127.0	116.1
투자활동	-91.4	-59.5	-73.6	-86.4
재무활동	-9.4	-21.3	-47.6	-19.0
현금증감	4.0	4.2	5.8	10.6

※ 자료출처 : 한국은행, 「기업경영분석」, 2000년-2003년.

<표 3-1>에서 최근 4년간 우리나라 제조업의 현금흐름을 살펴보면 2001년도에는 경기악화로 인한 영업현금흐름의 감소에도 불구하고 전반적인 투자부진으로 투자현금흐름 순유출액이 큰 폭으로 감소하여 현금증감액은 전년과 거의 동일한 수준을 보이는 것으로 나타났다. 2002년도에도 투자현금흐름 및 재무현금흐름의 순유출액은 증가하였지만 수익성 호조로 전년 대비 약 50%의 영업현금흐름의 증가로 현금증감액도 증가하였다. 2003년도에는 영업현금흐름이 전년보다 다소 감소하였지만 재무현금흐름 순유출액이 크게 감소하여 전체 현금증감액은 전년 대비 80% 이상의 증가율을 보였다.

전반적으로 2000년도 이후 계속적으로 현금증감액이 양의 값을 유지하고 있어 최근 4년간 우리나라 제조업의 현금흐름은 안정적이라고 할 수 있다.

## 2. 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름증감 특징

우리나라 상장 외항선사의 최근 4년간(2000년~2003년) 현금흐름표를 요약하면 <표 3-2>와 같다.

<표 3-2> 우리나라 상장 외항선사의 요약 현금흐름표

(단위:년/억원)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	영업활동	6,366.5	4,135.8	1,823.0	6,560.9
	투자활동	765.6	-6,870.6	-1,037.3	3,049.7
	재무활동	-5,240.8	1,265.7	-2,036.5	-6,105.1
	현금증감	1,891.2	-1,469.0	-1,250.8	3,505.2
현대상선	영업활동	1,641.7	2,219.5	110.2	1,766.6
	투자활동	-7,516.7	2,500.3	21,668.4	3,078.4
	재무활동	5,765.8	-5,078.4	-22,050.4	-4,797.5
	현금증감	-109.0	-358.5	-271.8	47.4
대한해운	영업활동	1,137.6	1,107.8	1,776.6	957.3
	투자활동	-5,624.7	-153.1	113.8	339.0
	재무활동	4,499.9	-820.3	-1,669.2	-1,448.2
	현금증감	12.8	134.4	221.2	-151.8
홍아해운	영업활동	306.5	183.6	508.8	278.3
	투자활동	-7.8	39.5	-30.8	38.0
	재무활동	-324.1	-229.1	-475.2	-227.7
	현금증감	-25.4	-5.9	2.6	88.5
세양선박	영업활동	11.6	13.5	-44.3	-75.9
	투자활동	20.3	3.4	-31.4	-15.7
	재무활동	-24.7	-21.5	87.3	154.6
	현금증감	7.3	-4.4	11.5	62.9
조선업 평균	영업활동	2,874.6	2,655.5	1,541.7	9,909.0
	투자활동	-1,171.2	-311.7	-862.4	-3,499.0
	재무활동	-1,570.8	-2,413.5	-586.0	-4,865.3
	현금증감	132.5	-69.7	93.3	1,544.7

※ 자료출처 : 각 업체별 결산보고서 및 KIS 기업분석자료.

※ 각 항목별 금액은 억원 단위로 절사.

<표 3-2>에서 상장 조선업평균을 보면 2001년도에 영업현금흐름의 감소와 재무현금흐름의 순유출액의 증가로 현금흐름증감액이 전년에 비해 큰 폭으로 감소하여 음(-)의 값을 보였으나 2002년도는 영업현금흐름의 감소에도 불구하고 투자 및 재무현금흐름의 순유출

액의 감소로 현금흐름증감액은 양(+)의 값으로 전환되었고, 2003년도에는 영업현금흐름의 기록적인 증가로 현금흐름증감액도 대폭적으로 증가하였다.

각 선사별로 살펴보면 2001년도에는 대한해운을 제외한 전 업체 현금흐름증감액은 음(-)의 값을 보였고 2002년도에도 현금흐름상황은 개선되었지만 여전히 한진해운과 현대상선의 현금흐름증감액은 음(-)의 값으로 나타났다. 2003년에는 대한해운의 제외한 전 업체의 현금흐름이 증가하면서 한진해운과 현대상선의 현금흐름증감액도 양(+)의 값으로 전환되었다.

<표 3-3>은 현금흐름증감액을 업체별 총자산으로 나누어 표준화한 것이다.

<표 3-3> 총자산으로 표준화한 현금흐름증감액

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	3.7	-2.7	-2.2	6.5
현대상선	-0.2	-0.5	-0.5	0.1
대한해운	0.1	1.2	1.9	-1.4
홍아해운	-0.8	-0.2	0.1	3.1
세양선박	1.1	-0.9	2.4	6.9
제조업평균	0.3	0.4	0.5	0.9
조선업평균	0.3	-0.2	0.2	3.6

<표 3-3>에서 먼저 제조업평균의 경우 2000년도 이후 꾸준히 상승하지만 전체적으로 1% 이하로 나타났다. 한편 상장 조선업평균은 제조업평균과는 달리 2001년도 하락하였지만 2003년도에 3.6%로 제조업평균을 훨씬 초과한 것으로 나타났다.

각 선사별로 총자산 대비 현금흐름증감비율을 살펴보면 한진해운은 2000년도에 3.7%로 가장 높은 비율을 기록하면서 제조업평균 및

상장 조선업평균을 훨씬 초과하였으나 2001년도와 2002년도에는 음(-)의 값으로 하락하였다가 다시 2003년도에 6.5%로 상승하였다. 하지만 연간 변동폭이 너무 크기 때문에 제조업평균이나 상장 조선업평균에 비해 안정적인 현금흐름이라고 할 수 없다. 현대상선은 2003년도 이전까지 총자산 대비 현금흐름증감액이 음(-)의 값을 보이다가 2003년도에 양(+)의 값으로 전환되었지만 0.1%로 현금사정이 여전히 좋지 않은 상태로 제조업평균에 훨씬 못 미치는 수준이다. 향후 현금부족에 대한 대책이 시급하다고 생각된다. 대한해운은 꾸준한 증가추세에서 2003년도에 급격한 하락으로 음(-)의 값으로 나타났지만 앞에서 언급한 것처럼 이는 일시적인 현금부족이라고 생각된다. 흥아해운도 조사기간동안 계속적으로 상승, 2003년도에는 3%이외에는 제조업평균에 비해 아주 낮은 수준이다. 세양선박은 2001년도를 제외하고는 가장 높은 수치를 보이면서 제조업평균을 훨씬 초과하고 있지만 <표3-2>에서 보는 바와 같이 2002년도와 2003년도의 영업현금흐름이 음(-)의 값으로 영업활동을 통해 창출된 현금흐름이 아니라 외부에서의 자금조달에 기인한 것이므로 이 비율이 제공하는 정보는 왜곡될 우려가 있다.

전체적으로 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름증감은 제조업평균에 비해 안정적이지 못한 것으로 나타났다.

### 제3절 우리나라 상장 외항선사의 영업현금흐름의 특성

#### 1. 우리나라 제조업의 영업현금흐름 특징

먼저 우리나라 제조업의 최근 4년간(2000년~2003년) 평균 영업

현금흐름의 항목별로 요약하면 하면 <표 3-4>와 같다.

<표 3-4> 우리나라 제조업의 요약 영업현금흐름

(단위:년/억원)

내역	2000	2001	2002	2003
당기순이익	-38.7	-6.5	83.9	52.0
가산 *	212.2	141.2	145.6	114.9
차감 **	45.0	35.2	86.4	27.5
가감 ***	-23.8	-14.6	-16.2	-23.3
영업현금흐름	104.8	84.9	127.0	116.1

\* 현금의 유출이 없는 비용 등의 가산.

\*\* 현금의 유입이 없는 수익 등의 차감.

\*\*\* 영업활동으로 인한 자산·부채의 변동.

<표 3-4>에서 최근 4년간 우리나라 제조업의 영업현금흐름을 살펴보면 2000년도와 2001년도에 당기순손실에도 불구하고 가산항목의 영향으로 전체 영업현금흐름은 양(+)의 값으로 나타났다. 2002년도에는 당기순이익의 대폭적인 상승으로 현금유입이 없는 수익 등의 차감항목의 증가를 상쇄하여 영업현금흐름은 조사기간 중 가장 높은 수치를 기록하였다. 2003년도에는 당기순이익은 전년보다 감소하였지만 차감항목 또한 큰 폭으로 줄어 영업활동을 통해 창출된 현금흐름은 예년 수준을 상회하는 것으로 나타났다.

전체적으로 볼 때 최근 4년간 우리나라 제조업의 영업현금흐름은 비교적 안정적이라고 볼 수 있다.

## 2. 우리나라 상장 외항선사의 영업현금흐름의 특징

우리나라 상장 외항선사의 최근 4년간(2000년~2003년) 영업현금흐름을 요약하면 <표 3-5>와 같다.

<표 3-5> 우리나라 상장 외항선사의 요약 영업현금흐름

(단위:년/억원)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	당기순이익	-744.6	-783.0	185.8	2,952.2
	가산	6,544.9	5,505.8	5,516.3	2,735.4
	차감	330.3	568.9	3,482.3	1,161.7
	가감	896.5	-17.9	-396.7	2,034.7
	영업현금흐름	6,366.5	4,135.8	1,823.0	6,560.9
현대상선	당기순이익	-3,104.6	-3,196.0	402.4	-209.0
	가산	10,080.1	7,461.0	17,915.3	3,508.9
	차감	1,808.4	1,205.4	18,586.4	310.2
	가감	-3,525.2	-839.9	378.9	-1,223.0
	영업현금흐름	1,641.7	2,219.5	110.2	1,766.6
대한해운	당기순이익	-734.8	-348.1	638.3	313.4
	가산	1,932.3	1,512.4	921.8	781.8
	차감	111.2	64.0	994.6	57.1
	가감	51.3	7.6	1,211.1	-80.7
	영업현금흐름	1,137.6	1,107.8	1,776.6	957.3
홍아해운	당기순이익	-199.7	47.9	138.5	-41.1
	가산	547.7	469.5	366.7	350.3
	차감	47.8	148.4	175.1	56.5
	가감	6.3	-185.4	178.6	25.6
	영업현금흐름	306.5	183.6	508.8	278.3
세양선박	당기순이익	-43.9	-337.3	132.3	148.1
	가산	50.7	357.7	66.3	99.2
	차감	12.1	7.8	185.4	113.6
	가감	16.9	1.0	-57.5	-209.7
	영업현금흐름	11.6	13.5	-44.3	-75.9
조선업 평균	당기순이익	-524.6	154.8	189.2	1,029.6
	가산	3,750.6	3,006.1	3,317.4	2,546.8
	차감	372.1	191.2	522.1	565.2
	가감	20.7	-314.1	-1,442.7	6,897.8
	영업현금흐름	2,874.6	2,655.5	1,541.7	9,909.0

<표 3-5>에서 먼저 상장 조선업평균의 경우 2002년도까지 감소 추세에서 2003년도에 당기순이익 및 가감항목의 대폭적인 증가로 인해 영업현금흐름이 거의 1조원을 기록하였다.

각 선사별 영업현금흐름을 살펴보면 2000년도와 2001년도에는 흥아해운을 제외한 전 업체의 당기순손실도 불구하고 가감항목의 영향으로 영업현금흐름은 양(+)의 값으로 나타났다. 2002년도에는 전 업체가 당기순이익을 기록하였지만 한진해운은 가감항목의 영향으로 영업현금흐름이 전년대비 절반이하로 하락하고 세양선박은 감소항목이 너무 커서 영업현금흐름이 음(-)의 값으로 나타났다. 2003년도에는 한진해운의 경우 당기순이익의 대폭적인 증가와 가감항목의 영향으로 영업현금흐름이 전년대비 3배 이상 성장하였다. 현대상선은 당기순손실인데도 불구하고 가감항목의 영향으로 영업현금흐름이 약 17배로 성장하였다. 대한해운은 당기순이익과 가산항목의 감소로 영업현금흐름이 절반 수준으로 감소하였다. 흥아해운도 당기순손실과 가감항목의 감소로 인해 영업현금흐름이 전년에 비해 큰폭으로 감소되었다. 세양선박도 당기순이익과 가산항목이 증가하였지만 감소항목의 감소폭이 더 커서 영업현금흐름은 더 악화되었다.

<표 3-6>은 영업현금흐름을 업체별 총자산으로 나누어 표준화한 것이다.

<표 3-6> 총자산으로 표준화한 영업현금흐름

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	12.4	7.5	3.2	12.3
현대상선	2.3	3.1	0.2	3.8
대한해운	12.6	9.6	15.5	8.6
흥아해운	9.2	5.9	17.7	9.8
세양선박	1.7	2.7	-9.1	-8.3
제조업평균	0.3	0.4	0.5	0.9
조선업평균	7.4	7.3	4.1	23.4

<표 3-6>에서 제조업평균의 경우 2000년도 이후 꾸준히 상승하

고 있음을 알 수 있다. 한편 조선업평균은 제조업평균과 달리 2002년도에 절반수준으로 하락하였지만 2003년도에 대폭적으로 상승하였으며 전체적으로 제조업평균을 훨씬 초과한 것으로 나타났다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운의 경우 2000년도부터 계속 하락하다가 2003년도에 상승으로 전환되면서 2000년 수준을 회복하였다. 현대상선은 세양선박을 제외하고 전 업체 중 가장 낮은 수치를 기록하고 있어 영업활동을 통해 창출된 현금흐름의 수준이 극히 낮아 내부자금 창출이 아주 열악한 상황임을 알 수 있다. 대한해운은 가장 높은 수준의 비율을 기록하여 매출을 통한 현금흐름 상태가 아주 양호하였던 것으로 나타났다. 흥아해운은 비교적 높은 수준의 비율을 보이지만 하락과 상승을 반복하고 있어 영업활동으로 창출된 현금흐름이 다소 불안한 상황이다. 세양선박의 경우 전 기간 동안 가장 낮은 수치와 2002년과 2003년에는 음(-)의 값을 기록하였다.

전체적으로 세양선박을 제외한 전 업체가 제조업평균을 훨씬 초과하는 비율을 보이는 것으로 볼 때 우리나라 상장 외항선사의 영업활동을 통해 창출된 현금흐름은 제조업평균에 비해 월등한 수준이라고 할 수 있다.

## 제4절 우리나라 상장 외항선사의 투자현금흐름의 특성

### 1. 우리나라 제조업의 투자현금흐름의 특징

먼저 우리나라 제조업의 최근 4년간(2000년~2003년) 평균 투자 현금흐름의 항목별로 요약하면 하면 <표 3-7>과 같다.

<표 3-7> 우리나라 제조업의 요약 투자현금흐름

(단위:년/억원)

내역	2000	2001	2002	2003
현금유입액	297.1	244.0	236.9	199.1
현금유출액	388.4	303.5	310.5	285.4
투자현금흐름	-91.4	-59.5	-73.6	-86.4

최근 4년간의 우리나라 제조업의 투자현금흐름을 살펴보면 투자 현금유출액이 지속적으로 감소하지만 투자현금유입액 또한 감소추세이기 때문에 전체 투자현금흐름은 지속적인 순유출로 나타나 비교적 적극적인 투자정책을 실시하고 있는 것으로 나타났다.

## 2. 우리나라 상장 외항선사의 투자현금흐름의 특징

우리나라 상장 외항선사의 최근 4년간(2000년~2003년) 투자현금흐름을 요약하면 <표 3-8>와 같다

<표 3-8> 우리나라 상장 외항선사의 요약 투자현금흐름

(단위:년/억원)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	현금유입액	1,950.3	1,420.8	7,559.8	6,356.2
	현금유출액	1,184.6	8,291.4	8,597.1	3,306.4
	투자현금흐름	765.6	-6,870.6	-1,037.3	3,049.7
현대상선	현금유입액	12,003.3	9,161.1	26,377.4	6,223.8
	현금유출액	19,520.0	6,660.8	4,709.0	3,145.4
	투자현금흐름	-7,516.7	2,500.3	21,668.4	3,078.4
대한해운	현금유입액	27.7	82.6	123.9	431.8
	현금유출액	5,632.5	235.7	10.1	92.7
	투자현금흐름	-5,624.7	-153.1	113.8	339.0
홍아해운	현금유입액	51.8	120.6	599.7	757.7
	현금유출액	59.6	81.1	630.5	719.6
	투자현금흐름	-7.8	39.5	-30.8	38.0
세양선박	현금유입액	22.9	4.1	416.8	441.0
	현금유출액	2.6	0.6	448.2	456.7
	투자현금흐름	20.3	3.4	-31.4	-15.7
조선업평균	현금유입액	8,253.3	5,041.0	2,778.9	7,298.4
	현금유출액	9,424.6	5,352.8	3,641.3	10,797.4
	투자현금흐름	-1,171.2	-311.7	-862.4	-3,499.0

<표 3-8>에서 상장 조선업평균의 경우 전 기간동안 투자현금흐름의 음(-)의 값으로 특히 2003년도에는 약 3천5백억원의 순투자유출을 보여 활발한 투자가 이루어지고 있는 것으로 나타났다.

각 선사별로 살펴보면 2000년도에 현대상선과 대한해운은 적극적인 투자로 인해 투자현금흐름이 음(-)의 값으로 나타났지만 한진해운, 홍아해운, 세양선박은 비교적 투자활동에 소극적임을 알 수 있다. 2001년도에는 한진해운이 활발한 투자활동으로 인한 현금유출액이 크게 증가하여 투자현금흐름이 음(-)의 값으로 나타났고 현대상선도 활발한 투자지출이 있었지만 현금유입액 또한 커서 전체적으로는 투자현금흐름이 양(+)의 값을 기록하였다. 대한해운은 투자지출에 비해 상대적으로 현금유입액이 적어 전체적인 투자현금흐름은

음(-)의 값을 기록하였다. 2002년에는 한진해운, 흥아해운, 세양선박의 투자현금흐름이 음(-)의 값을 보이는 반면 현대상선은 자산처분으로 2조 6천억원 이상의 금액이 유입되면서 투자현금흐름유입액이 2조원을 넘어섰다. 2003년도에 들어서면 세양선박을 제외한 전 업체의 투자현금흐름이 양(+)의 값으로 나타났다.

<표 3-9>은 투자현금흐름을 업체별 총자산으로 나누어 표준화한 것이다.

<표 3-9> 총자산으로 표준화한 투자현금유출입액

(단위:년/%)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	현금유입액	3.6	2.5	13.7	12.2
	현금유출액	2.2	14.5	15.6	6.4
	투자현금흐름	1.4	-12.0	-1.9	5.9
현대상선	현금유입액	16.3	13.2	53.6	14.6
	현금유출액	26.5	9.6	9.6	7.4
	투자현금흐름	-10.2	3.6	44.0	7.2
대한해운	현금유입액	0.2	0.7	1.1	4.1
	현금유출액	48.5	2.1	0.1	0.9
	투자현금흐름	-48.4	-1.3	1.0	3.2
흥아해운	현금유입액	1.6	4.1	21.4	26.5
	현금유출액	1.8	2.8	22.5	25.2
	투자현금흐름	-0.2	1.3	-1.1	1.3
세양선박	현금유입액	3.5	1.2	66.2	37.1
	현금유출액	0.4	0.2	71.2	38.4
	투자현금흐름	3.1	1.0	-5.0	-1.3
제조업평균	현금유입액	22.8	21.6	19.8	17.7
	현금유출액	29.9	26.8	25.9	25.4
	투자현금흐름	-7.0	-5.3	-6.1	-7.7
조선업평균	현금유입액	21.3	13.9	7.4	17.2
	현금유출액	24.4	14.7	9.7	25.5
	투자현금흐름	-3.0	-0.9	-2.3	-8.3

<표 3-9>에서 제조업평균의 경우 투자현금유출액비율 모두 감소추세지만 투자현금순유출액비율은 지속적으로 증가하고 있는 것으로 나타났다. 한편 상장 조선업평균도 2002년도까지 투자현금유입액 및 유출액비율이 감소하였다. 2003년도에 대폭적으로 상승하였지만 총자산대비 투자현금유출액과 순 투자현금흐름도 제조업평균에 못 미쳐 전체적으로 제조업에 비해 투자활동에 소극적임을 알 수 있다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운은 2001년과 2002년도에 약 15%의 투자현금유출액을 기록하여 동기간 순 투자현금흐름이 음의 값으로 나타났으며, 현대상선 경우 2000년도에 각각 총자산 대비 26%의 투자유출액으로 순 투자현금흐름이 음의 값으로 나타나고 이후에도 10%의 순 투자현금유출이 있었지만 투자현금유출보다 현금유입이 더 커서 투자현금흐름은 양의 값을 보이며 특히 2002년도에는 자산처분으로 인한 현금유입이 투자현금유입보다 훨씬 커서 자산대비 36%의 순 투자현금유입을 기록하였다. 대한해운은 2000년도에 자산대비 62%의 순 투자유출과 2001년도에 음의 값을 보이지만 소극적인 투자활동으로 이후 투자현금유입액이 양의 값을 기록하였다. 흥아해운의 경우 2002년부터 활발한 투자활동으로 인해 대량의 현금유출이 있었지만 자산처분으로 비슷한 수준의 현금유입이 함께 이루어졌기 때문에 전체적으로 자산대비 1%대에서 음의 값과 양의 값을 보인다. 세양선박의 경우에도 2002년도 이후 대폭적인 순 투자현금유출이 발생하였지만 2002년도에 유상증자를 통한 총자산의 증가로 자산대비 투자현금흐름의 비율은 하락하였다.

전체적으로 볼 때 우리나라 상장 외항선사의 투자현금흐름은 제조업평균과는 물론 조선업평균과도 다르게 나타났다. 제조업과 조선업체의 경우 지속적인 순 투자현금흐름유출을 보여 활발한 투자정책을 실시하고 있는 것으로 판단되지만 조사대상 업체 중 현대상선

을 제외하고는 지속적이고 적극적인 투자정책을 유지하고 있지 않는 것으로 생각된다. 다만 홍아해운과 세양선박의 경우 2002년부터 기업규모에 비해 상당한 수준의 투자현금유출액을 보여 향후 이들 업체의 성장이 주목된다.

## 제5절 우리나라 상장 외항선사의 재무현금흐름의 특성

### 1. 우리나라 제조업의 재무현금흐름의 특징

먼저 우리나라 제조업의 최근 4년간(2000년~2003년) 평균 재무현금흐름의 항목별로 요약하면 하면 <표 3-10> 과 같다.

<표 3-10> 우리나라 제조업의 요약 재무현금흐름

(단위:년/억원)

내역	2000	2001	2002	2003
현금유입액	521.0	437.7	357.0	307.6
현금유출액	530.4	459.0	404.6	326.7
재무현금흐름	-9.4	-21.3	-47.6	-19.0

<표 3-10>에서 최근 4년간의 우리나라 제조업체는 재무현금유입액과 유출액 모두 계속적으로 감소하였으나 자금조달을 위한 현금유입액보다 차입금상환에 소요되는 현금유출액이 더 커서 순 재무현금흐름은 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 향후 경기에 대한 부정적 예측에 따른 금융비용의 부담에 기인한 것이라고 판단된다.

### 2. 우리나라 상장 외항선사의 재무현금흐름의 특징

우리나라 상장 외항선사의 최근 4년간(2000년~2003년) 재무현금흐름을 요약하면 <표 3-11>와 같다

<표 3-11> 우리나라 상장 외항선사의 요약 재무현금흐름

(단위:년/%)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	현금유입액	397.1	9,998.0	10,027.2	634.7
	현금유출액	5,637.9	8,732.3	12,063.8	6,739.8
	재무현금흐름	-5,240.8	1,265.7	-2,036.5	-6,105.1
현대상선	현금유입액	92,854.2	95,936.6	11,452.6	34,103.0
	현금유출액	87,088.4	101,018.1	33,503.1	38,900.6
	재무현금흐름	5,765.8	-5,078.4	-22,050.4	-4,797.5
대한해운	현금유입액	6,196.9	1,280.2	409.9	160.2
	현금유출액	1,697.0	2,100.5	2,079.2	1,608.4
	재무현금흐름	4,499.9	-820.3	-1,669.2	-1,448.2
홍아해운	현금유입액	9.4	355.5	254.5	100.8
	현금유출액	333.6	584.6	729.8	328.6
	재무현금흐름	-324.1	-229.1	-475.2	-227.7
세양선박	현금유입액	0.7	0.4	362.8	412.9
	현금유출액	24.7	21.9	275.5	258.2
	재무현금흐름	-24.0	-21.5	87.3	154.6
조선업평균	현금유입액	9,053.0	12,754.6	11,349.1	10,997.2
	현금유출액	10,623.8	15,168.2	11,935.1	15,862.5
	재무현금흐름	-1,570.8	-2,413.5	-586.0	-4,865.3

<표 3-11>에서 상장 조선업평균의 경우 전 기간동안 재무활동으로 인한 막대한 현금유출액의 영향으로 순 재무현금흐름이 음(-)의 값으로 나타났다.

각 선사별로 살펴보면 2000년도에 현대상선과 대한해운은 차입과 사채 등의 현금유입액이 현금유출액을 초과하여 순 재무현금흐름이 양(+)의 값을 보이는 반면 한진해운, 홍아해운, 세양선박은 차입금과 사채상환과 미지급금 지급 등으로 음(-)의 값으로 나타났다. 2001년에는 한진해운을 제외한 모든 업체의 순 재무현금흐름이 음(-)의 값

을 보이는데 한진해운도 현금유출액이 많았지만 현금유출액을 초과하는 현금유입액으로 인해 순 재무현금흐름은 양(+)의 값으로 나타났다. 2002년도부터 세양선박을 제외하고 차입금상환에 따른 순 재무현금흐름이 음(-)의 값으로 나타났다.

<표 3-12>은 재무현금흐름을 업체별 총자산으로 나누어 표준화한 것이다.

<표 3-12> 총자산으로 표준화한 재무현금유출액

(단위:년/%)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	현금유입액	0.7	17.4	18.2	1.2
	현금유출액	10.5	15.2	21.9	13.0
	재무현금흐름	-9.8	2.2	-3.7	-11.7
현대상선	현금유입액	125.9	138.7	23.3	79.9
	현금유출액	118.1	146.0	68.0	91.2
	재무현금흐름	7.8	-7.3	-44.8	-11.2
대한해운	현금유입액	53.4	11.2	3.6	1.5
	현금유출액	14.6	18.3	18.1	15.1
	재무현금흐름	38.7	-7.2	-14.5	-13.6
흥아해운	현금유입액	0.3	12.1	9.1	3.5
	현금유출액	10.2	19.9	26.1	11.5
	재무현금흐름	-9.9	-7.8	-17.0	-8.0
세양선박	현금유입액	0.1	0.1	57.6	34.7
	현금유출액	3.8	6.4	43.8	21.7
	재무현금흐름	-3.7	-6.3	13.9	13.0
제조업평균	현금유입액	40.1	38.7	29.8	27.4
	현금유출액	40.8	40.5	33.8	29.1
	재무현금흐름	-0.7	-1.9	-4.0	-1.7
조선업평균	현금유입액	23.4	35.1	30.4	26.0
	현금유출액	27.5	41.8	31.9	37.4
	재무현금흐름	-4.1	-6.6	-1.6	-11.5

<표 3-12>에서 먼저 제조업평균을 살펴보면 총자산 대비 순 재무현금흐름이 4%에 불과하나 재무활동을 통한 현금유출입액을 보면 거의 30% 이상으로 활발한 투자정책이 이루어지고 있음을 알 수 있지만 점차 하락하고 있는 것으로 나타났다. 한편 조선업평균도 2002년도에 소폭 하락하였지만 2001년도 이후 증가하여 2003년도에는 총자산 대비 11% 이상의 순 재무현금흐름유출이 발생한 것으로 나타나 제조업평균을 초과하였고 재무활동으로 인한 현금유출액도 상승하고 있어 제조업에 비해 적극적인 재무활동이 이루어지는 것으로 판단된다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운의 경우 순 재무현금흐름에 있어서는 제조업평균을 초과하지만 재무현금유출입액은 제조업평균에 못 미쳐 투자활동에 소극적임을 알 수 있다. 현대상선은 제조업평균을 훨씬 초과하는 가장 활발한 재무활동을 수행한 것으로 나타났으며 특히 2000년도와 2001년도에는 재무현금유출입액이 총자산 대비 약 120% 이상의 수준을 기록하였다. 대한해운은 2000년도에 이후 재무현금유입이 거의 없이 현금유출액은 전 기간동안 매년 총자산 대비 15% 이상으로 2000년도의 현금유입액에 대한 상황이 계속되고 있는 것으로 볼 수 있다. 흥아해운도 전반적으로 한진해운과 비슷한 양상을 보이고 있는데 현금유출은 계속 증가하다가 2003년에 이르러 절반수준으로 감소하였고 현금유입은 2001년을 기점으로 총자산 대비 10%의 수준이었다가 2003년에는 대폭적으로 하락하였다. 세양선박은 2002년 이후 활발한 재무활동을 통해 재무현금의 유출입액이 큰 폭으로 상승한 것으로 나타나 투자지출을 위한 활발한 재무활동을 수행한 결과라고 볼 수 있다.

전체적으로 총자산 대비 순재무현금흐름은 제조업평균을 훨씬 초과하는 수치를 기록하였고 상장 조선업평균과도 차이가 많은 것으로 나타났다. 또한 제조업평균과 상장 조선업평균은 총자산 대비 약

20%에서 40%까지 대체적으로 재무현금흐름유출입액이 비슷한 수준을 유지하지만 우리나라 상장 외항선사들은 재무활동으로 인한 현금유입액에 비해 현금유출액이 훨씬 큰 것으로 나타났다. 이는 앞에서 살펴본 투자현금흐름과도 무관하지 않다.

## 제6절 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름비율

### 1. 제조업 현금흐름비율

먼저 한국은행 『기업경영분석』의 우리나라 제조업평균 재무항목과 현금흐름비율을 살펴보면 <표 3-13>, <표 3-14>와 같다.

<표 3-13> 우리나라 제조업의 평균 재무항목

(단위:년/억원)

재무항목	2000	2001	2002	2003
매출액	1,194.5	1,079.7	1,217.3	1,149.0
당기순이익	-38.7	-6.5	83.9	52.0
금융비용	59.7	48.3	35.5	21.2
경상이익	6.1	-3.3	56.2	62.3
총자산	1,300.4	1,132.1	1,197.9	1,122.4
단기차입금	274.4	189.4	174.0	167.4
장기차입금	234.0	209.5	217.5	131.5
자기자본	422.0	398.5	499.8	524.4
유형자산투자지출액	81.5	63.1	66.3	72.3
투자활동현금지출액	91.4	59.5	73.6	86.4

※ 자료출처 : 한국은행, 『기업경영분석』, 2000년-2003년.

<표 3-14> 우리나라 제조업의 평균 현금흐름비율

(단위:년/%)

현금흐름비율	2000	2001	2002	2003
현금보상비율	49.2	56.0	77.6	72.8
금융비용보상비율	275.5	275.8	457.5	647.8
영업현금흐름 대 매출액	8.6	7.9	10.4	10.1
당기순이익 대 영업현금흐름	-36.9	-7.7	66.1	44.8
영업현금흐름 대 유형자산투자지출	152.9	172.7	264.0	191.9
영업현금흐름 대 투자활동현금지출	114.7	142.8	172.5	134.3
영업현금흐름 대 총부채	11.9	11.6	18.2	19.4
영업현금흐름 대 차입금	20.5	21.3	32.4	38.8

※ 자료출처 : 한국은행, 『기업경영분석』, 2000년-2003년.

<표 3-14>에서 현금보상비율은 2000년도 이후 상승추세이나 전체적으로 80%를 넘지 못하여 영업활동으로 창출된 현금흐름으로는 해당연도의 차입금상환과 금융비용을 충당하지 못하는 것으로 나타났다. 금융비용보상비율은 2002년도부터 기록적인 상승을 보여 영업활동으로 창출된 현금흐름이 해당연도의 금융비용을 충분히 보상하고 있는 것으로 판단된다. 영업현금흐름 대 매출액비율을 보면 약 10% 이하의 수준으로 매출액에서 외상매출의 비중이 다소 높음을 알 수 있다. 다음으로 당기순이익 대 영업현금흐름비율은 2001년까지 당기순손실로 인해 음(-)의 값을 보였지만 2002년도부터 당기순이익의 영향으로 양(+)의 값으로 전환되고 2003년도에 개선되었다. 유형자산투자지출비율 및 투자활동현금지출비율은 2002년도까지 꾸준히 증가하다가 2003년도에 하락하였지만 예년수준을 유지한 것으로 나타났다. 총부채비율은 2001년도 이후 18% 이상으로 나타나 장기지급능력이 개선되고 있음을 알 수 있다. 차입금비율도 2000년 이후 꾸준히 상승하여 차입금상환능력이 향상되는 것으로 나타났다.

## 2. 현금흐름수익성비율

우리나라 상장 외항선사의 현금흐름수익성비율산정을 위한 재무항목을 살펴보면 <표 3-15>와 같다.

<표 3-15> 현금흐름수익성비율산정을 위한 재무항목

(단위:년/억원)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	매출액	42,670.1	46,119.4	45,220.6	55,679.3
	당기순이익	-744.6	-783.0	185.8	2,952.2
	총자산	53,508.3	57,346.7	55,059.0	52,030.9
	영업현금흐름	6,366.5	4,135.8	1,823.0	6,560.9
현대상선	매출액	51,895.0	55,518.2	46,289.1	39,446.7
	당기순이익	-3,104.6	-3,196.0	402.4	-209.0
	총자산	73,728.9	69,177.8	49,246.4	42,674.4
	현금흐름	1,641.7	2,219.5	110.2	1,766.6
대한해운	매출액	5,495.0	6,055.5	4,822.3	6,279.2
	당기순이익	-734.8	-348.1	638.3	313.4
	총자산	11,613.5	11,458.2	11,495.1	10,648.8
	영업현금흐름	1,137.6	1,107.8	1,776.6	957.3
홍아해운	매출액	3,699.1	4,337.6	4,559.2	4,837.4
	당기순이익	-199.7	47.9	138.5	-41.1
	총자산	3,261.1	2,936.7	2,796.3	2,858.5
	영업현금흐름	306.5	183.6	508.8	278.3
세양선박	매출액	572.1	685.9	469.5	1,122.6
	당기순이익	-43.9	-337.3	132.3	148.1
	총자산	652.1	339.8	629.6	1,189.4
	영업현금흐름	11.6	13.5	-44.3	-75.9
조선업평균	매출액	23,332.6	29,730.2	31,584.8	33,423.1
	당기순이익	-524.6	154.8	189.2	1,029.6
	총자산	38,694.9	36,306.2	37,366.8	42,364.8
	영업현금흐름	2,874.6	2,655.5	1,541.7	9,909.0

※ 자료출처 : 각 업체 결산보고서와 KIS 기업분석자료.

### 1) 주당영업현금흐름

우리나라 상장 외항선사의 주당영업현금흐름을 살펴보면 <표 3-16>과 같다.

<표 3-16> 주당영업현금흐름

(단위:년/원)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	10,120	6,633	2,738	9,872
현대상선	1,882	2,638	131	1,998
대한해운	11,896	11,874	18,762	10,105
홍아해운	36,495	21,857	60,573	33,134
세양선박	238	277	-232	-157

$$\text{주당현금흐름} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{보통주의 가중평균유통주식수}}$$

<표 3-16>에서 각 선사별 주당영업현금흐름을 살펴보면 한진해운은 2000년도의 주당 1만원에서 2002년도까지 주당 2천원 대까지 하락하였다가 2003년도에 9천8백원 대로 2000년도 수준을 회복하였다. 현대상선은 2000년 이후 주당 3천원 이하로 세양선박을 제외하고 가장 낮게 나타났다. 대한해운은 전 기간동안 주당 1만원 이상을 유지하면서 가장 안정적인 것으로 나타났다. 홍아해운은 전기간 동안 최고수준을 기록하면서 특히 2002년도에는 주당 6만원 이상으로 상승하였다. 세양선박의 경우 가장 낮은 수준으로 2001년까지 주당 2백원 수준에서 2002년 이후 영업현금흐름의 영향으로 음(-)의 값으로 나타났다.

## 2) 이익의 질비율

우리나라 상장 외항선사의 이익의 질비율을 살펴보면 <표 3-17>과 같다.

<표 3-17> 이익의 질비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	-855.0	-528.2	981.2	222.2
현대상선	-52.9	-69.4	27.4	-845.3
대한해운	-154.8	-318.2	278.3	305.5
홍아해운	-153.5	383.3	367.4	-677.1
세양선박	-26.4	-4.0	-33.5	-51.2
조선업평균	-548.0	1,716.0	815.1	962.4

$$\text{이익의 질비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{당기순이익}} \times 100$$

<표 3-18>은 한국은행의 기업경영분석에 사용되는 당기순이익 대 영업현금흐름을 나타낸 것이다.

<표 3-18> 당기순이익 대 영업활동현금흐름

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	-11.7	-18.9	10.2	45.0
현대상선	-189.1	-144.0	365.2	-11.8
대한해운	-64.6	-31.4	35.9	32.7
홍아해운	-65.2	26.1	27.2	-14.8
세양선박	-378.4	-2,498.5	-298.6	-195.1
제조업평균	-36.9	-7.7	66.1	44.8
조선업평균	-18.2	5.8	12.3	10.4

$$\text{당기순이익 대 영업현금흐름} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{영업현금흐름}} \times 100$$

먼저 <표 3-17>을 살펴보면 상장 조선업평균은 2000년도에는 당기순손실의 결과로 이익의 질비율이 -548%로 나타났지만 2001년도에 1,700%로 기록적인 비율상승 이후 800% 이상의 유지하고 있다.

각 선사별 이익의 질비율을 보면 2001년도까지 홍아해운을 제외한

전 업체가 당기순손실로 인해 음(-)의 비율을 보였고 2002년도에는 흑자전환으로 이익의 질이 개선되었다. 2003년도에는 한진해운과 대한해운을 제외하고 전부 음(-)의 수치로 나타나는데 현대상선과 흥아해운은 당기순손실의 결과로, 세양선박은 전년도와 마찬가지로 영업현금흐름의 악화에 기인한다.

<표 3-18>은 이익의 질비율의 역수로 제조업평균이 2000년도 이후 꾸준히 개선되고 있는 것과는 달리 우리나라 상장 외항선사는 변화가 심하고 변동폭 또한 큰 것으로 나타났다.

전반적으로 우리나라 상장 외항선사는 제조업평균 및 상장 조선업 평균에 비해 이익의 질은 낮은 것으로 나타났다.

### 3) 영업현금흐름이익률

우리나라 상장 외항선사의 매출액 영업현금흐름비율을 살펴보면 <표 3-19>와 같다.

<표 3-19> 매출액 영업현금흐름비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	14.9	9.0	4.0	11.8
현대상선	3.2	4.0	0.2	4.5
대한해운	20.7	18.3	36.8	15.2
흥아해운	8.3	4.2	11.2	5.8
세양선박	2.0	2.0	-9.4	-6.8
제조업평균	8.6	7.9	10.4	10.1
조선업평균	12.3	8.9	4.9	29.6

$$\text{매출액 영업현금흐름비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{매출액}} \times 100$$

<표 3-19>에서 먼저 제조업평균을 보면 큰 변동 없이 약 8% 이

상을 유지하면서 매출액 증감과 같은 양상을 보이지만 상장 조선업 평균은 2002년도부터 제조업평균과는 다르게 나타나면서 특히 2003년도에는 거의 3배에 달하는 수치를 보이고 있다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운, 대한해운, 흥아해운은 제조업평균과 양상은 다르지만 대체로 양호한 것으로 나타났다. 한진해운은 2000년도에 약 15%를 기점으로 2001년에 약 9%, 2002년에 약 4%로 하락하였다가 2003년에 큰 폭으로 상승하였다. 현대상선은 전 기간 5% 이하로 세양선박과 함께 가장 낮은 수준으로 나타났다. 대한해운은 전체 업체 중 가장 높은 수치를 보이며 특히 2002년도에는 영업현금흐름의 대폭 증가로 약 37%로 상승하였고 흥아해운도 전체적으로 대한해운과 비슷한 양상으로 나타났다. 세양선박은 2001년까지 약 2%의 낮은 수준이었다가 2002년과 2003년에 영업현금흐름에 기인하여 음(-)의 값으로 나타났다.

<표 3-20>은 우리나라 상장 외항선사의 총자산 영업현금흐름비율을 나타낸 것이다.

<표 3-20> 총자산 영업현금흐름비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	11.9	7.2	3.3	12.6
현대상선	2.2	3.2	0.2	4.1
대한해운	9.8	9.7	15.5	9.0
흥아해운	9.4	6.3	18.2	9.7
세양선박	1.8	4.0	-7.0	-6.4
조선업평균	7.4	7.3	4.1	23.4

$$\text{총자산 영업현금흐름비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{총자산}} \times 100$$

<표 3-20>에서 먼저 상장 조선업평균을 보면 2002년도에 4%대

로 하락하지만 2003년도에 23%로 상승하였다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운은 상장 조선업평균과 가장 유사한 양상을 보이면서 양호한 수준을 유지하고 있다. 현대상선은 4% 이하로 상장 조선업평균에 비해 아주 낮은 수준에서 대체로 변화가 없다. 대한해운은 흥아해운과 함께 가장 높은 수준을 보이지만 매출액 영업현금흐름비율과는 달리 한진해운보다 약간 높은 수준이며 2003년에는 오히려 낮게 나타났다. 흥아해운은 매출액 영업현금흐름비율에 비해 총자산 영업현금흐름비율이 훨씬 높게 나타났다. 세양선박은 매출액 영업현금흐름비율과 거의 유사한 수치를 보이고 있다.

전체적으로 현금흐름수익성측면에서 우리나라 상장 외항선사는 제조업평균 및 상장 조선업평균에 비해 변화가 심하고 변동폭 또한 커서 안정적이지 못한 것으로 나타났다.

### 3. 현금흐름안정성비율

우리나라 상장 외항선사의 현금흐름안정성비율산정을 위한 재무항목을 살펴보면 <표 3-21>과 같다.

<표 3-21> 현금흐름안정성비율산정을 위한 재무항목

(단위:년/억원)

업체	항목	2000	2001	2002	2003
한진해운	총부채	44,907.9	49,778.1	47,286.4	42,569.3
	유동부채	13,829.5	15,222.6	11,867.3	16,113.2
	단기차입금	8,807.3	8,566.6	6,348.4	10,277.1
	사채	4,931.9	10,291.9	16,299.4	10,313.6
	장기차입금	1,003.3	899.5	1,576.5	1,393.1
	이자비용	3,034.0	2,774.7	1,813.6	1,614.3
	영업현금흐름	6,366.5	4,135.8	1,823.0	6,560.9

현대상선	총부채	66,955.4	64,548.2	43,921.1	37,102.5
	유동부채	30,792.1	36,274.2	19,532.7	15,564.7
	단기차입금	26,338.7	33,028.5	14,669.2	13,828.8
	사채	4,812.2	489.8	0.0	0.0
	장기차입금	665.2	154.1	3,468.3	131.1
	이자비용	4,547.1	4,979.5	3,895.9	1,965.1
	영업현금흐름	1,641.7	2,219.5	110.2	1,766.6
대한해운	총부채	11,098.0	11,289.0	10,686.5	9,512.2
	유동부채	2,054.2	2,233.4	1,520.7	1,631.5
	단기차입금	1,651.4	1,804.8	1,122.2	1,090.3
	사채	582.1	698.7	569.1	69.9
	장기차입금	49.7	572.4	361.6	327.4
	이자비용	186.6	189.3	146.5	74.9
	영업현금흐름	1,137.6	1,107.8	1,776.6	957.3
홍아해운	총부채	3,277.6	2,894.2	2,616.9	2,721.2
	유동부채	1,041.9	1,006.9	1,265.0	1,333.8
	단기차입금	512.0	514.9	571.7	532.9
	사채	0.0	0.0	0.0	0.0
	장기차입금	213.0	256.9	53.9	108.2
	이자비용	204.2	179.3	122.5	96.8
	영업현금흐름	306.5	183.6	508.8	278.3
세양선박	총부채	516.8	540.3	335.4	716.1
	유동부채	71.4	61.9	175.5	470.6
	단기차입금	20.3	18.9	130.0	274.8
	사채	0.0	0.0	24.8	106.2
	장기차입금	0.0	456.4	0.7	2.3
	이자비용	40.5	44.0	24.7	28.5
	영업현금흐름	11.6	13.5	-44.3	-75.9
조선업평균	총부채	27,242.3	25,007.5	24,671.2	28,254.3
	유동부채	20,239.2	17,802.1	18,123.3	22,128.6
	단기차입금	8,435.2	6,808.8	6,416.2	3,456.8
	사채	3,271.0	3,893.2	4,507.1	2,243.5
	장기차입금	2,420.9	1,479.4	800.5	807.7
	이자비용	1,492.9	1,252.1	823.7	519.5
	영업현금흐름	2,874.6	2,655.5	1,541.7	9,909.0

※ 자료출처 : 각 업체 결산보고서와 KIS 기업분석자료.

## 1) 장기지급능력

우리나라 상장 외항선사의 총자산 영업현금흐름비율을 살펴보면 <표 3-22>과 같다.

<표 3-22> 영업현금흐름 총부채보상비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	14.2	8.3	3.9	15.4
현대상선	2.5	3.4	0.3	4.8
대한해운	10.3	9.8	16.6	10.1
흥아해운	9.4	6.3	19.4	10.2
세양선박	2.2	2.5	-13.2	-10.6
제조업평균	11.9	11.6	18.2	19.4
조선업평균	10.6	10.6	6.2	35.1

$$\text{영업현금흐름 총부채보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{총부채}} \times 100$$

<표 3-22>에서 제조업평균을 보면 2002년도부터 18%으로 상승한 것으로 나타났는데 이는 부채감소추세와 영업현금흐름의 증가추세가 동시에 발생한 결과이다. 상장 조선업평균은 2001년도까지는 제조업평균과 비슷한 수준을 유지하다가 2002년도에 6%로 하락하였지만 2003년도에 부채의 증가에도 불구하고 기록적인 영업현금흐름의 증가로 제조업평균에 비해 15%이상 높은 수준으로 나타났다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운의 경우 2002년을 제외하고는 제조업평균과 유사한 비율을 보여 대체적으로 양호한 수준이라고 할 수 있다. 현대상선은 전 기간동안 5%이하의 비율을 보이며 제조업평균에 훨씬 못 미치는 수준이다. 대한해운과 흥아해운은 가장 양호한 수준으로 제조업평균과 유사한 것으로 나타났다. 세양선박은 2001년까지 2% 수준으로 가장 낮은 수준이며 2002년과 2003년도에는 영업

현금흐름이 음(-)의 값으로 나타났다.

<표 3-23>은 한국은행에서 발표하는 영업현금흐름 대 차입금비율로 차입금 상환능력을 측정하기 위한 지표이다.

<표 3-23> 영업현금흐름 대 차입금

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	43.2	20.9	7.5	29.8
현대상선	5.2	6.6	0.6	12.7
대한해운	49.8	36.0	86.5	64.4
홍아해운	42.3	23.8	81.3	43.4
세양선박	57.1	2.8	-28.5	-19.8
제조업평균	20.5	21.3	32.4	38.8
조선업평균	20.3	21.8	13.2	152.3

$$\text{영업현금흐름 대 차입금} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{차입금}} \times 100$$

<표 3-23>에서는 앞선 총부채보상비율과 달리 대한해운과 홍아해운은 제조업평균을 초과하였고 다른 업체들도 총부채보상비율에 비해 양호하게 나타났는데 이는 해당 업체의 차입금 감소폭이 제조업평균의 차입금 감소폭 보다 큰 것에 기인한다.

전체적으로 우리나라 상장 외항선사는 산업적 특성으로 인해 부채규모가 상대적으로 크기 때문에 장기지급능력은 제조업에 비해 낮은 수준이며 변화가 심한 것으로 나타났다.

## 2) 단기지급능력

우리나라 상장 외항선사의 영업현금흐름 유동성비율을 살펴보면 <표 3-24>와 같다.

<표 3-24> 영업현금흐름 유동성비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	46.0	27.2	15.4	40.7
현대상선	5.3	6.1	0.6	11.4
대한해운	55.4	49.6	116.8	58.7
홍아해운	29.4	18.2	40.2	20.9
세양선박	16.2	21.8	-25.2	-16.1
조선업평균	14.2	14.9	8.5	44.8

$$\text{영업현금흐름 유동성비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{유동부채}} \times 100$$

<표 3-24>에서는 앞선 총부채보상비율에 비해 대체적으로 한진해운, 대한해운, 홍아해운은 상장 조선업평균 보다 높은 수치를 보였고 현대상선과 세양선박도 격차가 좁혀진 것으로 나타났다.

<표 3-25>은 한국은행에서 발표하는 현금보상비율을 나타낸 것이다.

<표 3-25> 현금보상비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	79.4	60.9	44.6	68.7
현대상선	20.0	18.9	21.6	23.6
대한해운	72.0	65.0	151.6	88.6
홍아해운	71.3	52.3	90.9	59.6
세양선박	85.7	91.4	-12.6	-15.6
제조업평균	49.2	56.0	77.6	72.8
조선업평균	44.0	48.5	32.7	262.3

$$\text{현금보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름} + \text{금융비용}}{\text{단기차입금} + \text{금융비용}} \times 100$$

※ 금융비용의 경우 손익계산서 상의 이자비용으로 추정.

<표 3-25>에서도 영업현금흐름 유동성비율과 마찬가지로 제조업

평균 및 상장 조선업평균에 비해 더 높은 수치를 보이면서 특히 대한해운과 흥아해운은 2002년까지 제조업평균 및 상장 조선업평균을 훨씬 초과한 것으로 나타났다.

<표 3-26>은 한국은행에서 발표하는 영업현금흐름 이자보상비율을 나타낸 것이다.

<표 3-26> 영업현금흐름 이자보상비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	309.8	249.1	200.5	506.4
현대상선	136.1	144.6	102.8	189.9
대한해운	709.5	685.2	1,312.9	1,378.8
흥아해운	250.1	202.4	515.2	387.6
세양선박	128.7	130.7	-79.1	-166.7
제조업평균	275.5	275.8	457.5	647.8
조선업평균	292.6	312.1	287.2	2,007.5

$$\text{영업현금흐름 이자보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름} + \text{이자지급액}}{\text{이자지급액}}$$

<표 3-26>에서 제조업평균을 보면 2002년도부터 큰폭으로 상승하는 것으로 나타났다. 상장 조선업평균도 300% 수준을 유지하다가 2003년도에는 20배 이상을 기록하였다. 앞선 현금보상비율과 마찬가지로 현대상선과 세양선박을 제외한 전 업체가 제조업평균과 유사한 수준이며 특히 대한 해운의 경우 2배 이상을 초과하고 있다.

전체적으로 장기지급능력과는 달리 우리나라 상장 외항선사의 단기지급능력은 제조업 및 상장 조선업에 비해 양호한 것으로 나타났다.

#### 4. 현금흐름표 항목간 현금흐름비율

우리나라 상장 외항선사의 현금흐름표 항목간 현금흐름비율산정을 위한 재무항목을 살펴보면 <표 3-27>과 같다.

<표 3-27> 현금흐름비율산정을 위한 재무항목

(단위:년/억원)

업 체	내 역	2000	2001	2002	2003
한진해운	투자활동현금지출액	1,184.6	8,291.4	8,597.1	3,306.4
	유형자산투자지출액	493.8	1,110.7	952.7	1,223.8
	부채상환액	5,131.6	8,422.7	11,837.8	6,079.2
	고정부채상환액	226.1	0.0	1,946.9	630.8
	배당금지금액	325.7	309.4	218.2	166.4
	영업현금흐름	6,366.5	4,135.8	1,823.0	6,560.9
현대상선	투자활동현금지출액	19,520.0	6,660.8	4,709.0	3,145.4
	유형자산투자지출액	6,751.8	804.5	104.0	309.2
	부채상환액	85,065.1	101,018.1	33,356.4	38,900.6
	고정부채상환액	132.5	414.9	3,475.4	1,606.1
	배당금지금액	513.2	0.0	0.0	0.0
	영업현금흐름	1,641.7	2,219.5	110.2	1,766.6
대한해운	투자활동현금지출액	5,632.5	235.7	10.1	92.7
	유형자산투자지출액	5,616.2	6.0	3.2	69.1
	부채상환액	1,682.2	2,100.6	3,115.3	1,608.4
	고정부채상환액	0.0	0.0	1,636.2	1,402.4
	배당금지금액	4.7	0.0	0.0	0.0
	영업현금흐름	1,137.6	1,107.8	1,776.6	957.3
홍아해운	투자활동현금지출액	59.6	81.1	630.5	719.6
	유형자산투자지출액	50.2	59.1	11.7	76.8
	부채상환액	340.1	584.3	728.2	328.6
	고정부채상환액	1.7	69.4	216.9	4.2
	배당금지금액	0.0	0.0	0.0	0.0
	영업현금흐름	306.5	183.6	508.8	278.3
세양선박	투자활동현금지출액	2.6	0.6	448.2	456.7
	유형자산투자지출액	0.8	0.6	2.0	150.8
	부채상환액	24.7	22.0	269.4	255.9
	고정부채상환액	9.5	0.0	233.8	136.0
	배당금지금액	0.0	0.0	0.0	0.0
	영업현금흐름	11.6	13.5	-44.3	-75.9

조선업 평균	투자활동현금지출액	9,424.6	5,352.8	3,641.3	10,797.4
	유형자산투자지출액	669.8	1,239.0	1,470.4	1,745.8
	부채상환액	9,475.4	14,922.7	11,735.2	15,704.0
	고정부채상환액	789.8	2,034.6	1,092.5	1,064.9
	배당금지급액	143.6	113.1	0.0	80.1
	영업현금흐름	2,874.6	2,655.5	1,541.7	9,909.0

※ 자료출처 : 각 업체 결산보고서와 KIS 기업분석자료.

### 1) 영업현금흐름 부채상환비율

<표 3-28>은 영업현금흐름 부채상환비율을 나타낸 것이다.

<표 3-28> 영업현금흐름 부채상환비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	124.1	49.1	15.4	107.9
현대상선	1.9	2.2	0.3	4.5
대한해운	67.6	52.7	57.0	59.5
홍아해운	90.1	31.4	69.9	84.7
세양선박	47.0	61.5	-16.4	-29.7
조선업평균	30.3	17.8	13.1	63.1

$$\text{영업현금흐름 부채상환비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{부채상환액}} \times 100$$

<표 3-28>에서 상장 조선업평균을 보면 2002년도에 13% 대 까지 하락추세에서 2003년도에 영업현금흐름의 대폭적인 상승으로 63%를 기록하였다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운은 상장 조선업평균과 거의 유사하게 2002년도까지 하락하다가 2003년도에 약 108%로 영업활동을 통해 창출된 현금흐름이 부채상환액을 초과한 것으로 나타났다. 현대상선은 전 기간동안 5%를 넘지 못하여 해당연도 부채상환에 영업활동으로 인한 현금흐름이 거의 기여하지 못했음을 알 수 있다. 대

한해운은 전 기간 고른 수치를 보이지만 70%를 넘지 못해 영업활동을 통한 현금흐름으로는 당기 부채상환에 충분하지 않았음을 보여준다. 흥아해운도 2001년을 제외하고 비교적 높은 수준이지만 마찬가지로 해당연도의 부채상환에 다른 재원을 조달한 것으로 판단된다. 세양선박의 경우에는 앞에서 살펴본 것과 마찬가지로 부채상환액이 적어 정보왜곡의 문제가 발생한다.

## 2) 유형자산투자지출액 보상비율

<표 3-29>은 유형자산투자지출액 보상비율을 나타낸 것이다.

<표 3-29> 유형자산투자지출액 보상비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	1,289.3	372.4	191.4	536.1
현대상선	24.3	275.9	106.0	571.3
대한해운	20.3	18,432.6	55,345.8	1,384.6
흥아해운	610.8	310.7	4,367.4	362.4
세양선박	1,487.2	2,288.1	-2,248.7	-50.3
제조업평균	152.9	172.7	264.0	191.9
조선업평균	429.2	214.3	104.8	567.6

$$\text{유형자산투자지출액보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{유형자산투자지출액}} \times 100$$

<표 3-29>에서 제조업평균을 보면 2002년까지 상승하다가 2003년도에 190%로 하락한 반면 상장 조선업 평균은 2002년까지 약 105%까지 하락한 후 2003년도에 다시 567%로 상승하였다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운은 변동폭이 크지만 전반적으로 아주 우수한 수준을 보였고 현대상선은 2000년을 제외하고는 100%를 초과하였지만 비교적 안정적인 것으로 나타났다. 대한해운은

2000년도에 충분한 영업현금흐름을 창출함에도 불구하고 막대한 설비투자지출액의 영향으로 20%로 나타났으며 2001년도와 2002년도의 기록적인 수치는 설비투자가 거의 이루어지지 않았기 때문이다. 흥아해운은 가장 안정적인 수치를 보이고 있는데 다만 2002년도의 경우 예년에 비해 설비투자액은 감소되고 영업현금흐름은 증대되었기 때문에 과대평가되었다. 세양선박은 2001년도까지 설비투자가 거의 이루어지지 않아 높은 비율을 보이지만 2002년도부터 영업현금흐름의 영향으로 음(-)의 값으로 나타났다.

<표 3-30>은 투자활동현금지출액 보상비율을 나타낸 것이다.

<표 3-30> 투자활동현금지출액 보상비율

(단위:년/%)

업 체	2000	2001	2002	2003
한진해운	537.4	49.9	21.2	198.4
현대상선	8.4	33.3	2.3	56.2
대한해운	20.2	470.0	17,590.1	1,032.7
흥아해운	514.3	226.4	80.7	38.7
세양선박	446.2	2,250.0	-9.9	-16.6
제조업평균	114.7	142.8	172.5	134.3
조선업평균	30.5	49.6	42.3	91.8

$$\text{투자활동현금지출액보상비율} = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{투자활동현금지출액}} \times 100$$

<표 3-30>을 살펴보면 앞선 유형자산투자지출액보상비율과는 다른 양상을 보인다. 제조업평균의 변동폭은 일정한 반면 상장 조선업 평균 및 상장 외항선사는 큰 폭으로 하락하여 제조업평균보다 훨씬 낮은 비율을 보이는 경우가 많은 것으로 나타났다.

제조업평균의 경우 전체 투자활동에서 유형자산이 차지하는 비율이 큰 반면 상장 조선업체 및 상장 외항선사들은 유형자산 이외의

자산에 주로 투자한 것으로 판단할 수 있다.

### 3) 현금흐름충분성비율

현금흐름충분성비율은 경기변동의 영향이나 현금흐름의 불규칙적인 변동에 따른 영향을 완화시키기 위해 여러 기간 동안의 현금흐름에 대한 분석을 위한 비율로 영업현금흐름으로 유형자산의 구입과 고정부채의 상환 그리고 배당금지급을 어느 정도 충당하고 있는가를 나타내는 지표이다. 이때 각 금액은 여러 기간 동안의 금액을 합산하여 계산하는데, 본 연구에서는 4회계연도의 현금흐름표를 사용하여 계산하였다. 현금흐름충분성비율이 100% 이상이면 외부자금 조달 없이도 일정성장수준을 달성하는데 필요한 자금을 영업활동으로 창출된 현금흐름으로 충분히 충당할 수 있는 것으로 판단할 수 있다.

<표 3-31>은 2003년도 현금흐름충분성비율을 나타낸 것이다.

<표 3-31> 2003년도 현금흐름충분성비율

(단위:억원/%)

업 체	영업 현금흐름	유형자산 투자지출액	고정부채 상환액	배당금 지급액	현금흐름 충분성비율
한진해운	18,886.2	3,780.9	2,803.7	1,019.7	248.4
현대상선	5,738.0	7,969.6	5,628.9	513.2	40.7
대한해운	4,979.3	5,694.6	3,038.6	4.7	57.0
홍아해운	1,277.2	197.7	292.2	0.0	260.7
세양선박	-95.1	154.2	379.3	0.0	-17.8
조선업평균	16,980.8	5,125.0	4,981.8	336.9	162.6

현금흐름충분성비율

$$= \frac{\text{영업현금흐름 4년분 합계}}{\text{유형자산투자지출액 + 고정부채상환액 + 배당금지급액 4년분 합계}}$$

<표 3-31>에서 상장 조선업평균은 160%를 이상으로 일정수준의 성장달성에 영업활동으로 창출된 현금흐름으로 충분히 충당할 수 있는 것으로 판단된다.

각 선사별로 살펴보면 한진해운은 약 250%로 일정수준의 성장에 필요한 자금을 영업활동을 통해 충분히 창출하고 있는 것으로 나타났다. 현대상선은 약 40%로 세양선박을 제외하고 가장 낮은 수준을 보이는데 이는 설비투자과 부채상환액은 큰 반면 상대적으로 낮은 수준의 영업현금흐름에 기인한 것이므로 향후 성장을 위해서는 영업현금흐름의 증대에 노력해야 할 것이다. 대한해운은 57%로 영업 현금흐름에 비해 상대적으로 설비투자 및 부채상환액이 크기 때문에 향후 성장을 위해서 적절한 투자 및 재무정책이 요구된다. 흥아해운은 비교적 낮은 설비투자액과 부채상환액으로 인해 조사대상 업체 중 가장 높은 수치를 나타냈다. 세양선박의 경우 영업현금흐름의 영향으로 음(-)의 값으로 현금흐름충분성이 가장 낮게 나타났지만 2002년 이후 유상증자와 활발한 재무정책을 통해 적극적인 설비 투자와 부채상환이 이루어지고 있으므로 향후 일정 수준의 성장을 위해서는 영업현금흐름창출을 위한 영업전략의 변화가 요구된다.

## 제4장 현금흐름정보의 유용성에 관한 실증분석

### 제1절 연구모형과 연구가설

#### 1. 연구모형

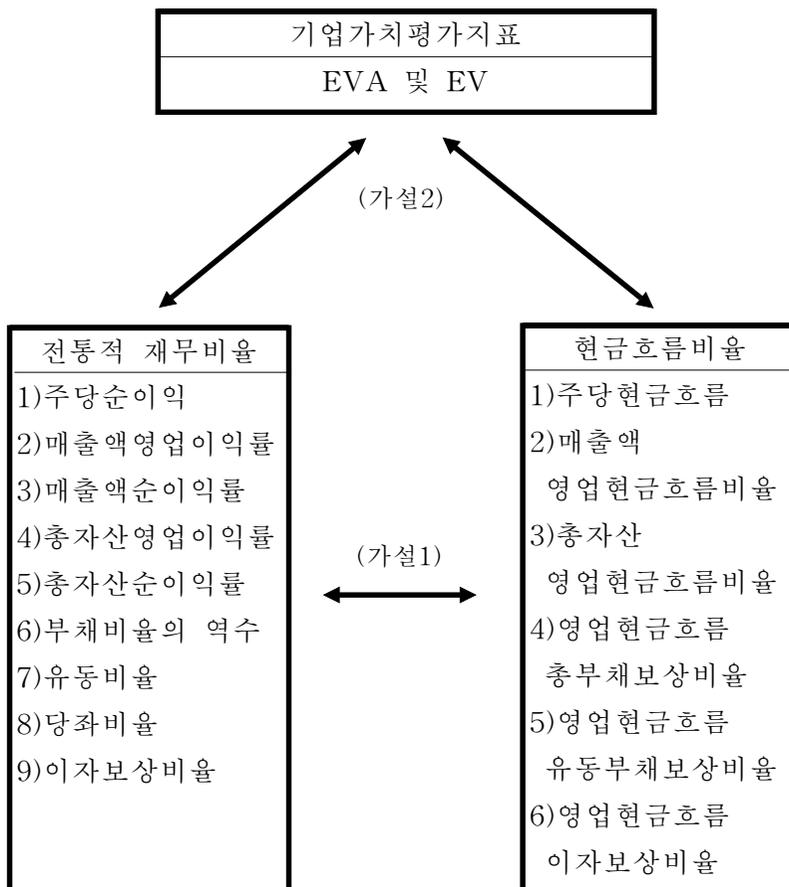
현금흐름정보의 유용성에 관한 선행연구에 의하면 기업의 미래 현금흐름 예측력, 추가수익률의 설명력 등에 있어 대체로 발생주의회계정보가 현금흐름정보에 비해 우월한 정보를 제공하는 것으로 나타났다지만, 기업도산예측이나 신용평가에 있어서는 현금흐름정보의 유용성이 나타나는 등 연구기간 및 연구대상에 따라 상이한 결과가 도출되는 경우가 많아 현금흐름정보의 유용성에 대해서 아직까지 명확한 결론을 내리지 못하고 있다. 이러한 선행연구의 결과에서 미루어 볼 때 우리나라 해운기업은 산업적 특성으로 인해 타 업종에 대한 연구결과와는 상이할 것으로 예상되며 이에 본 연구의 가치가 있다고 본다.

이러한 연구목적을 위해 우리나라 상장 외항선사를 대상으로 하여 현금흐름정보의 유용성을 분석하기 위한 연구모형은 <그림 4-1>과 같다.

<그림 4-1>에서 보는 바와 같이 우리나라 상장 외항선사의 재무제표를 이용하여 수익성비율로 주당현금흐름, 매출액 영업현금흐름 비율, 총자산영업현금흐름비율을, 안정성비율로는 영업현금흐름총부채보상비율, 영업현금흐름유동부채보상비율, 영업현금흐름이자보상비율을 각각 선정한 다음 전통적 재무비율 중 계산식에서 분자의 영업현금흐름과 대체 가능한 재무비율인 주당순이익, 매출액이익률,

총자산이익률, 부채비율의 역수, 유동비율, 당좌비율, 이자보상비율을 선정하여 두 재무비율군 간의 순위상관분석을 실시함과 동시에 각 재무비율군과 기업가치평가지표로 사용되는 EVA 및 EV와의 순위상관분석도 함께 실시함으로써 발생주의회계정보와 현금흐름정보의 유사성과 유용성을 실증분석함으로써 본 연구의 목적을 달성하고자 하였다.

<그림 4-1> 연구모형



## 2. 연구가설

**(가설1) 전통적 재무비율과 현금흐름비율은 높은 양(+)<sup>1</sup>의 상관 관계를 가질 것이다.**

전통적 재무비율이 기업경영에 유용한 정보를 제공하고 있다는 것은 주지하는 사실이나 발생주의회계의 회계담당자의 주관개입과 대체적 회계처리에 따른 회계조작의 여지는 대차대조표와 손익계산서를 기초로 하는 재무비율의 신뢰성이 떨어진다. 이에 반해 현금흐름정보는 회계담당자의 주관개입과 대체적 회계처리에 크게 영향을 받지 않는 실제적 사실자료인 만큼 현금흐름자료를 포함하는 재무비율은 전통적 재무비율과는 상이한 정보를 제공하리라 예상된다. 따라서 상관분석결과 전통적 재무비율과 현금흐름비율이 높은 양(+)<sup>1</sup>의 상관관계를 보이지 않는다면 위 [가설1]은 기각될 것이며 전통적 재무비율과 현금흐름비율은 서로 상이한 정보를 제시한다고 판단할 수 있을 것이다.

**(가설2) EVA 및 EV지표와의 관계에 있어 전통적 재무비율에 비해 현금흐름비율이 보다 높은 상관관계를 가질 것이다.**

(가설1)이 기각될 경우 발생주의회계정보와 현금흐름정보는 상이한 정보효과를 가진다는 것으로 판단할 수 있다. 선행연구에 의하면 대체적으로 발생주의회계정보가 현금흐름정보에 비해 정보효과면에서 더 유용한 것으로 나타났지만 경우에 따라서는 상반되는 결과도 출되는 경우도 있어 분석결과 현금흐름비율이 전통적재무비율 보다 기업의 가치평가척도로 사용되는 EVA 및 EV와 더 높은 상관관계를 보인다면 (가설2)은 채택되어 기업가치평가에 있어서 현금흐름

정보가 발생주의회계정보보다 더 효과적인 정보를 제공하리라 예상할 수 있을 것이다.

## 제2절 실증분석

### 1. 자료수집과 분석방법

#### 1) 자료수집

본 연구에서는 우리나라 외항선사 중 2003년 현재 증권거래소에 상장되어 있는 외항선사인 한진해운, 현대상선, 대한해운, 흥아해운, 세양선박의 5개 선사를 대상으로 금융감독원에 공시된 감사보고서상의 재무제표를 이용하여 2000년도부터 2003년까지의 4년간의 전통적 재무비율과 현금흐름비율을 도출하였고 기업가치평가지표인 EVA 및 EV는 ‘한국신용평가정보’(KIS)의 기업분석자료를 이용하였다.

실증분석을 위한 재무비율은 현재까지 제안된 현금흐름비율<sup>23)</sup> 중에서 Gibson<sup>24)</sup>이 제시한 실무적으로 사용빈도가 높은 전통적 재무비율과 관련있는 현금흐름비율을 대응하여 선정하였다. 비교가능성

---

23) 윤주석, “ 현금흐름표를 통한 우리나라 기업의 재무적 특성에 관한 연구”, 「산경연구」, 16권, 2001, pp.64-71.

24) Gibson(1987)은 재무비율의 사용빈도에 대한 조사에서 실무적으로 사용빈도가 높은 재무비율은 수익성지표군이며 다음으로 부채비율군과 유동성비율군임을 제시하였다. 각각의 지표군내에서도 사용빈도가 높은 재무비율을 살펴보면 수익성지표군은 자기자본순이익률, 주당이익, 매출액순이익률, 총자산이익률이 사용빈도가 높고, 부채레버리지에는 고정금융비용보상률, 이자보상비율, 부채비율, 재무레버리지가, 유동성지표군에서는 당좌비율, 유동비율, 재고자산회전율, 매출채권회전율이 가장 많이 이용되는 것으로 밝혀졌다.

C.M. Gibson, "How Chartered Financial Analysis View Financial Ratios," *Financial Analysis Journal*, May-June, 1987, pp.74-76.

을 높이기 위해 전통적 재무비율의 계산식에서 분자에 영업현금흐름으로 대체가 가능한 것으로 제한하였다.

선정된 재무비율은 <표 4-1>과 같다.

<표 4-1> 분석대상 재무비율

	전통적 재무비율	현금흐름비율
수익성비율	주당순이익	주당현금흐름
	매출액영업이익률	매출액영업현금흐름비율
	매출액순이익률	매출액영업현금흐름비율
	총자산영업이익률	총자산영업현금흐름비율
	총자산순이익률	총자산영업현금흐름비율
안정성비율	부채비율의 역수	영업현금흐름총부채보상비율
	유동비율	영업현금흐름유동부채보상비율
	당좌비율	영업현금흐름유동부채보상비율
	이자보상비율	영업현금흐름이자보상비율

※ 부채비율은 방향이 다르기 때문에 역수를 사용하였음.

## 2) 분석방법

본 연구에 사용되는 변수의 측정값은 20개로 측정변수의 동일한 분산을 전제할 수 없어 일반적인 모수통계분석은 적합하지 못한 것으로 판단된다.

따라서 본 연구에서는 측정값 자체를 사용하지 않고 측정값의 상대적인 순위통계량(rank statistics)로 전환하여 사용하는 스피어만 순위상관분석을 SPSS 10.0 for windows를 사용하여 실시한다.

본 상관분석에서 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 상관분석에는 단측검증을, EVA 및 EV와 각 재무비율군과의 상관분석에서는 양측검증을 실시하였다.

## 2. 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 정보 유사성 검증

### 1) 순위상관분석결과

전통적 재무비율과 현금흐름비율 간의 스피어만 순위상관분석 결과는 <표 4-2>와 같다.

<표 4-2> 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 순위상관관계

분석대상 재무비율	상관계수	유의확률
주당순이익과	- 0.011	0.482
주당영업현금흐름비율		
매출액영업이익률과	0.699(**)	0.000
매출액영업현금흐름비율		
매출액순이익률과	0.003	0.495
매출액영업현금흐름비율		
총자산영업이익률과	0.392(*)	0.043
총자산영업현금흐름비율		
총자산순이익률과	0.029	0.452
총자산영업현금흐름비율		
부채비율의 역수와	- 0.326	0.080
영업현금흐름총부채보상비율		
유동비율과	- 0.242	0.152
영업현금흐름유동부채보상비율		
당좌비율과	- 0.292	0.106
영업현금흐름유동부채보상비율		
이자보상비율과	0.229	0.166
영업현금흐름이자보상비율		

※ 유의확률(한쪽) : \* P>0.05 , \*\* P>0.01

전통적 재무비율과 현금흐름비율의 순위상관분석결과 수익성비

율에서는 영업이익 관련 재무비율인 매출액영업이익률과 매출액영업현금흐름비율, 총자산영업이익률과 총자산영업현금흐름비율의 상관관계수가 0.699와 0.392로 각각 유의수준 0.01과 0.05에서 통계적으로 유의한 상관관계를 보였으나 순이익 관련 재무비율은 상관관계수가 0.03 이하로 상관관계가 거의 없는 것으로 나타났다.

안정성비율에서는 상관관계수가 0.23 이상으로 비교적 높은 상관관계를 보였으나 통계적으로 유의미한 수준은 아닌 것으로 나타났다.

## 2) 분석결과요약 및 해석

총 9쌍의 분석대상 재무비율 중 영업이익에 관련된 2쌍의 재무비율만이 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의함을 보였을 뿐 나머지 7쌍의 재무비율은 통계적으로 유의미한 관계가 없는 것으로 나타나 분석결과 전통적 재무비율과 현금흐름비율은 높은 양(+)의 상관관계를 가질 것이라는 (가설1)은 기각되어 각 비율군이 제시하는 정보는 상이하다는 결론을 내릴 수 있을 것이다.

## 3. 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 정보 유용성 검증

### 1) EVA지표와 순위상관분석

전통적 재무비율 및 현금흐름비율과 EVA지표와의 스피어만 순위상관분석을 실시한 결과는 다음과 같다.

#### ① EVA지표와 전통적 재무비율의 순위상관분석

<표 4-3> EVA지표와 전통적 재무비율의 순위상관관계

		주당 EVA	투자자본 수익률	가중평균 자본비용
주당 순이익	상관계수	.678(**)	.647(**)	-.575(**)
	유의확률	.001	.002	.008
매출액 영업이익률	상관계수	-.081	.411	-.143
	유의확률	.734	.072	.548
매출액 순이익률	상관계수	.511(*)	.608(**)	-.640(**)
	유의확률	.021	.004	.002
총자산 영업이익률	상관계수	-.002	.535(*)	-.195
	유의확률	.995	.015	.410
총자산 순이익률	상관계수	.529(*)	.657(**)	-.603(**)
	유의확률	.016	.002	.005
부채비율의 역수	상관계수	.353	.208	-.080
	유의확률	.126	.380	.736
유동비율	상관계수	.274	.102	.016
	유의확률	.243	.668	.947
당좌비율	상관계수	.295	.098	-.005
	유의확률	.207	.682	.982
이자 보상비율	상관계수	.063	.579(**)	-.335
	유의확률	.791	.007	.148

※ 유의확률(양쪽) : \* P>0.05 , \*\* P>0.01

전통적 재무비율과 EVA지표와의 순위상관분석결과 주당EVA와의 관계에서 수익성비율 중 순이익 관련 재무비율의 상관계수가 0.5 이상으로 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의미한 상관관계를 보이는 반면 영업이익 관련 재무비율은 -0.08 이하로 거의 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 안정성비율에서는 부채관련비율의 상관계수가 0.27 이상으로 비교적 높은 수준의 상관관계를 보였으나 이자보상비율은 거의 상관관계가 없는 것으로 나타났다.

투자자본수익률과의 관계에서도 순이익 관련 재무비율이 상관계수

0.5 이상의 높은 상관관계를 보이는데 주당EVA와 달리 총자산영업 이익률도 유의수준 0.05 수준에서 통계적으로 유의미한 관계가 있는 것으로 나타났다. 가중평균자본비용과도 순이익 관련 재무비율의 상관관계수가 -0.5 이상으로 높은 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 한편 이자보상비율도 투자자본수익률과의 상관관계수가 0.5 이상으로 유의수준 0.01에서 통계적으로 유의미한 상관관계를 보였다.

② EVA지표와 현금흐름비율의 순위상관분석

<표 4-4> EVA지표와 현금흐름비율의 순위상관관계

		주당 EVA	투자자본 수익률	가중평균 자본비용
주당 영업현금흐름비율	상관계수	-.208	.183	-.281
	유의확률	.380	.439	.231
매출액 영업현금흐름비율	상관계수	-.060	.296	-.387
	유의확률	.801	.205	.092
총자산 영업현금흐름비율	상관계수	-.015	.313	-.329
	유의확률	.950	.179	.156
영업현금흐름 총부채보상비율	상관계수	.045	.356	-.401
	유의확률	.850	.123	.080
영업현금흐름 유동부채보상비율	상관계수	-.063	.162	-.256
	유의확률	.791	.494	.275
영업현금흐름 이자보상비율	상관계수	-.011	.281	-.479(*)
	유의확률	.965	.230	.033

※ 유의확률(양쪽) : \* P>0.05 , \*\* P>0.01

현금흐름비율과 EVA지표와의 순위상관분석결과 영업현금흐름총 부채보상비율을 제외한 모든 현금흐름비율이 음(-)의 상관계수를 보이면서 주당EVA와 통계적으로 유의한 상관관계를 보이는 현금흐름 비율은 없는 것으로 나타났다.

투자자본수익률 및 가중평균자본비용과의 관계에서도 영업현금흐름이자보상비율이 가중평균자본비용과 -0.48의 상관계수를 보여 유의수준 0.05에서 유의미한 관계를 가질 뿐 나머지 현금흐름비율은 통계적으로 의미있는 수준의 상관관계가 없는 것으로 나타났다.

## 2) EV지표와 순위상관분석

### ①EV지표와 전통적 재무비율의 순위상관분석

<표 4-5> EV지표와 전통적 재무비율의 순위상관관계

		주당 EV	EV/ EBITDA
주당 순이익	상관계수	-.074	-.608(**)
	유의확률	.758	.004
매출액 영업이익률	상관계수	.155	-.090
	유의확률	.514	.705
매출액 순이익률	상관계수	-.045	-.371
	유의확률	.850	.107
총자산 영업이익률	상관계수	.310	-.117
	유의확률	.184	.622
총자산 순이익률	상관계수	-.062	-.320
	유의확률	.796	.169
부채비율의 역수	상관계수	-.502(*)	-.131
	유의확률	.024	.582
유동비율	상관계수	-.630(**)	-.089
	유의확률	.003	.710
당좌비율	상관계수	-.603(**)	-.059
	유의확률	.005	.806
이자 보상비율	상관계수	.126	-.266
	유의확률	.596	.257

\* 유의확률(양쪽) : \* P>0.05 , \*\* P>0.01

EV지표와 전통적 재무비율간의 상관분석결과 주당EV와의 관계에서 수익성비율에서는 통계적으로 유의미한 관계를 보이는 재무비율은 보이지 않고 안정성비율에서 부채관련비율의 상관계수가 -0.5 이상으로 0.05의 유의수준에서 의미있는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. EV/EBITDA와의 관계에서는 주당순이익의 상관계수가 -0.6 이상으로 유의수준 0.01에서 통계적으로 의미있는 상관관계가 있음을 알 수 있다.

② EV지표와 현금흐름 재무비율의 순위상관분석결과

<표 4-6> EV지표와 현금흐름비율의 순위상관관계

		주당 EV	EV/ EBITDA
주당 영업현금흐름비율	상관계수	.702(**)	-.265
	유의확률	.001	.259
매출액 영업현금흐름비율	상관계수	.319	-.323
	유의확률	.171	.164
총자산 영업현금흐름비율	상관계수	.447(*)	-.292
	유의확률	.048	.212
영업현금흐름 부채보상비율	상관계수	.460(*)	-.332
	유의확률	.041	.152
영업현금흐름 유동부채보상비율	상관계수	.197	-.347
	유의확률	.405	.133
영업현금흐름 이자보상비율	상관계수	.417	-.350
	유의확률	.068	.130

※ 유의확률(양쪽) : \* P>0.05 , \*\* P>0.01

EV지표와 현금흐름비율간의 상관분석결과 매출액영업현금흐름비율을 제외한 수익성비율 모두가 주당EV와 유의수준 0.05에서 통계적으로 의미있는 상관관계를 보였지만 안정성비율에서는 통계적으로

로 유의미한 수준의 상관관계는 없는 것으로 나타났다.

EV/EBITDA와의 관계에서는 유의미한 상관관계를 가지는 비율은 없는 것으로 나타났다.

### 3) 분석결과 요약 및 해석

EVA지표와 각 재무비율군과의 상관분석결과 전통적 재무비율에서는 순이익관련비율이 상관계수  $\pm 0.5$  이상으로 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의미한 상관관계를 보이는데 반해 현금흐름비율은 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 한편 전통적 재무비율에서의 이자보상비율은 투자자본수익률과 현금흐름비율에서의 영업현금흐름 이자보상비율은 가중평균자본비용과 통계적으로 유의미한 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 따라서, 전통적 재무비율에서 유의미한 상관관계를 가지는 비율이 훨씬 많아 전통적 재무비율이 현금흐름비율 보다 EVA지표와 상관관계가 더 높다고 할 수 있다.

EV지표와 각 재무비율군과의 상관분석결과 주당EV와의 관계에서 전통적 재무비율에서는 부채관련재무비율이 상관계수  $- 0.5$  이상으로 유의수준 0.05에서 상관관계를 보이는 반면 현금흐름비율에서는 매출액영업현금흐름비율을 제외한 수익성비율 상관계수가 0.447 이상으로 유의수준 0.05에서 유의미한 상관관계가 있는 것으로 나타났다. EV/EBITDA와의 관계에서는 전통적 재무비율인 주당순이익만이 상관계수 0.6 이상으로 상관관계가 있는 것으로 나타나 EV지표와의 관계에서는 각 재무비율군이 거의 비슷한 수준의 정보효과를 가진다고 할 수 있다.

분석결과 EVA 및 EV지표와의 관계에서 현금흐름비율이 전통적 재무비율보다 더 높은 상관관계를 가질 것이라는 (가설2)는 기각되어 현금흐름비율이 전통적 재무비율에 비해 기업가치평가에 있어

보다 효과적인 정보를 제공하지 못하는 것으로 나타났다. 하지만 기업가치평가지표에 따라 상이한 결과가 도출되는 것으로 볼 때 현금흐름정보는 발생주의회계정보와는 상이한 정보내용을 포함하고 있는 것으로 판단할 수 있다.

## 제5장 결론

### 제1절 실증분석결과 요약

본 논문에서는 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름표를 이용하여 현금흐름의 특성 및 현금흐름정보의 유용성에 대한 실증분석을 실시하였다. 본 연구 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 우리나라 상장 외항선사의 현금흐름의 특성을 살펴본 결과 영업현금흐름은 제조업평균에 비해 월등하게 높은 반면 투자현금유출액은 낮고 재무현금유출액은 훨씬 크게 나타나 투자활동 및 재무활동에 소극적인 것으로 나타났다. 또한 현금흐름비율분석에서 수익성측면에서는 제조업평균에 비해 변동이 심하고 변동폭이 커서 안정적이지 못한 것으로 나타났고 안정성측면에서는 장기지급능력은 제조업평균보다 낮지만 단기지급능력 및 이자보상능력은 양호한 것으로 나타났다.

둘째, 전통적 재무비율과 현금흐름비율과의 정보유사성 검증에서 영업이익과 관련한 전통적 재무비율과 현금흐름비율 만이 높은 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났고 나머지 재무비율은 통계적으로 유의미한 상관관계가 없는 것으로 나타나 전통적 재무비율과 현금흐름비율은 높은 양(+)의 상관관계를 가질 것이라는 (가설1)은 기각되어 전통적 재무비율과 현금흐름비율은 서로 상이한 정보를 제공한다고 판단할 수 있다.

셋째, 전통적 재무비율과 현금흐름비율의 정보유용성 검증에서 EVA지표와의 관계에서는 전통적 재무비율에서 통계적으로 유의한 상관관계를 가지는 재무비율이 더 많은 것으로 나타났지만 EV지표에 대해서는 전통적 재무비율과 현금흐름비율이 유사한 수준을 보였다. 분석결과 EVA 및 EV지표와의 관계에서 현금흐름비율이 전통

적 재무비율보다 높은 상관관계를 가질 것이라는 (가설2)는 기각되어 현금흐름비율이 전통적 재무비율보다 더 우월한 정보를 제공하지 못하는 것으로 판단할 수 있다. 하지만 기업가치평가지표에 따라 상이한 결과가 발생하는 것으로 볼 때 발생주의재무정보와 현금흐름정보가 제시하는 정보는 상이하기 때문에 기업평가 시 발생주의 재무정보 뿐만 아니라 영업현금흐름과 투자현금흐름, 재무현금흐름의 각 활동별 현금흐름을 포함한 현금흐름정보가 필요하다는 것을 알 수 있다.

## 제2절 연구의 한계와 향후 연구방향

본 연구의 한계로는 먼저 본 연구는 우리나라 상장 외항선사를 대상으로 하였기 때문에 표본수의 문제를 배제할 수 없다. 따라서 상관분석결과에 대한 신뢰성문제가 제기될 가능성이 있다.

둘째, 영업활동으로 인한 현금흐름의 구성항목상의 문제이다. 현재 우리나라 ‘기업회계기준’ 88조에 의하면 ‘영업활동으로 인한 현금흐름은 직접법 또는 간접법으로 표시한다’ 라고 되어 있어 대부분 업체들이 간접법으로 현금흐름표를 작성하기 때문에 현행 현금흐름표에서는 영업현금흐름에 대한 세부정보의 입수가 불가능하다. 따라서 해당항목에 대해서는 추정하는 수밖에 없어 현금흐름정보 해석시 왜곡문제가 발생할 수 있다.

따라서 향후 연구에서는 첫째, 표본수의 문제를 극복하여 신뢰성 제고를 위해 우리나라 해운기업 전체를 대상으로 하는 연구가 필요하고, 둘째, 영업활동으로 인한 현금흐름에 대한 실제 자료를 입수하여 보다 정확한 분석이 이루어져야 할 것이다.

## 참고문헌

### 1. 국내문헌

- 김정연, “기업의 현금흐름 예측치로서의 현금흐름과 회계이익” 「경영학연구논문집」, 제6권, 1999.
- 남영덕, “우리나라 정보산업의 현금흐름 특성에 관한 연구”, 경영학석사 학위논문, 한양대학교 대학원, 2002.
- 장영광, 「경영분석」, 무역경영사, 1999.
- 조종익, “기업부실예측을 위한 현금흐름표의 유용성에 관한 연구” 경영학석사 학위논문 서울시립대 대학원, 2002.
- 이상덕, “현금흐름정보의 유용성에 관한 연구”, 경영학박사 학위논문, 경희대학교 대학원, 1991.
- 이성원, “현금흐름재무비율을 이용한 영업이익의 질의 정보유용성에 관한 연구” 경영학석사 학위논문, 2000.
- 윤주석, “현금흐름표와 비율분석”, 「산경연구」, 14권, 제1호, 1998.
- 윤주석, “현금흐름표를 통한 우리나라 기업의 재무적 특성에 관한 연구”, 「산경연구」, 16권, 2001.
- 최관, “주식가격에 대한 회계이익과 현금흐름의 정보가치” 「회계학연구」, 제16호, 1999.
- 최정호, “우리나라 기업의 미래현금흐름을 예측하기 위한 회계이익과 현금흐름 변수의 비교분석에 관한 연구”, 「회계학연구」, 제13호, 1999.

## 2. 국외문헌

- Ball, R.J. and Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn 1968.
- Beaver, W.H., "Financial Ratio as Predictor of Failure", *Journal of Accounting Research*, 1966.
- Bernard. V.L. and stober, T.L., "The Nature and Amount of Information In cash Flows and Accruals". *The Accounting Review*, October, 1987.
- Bowen, R.D. Burgstahler and Daley, L., "Evidence on the Relationships Between Earnings and Various Measures of Cash Flows", *The Accounting Review*(October) 1986.
- Climo, T, A., "Cash Flow Statements for Investor", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.3, 1976.
- Cosey, C. and Bartczk, N., "Using Operating Cash Flow Data to Predict Financial Distress; Some Extentions", *Journal of Accounting Research*, 1985.
- Greenburg, R., Johnson, G., and Ramesh, K., "Earnings versus Cash Flow as a Predictor of Future Cash Flow Measures", *Journal of Accounting Auditing & Finance*, Fall 1986.
- Ijiri Y., "Cash Flow Accounting and Its Structure", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Summer 1978.
- Jaedicke, R and Sprouse, *Accounting Flows; Income, Fund and Cash*, Prentice Hall, 1965.
- Largay, J.A. and Stickey, C.P., "Cash Flow, Ratio Analysis and

- W.T. Grant Company Bankruptcy", *Financial Analysts Journal*, July-August 1980.
- Patell, J.A., and Kaplan, R., "The International Information content of Cash Flow Data Relative to Annual Earnings", Stanford Univ., Working Paper, August 1977.
- Rayburn, J., "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns", *Journal of Accounting Research*, 1986.
- Viscione, J.A., "Assessing Financial Distress," *The Journal of Commercial Bank Lending*, 67(11), 1985.
- Wilson, G., "The international Information Content of the Accrual and Components of Earnings after Controlling for Earnings", *The Accounting Review*, April 1987.

## 감사의 글

부족한 점이 많은 저에게 끊임없이 지도편달 해주신 안기명 교수님께 진심으로 존경과 감사를 드립니다. 그리고 미흡한 논문의 심사에 세심한 관심을 주신 이기환 교수님과 신용준 교수님께도 깊은 감사의 말씀을 드립니다. 또한 대학원 생활 동안 지속적인 관심과 가르침을 주신 신한원 교수님, 조성철 교수님, 류동근 교수님께도 감사 드립니다.

대학원 생활과 학업에 많은 도움을 주신 조삼현 박사님, 김현덕 박사님, 김광희 박사님, 영로형, 강혁, 그리고 대학원의 여러 선배님과 학우님께도 진심으로 감사 드립니다.

마지막으로 학문정진을 위해 이해와 사랑으로 뒷바라지해주신 부모님과 항상 격려해준 형과 동생에게도 감사의 말씀을 드립니다.