

기업의 지배구조가 현금흐름에 미치는 영향 : 엔터테인먼트 산업을 중심으로

Effect that Corporate Governance in Cash Flow : Focus on Entertainment Industry

고동원
백석문화대학 경상학부

Dong-Won Ko(kdw@bscu.ac.kr)

요약

엔터테인먼트 산업을 중심으로 계속기업의 여부를 확인하기 위한 본 연구의 목적을 달성하기 위해 채무 불이행의 가능성 판단, 부도위기의 원인, 원리금상환능력, 부실예측 등을 하는데 중요한 회계지표인 현금흐름에 초점을 두고 기업의 지배구조가 현금흐름에 미치는 영향을 분석하였다. 표본기업은 증권거래소에 상장되어 있고, 엔터테인먼트업을 영위하는 44개 기업을 대상으로 하였으며, 2005년부터 2008년까지 분석기간으로 하였다. 결과를 도출하기 위한 분석기법으로 기초적 통계분석, 차이분석, 상관관계분석, 회귀분석을 실시하였다.

분석한 결과를 요약하면, 영업현금흐름에 대해 부채비율은 음(-), 기업규모는 양(+),의 영향을 미치고 있었다. 이는 부채비율이 낮을수록, 그리고 기업규모가 클수록 영업활동으로 인한 현금흐름이 양호함을 의미한다. 또한 설명력은 다소 떨어지나, 기업규모가 음(-)의 방향으로 기업의 투자활동으로 인한 현금흐름에 영향을 미치는 결과가 나타났는데, 이러한 현상은 우리나라의 엔터테인먼트 기업특징의 하나인 우회상장을 통하여 자본시장에 진입과도 밀접한 관계가 있기 때문으로 판단된다.

■ 중심어 : | 엔터테인먼트 산업 | 현금흐름 | 지배구조 |

Abstract

So that this study confirms going concern's availability laying focus on entertainment industry possibility of default judge, focus in cash flow that is important accounting indicator pointer to do cause of bankruptcy, payable capability, insolvent estimate etc and analyzed effect that governance gets in cash flow. The sampling period was from 2005 to 2008 and the number of samples was 44. In analysis technique, implement basic statistical, t-test, correlation, regression.

Is as following if summarize result. CFO, for debt ratio, negative(-), enterprise size was exerting positive(+), and cash flow by investment activity enterprise size negative(-) influence reach.

■ keyword : | Entertainment Industry | Cash Flow | Corporate Governance |

I. 서론

우리 정부는 외환위기 당시 한국기업의 부실의 주된 원인이 열악한 기업지배구조에 있다는 인식에 따라 정부 및 관련기관은 지배구조를 개선하기 위한 법과 제도적 장치로서 감사위원회제도, 사외이사제도, 연결재무제표, 내부회계 관리제도, 공개경영제도 등을 도입하였다. 투명한 기업환경을 조성하기 위한 하나의 방법인 기업지배구조의 개선은 기업 외부의 이해관계자, 즉 기존의 투자자 및 시장의 잠재적 투자자들에게 그들의 부가 적정하게 보호되고 기업의 경영활동으로 증가된 부가 그들에게 이전된다는 신뢰를 줌으로써 기업에 대한 더 많은 투자를 유발시켜 기업의 성장을 가져올 수 있다.

우리나라 기업들은 기업지배구조개선에 노력을 하고 있으나, 2003년 이후의 전반적인 경기불황과 외국인들의 주주권 행사와 기업인수에 대한 비난이 제기되면서 기업지배구조 개선에 대한 본격적인 비판과 회의론도 제기되고 있다. 여전히 상장기업들은 주주총회나 IR(investor relations), 공시를 통해 투자자등 경영진과 이사회에의 기업지배구조개선 노력과 결과에 대해서 열심히 설명을 하고, 주주중시경영을 강조하고 있지만 재계를 대변하는 단체나 일부 학자, 언론들은 기업지배구조개선을 위한 주주권행사와 주주자본주의에 대한 폐해를 지적하면서 지배구조론의 무용성마저도 제기하고 있는 실정이다[1].

우리나라의 방송사, 신문사, 통신기업, 광고회사, 연예 매니지먼트사, 외주제작사, 영화사 등이 사슬처럼 연계돼 상호작용하는 미디어엔터테인먼트의 산업을 주목할 필요가 있다. 2005~2007년 사이에 연예 매니지먼트사, 외주제작사, 영화사, 통신기업, 코스닥기업 등이 서로 이해에 맞춰 사업 및 법인 결합과 인수합병을 거듭하며 '종합 엔터테인먼트사'란 이름으로 기업규모를 확장하고 '한류 열풍'에 힘입어 금융계의 거대한 투자자본이 들어오는 계기가 되었다.

그러나 우리나라 엔터테인먼트 기업은 이렇다 할 기업구조를 갖추기도 건설하지 못한 모습을 곳곳에서 노출시키고 있다. 분식회계나 주가조작, 공금횡령 등 여러 가지 문제가 노출되어 검찰의 수사를 받은 업체가 상당

수 있었으며, 가장 최근에는 팬텀엔터테인먼트도 자본 시장에서 퇴출되는 수모를 겪었다[2]. 이러한 여러 원인 중의 하나가 기업지배구조때문이기도 하다. 기업의 경영의사결정과 집행을 전제하고 감독하는 법적, 제도적 매커니즘인 기업지배구조는 기업에 자금을 제공한 투자자들이 투자에 대한 수익을 보장받기 위해 경영진의 자원배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법이다[3]. 즉, 경영을 하는 경영자의 권한남용과 도덕적 해이(moral hazard)를 감시하고 이 같은 행위를 최소화하기 위해 제도적 장치를 마련이 필요하다는 것이다.

따라서 본 연구는 엔터테인먼트 업종을 중심으로 기업지배구조가 현금흐름에 미치는 영향을 국내외의 문헌을 검토한다. 이를 바탕으로 대주주, 외국인 지분을, 부채비율, 그리고 자산규모를 변수로 하여 기업의 현금흐름을 분석하여 계속기업의 지배구조 여부를 확인하고자 한다. 종속변수를 현금에 초점을 맞춘 까닭은 기업의 재무적 건전도를 평가하는 중요한 지표로서 채권자 입장에서 대출기업의 채무불이행의 가능성 판단, 부도위기의 원인, 원리금상환능력, 부실예측 등을 하는데 중요한 회계지표이기 때문이다.

본 연구의 결과는 기존의 전체 기업을 대상으로 한 연구가 아닌 최근 우리나라에서 관심의 대상이 되고 있는 상장된 엔터테인먼트업을 영위하는 기업의 현금흐름의 특성을 알아봄으로써 궁극적으로 기업의 효율적 현금흐름관리에 일조할 수 있다고 사료된다.

II. 이론적 고찰

1. 엔터테인먼트 산업의 이론적 배경

1.1 엔터테인먼트 산업의 개념

엔터테인먼트 산업은 고부가가치산업으로 인식되며 미국은 'Information Industry' 혹은 'Entertainment Media Industry'라고 부르고 있으며 이는 문화적 요소가 창의성 및 기술과 결합된 산업을 의미한다. 영국은 'Creative Industry'로 불리며 창조적인 문화콘텐츠들은 만화, 애니메이션, 캐릭터, 음악, 공연, 게임, 영화, 방송, 인터넷, 모바일, 에듀테인먼트에 적용된다고 정의한다.

‘Creative Industry’를 개인이 창의성, 기술, 재능 등을 이용해 지적재산권을 만들고 이를 상업적으로 활용함으로써 경제적 부가가치와 고용창출을 가져오고 있는 산업으로 표현하고 있다[4].

우리나라의 경우 민보연(2002)은 “엔터테인먼트 산업이란 문화적 요소, 경제적 부가가치 창출, 생산과 유통과정 등을 속성으로 하는 산업활동”[5]이라고 정의하기도 하고, 박현욱(2002)은 “엔터테인먼트란 여러 가지로 정의되고 분류되지만, 문화콘텐츠의 하위개념 혹은 동등한 개념으로 볼 수 있으며, 문화콘텐츠 산업이란 문화예술 상품의 개발, 제작, 생산, 유통, 소비 등과 이에 관련된 서비스 산업을 의미한다. 따라서 애니메이션, 음악, 게임, 출판, 만화, 캐릭터, 방송영상, 영화 등 미디어·엔터테인먼트 분야가 모두 문화콘텐츠에 포함된다”[6] 라고 하여 엔터테인먼트 산업을 문화콘텐츠산업과 동일한 의미로 해석하였다.

1.2 국내외 엔터테인먼트 산업 발전 현황

미국의 영상산업은 군수산업에 이은 2대 산업으로 경제의 견인차 역할을 하고 있으며, 영국은 GDP의 10%를 차지하고 있으며 100만개의 일자리를 창출하고 있는 실정이다.

표 1. 문화산업의 시장과 전망

(단위 : 백만달러, %)

년도 국가	2007	2008	2009	성장률 (05~09)
미국	622,459	660,234	690,110	5.6
일본	103,330	108,610	111,777	4.2
영국	88,321	93,226	97,931	5.6
독일	71,950	75,292	78,334	4.6
프랑스	54,540	57,190	59,491	5.0
한국	22,780	24,257	25,275	5.6
중국	100,566	122,396	143,039	23.9
총계	1,557,493	1,677,218	1,777,818	7.3

자료 : Pricewaterhouse Coopers(PWC), Global Entertainment and Media Outlook : 2005~2009

국내의 경우 2006년 문화콘텐츠 산업백서에 따르면 만화, 음악, 애니메이션 등의 성장률은 마이너스로 돌아섰지만 방송, 영화 등의 영상사업부문과 광고시장은 10% 가량의 성장세를 보이고 있고, 게임의 경우 엄청난

성장세를 보이고 있다고 하였다. 하지만 세계시장을 기준으로 볼 때 국내 엔터테인먼트 산업은 아직 태동기로 전반적인 상승세를 유지하고 있으나 시장 규모는 아직 미비하고, 방송산업을 제외하고는 세계시장의 1%도 미치지 못하는 미약한 시장점유율을 보이고 있다[7].

산업화 초기 단계에서는 안정적인 기업형태를 취하기 위해 규모의 경제를 도모하는데 관심이 집중되고 있었다. 시장의 자금을 끌어 모아 코스닥에 등록하거나 제작사끼리 연합 혹은 단독우회상장을 통하여 회사 가치를 키우기도 하였다.

2000년 중반 거대 통신사들이 엔터테인먼트 산업에 참여하면서 과거에 영화, 음반, 방송, 게임 등의 연관되지 않은 각 개별 산업들이 DMB(digital multimedia broadcasting), 와이브로(WiBro : wireless broadband internet), IPTV(internet protocol television) 등의 새로운 유통채널 등장과 함께 콘텐츠가 융합되고 시너지를 만들어가는 시대로 변해가고 있으며, 이는 유통채널의 소유자인 이동통신사의 콘텐츠 산업 진입을 유도한 것이다.

2. 경영패러다임의 변화

현금흐름의 중요성에 대한 인식을 시작한 미국기업들은 1980년대부터 현금흐름을 우선시하는 경영방식이 정착되었다. 이는 1970년대 만성적 인플레이션과 경기 불황에 따른 기업의 재무구조 악화와 이에 따른 기업의 전반적인 지급능력의 저하, 과거 20여년 동안에 걸친 이자비용의 자본화와 이연화 경향으로 인한 발생주의 회계이익과 현금흐름간의 격차 심화, 1980년대 초의 연쇄적인 기업도산 등을 경험하면서 현금흐름의 중요성을 인식하게 되었기 때문이다[8].

우리나라 기업도 외환위기를 맞이하면서 재무환경이 악화됨에 따라 생존에 위협을 받게 되는 상황이 발생하게 되었다. 금융시장이 경색되고 자금시장의 유동성이 악화되면서 기업의 최우선과제는 현금확보이다. 그동안 한국식 경영의 특징이었던 차입경영, 문어발식 사업 확장경영, 매출확대 위주경영 등의 경영방식에서 탈피해서 수익성과 현금흐름을 함께 중시하는 경영방식으로 전환시키는 계기를 제공하였다.

수익성 목표를 달성하고 있지 못하나 유동성 목표를 달성하고 있으면 지급능력은 유지되고 있기 때문에 단기적으로는 생존이 가능하다. 그러나 지속적인 수익성 목표를 달성하지 못하면 현금창출능력이 악화되어 결국 도산하게 되며, 또한 수익성 목표를 달성하고 있으나 유동성 목표를 달성하지 못하면 단기지급능력이 상실되어 흑자도산기업으로 전락할 위험이 커지게 된다.

결국 미래 유동성의 원천인 수익성과 현재의 유동성은 기업이 생존하고 성장하기 위해서는 반드시 함께 달성해야할 목표이다. 현금흐름경영이란 단기적으로는 생존이 가능하도록 현재의 유동성을 내부창출현금흐름에 의해 유지하고, 장기적으로도 기업가치가 극대화되는 방향으로 성장 발전이 지속되도록 미래의 유동성 즉, 수익성을 달성하도록 영업활동, 투자활동, 재무활동을 적절하게 수행하는 경영방식이라 할 수 있다.

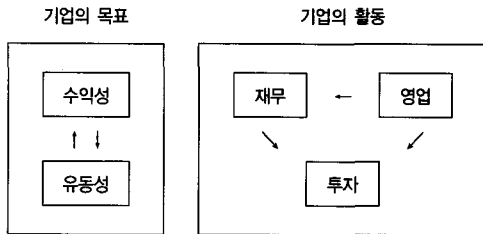


그림 1. 기업의 목표와 활동

3. 선행연구의 고찰

3.1 대주주 지분율의 영향

Herman(1981)은 기업주들은 일반적으로 수익성이 높을 것으로 예상되는 유망기업에 대하여는 기업공개를 회피하거나 주식분산을 꺼리며, 반대로 수익전망이 좋지 않은 사업의 경우에 보다 활발히 주식을 공개, 분산하는 경향을 보인다고 주장하고 있다[9].

조성욱(2000)은 1993년부터 1997년까지의 5년간 비금융업종에 속한 상장, 등록, 그리고 외감대상인 기업들의 재무자료들을 바탕으로 지분율과 기업의 성과간의 관계를 분석한 결과 대주주지분율과 기업의 성과간에는 유의한 양(+)의 관계가 나타났다고 하였다[10].

Guney 등(2003)은 Pinkowitz and Williamson의 회귀모형을 수정하여 실증 분석하였다. 대주주 지분율이 기

업가치 및 현금성 자산의 가치에 미치는 영향을 분석한 결과 기업이 현금을 보유하는 데 영향을 미치는 요소 중 기업의 성장기회, 현금흐름의 변동성, 기업의 신규투자활동은 현금 보유율과 양의 상관관계를 보였으며, 기업 규모, 부채 비율, 유동성은 현금 보유율과 음의 상관관계를 보였다. 특히 기업의 지배구조와 관련하여, 기업의 투명성이 높은 기업일수록 현금 보유율이 높았으며, 특히 주주의 권리 보호 및 공시를 통한 기업정보 제공에 충실한 정도와 기업의 현금 보유율은 양의 상관관계를 보였다[11].

김영산과 윤형덕(2001)은 1981년부터 1998년에 걸쳐 상장기업을 대상으로 유동성 보유에 대한 실증 분석을 실시하여 재벌기업이 비재벌기업보다 금융권에 대한 접근성이 상대적으로 높고, 계열사 간 내부거래를 통해 유동성 흐름을 보다 잘 통제할 수 있다는 가설을 검증하였다. 30대 재벌 소속 기업의 유동성 보유비율은 비재벌 소속 기업의 유동성 보유비율에 비해 낮았고, 이러한 관계는 5대재벌의 경우 더욱 두드러지게 나타났다[12].

3.2 외국인 지분율의 영향

기업지배구조 중 내부지배구조는 주식소유와 이사회 구성 등을 통하여 경영자의 의사결정에 대한 감시와 통제를 할 수 있도록 해주는 내부메카니즘을 의미한다. Grossman and Hart(1980)는 주식소유자 중에서 소액주주는 경영진을 감시하는 비용을 감시하는 비용을 감당할 수 없기 때문에 기업가치를 높이는 적극적 활동을 수행하기 어렵다고 설명하였다[13].

Barcly and smith(1995)는 외국인 대주주는 주식을 장기보유하는 경향이 있으므로 소액주주에 비해 기업 내부정보에 대한 접근성이 크기 때문에 감시기능을 보다 효율적으로 수행할 수 있는 가능성이 있다고 하였고 보고하였다[14].

국내연구로는 5% 이상을 보유한 외국인 주요 주주와 외국인(사외)이사를 전문성과 독립성이 있으며 동시에 감시의 인센티브를 갖고 있는 기업의 감시주체로 보고 이들이 존재할 때 기업가치의 영향력을 검증한 결과 외국인 주요주주 및 외국인(사외)이사 존재 사이에 양의

관계가 성립함을 발견하였다[15].

연강흠·박순홍(2006)은 외국인 주요주주지분이 높을 수록 기업의 배당성향이 유의적으로 증가하는 것을 발견하였으나, 외국인 주요주주가 기업의 투자를 위축시킨다는 직접적인 증거를 찾지는 못했다고 했다[16].

3.3 부채비율의 영향

부채규율 가설(debt-monitoring hypothesis)에서는 현금흐름과 레버리지 간에는 강한 양(+)의 관계가 나타날 것으로 예상한다. 부채비율이 높을수록 경영자와 채권자간의 이해관계는 대립적이 될 것이다.

레버리지와 현금흐름의 관계에서 윤종인·김형철(1999)은 현금흐름과 레버리지 간에는 유의성 있는 양(+)의 관계가 있을 것이라는 가설을 지지하는 결과를 보고하고 있다. Tobin Q가 낮은 기업군의 경우, 현금흐름과 레버리지 관계를 나타내는 추정계수가 양(+)의 관계가, 30대 재벌의 경우에는 유의한 음(-)관계가 있는 것으로 나타났다[17].

부채의 경영자규율 가설(debt monitoring)은 기업경영자들은 자신의 보수나 보상에 집착하여 과잉투자, 위험투자 등과 같은 자의적 투자를 예방하기 위해 장기부채 조달을 기업의외부에 보내는 신호로 활용할 것이라고 예측하고 있다. 그러나 부채규율가설이 예상하는 바와 달리, 현금흐름과 부채순조달과는 (+)관계가 아닌 (-)관계로 나타났다. 이 결과는 기업의 내부자금 사용에 있어 장기차입의 규율기능이 발휘되지 않은 것으로 해석할 수 있다. 그러나 IMF 이후 은행대출 기능은 약화되고, 그에 대한 반작용으로 회사채시장의 활용이 급증한 것으로 미루어 보아, 부채규율 가설이 지지되지 않은 것이 아니라, 국내 직접, 간접금융시장의 자금조달 기능상의 문제점이 기업집단의 부채조달 행태에 영향을 미친 것으로 판단된다[18].

Almeida 등은 부채비율이 높은 기업의 경우 금융비용 및 추가적 자금조달비용으로 인하여 영업활동으로 유입된 현금을 내부에 유보시키는 경향이 있음을 실증하였다[19].

III. 실증연구의 설계 및 결과

1. 표본의 선정 및 기간

본 연구는 우리나라 증권거래소에 상장되어 있으며 기업정관에 엔터테인먼트업을 영위하는 44개 기업을 대상으로 하였다. 분석기간은 2005년부터 2008년까지로 규정하였으며 12월 결산법인으로 자료가 누락되거나 획득하기 어려운 기업은 제외하였다. 지배구조와 회계지표 등의 자료는 한국신용평가정보(주)의 Kis-ValueⅡ를 통하여 수집하였다.

[표 2]는 2008년 12월 31일을 기준으로 하여 표본기업의 거래소분류(KRX : KoRea eXchange)와 국제산업분류표준(GICS : Global Industry Classification Standard)에 의한 업종분류에 따른 기업수와 매출액, 총자산, 주가수익배수의 평균값을 요약한 표이다.

표 2. 표본기업의 업종구분

업종구분	기업수	sale	asset	PER	
KRX	도매	4	7.6E9	3.9E10	4.58
	디지털콘텐츠	5	1.1E10	1.610	-11.03
	방송서비스	1	1.2E11	1.5E11	-2.11
	사업지원	2	1.1E10	2.0E10	-4.72
	서비스	4	3.2E10	4.1E10	-6.39
	소매	1	3.5E10	3.9E10	-1.41
	오락,문화	16	1.9E10	3.2E10	-23.80
	전문기술	1	3.5E9	2.6E10	-4.41
	정보기기	4	9.2E9	2.9E10	19.90
	출판,매체복제	3	2.7E10	6.0E10	52.28
	컴퓨터서비스	2	1.5E10	5.1E10	6.52
	IT부품	1	3.1E9	8.5E9	-1.31
GICS	방송과 엔터테인먼트	31	2.2E10	3.6E10	-9.64
	인터넷소프트웨어와 서비스	2	2.2E10	2.1E10	-13.30
	전문소매	2	2.4E10	4.3E10	2.59
	컴퓨터와 주변기기	3	1.2E10	2.8E10	19.90
	통신장비	2	2.7E9	2.1E10	-1.31
	판매업체	2	6.4E9	4.0E10	12.17
IT서비스	2	1.5E10	5.1E10	6.52	

sale : 매출액, asset : 총자산, PER : 주가수익배수
 KRX : 거래소 업종분류
 GICS : 국제산업분류표준

2. 변수의 정의 및 연구모형

선행연구를 검토한 결과 연구의 목적을 달성하기 위하여 독립변수는 대주주지분율, 외국인지분비율, 부채비율, 기업규모로 하였으며, 종속변수는 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름, 투자활동으로 인한 현금흐름, 재무활동으로 인한 현금흐름으로 구분한다.

종속변수를 현금흐름으로 한 이유는 다음과 같다. 최관(1993)은 현금흐름이 주가를 설명하는 고유의 정보력이 있음을 확인하고 현금흐름 정보의 유용성을 강조하였으며[20], Finger(1994)는 현금흐름이 기업의 장기 예측에는 회계이익과 동일한 예측력을 갖지만, 단기간의 예측에는 현금흐름이 오히려 더 우월함을 보였다고 보고하였다[21]. 따라서 기업의 현금흐름을 세 가지 현금활동으로 구분하고 이를 종속변수로 하여 계속기업의 여부를 판단한다. 이에 따라 아래와 같은 연구모형으로 실증분석을 실시한다.

$$[Model 1] CFO_{it} = \alpha + Equity_{it} + Foreign_{it} + debt_{it} + lnSize_{it} + \epsilon_{it}$$

$$[Model 2] CFI_{it} = \alpha + Equity_{it} + Foreign_{it} + debt_{it} + lnSize_{it} + \epsilon_{it}$$

$$[Model 3] CFF_{it} = \alpha + Equity_{it} + Foreign_{it} + debt_{it} + lnSize_{it} + \epsilon_{it}$$

여기서, i 기업의 t 시점
 Equity : 대주주지분율, Foreign : 외국인지분율,
 Debt : 부채비율, lnSize : 기업규모(총자산의 자연로그값),
 CFO : 영업활동으로 인한 현금흐름,
 CFI : 투자활동으로 인한 현금흐름,
 CFF : 재무활동으로 인한 현금흐름,

3. 분석결과

[표 3]은 표본기업의 기술통계량을 요약한 표이다 정규성을 검증하기 위하여 Shapiro-Wilk의 W통계량을 사용하였다 W통계량은 임의표본 X_1, X_2, \dots, X_n 이 정규분포로부터 나왔는지를 검증하는 것으로서 표본수가 4개 이상 ~ 2000개 이하일 때 사용하는 것이다. 모집단의 정규성을 검증한 결과, Shapiro-Wilk의 W통계량에 대한 확률은 모든 변수가 0.01수준에서 유의한 결과로 나타나 정규성이 있을 알 수 있다.

전체적으로 엔터테인먼트 기업들의 부채비율이 표준

편차나 분산의 크기가 크게 나타났다. 또한 현금흐름의 내용을 보면 표본기업들의 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)의 중위수가 음(-)인 반면, 재무활동으로 인한 현금흐름은 중위수가 양(+)으로 나타나 우리나라 엔터테인먼트 기업들의 현금확보를 위한 주된 방법이 영업활동이 아닌 증자나 차입에 의존하고 있다는 것을 추정할 수 있다.

표 3. 기초적 통계분석

변수	평균	표준 편차	분산	중위수	W값
Equity	22.12	16.30	265.87	17.89	0.9013
Foreign	3.7430	8.33	69.53	0.73	0.7998
Debt	217.40	515.93	2.66E5	80.96	0.3629
lnSize	3.53E10	2.65E10	7.03E20	2.96E10	0.8520
CFO	-3.30E9	7.29E9	5.31E19	-2.70E9	0.8769
CFI	-9.60E9	1.43E10	2.05E20	-6.18E9	0.7797
CFF	1.32E10	1.62E10	2.64E20	9.45E9	0.8747

Equity : 대주주지분율, Foreign : 외국인지분율, Debt : 부채비율,
 lnSize : 기업규모(총자산의 자연로그값),
 CFO : 영업활동으로 인한 현금흐름,
 CFI : 투자활동으로 인한 현금흐름,
 CFF : 재무활동으로 인한 현금흐름,

표 4. 지분율에 따른 차이분석

집단 변수	Equity		Foreign	
	t Value	P > t	t Value	P > t
Debt	-1.14	0.2554	-1.78*	0.0797
CFO	2.49**	0.0141	-0.73	0.4674
CFI	0.37	0.7134	0.77	0.4477
CFF	-1.30	0.1963	0.18	0.8553

* 01, ** 005, *** 001 수준에서 유의
 Debt : 부채비율
 CFO : 영업활동으로 인한 현금흐름,
 CFI : 투자활동으로 인한 현금흐름,
 CFF : 재무활동으로 인한 현금흐름,

[표 4]는 지분율과 외국인지분율이 평균 이상인 기업과 평균 이하의 기업으로 구분한 후, 부채비율, 현금흐름의 차이를 분석한 표이다. 이를 분석한 이유는 산업의 평균 이상과 이하의 기업차이를 확인하기 위함이다. 차이분석 결과, 지분율이 평균이상인 기업이 평균이하인 기업에 비해 영업활동으로 인한 현금흐름이 좋았다. 또한 외국인 지분비율이 평균이상인 기업이 평균이하

인 기업에 비해 부채비율이 유의하게 낮게 나타났다. 이는 외국인지분율이 차입에 의한 경영을 감시하기 때문인 것으로 추측된다.

표 5. 상관관계분석

변수	Equity	Foreign	Debt	InSize
Equity	1.0000			
Foreign	-0.0498 (0.6157)	1.0000		
Debt	-0.0756 (0.4160)	-0.0147 (0.8691)	1.0000	
InSize	0.1551* (0.0768)	0.2465*** (0.0036)	0.1281 (0.1065)	1.0000

수치는 t-value, (P > |t|), * 01, ** 005, *** 001 수준에서 유의
Equity : 대주주지분율, Foreign : 외국인지분율, Debt : 부채비율,
InSize : 기업규모(총자산의 자연로그값)

[표 5]는 모형의 독립변수들간의 상관관계를 설명한 표이다 표를 보면, 기업규모는 대주주지분율과 외국인 지분율 모두에 95%, 90% 수준에서 밀접한 양(+)의 상관관계가 있음을 알 수 있다 즉, 기업규모가 클수록 대주주지분율과 외국인지분율이 높은 것으로 나타났다

[표 6]은 각각의 독립변수가 종속변수에 미치는 영향을 요약한 결과이다. 우선 분석모형의 설명력을 나타내는 수정 R²는 각각 0.4437, 0.2350, 0.0421이며, 모형의 적합도를 나타내는 F value는 5.58, 2.15, 0.31로 나타나 전반적으로 [모델 1]과 [모델 2]가 적절한 모형인 것으로 나타났다. 또한 독립변수들간에 몇 가지 상관관계가 존재하여 회귀계수값이 불안정하게 될 것을 우려하여 다중공선성의 존재여부를 Durbin-Watson 검증을 실시하여 확인하였다. 일반적으로 Durbin-Watson D통계량이 2에 가까우면 자기상관이 없는 걸로 판명하는데 보는 바와 같이 대체적으로 다중공선성은 존재하지 않는 것으로 판단된다.

모형의 설명력과 적합도를 기준으로 [모델 1]과 [모델 2]를 위주로 설명하면, 두 모델 모두 기업규모가 CFO와 CFI에 각 99%, 95% 수준에서 유의한 영향력을 미치고 있음을 알 수 있다. [모델 1]을 보면, 부채비율은 음(-)의 영향력, 그리고 기업규모는 양(+)의 영향력을 미치는데 이는 부채비율이 낮을수록, 그리고 기업규모가 클수록 영업활동으로 인한 현금흐름이 양호함을 의

미한다.

표 6. 회귀분석 결과

변수	모델1	모델2	모델3
F Value	5.58*** (0.0020)	2.15 (0.1008)	0.31 (0.8704)
Adj R ²	0.4437	0.2350	0.0421
절편	-4.72*** (0.0001)	0.31 (0.7606)	1.36 (0.1854)
Equity	1.58 (0.1248)	-0.53 (0.6017)	-0.29 (0.7758)
foreign	-0.80 (0.4323)	1.23 (0.2272)	-0.83 (0.4159)
debt	-2.41** (0.0153)	-0.18 (0.8548)	0.46 (0.6515)
InSize	4.06*** (0.0004)	-2.69** (0.0119)	0.65 (0.5087)
D-W	1.644	2.087	1.823

수치는 t-value, (P > |t|), * 01, ** 0.05, *** 0.01 수준에서 유의
Equity : 대주주지분율, Foreign : 외국인지분율, Debt : 부채비율,
InSize : 기업규모(총자산의 자연로그값)

[모델 2]는 설명력은 조금 떨어지나, 기업규모가 음(-)의 방향으로 기업의 투자활동으로 인한 현금흐름에 영향을 미치는 결과가 나타났는데, 이는 우리나라 엔터테인먼트 기업들이 규모가 클수록 투자활동을 많이 하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 우리나라의 엔터테인먼트 기업의 특징의 하나인 우회상장을 통하여 자본 시장에 진입한 기업들이 많아 모(母)기업의 업종과도 밀접한 영향력이 존재하기 때문으로 판단된다.

IV. 결론 및 시사점

우리나라 기업들은 기업지배구조개선에 노력을 하고 있으나, 2003년 이후의 전반적인 경기불황과 외국인들의 주주권 행사와 기업인수에 대한 비난이 제기되면서 기업지배구조 개선에 대한 본격적인 비판과 회의론도 제기되고 있다. 2005~2007년도 연에 매니지먼트사, 외주제작사, 영화사, 통신기업, 코스닥기업 등이 서로 이해에 맞춰 사업 및 법인 결합과 인수합병을 거듭하며 '종합 엔터테인먼트사'란 이름으로 기업규모를 확장하

였으나 기업구조를 갖추기도 전에 몸집을 키웠기 때문에 분석회계나 주가조작, 공금형령 등 건실하지 못한 모습을 곳곳에서 노출시켰다.

이러한 맥락에서 본 연구는 엔터테인먼트 업종을 중심으로 지배구조가 현금흐름에 미치는 영향을 국내외 문헌을 검토하고 대주주 및 외국인 지분율을 중심으로 기업의 현금흐름을 분석하여 계속기업으로서의 여부를 판단하였다. 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전체적으로 엔터테인먼트 기업들의 부채비율이 표준편차나 분산이 크며, 주된 현금조달을 증자나 차입에 의존하고 있다는 것을 추정할 수 있다.

둘째, 지분율이 평균이상인 기업이 영업현금흐름이 좋았으며, 외국인지분비율이 평균이상인 기업이 부채비율이 낮게 나타났다.

셋째, 영업현금흐름에 대해 부채비율은 음(-), 기업규모는 양(+)의 영향을 미치고 있었다. 또한 설명력은 조금 떨어지나, 투자활동으로 인한 현금흐름은 기업규모가 음(-)의 영향력을 미치고 있었다.

본 연구의 한계점은 표본기업이 적고, 분석기간이 짧은 것이나, 우리나라 상장 엔터테인먼트사의 현금흐름 정보의 특성을 파악하여 더 이상 우회상장 및 증자를 통한 외형적 성장보다는 수익성을 바탕으로 하는 기업 체질개선이 필요하다는 것을 언급하였기에 그 의미가 있다고 사료된다.

참고 문헌

[1] <http://www.cgcg.or.kr>
 [2] <http://www.fnnews.com>
 [3] A. Shlerfer and R. W. Vishney, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol.52, No.2, pp.737-783, 1997.
 [4] 이보화, 엔터테인먼트회사의 인수합병(M&A)에 관한 연구, 서강대학교 언론대학원, 석사학위논문, p.5, 2008.
 [5] 민보연, 한국 엔터테인먼트 산업의 인수합병 분석과 발전방안에 관한 연구, 중앙대학교 신문방송대

학원, 석사학위논문, 2002.
 [6] 박현욱, 문화산업 발전에 따른 문화콘텐츠산업 정책연구, 국민대학교 행정대학원, 석사학위논문, 2002.
 [7] 김재범, 민보연, "한국 엔터테인먼트 산업의 인수 합병요인 및 현황 분석", *문화경제연구*, 제5권 제1호, pp.65-84, 2002.
 [8] 윤주석, "우리나라 산업의 외환위기 전후의 현금흐름특성 변화에 관한 연구", *경영교육논총*, 제33권, pp.95-123, 2004.
 [9] E. S. Herman, *Corporate Control, Corporate power*, Cambridge University Press, 1981.
 [10] 조성욱, 기업지배구조와 수익성에 관한 연구, 한국경제의 분석과 전망, 한국개발연구원, 제23차 정기회의, 2000.
 [11] Y. Guney, A. Ozkan, and N. Ozkan, *Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings*, working paper, 2003.
 [12] 김영산, 윤형덕, "한국기업의 유동성 보유비율 분석 : 재벌과 비재벌 기업의 비교", *응용경제*, 제3권, 제1호, pp.49-76, 2001.
 [13] S. J. Grossman and O. D. Hart, "Takeover Bids, the free-rider problem and the Theory of the Corporation," *Journal of Economic*, Vol.11, No.1, pp.42-64, 1980.
 [14] M. J. Barclay and C. W. Smith, "The maturity structure of corporate debt," *Journal of Finance*, Vol.50, No.3, pp.609-631, 1995.
 [15] 신현한, 이상철, 장진호, "외부감사주체와 기업가치", *재무연구*, 제17권, 제1호, pp.41-72, 2004.
 [16] 연강흠, 박순홍, "외국간접투자자본이 국민경제에 미치는 영향에 관한 연구", *경영학연구*, 제35권, 제6호, pp.1885-1912, 2006.
 [17] 윤종인, 김형철, "자금조달순위이론과 여유현금흐름가설의 타당성에 관한 실증연구", *증권학회지*, 제25집, pp.301-341, 1999.
 [18] 박상수, 이원홍, 이한득, "대기업집단의 현금흐름과 투자, 부채조달 간의 관계", *금융연구*, 제14권,

제2호, pp.1-28, 2000.

- [19] H. Almeida, M. Campello, and M. S. Weisbach, "The Cash Flow Sensitivity of Cash," *Journal of Finance*, Vol.59, No.4, pp.1777-1804, 2004.
- [20] 최관, "주식가격에 대한 회계이익과 현금흐름의 정보내용", *회계학연구*, 제16권, 제1호, pp.1-27, 1993.
- [21] C. A. Finger, "The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow," *Journal of Accounting Research*, Vol.32, No.2, pp.210-223, 1994.

저자소개

고 동 원(Dong-Won Ko)

정회원



- 1996년 : 경기대학교 회계학과 (경영학사)
- 1998년 : 경기대학교 대학원 회계학과(경영학석사)
- 2003년 : 경기대학교 대학원 회계학과(경영학박사)

▪ 현재 : 백석문화대학 경상학부 조교수

<관심분야> : 환경회계, 기업분석, 자본시장연구