

# 잉여현금흐름가설의 관점으로 분석한 한국 병원의 규모별 잉여현금흐름(Free Cash Flow) 분석

## Analysis of Free Cash Flow(FCF) on Korean Hospitals in Terms of FCF Hypothesis

이주영\*, 장하은\*, 김경범\*\*, 노진원\*\*  
을지대학교 의료경영학과\*, 단국대학교 보건행정학과\*\*

Joo-Young Lee(dwd4183@naver.com)\*, Ha-eun Jang(haeun7113@naver.com)\*,  
Kyong-Beom Kim(aefile01287@korea.ac.kr)\*\*, Jin-Won Noh(jinwon.noh@gmail.com)\*\*

### 요약

최근 의료기관의 회계에 대한 투명성이 강조되고 있다. 그러나 현행 제도상의 문제와 구조적인 한계로 인해 국내 병원 등의 재무상태에 대한 진단이 부족한 실정이다. 본 연구는 국내 374개소 병원급 이상 의료기관의 100병상당 재무제표를 기초로 하여 병원 규모별 잉여현금흐름(FCF)을 잉여현금흐름가설의 관점에서 분석하였다. 의료기관의 당기 손익계산서를 통하여 영업현금흐름(OCF)을 도출 후, 전기·당기 재무제표와 OCF를 통해 FCF를 분석하였으며 재무 변수들 간의 상관관계를 확인하였다. 분석결과, 첫째, 160~299병상과 300병상 이상의 규모의 병원은 상대적으로 높은 FCF를 보유하고 있다. 둘째, 상급종합병원, 160병상 미만, 병원급의 경우 음(-)의 FCF를 보였다. 이에 따라 병원 규모에 따른 FCF의 격차를 줄여 적정 수준으로의 유지가 필요할 것으로 판단된다. 본 연구는 병원 규모에 따른 FCF 분석을 최초로 수행하였다는 점에서 의의가 있다. 향후 의료분야에서 새로운 회계 정책을 설립 시, 의료기관의 규모에 따른 차별화된 전략을 수립하는 데에 정보 가치가 있을 것으로 기대된다.

■ 중심어 : | 잉여현금흐름가설 | 대리인 비용 | 병원 회계 | 재무 분석 | 상관관계분석 |

### Abstract

Recently, transparency in accounting for medical institutions has been emphasized. However, due to the current system problems and structural limitations, there is a lack of diagnosis on the financial status of domestic hospitals. This study is based on the financial statements per 100 beds of 374 including domestic hospital level to tertiary hospital, and analyzed the Free Cash Flow(FCF) by hospital size from the perspective of Free Cash Flow Hypothesis. After deriving Operating Cash Flow(OCF) through the profit or loss statement of medical institutions, FCFs were analyzed through the prior and current financial statements and OCFs, and the correlation between financial variables was confirmed. According to the analysis, first, hospitals with 160 to 299 beds and 300 beds or more have relatively high FCFs. Second, certified tertiary hospitals, hospitals with less than 160 beds, and general hospitals have negative(-) FCFs. Thus, there's a need to narrow the FCF gap based on the size of the hospital, maintaining an appropriate level of FCF. This study is meaningful in that it was the first FCF analysis based on hospital size. This study is also expected to offer an informative resources in setting differentiated strategies according to the size of medical institutions when establishing new accounting policies in the future.

■ keyword : | Free Cash Flow Hypothesis | Agency Costs | Hospital Finance | Financial Analysis | Correlation Analysis |

## 1. 서론

의료기관은 의료서비스 제공체계의 핵심조직이며, 각 기관의 효율적 운영은 국내·외 보건의료산업 발전 및 보건산업체 육성과 밀접한 관계를 맺고 있다. 특히 병원은 의료서비스를 제공하여 환자를 치료하는 것뿐만 아니라, 의학교육, 연구, 의료기술 개발 등 종합적인 기능을 수행하고 있기에 그 중요성이 매우 크다[1].

병원의 경영목표는 국민에 양질의 의료서비스를 제공하는 것이며, 고유의 기능을 효과적으로 수행하기 위해 최소한의 적정 이익 발생은 필수적인 선행요건이다. 안정적인 병원 경영은 병원 재정의 강화와 재투자 등으로 선순환 되어 환자에게 높은 질의 서비스 제공을 가능케 한다. 반면 비효율적인 운영은 자원 낭용을 유발해 서비스의 부실화를 초래할 수 있다. 결국, 병원의 비효율적 운영은 병원 도산이라는 생존문제에 귀착될 수 있으며, 더 나아가 의료의 질 문제를 야기할 수 있다. 따라서 병원의 안정적인 수익이 확보되어야 하며, 이를 위해 병원 경영의 개선과 재무상태 개선이 필연적으로 요구되고 있다[2].

이와 동시에, 의료기관의 기능과 역할에 대한 사회적 요구가 다양화됨에 따라 의료기관 회계에 대한 투명성이 강조되고 있다. 이 같은 사회적 요구에 반해, 일반적인 기업에 통용되는 방법으로 병원 경영에 대한 회계의 투명성을 확보하기에는 구조적인 한계가 존재한다. 영리 집단으로서 주주와 채권자가 존재하는 일반 기업과 달리, 병원은 의료법 시행령 제20조에 따라 비영리 집단으로서[3] 주주가 존재하지 않기에 외부 정보이용자의 감시가 부족한 것이 현실이다. 이는 경영 현황과 향후 투자계획안에 대한 서비스 이용자들의 이해를 어렵게 하며, 병원 외부의 이해관계자를 부재시켜 자금 집행에 대한 견제를 약화시킨다.

의료기관에 대한 선행연구들을 살펴보면, 병원도 하나의 경영 조직체이기 때문에 합리적인 경영을 위해 영리기업에 적용되는 경영이론이나 회계이론 등이 동일하게 적용되어야 하며, 그 중 현금 흐름표가 중요한 의미를 갖는데, 현금흐름을 통해 기업이 정상적인 영업활동과 성장을 위해 필요한 자금의 원활한 공급과 순환 여부를 평가할 수 있다고 하였다[4][5]. 이 외에도, 비영

리법인에서는 외부자금을 조달할 때 정보 비대칭 등으로 인해 자본비용을 악화시킬 수 있다고 하였으며[6], 또한 병원의 자본조달은 잉여현금의 투자로도 이루어지게 된다고 하였다[5][7]. 이때 잉여현금흐름은 대리인 비용에 영향을 미치는 중요한 요인이므로 잉여현금흐름은 대리인 비용의 중요한 대응변수이다[4]. 잉여현금흐름가설에 따르면 현금흐름이 많을수록 대리인비용이 증가할 수 있는데, 이를 완화하는 수단으로 여유 현금을 통한 배당 증가와 장래의 증가된 원리금 지급 등에 사용하여 경영자의 투자기회와 범위를 축소시켜 대리인 비용을 감소시킬 수 있다고 보았으나[8], 우리나라는 정부 차원에서 보건의료서비스에 대한 공공성을 강조해왔고, 이를 이유로 의료법상 국내 모든 병원의 설립 주체는 개인 의료인과 비영리법인으로 제한되어 있어 [9] 주식이나 채권의 발행이 어렵다. 이에 따라 병원 내 잉여현금흐름을 적정수준으로 조정할 필요성이 부각된다. 더욱이, 잉여현금흐름을 많이 보유하는 것 자체가 시장에서 환영받는 정책이 되지 못하며, 잉여현금흐름으로 투자를 하는 것도 시장에서 달가운 정책이 되지 못하는 것이 국내 증권시장의 주류 견해이나[10], 국내 병원에 이 같은 가설을 적용하여 잉여현금흐름에 대한 비판적인 주시를 제안하는 연구사례는 현재로서는 전무한 실정이다.

이에 따라 본 연구는 병원 내 잉여현금흐름 자체를 적정한 수준으로 조절해야 함을 강조하며, 2014·2015년 당시 국내 전체 병원의 100병상 당 손익계산서와 재무상태표를 통해 병원 규모별 영업현금흐름(OCF, operating cash flow)와 잉여현금흐름(FCF, free cash flow)을 추정하고, 각 규모에 해당하는 병원들에 적절한 잉여현금흐름의 수준을 파악하고자 한다. 이를 통하여 병원에 과다한 현금이 있는 경우 차입금 상환을 권고하여 경영진의 권한을 자연스럽게 감소시킬 수 있으며, 더 나아가 경영진의 배임, 횡령 등의 여지를 사전에 차단할 수 있다.

본 연구는 흑자도산 방지의 관점으로 단기 현금흐름의 개선에 초점을 둔 기존 연구와는 달리 잉여현금흐름 수준의 조절 필요성에 대하여 논의하고자 한다. 이에 따라 국내 병원 전반에 대한 현금흐름과 자금운용 행태를 연도별로 비교·분석하고, 병원의 규모 및 특성에

따라 적절한 잉여현금흐름의 흐름을 규명함으로써 병원의 재무구조 개선책을 마련하고 시사점을 제공하는 데에 그 목적이 있으며 구체적인 세부 목적은 다음과 같다. 첫째, 병상 규모별 한국 병원의 재무적 특성을 파악한다. 둘째, 당기 손익계산서를 통한 OCF를 분석한다. 셋째, 전기·당기 재무제표와 영업현금흐름을 통해 FCF를 분석한다.

## 2. 이론적 배경

### 2.1 주인-대리인 문제

주인-대리인 문제는 한 개인 또는 집단이 자신의 이해에 직결되는 일련의 의사 결정 과정을 타인에게 위임할 때 대리인 관계가 성립되며, 대표적으로 소유와 경영이 분리된 '전문경영인' 체제가 이에 해당된다. 이러한 체제는 주인(=주주)과 대리인(=경영자) 사이의 정보 비대칭을 야기한다. 정보 비대칭이란 시장에서의 거래 주체가 각자 보유한 정보에 있어 차이가 있을 때 나타나는 정보 격차 현상을 의미한다. 이러한 개념을 전제로, 경영자 또는 대주주가 소액주주의 이익을 고려하지 않고 자신들의 목적을 위하여 기업의 자원을 이용하는 경우, 대리인 문제가 야기된다[11][12].

대리인 문제는 다음의 두 가지의 형태로 나타나게 된다. 첫째, 사적 이익을 추구하여 회사의 자원을 오용하는 역 선택과 둘째, 대리인(=경영자)이 사적 효용의 극대화를 위해 업무를 태만하게 하는 도덕적 해이가 있다. 그리고 이러한 형태의 비효율성은 대리인 비용을 발생시킨다. 대리인 비용은 확증비용, 감시비용, 잔여손실의 세 가지 요인의 총 합계로 계상된다[9].

첫째, 확증 비용은 대리인(=경영자)의 경영활동이 주인(=주주)의 이익을 증가시키는가를 확인하는 과정에서 발생하는 비용을 뜻한다. 둘째, 감시 비용은 확증 비용과는 반대로 대리인의 경영활동이 주인의 이익을 감소시키지 않는가를 확인하기 위해 발생하는 비용을 뜻한다. 셋째, 잔여 손실은 대리인 문제로 인한 기업 가치 감소분 중에서 확증 비용이나 감시 비용 외의 형태로 발생하는 비용을 뜻한다. 이에 관련한 예시로는 기업 내 감사활동에 따른 자원 소모, 대리인의 잘못된 투자 결정에 의한 자원의 낭비, 경영인의 업무 태만으로 인한 낮은 경영성과 등이 해당된다.

### 2.2 잉여현금 흐름가설 및 과소투자가설

잉여현금흐름을 주주에게 배당하는 등의 방법이 어떻게 경영자와 주주 사이에 발생하는 대리문제를 해결하는데 도움이 되는지를 설명한 이론이며, 현재와 미래의 잉여현금흐름을 현재의 배당증가와 장래의 증가된 원리금 지급에 사용하도록 강제할 것을 제안한다. 이는 경영자의 권한을 축소시킬 뿐 아니라 자본시장의 정밀 감시를 받게 함으로써 대리인 비용을 감소시킬 수 있다고 한다. 즉, 높은 부채비율이 기업 내부의 잉여현금흐름을 감소시킴으로써 경영진의 사적이익을 추구하기 위한 과도한 투자를 방지할 수 있다는 점을 강조한다 [13,14]. 따라서 잉여현금흐름가설 하에서 부채비율의 증가는 비효율적인 기업의 투자를 감소시키게 된다. 그러나 과소투자가설에 따르면 높은 부채비율은 주주와 채권자 간의 이해상충으로 인하여 효율적인 투자안을 포기하게 되는 과소투자현상을 유발할 수 있다, 즉, 부채비율이 높은 기업일수록 신규투자로 인하여 발생하는 현금흐름이 채권자의 부만을 증대시키기에 효율적 투자를 포기하게 된다는 것이다 [15]. 따라서 높은 부채비율은 기업의 과소 투자의 문제를 초래하게 됨을 지적하고 있다. 이처럼 부채비율과 투자 간의 관계에 대한 두 가설은 투자의 감소가 기업에 효율적인 여부에 대하여 상호 엇갈리고 있으나 높은 부채비율이 기업투자에 미치는 영향이 부정적이라는 점에서는 동일하다.

일반 기업의 경우 주주와 채권자가 존재하여 경영진의 투자 결정에 대하여 감시하는 구조이나 병원의 경우 비영리집단으로서 주주가 존재하지 않으며 채권자의 경우에도 일반 기업에 비하여 한정적이다. 다양한 이해관계가 일반 기업에 비하여 적으며 공공재라는 의료의 특성상 경영진의 잘못된 의사결정이 국민 건강에 미치는 영향이 매우 크다. 따라서 병원의 규모 확장과 신규 투자로 인한 수익성 확충보다는 경영진의 투자기회와 규모 조절에 초점을 맞추어야할 필요성이 부각된다.

### 2.3 잉여현금흐름(OCF)의 도출

잉여현금흐름을 도출하기 위해서는 영업현금흐름을 확인해야 한다. 영업현금흐름이란 제품이나 상품의 매출, 원재료의 매입 및 급여지급과 같은 영업활동을 통해 기업에 현금이 유입되거나 유출되기도 하는데, 이를

영업현금흐름이라 한다. 기업의 정상적인 영업활동으로 인하여 영업현금흐름은 기업으로 유입되나, 기업의 성장이나 유지를 위해서는 영업자산에 대한 지속적인 재투자가 필요하다. 이를 고려하여 영업현금흐름에서 재투자액을 차감하여 구한 현금흐름을 FCF 또는 기업잉여현금흐름(FCFF; Free Cash Flow The Firm)이라 한다[16]. 영업현금흐름을 구하기 위해서는 재무관리 목적용의 손익계산서로 재구성해야 한다[표 1].

표 1. 재무관리 목적과 회계 목적의 손익계산서 비교

회계상의 포괄손익계산서	OCF추정을 위한 손익계산서	
영업수익	영업활동 관련 현금수익	Cash Revenue (R)
영업비용 (감가상각비 포함)	영업활동 관련 현금비용	-Cash Cost (C)
이자비용	상각비 차감전 영업이익	EBITDA
법인세차감전손익	감가상각비	-Depreciation (Dep)
법인세비용	영업이익	EBIT
당기순이익	이자비용	-Interest (I)
기타포괄손익	법인세비용	-Tax (T)
총포괄손익	당기순이익	Net Income

재무관리 목적의 손익계산서의 경우에는 현금흐름을 분석해야 하므로 영업수익도 발생주익에 의한 수익이 아닌 현금수익을 고려해야 하며, 회계 상의 영업비용도 현금비용과 감가상각비와 같은 비현금비용으로 구분해서 분석한다. 즉, 이자비용이나 배당과 같은 금융비용은 기업의 영업활동에 대한 성과와 무관하기에 현금흐름에서 고려하지 않는다. 또한, 법인세의 경우 영업활동과 관련된 법인세 부분만을 차감하여야 하므로 금융비용이 차감되지 않은 상황에서의 법인세만을 현금유출로 고려한다. 마지막으로 감가상각비는 비용으로 인정되어 법인세를 감소시키나 현금유출이 없으므로 감가상각비 자체는 현금유출로 인식하지 않되, 감가상각비 절세효과를 현금유입으로 고려한다.

$$\begin{aligned}
 \text{영업현금흐름(OCF)} &= R - C - ((R - C) \times T - \text{Dep} \times T) \\
 &= (R - C)(1 - T) + \text{Dep} \times T \\
 &= \text{EBITDA}(1 - T) + \text{Dep} \times T \\
 &= (R - C)(1 - T) + \text{Dep} - \text{Dep} + \text{Dep} \times T
 \end{aligned}$$

$$= (R - C - \text{Dep})(1 - T) + \text{Dep} = \text{EBIT}(1 - T) + \text{Dep}$$

\* EBITDA: Earning before interest, taxes, depreciation and amortization

\* EBIT(영업이익): Earning before interest, taxes

\* EBIT(1-T) = NOPAT(세후영업이익) Net Operating Profit After Tax

잉여현금흐름은 영업현금흐름에서 영업자산재투자분을 차감하여 구한다. 영업자산재투자분의 경우 재무상태표에서 자산의 기말장부가액과 기초장부가액의 차액을 이용한다. 영업고정자산에 대한 추가 투자액은 자본적지출(CaPex; Capital Expenditure)이라 한다, 자본적 지출에 대하여 측정 시 고정자산의 증가분과 감가상각비를 추가적으로 고려해야 한다. 이는 감가상각비만큼의 비용을 재투자하여야 기초의 영업자산 수준을 유지할 수 있다는 가정이 존재한다.

$$\begin{aligned}
 \text{잉여현금흐름(FCF)} &= \text{OCF} - (\text{영업자산 재투자분}) \\
 &= \text{OCF} - (\text{Dep} + \Delta \text{OA}) \\
 &= \text{OCF} - (\text{Dep} + \Delta \text{FA} + \Delta \text{NWC}) \\
 &= \text{OCF} - (\text{자본적 지출} + \text{추가 순운전자본})
 \end{aligned}$$

\* OA(영업자산): Operating Assets

\* FA(고정자산): Fixed Assets

\* NWC(순운전자본): Net income capital

잉여현금흐름을 구하기 위하여 고정자산의 증감과 순운전자본의 증감을 파악하려면 당기와 전기의 재무상태표를 재무적 관점의 재무상태표로 변환해야 한다. 순운전자본이란 유동자산에서 유동부채를 차감한 것으로 기업의 운영에 필요한 영업자산 중 단기간(1년)내에 현금화 되는 것을 의미한다. 영업고정자산은 영업활동을 위해 사용 중인 토지, 건물, 기계장치 등을 말한다. 비영업자산은 시장성유가증권(금융상품, 채권, 주식 등)과 현금으로 구성된다. 타인자본은 장기 부채를 의미하

며 자기자본은 재무상태표의 회계상 자본과 동일하다 [표 2].

표 2. 재무관리 목적과 회계 목적의 재무상태표 비교

재무상태표(회계)		재무상태표(재무관리)		
자산	부채	영업자산	순운전자본 (유동자산 - 유동부채)	타인자본 (채권자)
			영업고정자산	
	자본	비영업자산 (초과현금 및 시장성유가증권)		자기자본 (주주)

## II. 연구방법

### 1. 연구자료

본 연구는 한국보건산업진흥원에서 제공되는 ‘2015 병원경영분석’을 기본으로 하였다. 해당 자료는 보건복지부·대한병원협회 등의 협조 하에 2016년 5월 16일부터 9월 30일 간에 걸쳐 조사되었으며, 한국보건산업진흥원(www.khidi.or.kr)의 조사표에 조사대상 의료기관이 직접 기입하는 방식으로 이루어졌다.

원시자료에서는 정신병원, 전염성 병원 등을 포함한 전국 병원급 이상에 해당되는 모든 의료기관을 대상으로 하였지만, 본 연구에서는 지난 2019년 5월 의료기관 회계기준 의무규정을 일정 규모의 병원 급까지 확대하는 법안이 발의되었음에 따라 특수 병원을 제외한 병원급 이상의 모든 의료기관(종합병원 및 병원)에서 제출한 1년간의 전체병원 재무상태표, 손익계산서를 사용하였다. 조사대상의 경영실적을 분석대상으로 하되, 분석지표에 따라 해당 자료가 생산되지 않은 병원과 열외군에 해당되는 병원은 분석 상에서 제외하였다. 열외군은 병원군 별 평균(m)과 표준편차(SD)를 계산하여  $m \pm 2SD$ 의 범주를 벗어나는 자료를 나타내는 병원을 대상으로 하였다.

### 2. 분류기준

조사상병원의 병상규모, 설립형태, 소재지, 응급진료 지정여부 등에 따라 다음과 같은 기준에 의하여 분류하였다. 병상규모 별 분류는 상급종합병원, 300병상 이상

종합병원, 160~299병상 종합병원, 160병상 미만 종합병원, 병원으로 구분하였다. 이는 일반병상, 환자병상, 특수병상 및 인큐베이터를 합한 병상수로 정의하였다. 설립형태별 분류는 민간병원과 공공병원의 2가지 유형으로 구분하였다. 여기에서 공공병원의 범주에는 국·공·시립병원, 특수법인병원과 지방공사병원을 포함시켰으며, 이외의 병원은 모두 민간병원에 포함시켰다. 소재지별 분류는 도시지역, 소도시지역, 읍면지역의 3가지 유형으로 구분하였다. 도시지역에는 서울특별시 및 6대 광역시, 소도시지역에는 도시를 제외한 기타 시, 읍면지역에는 군을 포함시켰다.

이외에 응급진료 지정여부(권역응급의료센터 지정, 전문응급의료센터 지정, 지역응급의료센터 지정, 응급의료지정병원 지정, 응급실 운영, 응급실 미운영), 전공의 수련여부(레지던트·인턴수련, 인턴수련, 비수련), 대학병원 여부(대학병원, 비대학병원), 선택진료 여부(선택진료 실시, 선택진료 비실시)의 세분 분석기준을 포함시켰다.

### 3. 분석방법

본 연구에서는 한국보건산업진흥원의 ‘2014년 경영분석’ ‘2015년 경영분석’ 자료를 활용하여 기존 제시되어있던 재무상태표를 재무관리 관점의 재무상태표로 변환 후 OCF와 FCF를 도출하였다. 374개의 병원급 이상 의료기관의 규모별 100병상당 당기 손익계산서를 통하여 OCF를 산출한 후, 100병상당 전기·당기 재무제표와 OCF를 통해 FCF를 도출하였다. 또한, Spearman's rank correlation analysis 통해 재무특성 변수들 간의 상관관계를 분석하였다. 통계적 처리에는 Stata/MP 16.0 (StataCorp LP, College Station, Texas, USA)을 이용하였으며 유의수준 양측 5% 하에서 통계적 유의성을 검정하였다.

## III. 연구결과

### 1. 병원의 일반적 특성

병원의 유형에 따라 상급종합병원 43개소, 종합병원 278개소, 병원 53개소로 총 374개소로 구성되어있다.

이를 병상규모별로 보면 상급종합병원 43개소(11.5%), 300병상 이상 종합병원 128개소(34.2%), 160~299병상 종합병원 130개소(34.8%), 160병상 미만 종합병원 20개소(5.3%), 병원 53개소(14.2%)이다. 지역별 분포를 살펴보면 대도시 173개소(46.3%), 중소도시 180개소(48.1%), 읍면 21개소(5.6%)으로 대부분의 일반병원이 대도시와 중소도시에 분포했음을 알 수 있다. 설립형태 분포는 공공병원 69개소(18.4%), 민간병원 305개소(81.6%)로 대부분의 일반병원이 민간병원에 해당된다[표 3].

## 2. 병원의 재무적 특성

대상 병원의 재무적 특성을 안전성, 수익성, 활동성, 성장성 지표로 구분하여 도출하였다. 연구대상병원의 안전성 지표는 평균적으로 기본재산비율 37.4%, 타인자본의존도 63.0%, 유동비율 90.4%, 당좌비율 74.9%, 고정비율 198.9%, 고정장기적합율 104.4%이었으며 수익성 지표는 총자산의료이익률 1.7%, 의료수익의료이익률 1/8%, 총자산경상이익률 2.2%, 의료수익경상이익률 2.3%, 총자산순이익률 1.8%, 의료수익순이익률

1.9% 이었다. 활동성 지표로는 총자산회전율 1.0%, 총자산회전기간 375.1일, 재고자산회전율 118.6%, 재고자산보유일수 10.4일, 의료미수금회전율 10.0%, 의료미수금회전기간 37.8일 이었으며 성장성 지표로는 의료수익증가율 7.4%, 입원수익증가율 7.2%, 외래수익증가율 3.7%, 총자산증가율 8.5%, 입원환자증가율 1.3%, 외래환자증가율 3.9%, 조정환자증가율 -1.1%의 비율을 보이고 있다. 이러한 비율을 병원의 규모별로 분석하였을 때, 안전성 부분에서 300병상 이상의 종합병원의 경우 상대적으로 높은 기본재산비율과 상대적으로 낮은 타인자본의존도를 보이는 반면, 160병상 미만의 종합병원의 경우 상대적으로 낮은 기본재산비율과 상대적으로 높은 타인자본의존도를 통해 같은 종합병원으로 분류됨에도 병상규모에 따른 재무안정성에 격차가 있음을 알 수 있다. 수익성 측면에서는 160병상 미만의 종합병원이 가장 어려움을 겪고 있으며, 160~299병상 규모의 종합병원이 상대적으로 수익성이 좋음을 알 수 있다. 활동성 지표에서는 5개 집단이 모두 비슷한 값을 보여주고 있음을 알 수 있다[표 4]

표 3. 조사대상 병원의 일반적 특성 [23]

구분		전체	병상규모									
			상급종합병원		300병상 이상 종합병원		160~299병상 종합병원		160병상 미만 종합병원		병원	
			N	N	%	N	%	N	%	N	%	N
소재지	대도시	173	30	17.3	56	32.4	54	31.2	8	4.6	25	14.5
	중소도시	180	12	6.7	67	37.2	70	38.9	9	5.0	22	12.2
	읍면	21	1	4.8	5	23.8	6	28.6	3	14.3	6	28.6
설립형태	공공병원	69	10	14.5	23	33.3	23	33.3	7	10.1	6	8.7
	민간병원	305	33	10.8	105	34.4	107	35.1	13	4.3	47	15.4
전공의 수련 여부	레지던트, 인턴수련	157	41	26.1	86	54.8	22	14.0	4	2.5	4	2.5
	인턴수련	44	2	4.5	21	47.7	18	40.9	3	6.8	-	-
	비수련	173	-	-	21	12.1	90	52.0	13	7.5	49	28.3
대학병원 여부	대학병원	79	40	50.6	32	40.5	3	3.8	3	3.8	1	1.3
	비대학병원	295	3	1.0	96	32.5	127	43.1	17	5.8	52	17.6
선택진료 실시	선택진료 실시	179	43	24.0	86	48.0	40	22.3	4	2.2	6	3.4
	선택진료 비실시	195	-	-	42	21.5	90	46.2	16	8.2	47	24.1
응급진료 지정 여부	권역응급의료센터 지정	21	14	66.7	7	33.3	-	-	-	-	-	-
	전문응급의료센터 지정	2	1	50.0	-	-	1	50.0	-	-	-	-
	지역응급의료센터 지정	134	27	20.1	76	56.7	28	20.9	3	2.2	-	-
	응급의료지정병원 지정	144	-	-	42	29.2	86	59.7	11	7.6	5	3.5
	응급실 운영	43	-	-	-	-	1	2.3	-	-	42	97.7
응급실 미운영	30	1	3.3	3	10.0	14	46.7	6	20.0	6	20.0	

표 4. 연구대상 병원의 재무적 특성(%) [23]

구분	평균	병상규모					
		상급 종합병원	300병상 이상	160~299 병상	160병상 미만	병원	
안 전 성  지 표	기본재산비율	37.4	34.0	43.8	32.6	24.7	41.3
	타인자본의존도	63.0	66.1	58.7	65.6	75.2	57.4
	유동비율	90.4	106.1	96.1	73.9	96.2	86.1
	당좌비율	74.9	91.9	83.7	57.4	66.7	69.1
	고정비율	198.9	205.2	169.0	231.9	284.4	210.5
	고정장기적합율	104.4	97.5	97.5	117.3	101.2	119.5
수 익 성  지 표	총자산의료이익률	1.7	1.5	1.0	3.2	-1.1	2.3
	의료수익의료이익률	1.8	1.4	0.9	3.6	-2.2	3.2
	총자산경상이익률	2.2	-0.1	1.5	4.2	4.3	1.9
	의료수익경상이익률	2.3	0.0	1.6	4.7	5.4	2.6
	총자산순이익률	1.8	-0.4	1.4	3.8	2.8	1.4
	의료수익순이익률	1.9	-0.3	1.4	4.2	3.5	2.0
활 동 성  지 표	총자산회전율	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
	총자산회전기간(일)	375.1	317.1	379.1	390.6	460.8	431.2
	재고자산회전율	118.6	182.0	112.4	109.0	80.2	97.4
	재고자산보유일수(일)	10.4	5.7	10.7	12.6	18.6	17.2
	의료미수금회전율	10.0	9.9	9.3	10.2	11.1	13.7
	의료미수금회전기간(일)	37.8	37.2	40.2	37.7	33.7	29.7
성 장 성  지 표	의료수익증가율	7.4	5.0	8.4	14.2	11.5	7.4
	임원수익증가율	7.2	8.0	7.6	8.8	5.4	1.8
	외래수익증가율	3.7	2.2	4.3	4.4	4.9	0.6
	총자산증가율	8.5	9.4	6.1	3.5	2.6	22.4
	임원환자증가율	1.3	0.5	1.7	1.9	-9.4	7.7
	외래환자증가율	3.9	0.8	1.9	2.2	-1.5	-3.3
조정환자증가율	-1.1	-0.2	-1.0	-3.1	0.3	-1.1	

3. 재무특성 변수들 간의 상관관계

EBIT(1-t)에 해당하는 변수 중 유의한 변수는 없었으며 DEP과 OCF, ΔNWC와 OCF, ΔFA와 FCF가 유의 확률 0.05 수준에서 유의하였다. OCF의 경우 공식상 감가상각금액이 증가함에 따라 양(+)의 증가율을 보였으며 FCF의 경우 공식상 ΔFA의 금액이 증가할수록 감

소하기에 음(-)의 감소율을 보였다. 다만, OCF와 ΔNWC는 양(+)의 상관관계를 보였는데 OCF를 정리하면 EBIT(1-t)+DEP 으로 나타낼 수 있으며 NWC는 유동성과 관련된 변수이기에 고정자산과 관련이 있는 DEP과는 관련성이 없다. 즉, EBIT(1-t)와 ΔNWC 변수 간에 간접적인 양(+)의 상관관계가 있음을 확인하였다[표 5].

표 5. 재무특성 변수들 간의 상관관계

† 단위: 천원

변수	평균 †	표준편차 †	상관계수					
			EBIT(1-t)	DEP	OCF	NWC	FA	FCF
EBIT(1-t)	332708.00	279878.941	1	-	-	-	-	-
DEP	821826.60	366884.989	-0.100	1	-	-	-	-
OCF	1154534.60	326567.041	0.300	0.900*	1	-	-	-
ΔNWC	240026.20	287681.403	0.400	0.800	0.900*	1	-	-
ΔFA	566596.00	688621.375	-0.600	0.000	-0.100	-0.200	1	-
FCF	-473914.20	787163.368	0.600	0.000	0.100	0.200	-1.000*	1

Note that \* indicates that the Spearman rank correlations are significant at the 5% level.

EBIT(1-t) = NOPAT: Net Operating Profit After Tax

DEP: Depreciation

OCF: Operating Cash Flow

ΔNWC: Net Working Capital

ΔFA: Fixed Assets

FCF: Free Cash Flow

#### 4. 손익계산서 이용한 영업현금흐름 도출

##### 4.1 재무관리 관점의 100병상 당 손익계산서

100병상 당 손익계산서를 통하여 병상 규모별 병원의 재무관리 관점의 손익계산서로 변환결과 의료수익은 상급종합병원이 324억으로 300병상이상 종합병원급의 173억에 비하여 약 2배의 수익을 보이나 의료비용이 차지하는 비중이 약 96%로 매우 높다. 이에 반하여 종합병원의 의료비용이 차지하는 비중은 약 92%로 상급종합병원에 비하여 비중이 낮기에 상급종합병원에 비하여 300병상 이상의 종합병원의 EBITA가 약 13억으로 높았다. EBITA의 경우 160병상 미만의 종합병원이 16억으로 가장 높았으며 의료비용이 차지하는 비중은 약89%로 가장 낮았다. 이에 따라 상급종합병원의 경우 EBIT가 1억으로 손실이 발생되었으며 순손실은 2.4억을 기록하였다. 이에 반하여 160~299병상 급의 종합병원의 경우 감가상각비가 5.7억으로 낮았으며 순이익이 4.5억 수준으로 모든 병원 규모들과 비교할 때 가장 높은 순이익을 확인하였다[표 6].

표 6. 재무관리 관점의 100병상 당 손익계산서

계정과목	종합병원				병원
	상급종합	300병상 이상	160 ~ 299 병상	160병상 미만	
Cash Revenue (의료수익)	32,454,992	17,343,114	11,723,216	15,151,319	8,394,112
Cash Cost (의료비용)	31,171,858	15,998,874	10,503,382	13,495,539	7,711,181
EBITDA	1,283,134	1,344,240	1,219,834	1,655,780	682,931
Depreciation (감가상각비)	1,388,726	836,290	571,255	879,295	433,567
EBIT (영업이익)	(105,592)	507,950	648,579	776,485	249,364
Interest expense (이자비용)	51,558	143,360	150,229	165,697	74,511
EBT	(157,150)	364,590	498,350	610,788	174,853
Tax expense (법인세)	82,889	42,699	43,537	263,665	50,906
Net Income (순이익)	(240,039)	321,891	454,813	347,123	123,947

##### 4.2 병상규모 별 영업현금흐름(OCF)

100병상 당 손익계산서를 통하여 병상 규모별 OCF를 확인한 결과는 위의 표와 같다. 세후영업이익 [EBIT(1-t) = NOPAT; Net Operating Profit After Tax]은 160병상 미만의 종합병원이 6.2억으로 가장

높게 나타났으며 상급종합병원의 경우, -0.8억의 손실을 확인하였다. 영업현금흐름은 160병상 미만의 종합병원이 15억으로 가장 높았으며 상급종합병원이 13억으로 그 뒤를 이었다. 종합병원 중에서는 160~299병상 급의 OCF가 10억으로 가장 낮았으며 모든 규모에서는 병원 급이 6.3억으로 가장 낮은 수준을 보였다. 상급종합병원의 경우 감가상각규모가 13억 이기에 영업현금흐름이 높아졌으며 160병상 미만의 종합병원의 경우 세후영업이익의 규모가 높아 15억 가량의 높은 OCF를 나타내었다. 결론적으로 상급종합병원의 경우 영업활동에 의한 현금유출만이 존재하였으며 현금유입은 나타나지 않았다. 반면에 상급종합병원 이외의 종합병원의 경우 현금유입과 유출이 동시에 발생하였으며 병원의 경우 현금유입에 비하여 현금유출의 비중이 높은 것으로 확인되었다. 이는 초기 유형자산에 대한 투자로 인한 현금유입대비 현금유출의 비율이 높기 때문으로 판단된다[표 7].

표 7. 병상규모 별 영업현금흐름

(단위: 천원)

구분	종합병원				병원
	상급종합	300병상 이상	160 ~ 299 병상	160병상 미만	
EBIT(1-t)	(82,362)	406,360	518,863	621,188	199,491
DEP	1,388,726	836,290	571,255	879,295	433,567
OCF	1,306,364	1,242,650	1,090,118	1,500,483	633,058

##### 5.1 재무관리 관점의 100병상 당 전기, 당기 재무상태표

100병상 당 전기 재무상태표를 재무관리 관점으로 변환한 결과 모든 병원에서 순운전자본(NWC)가 마이너스로 단기 차입금에 대한 상황 부담이 큰 것을 확인할 수 있었다. 선행연구에 따르면[17] 의료기관 종류가 종합병원인 경우에는 결산연도별 산출지표 중 73.3%, 의료기관 종류가 병원인 경우에는 결산연도 별 산출지표 중 83.3%가 재무적 측면에서 영업활동에 필요한 자금인 순운전자본이 확보되지 않은 재무적 위험환경에 노출되어 있음을 보고하였다.

영업고정자산의 경우 상급종합병원이 174억으로 가장 높았으며 160병상 미만의 종합병원이 118억, 300병상 이상이 119억, 160~299병상이 86억, 병원이 79

역으로 뒤를 이었다. 160병상 이상의 종합병원은 기존에 운영되던 병원이 대부분이기에 그 당시의 토지의 취득원가가 재무제표의 유형자산을 구성하고 있을뿐더러 건물과 각종 장비의 경우 감가상각이 많이 진행되어 유형자산의 금액이 160병상 미만의 종합병원에 비하여 적게 나타났다. 160병상 미만의 종합병원의 영업고정자산 금액이 높은 이유는 취득가액을 역사적 원가로 표기하는 재무제표의 특성과 감가상각기간의 차이 때문이다. 160병상 미만의 병원의 경우 신설된 경우가 많기에 유형자산 중 토지와 건물의 가액이 높으며 감가상각이 많이 진행되지 않아 유형자산의 금액이 높게 나타났다고 볼 수 있다. 그리고 비영업자산(NOA)과 고정부채(debt), 자기자본(equity)의 경우 상급종합병원의 금액이 가장 높게 확인되었다.

100병상 당 당기 재무상태표를 재무관리 관점으로 변환한 결과 전기와 마찬가지로 순운전자본(NWC)는 모든 병원에서 마이너스를 보였으며 특히 상급종합병원의 경우 현금 및 현금성 자산이 19억으로 타 병원에 비하여 매우 많은 여유 현금을 보유하고 있었다. 이에 따라 상급종합병원의 순운전자본은 -29억으로 가장 낮은 값을 보였다. 그리고 비영업자산(NOA), 타인자본(debt), 자기자본(equity)의 경우 전기와 마찬가지로

상급종합병원의 금액이 가장 높았다[표 8].

### 5.2 영업자산(OA, Operating Assets) 증감 및 병상규모 별 잉여현금흐름(FCF)의 도출

전기, 당기 재무제표를 통한 OA 증감을 확인한 결과 모든 병원의 순운전자본은 증가하였으며 특히 160병상 미만의 종합병원에서 7억원 규모의 단기 현금흐름이 가장 큰 폭으로 개선되었다. 고정자산(FA)의 경우 병원 급에서 약 16억의 가장 큰 투자가 발생하였으며 160~299병상의 경우 약1.3억의 고정자산 처분을 확인하였다. 결과적으로 160병상 미만의 종합병원이 13.4억으로 영업자산이 가장 큰 폭으로 상승하였으며 병원 15.3억, 상급종합병원 8.5억, 300병상 이상 종합병원 1.9억, 160~299병상 0.5억의 순서였다.

병상규모별 OCF, OA의 증감 자료를 바탕으로 병상 규모별 FCF를 도출한 결과 160~299 병상 종합병원의 잉여현금흐름은 4.6억, 300병상 이상 종합병원은 2.1억이었으며 나머지 병원에서는 음의 잉여현금흐름을 보였다. 특히 상급종합병원의 잉여현금흐름은 -9.3억으로 가장 낮은 값을 보였는데 이는 건물과 의료장비 등의 유형자산 규모 때문이다.

표 8. 재무관리 관점의 100병상당 재무상태표

(단위: 천원)

	구분		종합병원				병원
			상급종합	300병상 이상	160 ~ 299 병상	160병상 미만	
전기	영업자산 (OA)	순운전자본 (NWC)	(3,166,250)	(1,967,259)	(2,120,560)	(2,748,989)	(1,078,139)
		영업고정자산 (FA)	16,767,301	11,845,942	8,751,719	11,195,821	6,289,228
	비영업자산 (NOA)	초과현금 및 시장성 유가증권	3,847,887	2,369,591	1,060,182	1,631,594	912,109
		계	17,448,938	2,248,274	7,691,341	10,078,426	6,123,198
	타인자본(debt)	8,119,035	5,611,224	3,513,921	6,755,803	2,679,790	
	자기자본(equity)	9,329,903	6,637,050	4,177,420	3,322,623	3,443,408	
	계	17,448,938	12,248,274	7,691,341	10,078,426	6,123,198	
당기	영업자산 (OA)	순운전자본 (NWC)	(2,945,380)	(1,851,106)	(1,930,639)	(2,028,879)	(1,125,062)
		영업고정자산 (FA)	17,398,877	11,920,967	8,614,647	11,819,097	7,929,403
	비영업자산 (NOA)	초과현금 및 시장성 유가증권	4,595,101	2,499,650	1,333,409	2,295,699	1,285,303
		계	19,048,598	12,569,511	8,017,417	12,085,917	8,089,644
	타인자본(debt)	9,912,312	5,468,485	3,773,588	7,623,798	3,024,028	
	자기자본(equity)	9,136,286	7,101,026	4,243,829	4,462,119	5,065,616	
	계	19,048,598	12,569,511	8,017,417	12,085,917	8,089,644	

유형자산의 규모가 타 병원 급에 비하여 비대하기에 감가상각금액이 증가하였고 그 가액은 13.8억이었다. 병원 급의 경우 잉여현금흐름이 -13.9억이었으며 이는 낮은 OCF값인 6.3억과 높은 고정자산투자 증감액 16.4억에 기인한다. 160병상 미만의 종합병원의 경우 잉여현금흐름은 -7.2억이며 이는 순운전자본이 전년 대비 7.2억 증가한 부분에 기인한다[표 9].

표 9. 병상규모 별 잉여현금흐름

(단위: 천원)

구분	종합병원				병원	
	상급종합	300병상 이상	160 ~ 299 병상	160병상 미만		
OCF (Operating cash flow)	1,306,364	1,242,650	1,090,118	1,500,483	633,058	
Depreciation	1,388,726	836,290	571,255	879,295	433,567	
ΔOA	ΔNWC	220,870	116,153	189,921	720,110	(46,923)
	ΔFA	631,576	75,025	(137,072)	623,276	1,640,175
	계	852,446	191,178	52,849	1,343,386	1,593,252
FCF (free cash flow)	(934,808)	215,182	466,014	(722,198)	(1,333,761)	

#### IV. 결론 및 고찰

본 연구는 기존의 병원현금흐름을 중심으로 분석한 연구와는 차별화된 관점으로 접근하고자 하였다. 선행 연구의 경우 병원의 흑자도산을 방지해야 한다는 관점으로 단기 현금흐름의 개선에 초점을 맞추었다면 [17][18] 본 연구는 잉여현금흐름 수준의 조절 필요성에 대하여 논의하고 있다. 병원의 단기이익증대와 추가적인 확장방안에 대하여 논의하는 것보다는 보수적인 관점으로 경영진의 투자기회를 적정수준으로 감소시켜 잘못된 투자로 인하여 국민의 생명권이 위협받는 일을 줄여야 한다고 보았다. 차입금이 경영에 미치는 이로운 잉여현금흐름가설, 과소투자자설 등이 있으며 이러한 이론들의 공통점은 병원의 잉여현금흐름 수준을 감소시킨다는 것이다. 이 중 병원 경영진의 투자기회 수준을 파악하기 위하여 잉여현금흐름가설을 기초로 병상 규모별 손익계산서와 전기, 당기 재무상태표를 재무관리 측면의 재무제표로 변환하였고, OCF를 통하여 병

원 규모별 FCF 수준을 분석하였다. 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 현금흐름은 내부자본조달의 원천으로서의 역할 뿐만 아니라 투자기회에 대한 정보를 제공한다[19]. 흔히 기업의 적정주가를 계산할 경우 FCF를 사용한다. 과거의 재무제표와 성장률을 예측한 뒤 5~10년의 예측 재무제표(Pro-Form a Financial Statements)를 작성 후 FCF를 예측한다. 간단히 예를 들면 현재로부터 1년 후의 시점의 FCF를 FCF1 이라 하고, FCF의 연 성장률이 g로 일정하다고 가정한다. 또한 기업의 총자본에 대한 평균조달비용 이자 적정 할인율 값인 가중평균자본비용(WACC: Weighted Average Cost Of Capital)을 가정한다. 즉, 가중평균자본비용이란 기업이 현재 보유한 자산을 활용하여 회사가치를 유지하기 위하여 벌어들여야 하는 수익률을 의미하고 다른 투자 대안이 존재할 경우 요구되는 요구수익률이며 기업마다 요구되는 수준이 다르다[20]. FCF를 통한 기업의 순가치 측정 시 각 연도별 FCF는 1+g의 성장률을 보이는 무한등비급수로 표현할 수 있으며 이를 WACC로 할인 시 기업의 현재가치를 확인할 수 있다.

위의 가치 측정방법을 각 규모별 병원에 대입할 경우 160~299병상, 300병상 이상 급의 종합병원을 제외한다면 나머지 규모의 병원의 FCF는 음(-)이기에 기업가치 또한 음(-)의 수준을 보여 병원산업의 미래가 부정적임을 확인하였다. 특히 상급종합병원은 설비투자 등이 없음에도 FCF가 음(-)의 수준을 보여 성장이 오히려 후퇴하는 모습을 보이는데 이는 국민의 생명과 직접적인 관련성이 있기에 큰 우려가 따른다.

둘째, 잉여현금흐름가설의 관점으로 규모별 병원의 FCF를 파악할 경우 160~299병상, 300병상 이상 급의 종합병원에 대한 규제와 감시가 필요한 것으로 판단된다. 160~299병상의 경우 FCF가 약 4.6억 수준으로 가장 높았으며 그 다음으로 300병상 이상의 종합병원이 약 2.1억 수준이다. 병원을 운영함에 있어 수익성이 필수적이거나 과도한 FCF 수준은 경영자의 도덕적 해이를 불러일으킬 수 있다. 또한, 상급종합병원에 비하여 160병상 이상 급의 종합병원은 경영구조가 단순하며 경영진의 투자에 대한 감시구조가 촘촘하지 않은 것이 사실이다. 따라서 의료 관련 정책 수립 시 선별적인 방안을

통하여 의료기관의 FCF를 비슷한 수준으로 유지해야 한다. 상급종합병원의 경우 영업이익의 증가를 위하여 규제 등을 풀어주어 성장률을 양(+)으로 회복해야 한다. 160병상 미만의 종합병원과 병원의 경우 초기 시설투자가 많은 것을 고려하여 이자율 혜택 등을 부여하여 단기차입금 부담을 덜어주어야 한다. 그리고 160병상 이상 종합병원의 경우 흑시 모를 경영진의 도덕적 해이를 방지하기 위하여 회계감사강화 등의 정책이 나오기를 기대한다.

셋째, 본 연구를 바탕으로 관련 정책 수립 시 의료기관의 고유목적 사업을 통한 수익에 대한 과도한 규제는 피해야 한다. 의료기관의 수익성을 과도하게 규제할 시 이는 국민의 생명과 직접적인 연관이 있기에 적절한 수준을 유지해야 하기 때문이다. 따라서 정책 수립 시 의료기관에서 발생한 수익을 환자를 위한 재투자를 하였던 지를 중점으로 파악해야 한다. 유사한 정책으로는 미환류소득에 대한 조항이 존재한다. 미환류 소득이란 기업이 벌어들인 소득을 투자, 임금, 배당 등으로 지출하지 않고 기업 내에 현금이나 예금의 형태로 보유하고 있는 것을 뜻하며, 기업소득의 지출을 통하여 기업의 사회적 책임과 자금의 선순환을 도모하는 법이다 [21][22]. 이를 기초로 국내 의료기관에 대한 미환류소득에 대한 법안을 신설할 경우 의료기관의 유보금액을 감소시켜 FCF를 적정수준으로 유지할 수 있다. 또한, 의료기관의 경우 비영리법인으로써 고유목적 사업이 아닌 경우 일반 기업과 마찬가지로 법인세를 부여하고 있기에 미환류 소득에 법안과 유사한 법안을 신설 시 고유목적 사업에 대한 재투자를 유도하는 유인책이 되어 국민 건강 증진을 위한 인프라 구축에 도움이 될 수 있다.

이 연구의 한계점은 연구대상이 전체 병원을 대표하지 못하며 재무적 수치라는 과거의 보수적 데이터를 활용하여 분석하였다는 점에 있다. 또한, FCF를 산출하기 위하여 OA의 증감이 필요하기에 2개년 치의 재무제표가 필요하다. 현재 보건산업통계의 병원의 재무제표를 분석한 최신 자료는 '2014년 병원경영분석', '2015년 병원경영분석' 이기에 업데이트가 필요한 실정이다.

FCF는 경영자의 투자기회를 간접적으로 확인하는 지표이며 대리인 문제를 근본적으로 해결할 수 없는 문제점이 있다. 그러나 이 연구는 기존의 흑자도산의 방지

차원에서 단기현금흐름을 개선하여야 한다는 논문들과 차별화된 관점에서 단기 차입금을 조명하였다. 즉, 단기 차입금 규모를 개선하여 여유 현금이 많아야 하는 것이 아니라, 병원의 특성상 경영진의 도덕적 해이를 감시할 기구가 부족하기에 자유롭게 사용이 가능한 현금 규모의 적정선을 유지시켜야 한다고 주장하는 점에 연구의 의의가 있다. 또한, 위 연구는 병원 규모별 FCF를 개별적으로 분석한 최초의 연구로서 병원의 규모에 따른 맞춤형 정책 설립 시 집중할 대상을 선정하는 데에 도움을 줄 수 있을 것으로 기대한다.

## 참고 문헌

- [1] 최규완, 윤지환, 박은정, “관광호텔의 수익성 분석,” 호텔경영학연구, 제17권, 제3호, pp.23-36, 2008.
- [2] 양현철, 나선철, 이용선, 김한수, 이재욱, “듀폰분석을 활용한 전문건설업 경영성과 분석,” 대한건축학회 춘계학술발표대회논문집, 제37권, 제1호, pp.913-914, 2017.
- [3] 의료법 시행령 제20조.
- [4] 송동섭, “잉여현금흐름과 기업특성이 기업가치에 미치는 영향,” 국제회계연구, 제77권, pp.181-198, 2018.
- [5] 정용모, 이용철, 임경도, “의료기관 현금흐름과 외부자금조달 간의 관계,” 보건의료산업학회지, 제4권, 제1호, 2010.
- [6] 장미령, 이병철, “정보비대칭 상황에서의 자본비용과 이익조정 관계,” 회계정보연구, 제35권, 제1호, pp.121-154, 2017.
- [7] D. G. Smith, J. R. Wheeler, H. L. Rivenson, K. L. Reiter, “Sources of project financing in health care systems,” Journal of Health Care Finance, Vol.26, No.4, pp.53-58, 2000.
- [8] Sugata Roychowdhury, Nemit Shroff, and Rodrigo S. Verdi, “The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review,” Journal of Accounting and Economics, Vol.68, Issues 2-3, 2019.
- [9] 의료법 제33조.
- [10] 이장우, 최도성, “한국증권시장에서의 여유현금흐름의 정보효과에 관한 연구: 여유현금흐름의 대리인비용 검증,” 한국항공경영학회 추계학술발표논문집,

pp.72-100, 2006.

- [11] Robert F. Göx and Thomas Hemmer, "On the relation between managerial power and CEO pay," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.69, Issues 2-3, 2020.
- [12] 공경태, 최중서, "기업지배구조, 대규모기업집단과 대리인 비용," *국제회계연구*, 제49집, pp.251-272, 2013.
- [13] B. Panda and N. M. Leepsa, "Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives," *Indian Journal of Corporate Governance*, Vol.10, No.1, pp.74-95, 2017.
- [14] 권정욱, 김동욱, 김병근, "한국기업의 지배구조와 대리인비용, 소유경영기업과 전문경영기업 비교분석," *산업경제연구*, 제25권, 제6호, pp.3997-4019, 2012.
- [15] Thi Phuong Vy Le and Thi Bich Nguyet Phan, "Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country," *Research in International Business and Finance*, ISSN 0275-5319, Vol.42, pp.710-726, 2017.
- [16] 김종길, *재무관리*, 소은, 2018.
- [17] 하오현, "병원 영업활동으로 인한 현금흐름이 부채상환능력에 미치는 영향," *한국콘텐츠학회논문지*, 제17권, 제6호, 98-105, 2017.
- [18] 정용모, 하오현, "병원의 현금흐름 종류가 순운전자본에 미치는 영향," *한국산학기술학회논문지*, 제18권, 제6호, pp.312-318, 2017.
- [19] Popov, Alexander, *Evidence on finance and economic growth*, Handbook of Finance and Development, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2018.
- [20] J. G. Lee, S. H. Jeong, and J. D. Kim, "The effect of the WACC on investment activity classified by firm size: Before and after the global financial crisis," *The Korean Journal of financial management*, Vol.32, pp.1-29, 2015.
- [21] 조세특례제한법 100의 32
- [22] 조세특례제한법시행령 100의 32
- [23] 한국산업보건의산업진흥회, 2015 병원경영분석, 보건복지부, 2105.

이 주 영(Joo-young Lee)

정회원



- 2019년 8월 : 을지대학교 의료경영학과, 보건학사

<관심분야> : 의료경영, 보건정책, 병원재무

장 하 은(Ha-eun Jang)

준회원



- 2017년 2월 ~ 현재 : 을지대학교 의료경영학과

<관심분야> : 의료경영, 보건정책, 의무기록

김 경 범(Kyoung-Beom Kim)

정회원



- 2015년 2월 : 을지대학교 의료경영학, 보건학사
- 20019년 8월 : 고려대학교 보건대학원, 보건학석사
- 2020년 3월 ~ 현재 : 단국대학교 일반대학원, 박사과정

<관심분야> : 보건정책, 보건통계, 의료이용분석

노 진 원(Jin-Won Noh)

정회원



- 2002년 2월 : 이화여자대학교 통계학, 경영학
- 2005년 2월 : 이화여자대학교 경영학(생산관리) 석사
- 2008년 8월 : 고려대학교 의과대학 보건학협동과정(보건학박사)
- 2011년 12월 : Johns Hopkins University MPH, MBA

2012년 3월 ~ 2018년 8월 : 을지대학교 의료경영학과 조교수

2018년 9월 ~ 2019년 8월 : 을지대학교 의료경영학과 부교수

2019년 9월 ~ 현재 : 단국대학교 보건행정학과 부교수

<관심분야> : 의료경영, 의료경제성평가, 병원재무회계, Health Behavior Science