

현금보유 사례분석: 현대자동차와 토요타자동차를 중심으로

서 대 석*
문 상 혁**
한 정 희***

최근 국내 기업들의 보유 현금 규모가 급증하고 있는 추세이다. 이 같은 국내 기업의 현금 보유 증가에 대해 긍정과 우려의 시각이 교차하고 있는 실정이다. 국내 기업들의 현금 보유 증가는 현금 흐름 창출 능력이 높아지고 외부 환경 변화에 견딜 수 있는 경쟁력이 강해졌다는 것을 나타내는 긍정적인 의미를 내포하고 있다. 그러나 또 다른 측면에서는 국내 기업의 현금보유 증가를 투자 부진의 결과로 해석하면서 미래 성장 잠재력 약화에 대해 우려하는 시각도 적지 않다.

그러나 기업은 현금보유 정책 결정시 특정한 이유가 아니라 다양한 요인들에 영향 받을 수 있으며 기업이 처해 있는 정치·사회·환경적인 요소에 따라 달라질 수 있을 것으로 기대된다. 즉, 국내 기업의 현금보유수준이 외국 기업에 비해 높은 수준인지 검토해볼 필요성이 있으며, 또한 현금보유수준의 증가가 단순히 투자부진이 원인인지 현금흐름 분석을 통해 직접적으로 규명할 필요성이 있을 것으로 판단된다. 이에 본 연구에서는 국내 현금보유수준이 가장 높은 기업 중 하나인 현대자동차와 대표적인 글로벌 완성차업체 중 하나인 토요타자동차의 현금흐름 분석을 통해 현금보유수준에 대하여 분석하고, 세부적인 현금흐름 분석을 통해 현금의 유입과 유출이 이루어지는 요인들에 대하여 분석하고자 한다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 글로벌 자동차 기업인 포드, 폭스바겐, 토요타 및 현대자동차의 현금보유수준을 비교한 결과 전체적으로 포드와 폭스바겐그룹의 경우 토요타와 현대자동차에 비하여 현금보유수준이 높게 나타났다. 둘째, 토요타자동차와 현대자동차의 투자활동 현금흐름과 재무활동현금흐름을 분석한 결과 현대자동차가 토요타자동차에 비하여 내외부로부터 자금을 조달하여 투자하는 비율이 높은 것으로 나타났으며, 영업활동 순현금유입액에 내외부로부터 조달한 자금을 더하여 투자지출을 꾸준히 하고 있는 것으로 나타났다. 즉, 현대자동차는 최근 사회 일각에서 제기되는 투자지출 감소에 따라 현금보유수준이 증가한다는 주장과는 다른 형태를 보인다는 것을 알 수 있다.

한편, 토요타자동차와 현대자동차의 투자활동현금흐름과 재무활동현금흐름을 세부적으로 살펴본 결과에 따르면 먼저 현대자동차의 경우 11년간 투자자산의 취득과 처분을 거의 동일한 수준으로 한 반면 설비투자에 해당하는 유형자산은 취득이 처분의 10배 이상인 것으로 나타나 지속적인 설비투자를 하고 있는 것으로 나타났다. 재무활동 현금흐름의 경우 단기차입금은 차입보다 상황이 많이 된 반면 장기차입금의 차입비율은 증가하였다. 이러한 결과는 위험에 대비하기 위한 결과로 해석할 수 있다. 다음으로 토요타자동차는 유형자산의 순증가비율이 현대자동차에 비하여 더 큰 것으로 나타났다. 또한 현대자동차와 비교 했을 때 장단기차입금의 규모, 자기주식의 취득 및 배당금지급 금액을 꾸준히 증가시킨 것으로 나타났다.

이처럼 최근 기업의 현금보유수준 증가를 단순히 투자감소나 투자위축으로 단정하기 어려우며, 현금보유수준은 다양한 요인들이 상호작용한 결과일 수 있다. 현대자동차의 사례를 통해서 분석해본 결과 현금보유수준이 높은데도 불구하고 투자지출이 감소하지 않았으며, 오히려 꾸준히 높은 투자지출수준을 유지하는 것으로 나타났다. 따라서 기업의 현금보유 정책을 단순히 현금보유수준만 보고 논의할 문제는 아니며, 현금흐름에 대한 세부적 현금흐름 분석이 수반되어야 할 것으로 판단된다.

주제어: 현금보유, 거래비용이론, 자본조달순위이론, 대리인이론

논문접수일: 2012. 05. 03.

1차 수정본 접수일: 2012. 07. 25.

게재확정일: 2012. 08. 10.

* 영남대학교 경영학부 교수(dsseo@ynu.ac.kr), 제1저자

** 영남대학교 경영학부 조교수(shmoon@ynu.ac.kr), 공동저자

*** 영남대학교 경영학부 강사(jh_han@ynu.ac.kr), 교신저자

1. 서론

최근 국내 기업들의 보유 현금 규모가 급증하고 있는 추세이다. 이 같은 국내 기업의 현금 보유 증가에 대해 긍정과 우려의 시각이 교차하고 있는 실정이다. 국내 기업들의 현금 보유 증가는 현금 흐름 창출 능력이 높아지고 외부 환경 변화에 견딜 수 있는 경쟁력이 강해졌다는 것을 나타내는 긍정적인 의미를 내포하고 있다. 그러나 또 다른 측면에서는 국내 기업의 현금보유 증가를 투자 부진의 결과로 해석하면서 미래 성장 잠재력 약화에 대해 우려하는 시각도 적지 않다.¹⁾

이러한 부정적인 시각은 현금의 경우 기대수익률이 낮거나 없을 수 있기 때문에 상당한 기회비용이 발생한다는 현금보유의 부작용에 기인한다고 볼 수 있다. 그러나 경영환경의 불확실성 등으로 인하여 현금의 보유는 기업의 생존에 필수불가결한 요소이기도 하다.

구체적으로 기업의 현금보유는 3가지 이론적인 관점에서 설명할 수 있다. 첫째, 거래비용의 관점이다. 기업은 외부자금 조달에 따르는 비용이 내부 유보에 따르는 기회비용보다 클수록 현금보유를 선호하게 된다는 것이다(Opler et al., 1999). 이 때 기업은 현금보유를 통하여 부도위험을 낮추고, 좋은 투자처가 생길 경우 적기에 투자자금을 공급할 수 있으며, 외부로부터 수시로 자금을 조달하는데 소요되는 비용을 줄일 수 있다는 긍정적인 측면이 존재한다. 반면에 과도한 현금보유는 설비투자나 연구개발투자에 대한 지연 또는 포기를 유발하게 되므로 부정적인 결과를 초래할 수도 있다. 둘째, Pecking Order 이

론에서는 기업들이 투자 시 자금조달 원천으로 내부에 유보된 자금을 우선적으로 사용하게 되기 때문에 현금을 보유하려는 성향이 나타나는 것으로 보는 시각이다(Myers, 1984). 기업들은 투자 시점의 자금원천으로 내부자금을 통한 조달, 차입을 통한 조달, 자기자본의 순서로 사용하기 때문에 현금보유 성향이 강하게 나타나는 것으로 설명하고 있으며, Pecking Order 이론에서는 적정현금수준이 존재하지 않으며 현금보유 규모가 투자자금의 수요에 따라 달라질 수 있는 것으로 보고 있다. 셋째, 잉여현금흐름(Free Cash Flow) 이론에서는 경영자가 자신의 재량권을 확대하기 위하여 현금을 내부에 유보하려는 동기를 가진다고 보는 관점이다(Jensen, 1986). 즉, 경영자는 모니터링기능이 잘되어 있지 않은 경우 잉여현금흐름을 내부유보를 통해 축적하게 되며, 이 때 유보된 현금을 수익성이 낮은 투자에 활용하는 등 대리인 문제(Agency Problem)가 발생하게 된다.

이상의 다양한 관점에서 살펴보았듯이 기업은 현금보유 정책 결정시 특정한 이유가 아니라 다양한 요인들에 영향 받을 수 있으며 기업이 처해 있는 정치·사회·환경적인 요소에 따라 달라질 수 있을 것으로 기대된다. 즉, 국내 기업의 현금보유수준이 외국 기업에 비해 높은 수준인지 검토해볼 필요성이 있으며, 또한 현금보유수준의 증가가 단순히 투자부진이 원인인지 현금흐름 분석을 통해 직접적으로 규명할 필요성이 있을 것으로 판단된다.

이에 본 연구는 현금흐름을 분석하기 위하여 국내 상장기업 중 현금성자산의 보유량이 가장 많은 기업 중 하나인 현대자동차주식회사(이하 현대자동차)를 중심으로 현금보유의 적정성에 대하여 분석

1) 이명박 대통령이 25일 대기업의 현금보유량이 과다하다며 투자환경 점검을 지시했다. 이 대통령은 지난 주말 청와대 수석회의에서 “대기업 현금보유량이 많다. 투자를 안하니까 서민들이 힘들다”며 대기업의 투자환경 점검을 지시했다고 김희정 청와대 대변인이 전했다. - 후략 -

하고자 한다.²⁾

자동차산업은 철강, 비철금속, 고무, 합성수지, 유리, 섬유, 전기전자, 도로, 할부금융, 자동차 판매업, 광고업, 중고차 매매업, 정비, 부품 및 부품판매, 보험, 유통판매, 건설업 등 다양한 분야와 폭넓은 연관성을 가지고 있어 전후방산업 연관효과가 매우 큰 산업에 속한다. 자동차의 생산에는 막대한 설비투자비와 신제품개발 및 품질향상을 위한 연구개발비가 소요되며, 투자자금을 회수 하는데 매우 긴 시간이 걸리는 반면, 제품의 수명주기는 짧기 때문에 적정 수준의 생산규모를 유지하고, 생산비용 절감을 통해 가격경쟁력을 확보해야하므로 규모의 경제효과가 큰 산업이기도 하다. 또한 자동차 산업의 경기는 GDP 증가율, 금리, 유가, 가계신용, 환율 등의 거시경제지표와 세계 관련 정부정책 등에 의해 상당한 영향을 받으며, 소비자의 자동차 구매의사 결정기간이 길기 때문에 경기변동에 대한 민감도가 높은 산업이기도 하다. 따라서 기업의 현금보유수준을 분석하기에 자동차산업이 적절할 것으로 판단된다.

먼저 현금보유의 적정성에 대한 분석을 위해서는 데이터 수집 문제 등으로 현대자동차 및 미국, 일본, 유럽의 대표적인 자동차기업인 토요타자동차, 포드모터, 폭스바겐그룹을 선정하여 현금보유수준에 대한 분석을 실시하였다. 분석 시 개별기업의 현금보유수준 추세분석과 현대자동차와 외국기업의 현금보유수준 평균비교를 실시하였다. 다음은 현대자동차와 토요타자동차 2개 기업의 현금흐름을 세부적으로 분석하기 위하여 영업활동 현금흐름, 투자활동 현금흐름, 재무활동 현금흐름으로 각 활동별 현금흐름의

구성비 분석 및 각 활동별 세부적 현금흐름 구성비를 분석하였다. 또한 투자란 장기적인 관점에서 진행되는 것이므로 개별 연도별 분석에 추가적으로 현금흐름의 세부적 분석에서 11년 누적 구성비와 최근 5년 누적 구성비, 최근 3년 누적 구성비 및 금융위기 전후 3년 누적 구성비에 대해서도 분석하였다.

연구결과 현대자동차와 토요타자동차의 경우에는 비교적 포드 모터나 폭스바겐그룹에 비하여 현금보유수준의 변동성이 작고, 현금보유수준 또한 크지 않은 것으로 나타났다. 특히 국내 기업 중 현금보유량이 가장 높은 것으로 알려진 현대자동차도 동종의 글로벌 기업들과 비교해 볼 때 현금보유수준이 높지는 않은 것으로 나타났다. 그리고 현대자동차와 토요타자동차의 현금흐름을 분석한 결과 현대자동차는 11년(5년, 3년, 금융위기 전후 3년)누적영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름의 비율이 각각 -142.3%(-146.6%, -114.4%, -174.6%)인데 반해 토요타자동차는 -116.9%(-118.6%, 113.4%, -115.9%)로 현대자동차가 약25.4%(28%, 1%, 58.7%)정도 투자지출의 비율이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 현대자동차가 토요타자동차에 비하여 내외부로부터 자금을 조달하여 투자하는 비율이 높다는 것을 의미한다. 즉, 현대자동차는 최근 사회일각에서 제기되는 투자지출 감소에 따라 현금보유수준이 증가한다는 주장과는 다른 형태를 보인다는 것을 알 수 있다. 또한 현대자동차가 11년간 누적 재무활동 현금흐름대비 자기주식취득비율이 -6.7%인데 반해 토요타자동차의 경우 -57.7%로 약 9배 정도 큰 것으로 나타나 토요타자동차는 오래

2) 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인들의 현금성 자산 규모가 67조원에 달하며 이중 현대자동차주식회사의 비중이 약 13%로 가장 높은 것으로 나타났다. 7일 한국거래소와 한국상장회사협의회가 발표한 2010년 현금성 자산 현황을 보면 유가증권시장에 53개 2월 결산법인 중 561개 기업의 현금성 자산 총액이 작년 말 기준 67조 6천556억원으로 전년 말보다 9천97억 원(1.49%) 증가했다. 현금성 자산은 대차대조표상의 현금, 당좌예금이나 보통예금처럼 현금으로 전환이 쉬운 금융상품, 만기 1년 이내인 단기 금융상품을 뜻한다. 현금성 자산을 가장 많이 보유한 상장사는 현대차로 그 규모가 8조 6천97억원에 달했다 이어 POSCO(3조 491억원 SK이노베이션(2조 2천827억원), 기아차(2조 2천555억원), 하이닉스반도체(1조 8천44억원) 등 순으로 규모가 컸다. - 후략 -

전부터 적대적 M&A에 대비하고자 현금을 통해 자기주식을 취득한 것으로 판단된다. 마지막으로 글로벌 금융위기가 발생한 2008년과 다음해인 2009년의 현금흐름을 분석한 결과 두 회사 모두 2008년에는 영업활동 현금흐름이 대폭 감소하였으며, 2009년에는 경영환경의 불확실성에 대비하기 위하여 투자자산의 취득을 줄이고 현금보유수준을 증가시킨 것으로 나타났다. 다만 장기적인 성장을 위하여 설비자산의 취득비율은 크게 차이가 없었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 선행 연구를 살펴보고, III장에서는 글로벌 완성차업체의 현금보유수준을 분석한다. IV장에서는 현대자동차와 토요타자동차의 사례를 분석하고 그 결과를 제시한다. 마지막으로 V장에서는 연구결과의 요약과 함께 본 연구의 시사점을 제시한다.

II. 선행연구

현금보유와 관련된 연구는 거래비용이론(Transaction Costs Theory), 자본조달순위이론(Pecking Order Theory), 대리인이론(Agency Theory) 등 현금보유동기와 관련된 이론적 연구에서 출발하여 이를 실증적으로 검증한 연구들로 발전하였다. Keynes (1936)의 유동성선호가설에 근거하여 현금의 수요 동기를 거래적 동기(Transaction Motive)³⁾와 예비적 동기(Precautionary Motive)⁴⁾로 구분하였다. 이와는 대조적으로 자본조달순위이론은 기업들

이 자금조달 시 내부자금, 차입금, 자기자본의 순서로 조달하기 때문에 최적의 현금수준이 존재하지 않으며, 기업의 현금보유수준은 투자자금 수요에 따라 수동적으로 결정된다고 보았다. 마지막으로 대리인 이론은 소유와 경영의 분리 정도가 심할수록 대리인 문제가 발생할 수 있음을 제시하고, 경영자가 자신의 사적이익을 증가시킬 목적으로 재량권을 행사할 것이므로 이를 위해 재량적 의사결정을 용이하게 하기 위하여 현금보유수준을 증가시킬 유인이 존재한다고 보았다.

Opler et al.(1999)의 연구에 따르면 상충이론과 자금조달순위이론 관점에서 현금보유를 설명하고 있으며 1971년부터 1994년까지 미국상장기업을 대상으로 거래비용이론, 정보 불균형, 대리인비용이론을 이용하여 현금보유결정요인과 그 의미를 분석하였다. 분석결과 기업의 성장기회, 현금흐름의 변동성이 클수록 현금보유비율이 증가하며, 기업규모가 클수록 자본시장 접근성이 용이하기 때문에 현금보유비율은 감소하는 것으로 나타났다. 또한 대기업이나 신용등급이 우수한 기업과 같이 자본시장에서 자본조달이 용이한 기업일수록 현금보유수준이 낮다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 기업이 투자에 비해 현금흐름이 부족하거나 외부자본조달비용이 비싼 경우에도 투자 사업을 계속 추진할 수 있도록 하기 위해서 충분한 유동자산을 보유하려 한다는 주장과 일치하는 것이다. 이는 현금보유의 예비적 동기 와도 일치하는 결과이기도 하다.

Ozkan and Ozkan(2004)은 영국기업들을 대상으로 소유지배구조와 현금보유수준 간의 관련성을

3) 거래를 원활하게 수행하기 위한 목적의 현금 보유를 의미한다. 다른 금융자산을 현금으로 전환해서 지불수단으로 이용하는 과정에서 거래비용이 발생하는데, 기업들은 이러한 거래비용을 줄이기 위한 목적으로 현금을 보유한다. 거래적 동기에도 규모의 경제가 존재하기 때문에 규모가 큰 기업들은 상대적으로 적은 현금을 보유한다.

4) 유사시에 대비한 목적의 현금 보유를 의미한다. 어떠한 충격이 발생할 경우 자본시장에서 자금을 조달하는데 비용이 많이 발생하거나 자금조달이 어려워질 수 있다. 기업들은 이러한 부정적인 충격에 대비하여 현금을 보유한다. 위험도가 높거나 외부 자본시장에 접근하기 어려운 기업일수록 더 많은 현금을 보유하는 것은 예비적 동기를 나타낸다. 좋은 투자기회를 많이 가지고 있는 기업들도 투자기회를 상실할 것에 대비해 더 많은 현금을 보유하려는 경향이 나타난다.

살펴보았다. 연구결과 경영자의 지분율이 일정수준까지 증가할 때는 현금의 보유수준이 하락하였으나, 일정수준 이상으로 증가할 경우에는 오히려 현금의 보유수준이 증가하는 것으로 나타나 소유구조와 현금보유수준 간에는 비선형관계가 있음을 보고하였다. Ozkan and Ozkan(2004)과 동일하게 현금보유수준과 소유구조의 관련성을 살펴본 Mikkelsen and Parch(2003)은 둘 간의 유의한 관련성을 발견하지 못하였다. 국내 연구에서는 김성표(2007)의 연구에서 우리나라 상장 제조 기업을 대상으로 체계적으로 분석한 결과 경영자의 소유지분율과 현금보유수준 간에 유의적인 차이가 있는 것으로 보고하고 있으며 이들 간의 관계는 Ozkan and Ozkan(2004)의 연구결과와 마찬가지로 비선형관계가 있는 것으로 보고하였다.

싱가폴 상장기업을 대상으로 기업지배구조(이사회구성특성, 내부소유 집중도, 감사위원회 구성 특성 등)와 현금보유의 관련성을 살펴본 Kusnandi(2005)의 연구에서는 이사회규모 및 사외이사의 비율이 현금보유와 양(+)의 관련성이 있는 것으로 보고하였다. 이러한 결과는 대리인론 관점에서 살펴보면, 기업지배구조가 취약할수록 경영자의 현금보유를 통한 사적이익추구가 증가하기 때문으로 해석하고 있다.

대리인문제와 관련하여 Mikkelsen and Parch(2003)는 현금보유수준이 총자산의 25% 이상으로 높은 현금보유수준을 가진 기업들을 대상으로 5년간의 영업성과를 추적해본 결과 현금보유수준이 높은 기업들의 영업성과가 대응기업들에 비해 동일한 수준이거나 더 높은 수준이라는 결과를 제시하였으며, 이러한 결과는 현금보유수준이 높다고 해서 대리인 문제가 높은 것으로 단정할 수 없으며, 오히려 높은 투자수요와 성장기회 등이 기업의 현금보유수준을 높인다고 주장하였다.

그러나, Dittmar et al.(2003)은 대리인문제가 기업의 현금보유수준을 결정하는 가장 중요한 요인

이라고 주장하였으며, 국가 간 투자자보호와 현금의 보유수준과의 관련성을 살펴보았다. 연구결과 투자자 보호가 미흡한 국가의 경우 현금보유수준이 높은 것으로 나타났다. Dittmar et al.(2003)의 연구를 발전시킨 Pinkowitz et al.(2006)은 국가 간 현금보유와 기업가치의 관련성을 살펴보았다. 연구결과 투자자보호가 취약한 국가일수록 현금보유와 기업가치는 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타나 투자자 보호가 취약할수록 지배주주의 사적이익을 위하여 현금을 보유한다는 대리인 이론을 지지하였다.

Huang and Zhang(2007)은 38개국 기업을 대상으로 S&P에서 제공하는 '기업투명성 및 공시등급(Firm-Level Transparency and Disclosure Ratings)'을 이용하여 기업투명성과 현금보유수준 간의 관계를 분석하였다. 실증분석 결과, 공시 확대를 통하여 기업투명성이 향상되고 그에 따라 외부통제가 강화되므로 대리인문제로 인하여 나타날 수 있는 경영자의 사적이익을 증가시킬 목적의 현금축적이 제한을 받게 되므로 현금보유수준이 유의적으로 낮게 나타나는 것으로 해석하고 있다.

한편, 고윤성 등(2007)은 기업투명성이 개선될수록 기업의 내·외부 정보이용자 간의 정보비대칭 문제가 해소되기 때문에 경영자에 대한 감시 및 통제 비용이 감소하고 대리인문제 역시 완화될 것으로 기대됨에 따라 기업의 현금보유수준도 감소할 것으로 예상하였다. 연구결과 총평균 투명성지수와 현금보유수준 간에 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 보고하고 있다. 그리고 소유구조 투명성, 회계투명성과 현금보유수준 간에 음(-)의 관련성을 나타내고 있으나 통계적인 유의성은 없는 것으로 보고하였다.

최수미(2008)는 대리인비용에 대한 변수로 대주주지분율과 외국인지분율을 이용하여 현금보유수준과의 관련성을 검증하였다. 연구결과 대주주지분율이 높을 경우 경영자는 대리인비용을 낮추어 현금보

유를 감소시킨다는 선행연구결과와 일관된 결론을 제시하고 있다. 그러나 외국인지분율의 경우 지분율이 높을 경우 현금보유수준도 높은 것으로 보고하고 있다.

빈기범 등(2006)은 국내 상장 제조 기업을 대상으로 현금보유 성향을 분석한 결과 투자기회가 높을수록, 현금흐름 또는 현금흐름상의 불확실성이 높을수록, 기업의 고유위험이 높을수록, 재고자산 보유 비율이 높을수록 현금보유 성향이 높아지는 것으로 보고하고 있다. 반면, 유동자산 규모가 낮을수록, 자본지출이 낮을수록, 부채비율이 낮을수록, 그리고 대규모기업집단에 속하지 않은 기업일 경우 상대적으로 현금보유 성향이 낮은 것으로 나타났다.

이처럼 국내외 선행연구 결과를 종합하면 최근 국내 기업의 현금보유수준 증가와 관련하여 현금보유동기는 다양한 요인들이 작용한 결과일 수 있으며 단순히 현금보유수준의 증가가 투자감소, 투자위축 등으로 이어지는 것으로 단정하기 어려우므로 국내 기업의 현금보유수준을 단순 평가하기 이전에 외국 기업과 현금보유수준을 비교해볼 필요성이 있으며, 또한 현금보유수준 이외에 개별기업의 현금흐름을 세부적으로 검토해볼 필요성이 있다.

이에 본 연구에서는 국내 현금보유수준이 가장 높은 기업 중 하나인 현대자동차와 대표적인 글로벌 완성차업체 중 하나인 토요타자동차의 현금보유수준에 대하여 분석하고, 세부적인 현금흐름 분석을 통해 현금의 유입과 유출이 이루어지는 요인들에 대하여 분석하고자 한다. 현금보유의 적정성에 대한 분석을 위해서는 데이터 수집 문제 등으로 현대자동차 및 미국, 일본, 유럽의 대표적인 자동차기업인 토요타자동차, 포드 모터, 폭스바겐그룹을 선정하여 현금보유수준에 대한 분석을 실시하고, 현대자동차와 외국기업의 평균을 비교한다. 다음은 세부적인 현금

흐름 분석을 위해 현대자동차와 토요타자동차 2개 기업의 현금흐름 자료의 세부적인 분석을 통해 그 특성을 분석하고자 한다.

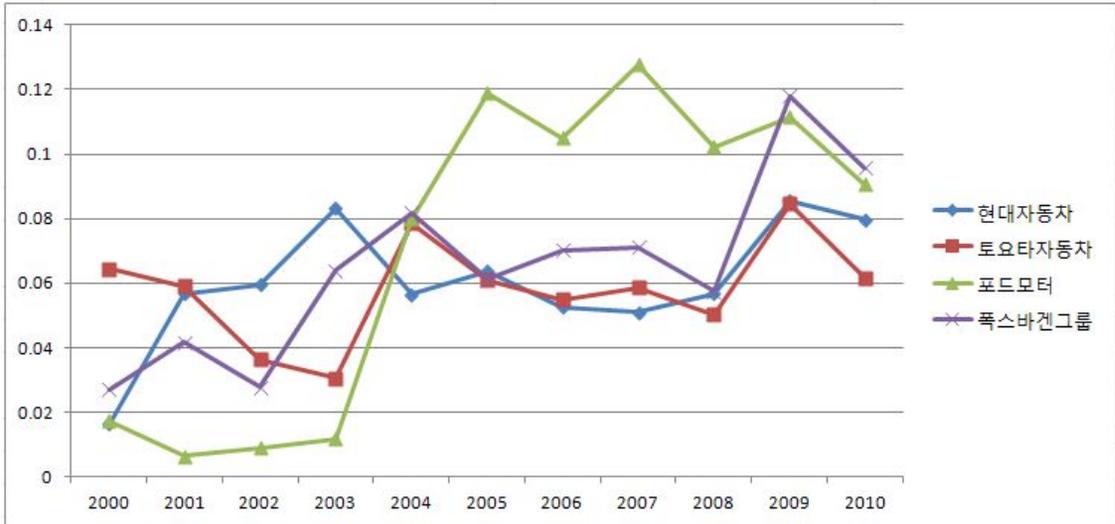
III. 글로벌 완성차업체 현금보유수준 분석

언급한 바와 같이 우리나라 기업의 현금보유수준이 외국기업에 비해 높은 수준인지 검토해볼 필요성이 제기됨에 따라 현대자동차와 글로벌 완성차업체들의 현금보유수준을 2000년부터 2010년까지 11년간의 추세분석을 통해 검토하고자 한다. 현대자동차와 비교하기 위하여 글로벌 완성차업체인 토요타자동차, 포드 모터, 폭스바겐그룹의 자료를 살펴보고자 한다.⁵⁾ 비교를 위한 자료는 각 개별기업의 홈페이지에 공시하는 연결현금흐름표의 재무자료를 이용하였다. 현대자동차와 글로벌 완성차업체들 각각의 총자산대비 현금보유수준의 추세 분석 결과는 다음 <그림 1>과 같다. 패널 A는 현대자동차, 토요타자동차, 포드 모터, 폭스바겐그룹 개별 현금보유수준의 연도별 추세를 나타내고 있으며, 패널 B는 현대자동차와 외국기업들을 비교하기 위하여 토요타자동차, 포드 모터, 폭스바겐그룹의 현금보유수준을 평균하여 나타내고 있다.

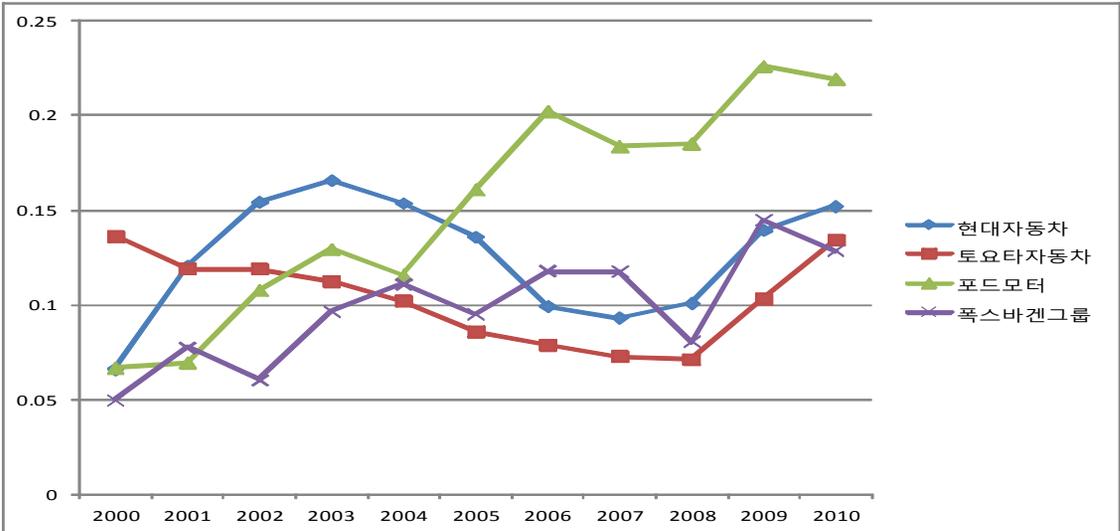
<그림 1>의 패널 A를 살펴보면, 포드가 2004년 이후 가장 높은 현금보유수준을 가지고 있는 것으로 나타났으며, 다음으로 폭스바겐그룹이 높은 것으로 나타났다. 현대자동차와 토요타는 2002년, 2003년 및 2010년의 3개 연도를 제외하고는 현대자동차가 조금 더 낮은 수준에 머물러 있거나 유사한 수준의 현금보유량을 확보하고 있어 전체적으로 현금보유수준이 비슷한 것으로 나타났다. 특이할 만한 사항은

5) 데이터 수집의 문제 등 다양한 이유로 한국, 미국, 일본, 유럽의 대표적인 자동차기업만을 선정하여 분석하였다.

Panel A : 글로벌 완성차업체의 연도별 현금보유수준



Panel B : 현대자동차와 외국기업평균 연도별 현금과 단기금융상품보유수준



(그림 1) 글로벌 완성차업체의 현금보유수준 추세분석

미국발 금융위기가 발생한 2008년에는 모든 기업의 현금보유수준이 감소하였으며, 2009년에는 다시 현금보유수준이 증가한 것으로 나타났다. 이러한 결과는

경영환경의 불확실성에 대비하기 위하여 현금의 보유수준을 증가시킨 것으로 추정된다.⁶⁾

한편 단기금융상품을 포함하여 보유수준을 나타낸

6) 물론 이러한 추정이 타당성을 갖기 위해서는 기업의 투자활동으로 인한 현금지출의 수준도 감소해야 할 것이다. 만약 투자지출의 수준의 변화가 없거나 증가하였다면 영업활동의 부진 또는 투자지출의 증가에 따른 결과일 수 있기 때문이다. 이에 대해서는 [참고문헌]에서 자세히 분석한다.

패널 B를 살펴보면, 폭스바겐그룹을 제외한 포드 모터, 현대자동차 및 토요타의 경우 2008년과 2009년에 단기금융상품의 보유수준의 변화로 인하여 패널 A의 결과와는 다른 패턴을 보이고 있으나 전체적인 수준은 패널 A와 거의 비슷하게 나타나고 있다.

이상의 결과를 통하여 살펴볼 때 현대자동차와 토요타자동차의 경우에는 비교적 포드 모터나 폭스바겐그룹에 비하여 현금보유수준의 변동성이 작고, 현금보유수준 또한 크지 않은 것으로 판단된다. 특히 국내 기업 중 현금보유량이 가장 높은 것으로 알려진 현대자동차도 동종의 글로벌 기업들과 비교해 볼 때 현금보유수준이 높지는 않은 것으로 판단된다.

IV. 현대자동차와 토요타자동차 사례분석

4.1 현대자동차와 토요타자동차의 현황

현대자동차는 1967년 12월 29일에 자본금 1억 원으로 미국 포드자동차와 합작 회사로 출발했다. 1974년 06월 28일 국내 증권거래소에 상장하였으며 1998년 기아자동차(주)와 아시아자동차공업(주) 인수와 함께 1999년 현대자동차씨비스(주) 흡수·합병함으로써 2000년 현대그룹으로 분리하여 국내 최초 자동차 전문그룹으로 출범하였다. 이후 2002년 26개사, 2006년 37개사 2010년 현재 당사를 포함한 국내 43개의 계열회사를 두고 있다.⁷⁾ 또한 1983년 캐나다 현지법인(HMC)설립과 1985년 미국 현지법인(HMA) 설립을 시작으로 중국, 인도, 유럽 등 세계 각국에 현지 생산법인을 설립하였으며 오늘날 해외 167개의 계열회사(비상장)를 보유함으로써 글로벌 자동차 메이커로 성장하였다.

현대자동차는 자동차의 제조 및 판매, 차량정비 등의 주요사업과 함께 부동산 임대업, 전자상거래, 항공기 및 동 부분품 판매업 그리고 관광사업 및 부대사업 등 2010년 현재 총 29개의 사업을 운영하고 있다. 이 중 주요사업인 자동차의 제조 및 판매에 있어 1976년 6월, 에콰도르에 6대 수출을 시작으로 1988년 전차종 수출 누계 100만대, 1994년 전차종 수출 누계 300만대, 2003년 인도에 연간 수출 100만 대, 2007년 미국 누적판매 500만대에 힘입어 2010년 글로벌 100대 브랜드 중 65위로 브랜드 가치 50억 달러, 판매량 세계 5위를 달성하였다.

한편 토요타자동차는 1933년에 설립된 (주)토요타자동차제작소로부터 1937년에 분리·독립하여 토요타자동차공업(주)으로 발족하였다. 그리고 중일전쟁과 2차 세계대전을 치루는 동안 군용트럭의 생산을 통해 성장하였지만 2차 세계대전 패전 후 경영사정이 악화되어 자동차의 생산과 판매부분을 분리하여 1950년 토요타자동차판매(주)를 설립하였다. 그러나 한국전쟁의 발발로 다시금 성장의 기회를 잡은 토요타자동차(주)는 1959년 일본 최초의 승용차 전문공장을 설립하여 대량생산이 가능하게 되었다. 더욱이 1964년 도쿄올림픽으로 인한 일본 자동차산업의 활성화를 계기로 58만 대의 차를 생산하는 등 일본의 '모터리제이션(Motorization)' 문화를 이끌었다. 이후 1966년 히노자동차공업(주), 1967년 다이하쓰공업(주)과 업무제휴를 맺는 등 다양한 활동을 펼친 결과 1972년 국내 총생산량 1천만 대를 달성하였으며, 1977년에는 경영다각화를 위해 토요타 홈을 발표하고 주택부문에 진출하였다. 그리고 1982년 토요타자동차공업(주)과 토요타자동차판매(주)를 합병하여 현재의 토요타자동차(주)로 상호를 변경하였다.

1957년 처음으로 미국시장에 진출한 토요타자동차

7) 2010년 계열회사 중 국내 8개 계열회사(현대자동차, 기아자동차, 현대모비스, 현대제철, 현대하이스크, 비엔지스틸, HMC 투자증권, 글로벌비스)를 제외한 국내 35개 계열회사는 비상장회사이다.

차는 1975년 미국에서 수입차 판매 1위를 달성하였다. 이후 토요타자동차는 1992년 영국에 생산 공장의 설립과 함께 국제화전략을 통하여 2007년 1/4 분기에 총 234만대를 판매해 54년 동안 1위 자리를 지켜온 GM을 제치고 자동차업계 1위를 차지하였다. 하지만 2008년과 2009년에는 사상 최대 적자를 기록하였다. 특히 2009년 800만대 가량의 차량 리콜은 토요타자동차(주)의 큰 손실을 가져오게 되었다. 그럼에도 불구하고 오늘날 토요타자동차(주)는 일본내 12개 공장과 전 세계 26개 국가 및 지역에 53개 해외생산 거점과 R&D 네트워크를 갖추고 170여개 국가 및 지역에서 자동차를 판매하고 있는 글로벌 기업이며 2010년 미국 고급차 시장에서 11년째 가장 많이 팔린 기업으로 현재까지 자동차 생산량 세계 1위 기업으로 자리매김하고 있다.

한편 <표 1>은 현대자동차와 토요타자동차의 2007

년부터 2010년까지의 자동차판매대수를 나타내고 있다. <표 1>이 내용을 살펴보면, 토요타자동차의 총판매대수는 3,119.7만대로 현대자동차 670.9만대의 약 4.7배 정도 많은 것으로 나타났다. 반면 토요타자동차는 4년간 평균 내수의 비중이 26.7%인데 반해 현대자동차는 38%로 현대자동차가 토요타자동차에 비해 내수비중이 약 1.4배 정도 큰 것으로 나타났다. 특이할 만 한 사항은 미국발 금융위기 직후인 2009년에는 현대자동차와 토요타자동차 모두 수출비중이 감소하였으며 특히 현대자동차는 수출비중이 9.3%(18.7만대) 감소함으로써 수출의 감소폭이 더 큰 것으로 나타났다. 2007년 대비 2010년 판매대수는 현대자동차가 102%, 토요타자동차가 83.9%로 나타나 현대자동차의 경우에는 판매대수가 증가하였으나 토요타자동차는 감소하는 결과를 보이고 있다.

<표 1> 현대자동차와 토요타자동차의 연도별 판매대수

(단위: 만 대%)

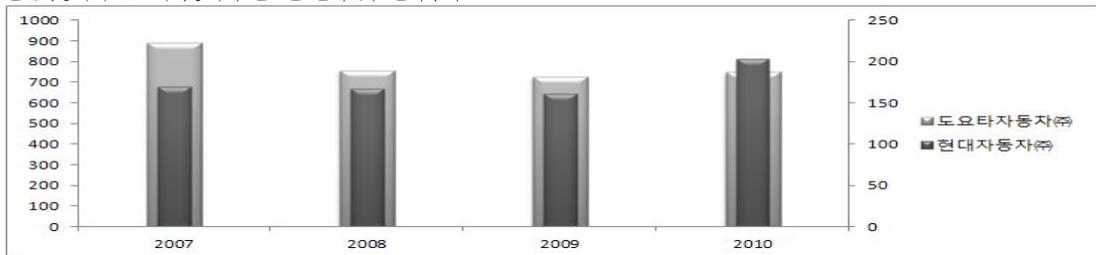
		현대자동차					토요타자동차				
		2007년	2008년	2009년	2010년	계	2007년	2008년	2009년	2010년*	계
내 수	판매대수** (구성비)	62.4 (36.7)	57.0 (34.2)	70.0 (43.5)	65.8 (32.4)	255.2 (38.0)	218.8 (24.5)	194.5 (25.7)	216.3 (29.9)	202.0 (27.0)	831.6 (26.7)
	수 출	107.5 (63.3)	109.8 (65.8)	91.1 (56.5)	107.3 (67.6)	415.7 (62.0)	672.5 (75.5)	562.2 (74.3)	507.4 (70.1)	546.0 (73.0)	2,288.1 (73.3)
전 체	판매대수 [§] (구성비)	169.9 (100)	166.8 (100)	161.1 (100)	173.1 (100)	670.9 (100)	891.3 (100)	756.7 (100)	723.7 (100)	748.0 (100)	3,119.7 (100)

[자료: 금융감독원 전자공시시스템 사업보고서, 한국자동차산업연구소(2011 자동차산업)]

* 2010년 토요타자동차의 판매대수는 추정치.

** 판매대수는 회계연도 기준.

8) 현대자동차와 토요타자동차의 연도별 판매대수 변화추이



4.2 현금흐름분석

영업활동 현금흐름수준 대비 투자활동 현금흐름, 재무활동 현금흐름의 수준이 어느 정도인지를 파악하기 위하여 현금흐름을 영업활동 현금흐름, 투자활동 현금흐름, 재무활동 현금흐름으로 구분하여 영업활동 현금흐름을 100% 기준으로 투자활동 현금흐름과 재무활동 현금흐름의 구성비를 분석하였다. 현대자동차와 토요타자동차의 영업, 투자, 재무활동별 현금흐름의 구성비를 분석한 결과는 <표 2>와 같다. 먼저 현대자동차의 구성비 분석결과를 살펴보면 영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름이 2003년과 2009년의 2개 연도를 제외한 모든 연도에서 100% 이상의 투자지출이 이루어지고 있는 것으로 나타났다.⁹⁾ 각 개별 연도별 구성비뿐만 아니라 2000년부터 2010년까지의 11년 누적 구성비 또한 영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름이 -142.3%, 최근 5년간의 누적 구성비가 -146.6%, 최근 3년간의 누적 구성비도 -114.4%로 투자활동이 활발하게 이루어지고 있음을 나타낸다. 또한 금융위기가 발생한 2008년을 전후하여 2007년부터 2009년까지 금융위기 전후 3년간의 누적 구성비를 살펴보면 -174.6%로 투자활동이 더욱 활발하게 이루어졌음을 알 수 있다. 한편 재무활동 순현금흐름은 2008년과 2009년을 제외한 나머지 연도에서는 양(+)¹⁰⁾의 값을 보이고 있으며, 11년 누적과 5년 누적 및 3년 누적 모두 양(+)¹¹⁾의 값이 나타나고 있으며, 금융위기 전후 3년의 누적 구성비 또한 103.7%로 높은 양(+)¹²⁾의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 현대자동차가 영업활동 순현금유입액에 내외부로부터 조달한 자금을 더하여 투자지출을 꾸준히 하고 있음을 나타내고 있다. 즉, 현대자동차는 최근 사회일각에서 제기되는 투자지출 감소에 따라 현금보유수준이

증가한다는 주장과는 다른 형태를 보인다는 것을 알 수 있다.

한편 동일한 방법으로 토요타자동차의 현금흐름을 분석한 패널 B를 살펴보면 토요타자동차의 경우에도 영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름이 2001년과 2009년을 제외한 모든 연도에서 100% 이상의 투자가 이루어지고 있음을 나타내고 있다. 11년 누적 구성비와 최근 5년 누적 구성비 및 최근 3년 누적 구성비, 금융위기 전후 3년 누적 구성비를 분석한 결과 영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름이 각각 -116.9%와 -118.6%, -113.4%, -115.9%로 나타나 영업활동 순현금유입의 100% 이상을 투자하고 있음을 알 수 있다.

현대자동차는 11년(5년, 3년) 누적영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름의 비율이 각각 -142.3%(-146.6%, -114.4%)인데 반해 토요타자동차는 -116.9%(-118.6%, -113.4%)로 현대자동차가 약 25.4%(28%, 1%)정도 투자지출의 비율이 높은 것으로 나타났다. 반면 11년(5년, 3년) 누적재무활동 현금흐름비율은 현대자동차가 56.1%(59.5%, 30.2%)로 토요타자동차의 20.4%(22.6%, 16.1%)에 비해 35.7%(36.9%, 14.1%)만큼 순유입비율이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 현대자동차가 토요타자동차에 비하여 내외부로부터 자금을 조달하여 투자하는 비율이 높다는 것을 의미한다.

또한 글로벌 금융위기를 전후한 3년간의 현대자동차의 영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름은 -174.6%, 토요타자동차의 영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름의 비율이 -115.9%로 현대자동차가 약 58.7%정도 투자지출의 비율이 더 높은 것으로 나타나 금융위기를 전후한 기간에도 현대자동차의 투자지출에는 큰 변화가 없는 것으로 나타났다.

9) 타 연도와 다르게 2008년의 경우 영업활동 현금흐름대비 투자활동 현금흐름의 비율이 양(+)¹⁰⁾ 값이 나타난 것은 투자활동 현금유입액이 유출액보다 크기 때문이 아니라 영업활동 현금흐름에서 순유출이 발생하였기 때문이다.

〈표 2〉 현대자동차와 토요타자동차의 활동별 현금흐름과 구성비

Panel A : 현대자동차 활동별 현금흐름과 구성비

(단위: 백만원, %)

년도	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	11년 누적	5년 누적	3년 누적	금융위기 전후 3년
영업	2,473,304	857,663	3,727,738	5,260,660	4,013,792	4,435,756	3,236,269	2,489,377	-827,308	13,958,777	16,821,976	56,438,004	35,669,091	29,953,445	15,620,846
투자	-2,502,500	-3,689,338	-3,952,051	-4,647,945	-5,911,067	-7,312,145	-7,338,218	-10,683,135	-9,428,316	-7,165,212	-17,663,792	-80,293,719	-52,278,673	-34,257,320	-27,276,663
채무	-247	4,384,232	657,499	1,062,058	429,970	3,883,000	3,432,742	8,732,348	11,718,399	-4,250,636	1,584,910	31,634,275	21,217,763	9,052,673	16,200,111
영업	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
투자	-101.2%	-430.2%	-106.0%	-88.4%	-147.3%	-164.8%	-227.5%	-429.1%	1,139.6%	-51.3%	-105.0%	-142.3%	-146.6%	-114.4%	-174.6%
채무	0.0%	511.2%	17.6%	20.2%	10.7%	87.5%	106.4%	350.8%	-1,416.4%	-30.5%	9.4%	56.1%	59.5%	30.2%	103.7%

Panel B : 토요타자동차 활동별 현금흐름과 구성비

(단위: 백만원, %)

년도	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	11년 누적	5년 누적	3년 누적	금융위기 전후 3년
영업	547,532	1,108,831	759,149	1,329,472	2,186,734	2,370,940	2,515,480	3,238,173	2,981,624	1,476,905	2,558,530	21,073,370	12,770,712	7,017,059	7,696,702
투자	-814,879	-1,047,074	-954,032	-1,385,814	-2,216,495	-3,061,196	-3,375,500	-3,814,378	-3,874,886	-1,230,220	-2,850,184	-24,624,658	-15,145,168	-7,955,290	-8,919,484
채무	525,441	-148,930	348,006	33,557	242,223	419,384	876,910	881,768	706,189	698,841	-277,982	4,305,407	2,885,726	1,127,048	2,286,798
영업	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
투자	-148.8%	-94.4%	-125.7%	-104.2%	-101.4%	-129.1%	-134.2%	-117.8%	-130.0%	-83.3%	-111.4%	-116.9%	-118.6%	-113.4%	-115.9%
채무	96.0%	-13.4%	45.8%	2.5%	11.1%	17.7%	34.9%	27.2%	23.7%	47.3%	-10.9%	20.4%	22.6%	16.1%	29.7%

다. 반면 토요타자동차는 금융위기 발생 다음해인 2009년 투자지출이 대폭 감소하였음을 알 수 있다. 금융위기 전후 3년간의 누적재무활동 현금흐름비율은 현대자동차가 103.7%로 토요타자동차의 29.7%에 비해 약 74%만큼 순유입비율이 높은 것으로 나타났다.

한편 글로벌 금융위기가 발생한 2008년과 다음해인 2009년을 살펴보면 영업활동 현금흐름을 제외한 투자 및 재무활동 현금흐름은 두 기업 간 동일한 패턴을 보이고 있다. 먼저 영업활동 현금흐름을 살펴보면 2008년의 경우 두 기업 모두 영업활동 현금흐름이 전년도에 비해 감소되었으나, 2009년의 경우 현대자동차는 영업활동 현금순유입액이 증가한 반면, 토요타는 대폭 감소하였다. 이러한 결과는 현대자동차의 경우 글로벌 금융위기로 인하여 위축된 자동차산업을 활성화시키기 위한 정부의 정책인 '승용차 개별소비세율 30% 인하'와 '노후차세제지원' 등으로 내수판매가 급격히 증가하여 영업활동 현금흐름이 증가한 반면, 토요타자동차는 2009년 말에 발생한 대규모리콜의 영향 때문인 것으로 판단된다. 투자활동 현금흐름의 경우 2008년 하반기에 발생하였기 때문에 2008년에는 2007년에 비해 큰 차이는 나지 않는데 반해 2009년의 경우 두 회사 모두 전년도에 비해 대폭 감소하였다. 이는 경영환경의 불확실성으로 인하여 투자지출을 축소한 결과로 판단된다. 재무활동 현금흐름 또한 2009년에 순유입액이 감소하거나 순유출로 전환되었다. 이러한 결과는 환경의 불확실성에 따라 재무구조의 건전성을 위하

여 차입을 감소하거나 상당한 부채를 상환하였음을 의미한다.

현대자동차와 토요타자동차의 투자활동과 재무활동 현금흐름의 항목별 구성비를 투자활동 현금흐름 100%를 기준으로 분석한 결과는 <표 3>과 같다. 패널 A의 경우 현대자동차의 투자 및 재무활동 현금흐름의 구성항목별로 투자활동 현금흐름 100% 기준으로 구성비를 나타내고 있다.¹⁰⁾ 2000년부터 2010년까지 11년간 누적 항목별 투자활동 현금의 구성비율을 살펴보면 단기금융상품의 증감이 15.3%, 투자자산의 증가가 55.8%, 투자자산의 감소가 -58.4%, 유형자산의 처분이 -4%, 유형자산의 취득이 46.3%, 기타 45.1%로 구성되어 있다. 이를 볼 때 현대자동차는 11년간 투자자산의 취득과 처분을 거의 동일한 수준으로 한 반면 설비투자에 해당하는 유형자산은 취득이 처분의 10배 이상인 것으로 나타나 지속적인 설비투자를 하고 있음을 알 수 있다.

2000년부터 2010년까지 11년간 누적 항목별 재무활동 현금의 구성비율¹¹⁾을 살펴보면 단기차입금 증감이 0.4%, 장기차입금(사채)의 증감이 80.8%, 자기주식의 취득이 -6.7%, 배당금의 지급이 -11.8%, 그리고 기타 37.3%로 구성되어 있어 재무활동 현금흐름 중 장기차입금의 증가가 가장 비중이 높은 것으로 나타났다.

기업은 M&A를 위하여 타 기업의 주식을 취득하고, 적대적 M&A를 방어하기 위하여 자기주식을 취득한다. 현대자동차의 투자주식의 취득과 처분 및 자기주식 취득의 연도별 변화를 살펴보면 투자자산

10) 투자활동 현금흐름에서 투자자산의 증가는 유가증권의 취득, 투자유가증권의 취득, 장기금융상품의 취득의 합으로 산출하였으며, 투자자산의 처분은 이들 자산의 처분의 합으로 산출하였다. 유형자산의 취득과 처분은 토지, 건물, 구축물, 기계장치, 차량운반구, 공구기구, 집기비품 및 건설중인자산의 취득과 처분의 합으로 산출하였다. 한편 재무활동 현금흐름에서 단기차입금의 증감은 단기차입금의 차입과 풀머니의 증가에서 단기차입금과 풀머니의 상환을 차감하여 산출하였으며, 장기차입금 사채 외 증감은 장기차입금 외 화장기차입금, 사채, 전환사채 등의 차입에서 상환을 차감하여 산출하였다. 한편 자동차산업의 경우 R&D가 미래 성장성에 상당한 영향을 미칠 수 있기 때문에 이에 대해서도 구분하는 것이 타당할 것으로 판단되나, 토요타자동차의 경우 사업보고서상에 이에 대한 자세한 내용이 나타나 있지 않아 이를 구분하지 못한 한계점을 가진다.

11) <표 3>의 패널 A에 나타난 현대자동차의 2000년 재무활동 현금흐름 중 단기차입금 증감 장기차입금 사채 증감 자기주식의 취득 배당금의 지급, 기타 항목의 비율이 다른 기간에 비하여 비이상적으로 높게 나타난 이유는 2000년 현대자동차의 재무활동 현금흐름이 -247백만원으로 현저하게 낮았기 때문으로 판단된다.

〈표 3〉 활동별 세부 현금흐름 구성비

Panel A : 현대자동차의 활동별 세부 현금흐름 구성비

년 도	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	11년 누적	5년 누적	3년 누적	금융위기 전후 3년
투자활동으로 인한 현금흐름	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
단기금융상품 증감	5.5%	16.8%	48.7%	39.7%	25.2%	41.6%	-17.8%	1.9%	0.3%	30.9%	11.8%	15.3%	6.2%	12.6%	8.9%
투자자산 증가	193.3%	279.0%	181.3%	141.6%	131.6%	16.6%	29.7%	5.2%	15.2%	8.3%	12.2%	55.8%	13.2%	12.2%	9.5%
투자자산 감소	-198.6%	-257.3%	-173.6%	-151.0%	-120.6%	-78.6%	-32.4%	-6.4%	-4.8%	-25.7%	-1.9%	-58.4%	-10.9%	-7.7%	-10.9%
유형자산처분	-11.7%	-10.7%	-5.0%	-4.2%	-4.1%	-2.9%	-3.2%	-3.8%	-2.3%	-6.7%	-1.9%	-4.0%	-3.2%	-3.0%	-4.0%
유형자산취득	93.3%	53.8%	42.7%	60.9%	57.7%	53.2%	52.7%	41.0%	52.7%	52.5%	22.9%	46.3%	40.2%	37.3%	48.1%
기 타	18.2%	18.4%	6.0%	13.1%	10.2%	70.2%	71.0%	62.2%	39.0%	40.7%	56.9%	45.1%	54.5%	48.6%	48.5%
계부활동으로 인한 현금흐름	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
단기차입금 증감	-920731.6%	51.3%	104.3%	95.8%	266.3%	48.0%	-6.3%	54.8%	38.3%	201.1%	-51.4%	0.4%	-1.5%	-53.9%	4.5%
장기차입금(사채) 증감	843061.1%	56.7%	47.0%	22.3%	-35.2%	58.9%	96.3%	44.8%	62.7%	-105.9%	214.9%	80.8%	105.9%	168.5%	97.3%
자기주식의 취득	229812.1%	-2.7%	-2.3%	-10.0%	-48.7%	-15.6%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.5%	-28.6%	-6.7%	-2.3%	-5.3%	-0.2%
배당금의 지급	57202.0%	-3.8%	-42.0%	-37.3%	-66.4%	-10.4%	-11.1%	-4.0%	-3.4%	6.5%	-41.6%	-11.8%	-9.8%	-14.8%	-6.4%
기 타	-209243.7%	-1.5%	-7.0%	29.2%	-16.0%	19.2%	21.1%	4.5%	2.5%	-2.3%	6.7%	37.3%	7.6%	5.5%	4.8%

Panel B : 토요타자동차의 세부 활동별 현금흐름 구성비

년 도	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	11년 누적	5년 누적	3년 누적	금융위기 전후 3년
투자활동으로 인한 현금흐름	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
단기금융상품 증감	-39.2%	-4.6%	-3.7%	2.3%	52.0%	30.0%	22.5%	29.0%	33.9%	37.1%	10.1%	22.9%	25.9%	25.9%	32.3%
투자자산 증가	147.2%	97.4%	70.0%	80.2%	61.2%	38.1%	28.4%	28.0%	29.8%	51.7%	84.7%	51.8%	41.2%	52.9%	32.1%
투자자산 감소	-119.8%	-80.8%	-80.0%	-67.3%	-64.8%	-18.7%	-20.5%	-21.6%	-25.5%	-120.0%	-38.9%	-43.1%	-33.6%	-44.9%	-36.9%
유형자산처분	-56.7%	-38.4%	-49.6%	-25.1%	-16.4%	-12.6%	-14.8%	-11.1%	-11.4%	-46.8%	-18.2%	-19.9%	-16.3%	-19.3%	-16.2%
유형자산취득	159.6%	116.3%	160.2%	112.1%	67.2%	62.8%	82.1%	74.3%	71.2%	189.0%	50.4%	85.9%	80.1%	82.0%	88.8%
기 타	9.0%	10.2%	3.1%	-2.2%	0.8%	0.4%	2.3%	1.3%	1.9%	-11.0%	11.8%	2.5%	2.7%	3.5%	-0.1%
계부활동으로 인한 현금흐름	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
단기차입금 증감	54.2%	-16.5%	30.0%	-67.8%	146.1%	33.5%	58.1%	40.1%	57.9%	58.2%	120.6%	51.8%	46.5%	42.6%	51.1%
장기차입금(사채) 증감	66.0%	-97.5%	181.6%	1860.9%	158.3%	168.9%	84.5%	131.9%	147.2%	114.9%	-86.4%	158.6%	138.2%	184.8%	131.4%
자기주식의 취득	-8.7%	177.0%	-81.3%	-1354.7%	-147.6%	-63.0%	-14.8%	-33.5%	-44.1%	-10.1%	3.7%	-57.7%	-28.3%	-34.8%	-29.6%
배당금의 지급	-16.7%	59.5%	-28.3%	-325.8%	-56.8%	-39.4%	-27.9%	-38.5%	-61.0%	-63.0%	62.0%	-53.8%	-56.4%	-92.6%	-52.9%
기 타	5.2%	-22.5%	-2.0%	-12.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

의 경우 투자활동 현금흐름 대비 비율이 높지 않은 수준에서 변화가 거의 없는 반면 자기주식의 취득은 2006년 이후 거의 변화가 없다가 2010년에 재무활동 현금흐름 대비 -28.6%로 급격히 증가하였음을 알 수 있다.¹²⁾ 이러한 결과는 현대자동차가 GM 등이 선택한 M&A를 통한 성장모델 보다는 토요타의 독자적 성장모델을 선택하고 있음을 알 수 있다.¹³⁾ 그리고 2010년에는 자사주 취득을 늘림으로써 적대적 M&A에 적극적으로 대비한 것으로 판단되는데 이는 현대자동차가 시차임기제를 도입한 것을 통해서도 알 수 있다.¹⁴⁾

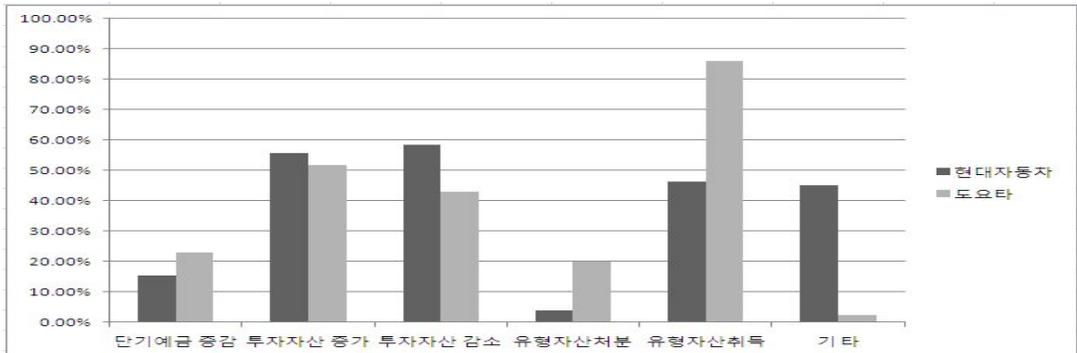
금융위기가 발생한 2008년에 비해 2009년에는 단기금융상품의 비율이 크게 증가하였으며, 투자자산의 감소비율이 크게 증가하였다. 이는 위험에 대비하기 위하여 현금으로 전환가능성이 높은 자산의 비율을 높이고자한 결과로 해석할 수 있다. 그러나 유형자산의 취득과 처분비율은 2008년과 비교하여 크게 차이가 없는 것으로 나타나 금융위기 시기에도 성장을 위한 설비투자는 지속적으로 하는 것으로 해석할 수 있다. 재무활동 현금흐름의 경우 단기차입

금은 차입보다 상환이 많이 된 반면 장기차입금의 차입비율은 증가하였다. 이러한 결과도 위험에 대비하기 위한 결과로 해석할 수 있다.

토요타자동차의 투자 및 재무활동 현금흐름 100%를 기준으로 각각의 항목별 구성비를 분석한 결과인 패널 B를 살펴보면 다음과 같다. 먼저 2000년부터 2010년까지 11년간 누적 항목별 투자활동 현금의 구성비율을 살펴보면 단기금융상품의 증감이 22.9%, 투자자산의 증가가 51.8%, 투자자산의 감소가 -43.1%로 현대자동차와 큰 차이가 없었으나, 유형자산의 처분이 -19.9%, 유형자산의 취득이 85.9%로 현대자동차에 비하여 큰 것으로 나타났다.¹⁵⁾ 이를 통해 토요타자동차의 유형자산 순증가비율이 현대자동차에 비하여 더 큰 것을 알 수 있다.

한편 2000년부터 2010년까지 11년간 누적 항목별 재무활동 현금의 구성비율을 살펴보면 단기차입금 증감이 51.8%, 장기차입금(사채)의 증감이 158.6%, 자기주식의 취득이 -57.7%, 배당금의 지급이 -53.8%, 그리고 기타 1.2%로 구성되어 있다. 이러한 결과를 토대로 토요타자동차는 현대자동차에 비해 장단기차

- 12) <부록>을 살펴보면 자사주취득규모가 2010년 230억 수준에서 2011년에는 4,525억 수준으로 무려 19배 증가하였다.
 13) -전략- 현대차는 세계적 추세인 자본재휴나 M&A를 시도하지 않고 독자적으로 생산능력을 급격히 키우는 이른바 스텐드 얼론 (stane alne) 전략을 선택해 눈길을 끈다. 현대차는 2012년까지 중국, 러시아, 브라질에 공장을 추가 신설해 연간 약 65만 대의 글로벌 생산능력을 갖출 계획이다. 이는 2000년대 초반 GM등이 M&A 매달릴 때 독자적으로 글로벌 생산능력을 100만 대까지 키워 세계 1위에 오른 토요타 전략과 닮은꼴이다. - 후략 <동아일보 2009년 12월 23일>
 14) 시차임기제는 이사회에 임기 만료시점을 교차하도록 하여 일시에 이사 총수의 과반이 교체되는 것을 방지하기 위한 제도이다.
 15) 현대자동차와 토요타자동차의 11년 누적투자활동으로 인한 현금흐름의 세부구성비 비교



입금의 규모, 자기주식의 취득 및 배당금지급 금액을 꾸준히 증가시킨 것으로 파악할 수 있다.¹⁶⁾ 11년간 누적 자기주식의 취득비율이 -57.7%로 현대자동차의 6.7%의 9배정도로 매우 큰 것은 토요타자동차가 적대적 M&A에 지속적으로 대비하고 있음을 의미하고 있다.¹⁷⁾

토요타자동차도 현대자동차와 동일하게 2008년에 비해 2009년에는 현금보유비율을 증가하기 위하여 투자자산의 감소비율이 크게 증가하였으나, 유형자산의 취득을 크게 증가시킴으로써 성장을 위한 설비투자를 지속적으로 하는 것으로 나타났다. 재무활동 현금흐름의 경우 2008년과 크게 차이가 없는 것으로 나타났다.

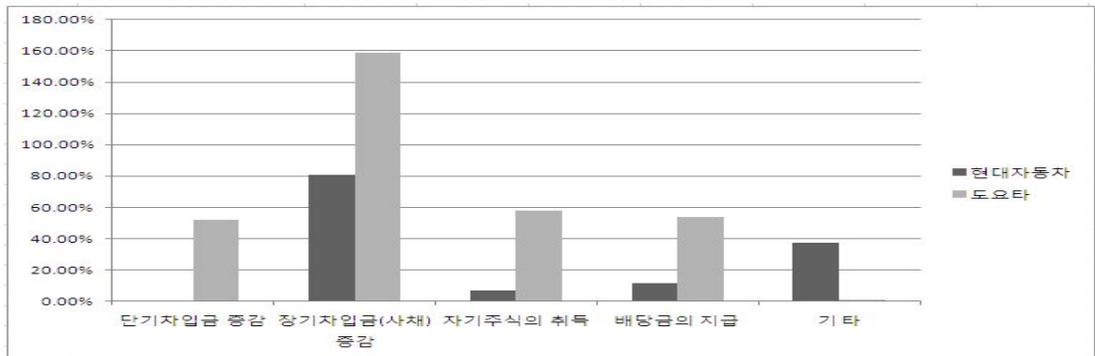
V. 결 론

사회일각에서는 외환위기와 금융위기를 겪으면서 국내 기업이 환경의 불확실성에 너무 보수적으로 접

근하여 투자를 하지 않고 현금보유 수준만을 늘리고 있다는 비판이 제기되고 있다. 그러나 기업은 현금 보유 정책 결정시 특정한 이유가 아니라 다양한 요인들에 영향 받을 수 있으며 기업이 처해 있는 정치·사회·환경적인 요소에 따라 달라질 수 있을 것으로 기대된다. 국내 기업들의 현금보유수준의 증가는 현금 흐름 창출 능력이 높아지고 외부 환경 변화에 견딜 수 있는 경쟁력이 강해졌다는 것을 나타내는 긍정적인 의미를 내포하고 있다. 그러나 또 다른 측면에서는 국내 기업의 현금보유 증가를 투자 부진의 결과로 해석하면서 미래 성장 잠재력 약화에 대해 우려하는 시각도 적지 않다. 이에 따라 국내 기업의 현금보유수준이 외국 기업에 비해 높은 수준인지 검토해볼 필요성이 있으며, 또한 현금보유수준의 증가가 우려하는 바처럼 단순히 투자부진이 원인인지 세부적인 현금흐름 분석을 통해 그 원인을 직접적으로 규명할 필요성이 있을 것으로 판단된다.

이에 본 연구에서는 국내 기업 중에서 현금보유수준이 가장 높은 기업 중 하나인 현대자동차와 대표적인 글로벌 완성차업체 중 하나인 토요타자동차의

16) 현대자동차와 토요타자동차의 11년 누적재무활동으로 인한 현금흐름의 세부구성비 비교



17) 토요타자동차그룹이 적대적 인수·합병(M&A)공격에 대처하기 위해 지주회사 격인 토요타자동차에 대한 그룹계열사의 지분을 내년 중 현재의 45%에서 50% 이상으로 끌어올리기로 했다고 아사히(朝日)신문이 보도했다. -중략- 토요타그룹의 핵심기업인 토요타자동차는 자동차기의 자동차부문이 모태이다. 이러한 이유로 자동차기는 그룹 각 사의 주식을 팔고루 갖고 있다. 지난해 9월 말 현재 계열사 지분은 토요타자동차 5.5%, 최대 부품업체인 덴소와 아이신이 각각 7.9%와 7.0%에 달한다. 보유주식을 시가로 환산하면 1조원을 크게 웃도는 반면 자사주의 시가총액은 상대적으로 적은 9506억원에 그치고 있다. 이러한 현실은 기업을 인수한 뒤 곧바로 해산, 자산을 매각하면 큰 수익을 올릴 수 있다는 점을 부각시켰고 이 때문에 토요타자동차그룹은 적대적 기업 사냥꾼에게는 매력적인 존재로 여겨져 왔다. <디지털타임즈2005.06.09>

현금흐름 분석을 통해 현금보유수준에 대하여 분석하고, 세부적인 현금흐름 분석을 통해 현금의 유입과 유출이 이루어지는 요인들에 대하여 분석하고자 한다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 글로벌 자동차 기업인 포드, 폭스바겐, 토요타 및 현대자동차의 현금보유수준을 비교한 결과 전체적으로 포드와 폭스바겐그룹의 경우 토요타와 현대자동차에 비하여 현금보유수준이 높게 나타났다. 둘째, 토요타자동차와 현대자동차의 투자활동 현금흐름과 재무활동현금흐름을 분석한 결과 현대자동차는 11년(5년, 3년, 금융위기 전후 3년)누적영업활동 현금흐름 대비 투자활동 현금흐름의 비율이 각각 -142.3%(-146.6%, -114.4%, -174.6%)인데 반해 토요타자동차는 -116.9%(-118.6%, 113.4%, -115.9%)로 현대자동차가 약25.4%(28%, 1%, 58.7%)정도 투자지출의 비율이 높은 것으로 나타났다. 반면 11년(5년, 3년, 금융위기 전후 3년)누적 재무활동 현금흐름비율은 현대자동차가 56.1%(59.5%, 30.2%, 103.7%)로 토요타자동차의 20.4%(22.6%, 16.1%, 29.7%)에 비해 35.7%(36.9%, 14.1%, 74%)만큼 순유입비율이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 현대자동차가 토요타자동차에 비하여 내외부로부터 자금을 조달하여 투자하는 비율이 높다는 것을 의미하며, 영업활동 순현금유입액에 내외부로부터 조달한 자금을 더하여 투자지출을 꾸준히 하고 있음을 나타내고 있다. 즉, 현대자동차는 최근 사회일각에서 제기되는 투자지출 감소에 따라 현금보유수준이 증가한다는 주장과는 다른 형태를 보인다는 것을 알 수 있다.

한편, 토요타자동차와 현대자동차의 투자활동현금흐름과 재무활동현금흐름을 세부적으로 살펴본 결과에 따르면 먼저 현대자동차의 경우 11년간 투자자산의 취득과 처분을 거의 동일한 수준으로 한 반면 설비투자에 해당하는 유형자산은 취득이 처분의 10

배 이상인 것으로 나타나 지속적인 설비투자를 하고 있는 것으로 나타났다. 11년간 누적 항목별 재무활동 현금흐름의 경우 장기차입금의 순증가, 배당금지급, 자기주식의 취득, 그리고 단기차입금의 순증가 순으로 구성비가 높은 것으로 나타났다. 특이할 만한 사항은 2006년 이후 자기주식의 취득비율에 거의 변화가 없다가 2010년에 급격히 증가하였는데 이는 적대적 M&A에 적극적으로 대비하기 위한 수단인 것으로 판단된다. 다음으로 토요타자동차는 유형자산의 순증가비율이 현대자동차에 비하여 더 큰 것으로 나타났으며 장단기차입금의 규모, 자기주식의 취득 및 배당금지급 금액을 꾸준히 증가시킨 것으로 나타났다. 또한 현대자동차가 11년간 누적 재무활동 현금흐름대비 자기주식취득비율이 -6.7%인데 반해 토요타자동차의 경우 -57.7로 약 9배 정도 큰 것으로 나타나 토요타자동차는 오래전부터 적대적 M&A에 대비하고자 현금을 통해 자기주식을 취득한 것으로 판단된다.

마지막으로 글로벌 금융위기가 발생한 2008년과 다음해인 2009년의 현금흐름을 분석한 결과 두 회사 모두 2008년에는 영업활동 현금흐름이 대폭 감소하였으며, 2009년에는 경영환경의 불확실성에 대비하기 위하여 투자자산의 취득을 줄이고 현금보유수준을 증가시킨 것으로 나타났다. 다만 장기적인 성장을 위하여 설비자산의 투자비율은 크게 차이가 없었다.

이처럼 최근 국내 기업의 현금보유수준 증가를 단순히 투자 감소로 인한 결과로 단정하기 어려우며, 현금보유수준은 다양한 요인들이 상호작용한 결과일 수 있다. 따라서 현금흐름을 세부적으로 분석해볼 필요성이 있으며, 최근 논란이 되고 있는 국내 기업들의 현금보유수준 증가는 모든 기업으로 일반화시키기에는 어려움이 있으나 현금보유수준이 가장 높은 기업 중 하나인 현대자동차의 사례를 통해서 분석해본 결과 현금보유수준이 높은데도 불구하고 투자지

출이 감소하지 않았으며, 오히려 꾸준히 높은 투자 지출수준을 유지하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 기업의 현금보유 정책을 단순히 현금보유수준만 보고 논의할 문제는 아니며, 현금흐름에 대한 세부적 현금흐름 분석이 수반되어야 할 것으로 판단된다.

현재까지 이루어진 현금흐름 분석에 대한 연구는 단일연도 또는 단기간의 추세분석에 그치고 있는 실정이다. 그러나 기업은 실제 장기간의 전략 수립을 통해 현금보유수준을 결정할 것으로 판단되므로, 단일연도 또는 단기간의 추세분석으로 현금보유 정책을 논의하기에는 한계가 있다. 또한 현금의 보유수준만으로 기업의 현금보유 정책을 판단하기 어려우며 현금흐름의 구성에 대한 세부적인 분석이 필수적이다. 따라서 추세분석 뿐만 아니라 비교적 장기간인 11년간의 현금흐름과 세부적 현금의 구성내역을 살펴본 본 연구는 향후 기업들의 현금보유수준 및 현금의 활용에 대한 연구의 토대가 될 것으로 판단된다.

참고문헌

- 교윤성, 라채원, 신현한(2007), "기업투명성과 현금보유수준," *경영학연구*, 36(5), 1141-1165.
- 김성표(2007), "기업의 소유구조가 현금보유 의사결정에 미치는 영향," *경영학연구*, 36(3), 739-763.
- 빈기범, 서은숙, 송민규(2006), "기업 현금성자산 보유와 기업가치에 대한 연구," 한국증권연구원.
- 최수미(2008), "현금보유의 결정요인과 가치평가," *회계연구*, 13(2), 1-21.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (March), 111-133.
- Huang, P. and Y. Zhang(2007), "Corporate Transparency and Cash Holdings: Evidence from Firm-Level Data," Working Paper.
- Jensen, M.C(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Reviews* 76(2), 323-329.
- Keynes, J. M.(1936), "Interest and Money," Harcourt Brace, London.
- Kusnandi, Y.(2005), "Corporate Governance Mechanisms and Corporate Cash Holdings," EFA 2005 Moscow Meeting Paper.
- Mikkelson, W., and V. Partch(2003), "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(June), 275-294.
- Myers, S.C.(1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance* 39, 1548-1584.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, 52(April), 3-46.
- Ozkan, A. and N. Ozkan(2004), "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies," *Journal of Banking and Finance*, 28(September), 2103-2134.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 2006, Does the contribution of cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis, *Journal of Finance* 61, 2725-2751.

<부록> 현대자동차와 토요타자동차의 활동별 현금흐름 세부금액

1. 현대자동차

(단위: 백만원)

년 도	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	11년 누계	5년 누계	3년 누계	금융위기 전후 3년
영업활동 현금흐름	2,473,304	857,663	3,727,738	5,260,660	4,013,792	4,435,756	3,226,269	2,489,377	(827,308)	13,958,777	16,821,976	56,498,004	35,669,091	29,953,445	15,620,846
당기순이익	603,481	1,152,136	1,443,752	1,792,655	1,686,831	2,323,816	1,259,247	1,600,480	1,082,552	4,043,436	7,982,924	24,981,310	15,978,639	13,118,912	6,736,468
투자활동 현금흐름	(2,046,312)	(3,009,988)	(3,713,260)	(4,039,161)	(5,308,992)	(2,180,371)	(2,125,285)	(4,041,888)	(5,750,418)	(4,245,411)	(7,605,138)	(80,293,719)	(52,278,673)	(34,257,320)	(27,276,663)
단기예금 증감	(136,982)	(620,522)	(1,923,745)	(1,843,402)	(1,490,801)	(3,040,618)	1,307,933	(199,441)	(24,865)	(2,212,712)	(2,089,888)	(12,275,043)	(3,218,973)	(4,327,465)	(2,437,018)
투자자산 증가	(4,838,202)	(10,292,544)	(7,163,126)	(6,581,022)	(7,777,540)	(1,210,329)	(2,180,446)	(556,820)	(1,428,644)	(594,225)	(2,154,109)	(44,777,007)	(6,914,244)	(4,176,978)	(2,579,689)
투자자산 감소	4,970,191	9,491,564	6,861,393	7,019,520	7,128,254	5,750,650	2,378,492	688,687	455,477	1,842,138	343,565	46,929,931	5,708,359	2,641,180	2,986,302
유형자산 처분	294,007	395,762	198,829	196,646	243,131	211,995	238,122	406,783	214,493	491,954	332,847	3,214,569	1,674,199	1,029,294	1,103,230
유형자산 취득	(2,335,326)	(1,984,248)	(1,686,611)	(2,830,903)	(3,412,036)	(3,892,069)	(3,869,386)	(4,381,097)	(4,966,879)	(3,762,566)	(4,037,553)	(37,158,674)	(21,017,481)	(12,766,998)	(13,110,542)
기 타	(458,188)	(679,350)	(238,791)	(608,784)	(602,075)	(5,131,774)	(5,212,933)	(6,641,247)	(3,677,898)	(2,919,801)	(10,058,654)	(36,227,495)	(28,510,533)	(16,656,353)	(13,238,946)
재무활동 현금흐름	(247)	4,384,232	657,499	1,062,058	429,970	3,883,000	3,432,742	8,732,348	11,718,399	(4,250,636)	1,584,910	31,634,275	21,217,763	9,052,673	16,200,111
단기차입금 증감	2,274,207	2,248,890	685,703	1,017,688	1,145,160	1,862,642	(216,010)	4,787,749	4,482,706	(8,547,085)	(815,169)	118,681	(307,809)	(4,879,549)	723,370
장기차입금(사채)증감	(2,082,361)	2,487,006	309,221	236,492	(151,312)	2,287,169	3,306,207	3,909,517	7,347,569	4,500,090	3,405,727	25,555,315	22,469,110	15,253,386	15,757,176
자기주식의 취득	(567,636)	(119,717)	(15,284)	(106,455)	(209,268)	(607,037)	0	(6,840)	0	(23,061)	(452,515)	(2,107,813)	(482,416)	(475,576)	(29,901)
배당금의 지급	(141,289)	(167,653)	(276,089)	(395,989)	(285,674)	(404,080)	(381,613)	(349,782)	(403,643)	(276,896)	(659,139)	(3,741,847)	(2,071,073)	(1,339,678)	(1,030,321)
기 타	516,832	(64,294)	(46,052)	310,332	(68,836)	744,306	724,158	391,704	291,767	96,316	106,006	11,809,939	1,609,951	494,089	779,787

2. 토요타자동차

(단위: 백만원)

년 도	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	11년 누계	5년 누계	3년 누계	금융위기 전후 3년
영업활동 현금흐름	547,532	1,108,831	759,149	1,329,472	2,186,734	2,370,940	2,515,480	3,238,173	2,981,624	1,476,905	2,558,530	21,073,370	12,770,712	7,017,059	7,696,702
당기순이익	380,755	529,966	609,885	1,007,459	1,162,098	1,171,260	1,372,180	1,644,032	1,717,879	(436,937)	244,212	9,402,789	4,541,366	1,525,154	2,924,974
투자활동 현금흐름	(814,879)	(1,047,074)	(954,032)	(1,385,814)	(2,216,495)	(3,061,196)	(3,375,500)	(3,814,378)	(3,874,886)	(1,230,220)	(2,850,184)	(24,624,658)	(15,145,168)	(7,955,290)	(8,919,484)
단기예금 증감	319,420	47,990	34,828	(32,195)	(1,151,638)	(919,456)	(758,849)	(1,106,892)	(1,315,020)	(457,017)	(288,233)	(5,627,062)	(3,926,011)	(2,060,270)	(2,878,929)
투자자산 증가	(1,199,525)	(1,019,352)	(667,893)	(1,111,584)	(1,357,123)	(1,166,692)	(959,098)	(1,069,856)	(1,156,046)	(636,075)	(2,413,202)	(12,756,446)	(6,234,277)	(4,205,323)	(2,861,977)
투자자산 감소	976,626	845,777	763,219	932,757	1,436,142	573,943	691,032	825,171	987,410	1,475,877	1,108,741	10,616,695	5,088,231	3,572,028	3,288,458
유형자산 처분	462,427	402,407	473,541	347,914	362,606	385,852	500,261	424,344	443,432	576,135	517,565	4,896,484	2,461,737	1,537,132	1,443,911
유형자산 취득	(1,300,281)	(1,217,281)	(1,528,092)	(1,553,748)	(1,488,541)	(1,923,240)	(2,771,240)	(2,835,817)	(2,759,975)	(2,324,897)	(1,437,601)	(21,140,713)	(12,129,530)	(6,522,473)	(7,920,689)
기 타	(73,546)	(106,615)	(29,635)	31,042	(17,941)	(11,803)	(77,606)	(51,328)	(74,687)	135,757	(337,454)	(613,616)	(405,318)	(276,384)	9,742
재무활동 현금흐름	525,441	(149,930)	348,006	33,557	242,223	419,384	876,910	881,768	706,189	698,841	(277,982)	4,305,407	2,885,726	1,127,048	2,286,798
단기차입금 증감	284,840	24,570	104,443	(22,737)	353,833	140,302	509,826	353,397	408,912	406,507	(335,363)	2,228,530	1,343,279	480,056	1,168,816
장기차입금(사채)증감	346,610	145,226	631,866	624,476	383,525	708,487	741,281	1,163,177	1,039,804	802,912	240,108	6,827,472	3,987,282	2,082,824	3,005,893
자기주식의 취득	(45,456)	(263,595)	(282,849)	(454,611)	(357,457)	(264,106)	(129,629)	(295,699)	(311,667)	(70,587)	(10,251)	(2,485,907)	(817,833)	(392,505)	(677,953)
배당금의 지급	(87,958)	(88,625)	(98,638)	(109,330)	(137,678)	(165,299)	(244,568)	(339,107)	(430,860)	(499,991)	(172,476)	(2,314,530)	(1,627,002)	(1,043,327)	(1,209,958)
기 타	27,405	33,494	(6,816)	(4,241)	0	0	0	0	0	0	0	49,842	0	0	0

Cash Holdings Case Study: Hyundai Motors and Toyota Motors

Dae-seog Seo* · Sang-hyuk Moon** · Jung-hee Han***

Abstract

Recently, the cash holdings of the Korea company is increasing rapidly. Therefore, Affirmation and worry is intersecting time about cash holding. The cash holding appears with the reasons which are various.

The purpose of this study is to analyze the Hyundai motors and the Toyota motors cash flows. The results of the case analysis can be summarized as follows:

First, The cash holding level of the Hyundai Motor is lower the global foreign company.

Second, We analyzed the investment activity cash flow and financial activity cash flow of the Hyundai Motor and the Toyota Motor. The Hyundai Motor the cash holding level increased, the investment expenses did not decrease.

Therefore, the cash holding level comparison which is simple does not hit. Because, the cash holding policy appears with the reasons which are various.

Consequently, From cash holding level research the cash flow analysis which is detailed is necessary.

Key Words: Cash holdings, Transaction Costs Theory, Pecking Oder Theory, Agency Theory

* Professor, School of Business, Yeungnam University, First author

** Assistant Professor, School of Business, Yeungnam University, Co-author

*** Part-time lecturer, School of Business, Yeungnam University, Corresponding author

〈Teaching Note〉

현금보유 사례분석: 현대자동차와 토요타자동차를 중심으로

1. 사례목적 :

최근 국내 기업들의 보유 현금 규모가 급증하고 있는 추세이다. 이 같은 국내 기업의 현금 보유 증가에 대해 긍정과 우려의 시각이 교차하고 있는 실정이다. 국내 기업들의 현금 보유 증가는 현금 흐름 창출 능력이 높아지고 외부 환경 변화에 견딜 수 있는 경쟁력이 강해졌다는 것을 나타내는 긍정적인 의미를 내포하고 있다. 그러나 또 다른 측면에서는 국내 기업의 현금보유 증가를 투자 부진의 결과로 해석하면서 미래 성장 잠재력 약화에 대해 우려하는 시각도 적지 않다.

그러나, 기업은 현금보유 정책 결정시 특정한 이유가 아니라 다양한 요인들에 영향 받을 수 있으며 기업이 처해 있는 정치·사회·환경적인 요소에 따라 달라질 수 있을 것으로 기대된다.

따라서 본 사례연구는 국내에서 현금보유수준이 가장 높은 기업 중 하나인 현대자동차와 대표적인 글로벌 완성차업체 중 하나인 토요타자동차의 현금흐름 분석을 통해 현금보유수준에 대하여 분석하고, 세부적인 현금흐름 분석을 통해 현금의 유입과 유출이 이루어지는 요인들에 대하여 분석하는 것이 목적이다.

2. 대상과목 및 대상학생

재무제표분석, 학부 4학년

3. 교육목표

현금흐름표 정보의 활용을 통한 기업 분석

4. 학습초점

교재를 통한 현금흐름표 학습에서 한걸음 더 나아가 실제로 기업의 현금흐름 자료의 분석을 통하여 현금흐름표 정보를 활용하는 것이다.

5. 수업준비 및 진행

- 1) 현금흐름표에 대한 이해를 돕기 위한 이론 수업 진행
- 2) 실제 본 사례연구에서 살펴본 현대자동차와 토요타자동차의 현금흐름표를 이용하여 현금흐름 분석

6. 본 사례연구와 관련된 다른 사례연구 :
- 1) 이영주, 2005, “기업 현금보유수준의 진단 및 시사점,” 삼성경제연구소.
 - 2) 이병기, 2011, “대기업의 현금보유 및 투자 변화 추이와 시사점,” 한국경제연구원.
 - 6. 기업이 자기주식의 취득비율을 증가시키거나 투자 자산의 취득비율을 증가시키는 이유에 대하여 설명하여라.

토론과제

- 1. 기업은 다양한 동기를 가지고 현금을 보유하게 된다. 기업이 현금을 보유할 동기에 대하여 설명하여라.
- 2. 외환위기와 금융위기이후 기업의 현금보유수준에 어떤 변화가 있었는지 현금보유동기와 관련하여 설명하여라. 또한 산업별로는 어떠한 차이가 있는지 설명하여라.
- 3. 현금흐름 측면에서 자동차산업이 다른 산업과 비교하여 어떠한 차이가 있을 수 있는지에 대하여 설명하여라.
- 4. 기업의 현금흐름을 분석하기 위하여 추세분석을 하는 경우와 누적현금흐름을 분석하는 경우 어떠한 차이가 있는지 설명하여라.
- 5. 기업마다 적절한 현금보유수준은 차이가 있을 것이다. 적정현금보유수준은 어떻게 측정될 수 있는지 설명하여라.