

기업금융시스템 하부구조 개선방안

이건호 · 김서경 · 이태규

기업금융시스템 하부구조 개선방안

1판1쇄 인쇄/2004년 9월 20일

1판1쇄 발행/2004년 9월 23일

발행처 · 한국경제연구원

발행인 · 좌승희

편집인 · 좌승희

등록번호 · 제13-53

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관
전화(대표)3771-0001 (직통)3771-0057 팩시밀리 785-0270~1
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2004

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0057

ISBN 89-8031-319-5

값 5,000원

발간사

외환위기 이후 우리나라는 기업 및 금융 부문에 있어 상당한 정도의 구조개선을 이루었으며 기업금융시스템 측면에서는 은행중심에서 자본시장 중심으로 시스템 자체를 변화시키기 위한 여러 형태의 노력이 시도되어져 왔다. 하지만 이와 같은 일련의 과정은 시장의 요구에 따른 경제 주체들의 자발적인 노력에 의해서라기보다는 정부에 의해 방향과 목표가 설정된 타율적 변화였던 것도 사실이다. 그 결과 비교적 단기간에 가시적 성과가 있었음에도 불구하고 과연 실제로 기업 활동을 효율적으로 뒷받침해 줄 만한 금융시스템이 구축되었는가는 아직 불분명하다. 이에 대한 근거로 본 보고서는 다음과 같은 점들을 지적하고 있다.

우선 기업 재무구조 개선의 경우 강제적인 부채비율 규제에 의한 측면이 크므로 아직은 장기적이고 안정적인 재무구조가 정착되었다고 말하기 어려우며, 더구나 급격한 부채비율의 하락은 투자부진에도 상당한 원인이 있다는 것이다. 또한 투자위축에 따라 일부 우량 기업은 현금을 과다하게 보유하게 되어 경제시스템 내에서 잉여자금 공급자의 역할을 하고 있으며, 오히려 가계가 이 잉여자금을 소비하고 있는 실정이라서 전통적인 금융중개기능이 작동하지 않고 있다는 점도 지적하고 있다.

자본시장 또한 아직 외부충격에 취약하여 효율적 자원배분기능을 수행하지 못하고 있어 자본시장을 통한 기업의 자금조달이 부진하고 오히려 은행을 통한 자금조달이 다시 증가하는 것도 주목할 만한 현상이다. 하지만, 외환위기 이전의 은행을 통한 조달규모에 비

해 거의 증가하지 않아 전반적으로 기업금융 축소현상은 해소되지 않고 있으며 대규모 설비투자를 위한 장기기업금융은 거의 이루어지지 않고 있다는 것이 연구진의 판단이다.

이와 같은 상황을 종합해 볼 때 급속한 구조조정과 자본시장 중심으로의 금융시스템 전환 시도는 외면적으로 드러난 기업 및 금융기관의 건전성 개선에도 불구하고 실물경제를 원활하게 뒷받침할 수 있는 효율적인 기업금융 메커니즘의 구축으로 귀결되지는 못한 상황이라고 본 보고서는 진단하고 있다. 연구진은 이러한 현상이 나타나게 된 원인으로서 금융시장의 하부구조가 갖추어지지 못한 상황에서 부채비율 규제 등을 동원하여 무리하게 시장중심 금융시스템으로의 전환이 시도되었던 점을 들고 있다. 한편, 기업금융 축소현상에도 불구하고 우리 경제의 자금경색이 큰 문제로 대두되지 않은 것은 거의 전적으로 기업의 자금수요 축소에 기인하고 있다는 것을 본 보고서는 지적하고 있다. 향후 기업 부문의 자금수요가 확대될 경우 원활한 자금공급을 위해서도 현재 시점에서 기업금융시스템의 활성화를 촉진할 필요가 있으며 그런 점에서 본 보고서는 매우 시의적절하며 연구진이 제안하는 정책과제들은 경청해 볼 만한 가치가 있다고 생각된다.

기업금융시스템의 활성화는 무엇보다도 자본시장의 기능이 정상화될 수 있도록 금융정보 생성 및 유통의 효율성 확보, 금융상품에 대한 규제완화 등을 포함한 직접금융시장의 하부구조를 강화하는 작업부터 시작되어야 한다고 본 보고서는 주장한다. 또한 자본시장의 하부구조 강화와 더불어 기업의 부채에 초점을 맞춘 직·간접적 규제를 철폐하고, 자본시장을 통한 자금조달을 원활히 할 수 있도록 기업경영의 투명성 제고 및 문제기업의 퇴출 및 경영권 이전을 위한 제도 개선도 계속 진행되어야 한다고 주장한다.

한편 아직까지 시장중심의 금융시스템이 제대로 자리잡지 못하고 있는 현실을 감안하여 은행 등 간접금융기관을 통한 자원배분의 효율성이 더욱 향상될 수 있도록 노력하는 것도 중요하다는 점을 본 보고서는 밝히고 있다. 이를 위해 간접금융시장에서의 불필요한 정부개입을 배제하고 기업금융에 특화하는 비은행 간접금융기관의 육성을 정책적으로 모색해야 할 필요가 있다는 것이 연구진의 판단이다. 한편, BIS 자기자본규제(도입 예정인 신 BIS 자기자본규제 포함)의 경기순응성pro-cyclicality으로 인한 간접금융시장의 위축에 대한 정책대응방안을 수립하여 규제의 부작용을 줄여나가야 할 것이라는 주장도 제시하고 있다.

본 연구보고서의 집필을 성실히 수행해 준 이건호 초빙연구위원, 김서경 교수, 이태규 연구위원과 힘든 자료 수집 및 정리 작업을 맡아준 손은승 연구조원에게 감사드린다. 그리고 본 연구에 대해 유의한 논평을 해주신 한국금융연구원의 지동현 박사님께도 감사의 말씀을 올린다. 아울러 본 연구의 내용은 연구진의 개인적 견해이며 본원의 공식견해와는 무관함을 밝혀 두는 바이다.

2004년 9월
한국경제연구원
원장 좌승희

차례

I. 서론 / 15

II. 외환위기 전·후의 기업금융시스템 / 21

1. 외환위기 이전 국내 금융시스템의 특징 / 23
 - (1) 은행중심의 기업금융시스템 / 23
 - (2) 소유경영자에 의해 지배되는 선단식 기업집단 / 25
2. 외환위기 이후 제도개혁의 기본 방향 / 26
 - (1) 시장중심 금융시스템의 정착 시도 / 26
 - (2) 기업체질의 변화 / 31

III. 기업금융의 현황 / 33

1. 경제성장과 설비투자 / 35
2. 기업 부문 경영지표 / 39
 - (1) 재무구조 / 39
 - (2) 수익성 / 43
 - (3) 대기업과 중소기업 비교 / 44
 - (4) 양극화 현상 / 46
3. 기업 부문 자금조달 / 49
 - (1) 내부자금조달의 확대 / 49
 - (2) 직접금융의 양적 확대와 간접금융의 비중 증대 / 51
4. 기업자금 공급시장 / 54
 - (1) 직접금융시장 / 54
 - (2) 간접금융시장 / 60

5. 종합평가와 시사점 / 62

- (1) 기업 재무구조 개선과 투자부진 / 62
- (2) 시장중심 금융시스템으로의 전환 미완성 / 65

IV. 국내은행의 기업금융 / 69

- 1. 외환위기와 기업금융시스템 / 71
- 2. 외환위기 이후 국내은행의 기업금융 추이 / 72
 - (1) 기업여신 규모 / 72
 - (2) 자산포트폴리오 구성 / 81
 - (3) 대출행태 / 87
- 3. 요약 및 전망 / 91

V. 기업금융과 자본시장 / 93

- 1. 주식시장 / 97
- 2. 회사채시장 / 102

VI. 기업금융 위축요인 / 111

- 1. 시장중심 금융시스템의 하부구조 미비 / 113
 - (1) 기업지배구조, 회계제도, 신용평가기관 / 116
 - (2) 자산간 수익률 격차 / 119
 - (3) 투신사 등 자본시장 참가자의 영세성과 전문성 결여 / 120
 - (4) 투자자의 금융상품에 대한 단기투자성향 / 121
- 2. 기업부채비율 감축 정책 / 122
- 3. 은행의 기업금융 공급유인 저하 / 125
 - (1) 대기업 여신에 대한 무조건적 회피성향 / 125
 - (2) 정부의 대기업 여신 규제조치 / 126
 - (3) 건전성 규제의 강화 / 127

- (4) 저금리 기조의 정착/129
- (5) 소비 및 부동산 경기 활성화/130

VII. 기업금융 활성화 방안/133

- 1. 기업제도 선진화/136
 - (1) 기업지배구조 개선 및 이사회 책임 강화/137
 - (2) 회계투명성 강화/138
 - (3) 적대적 기업인수 활성화/139
- 2. 자본시장 하부구조 강화/140
 - (1) 신용평가기관의 역량 강화/140
 - (2) 자산운용사 역량 강화/141
 - (3) 유가증권의 다양화와 투자자 선택의 폭 확대/143
 - (4) 회사채 만기다양화와 투기등급 채권시장 활성화/144
- 3. 간접금융기관의 기능 강화/146
 - (1) BIS 자기자본비율 규제에 대한 대응/147
 - (2) 은행의 신용리스크 관리체제 정비/148
 - (3) 비은행 간접금융기관의 활성화/149
 - (4) 간접금융기관의 중소기업금융 역량 강화/150
 - (5) 정부의 간접금융시장 개입 배제/152

VIII. 요약 및 결론/153

참고문헌/159

부 록/169

Abstract/182

표 차례

- <표 1> 주식시장을 통한 자금순환체계 마련을 위한 정책과제 / 31
- <표 2> 국내총생산 및 투자 관련지표 추이 / 36
- <표 3> 제조업 성장성지표 추이 / 36
- <표 4> 자금용도별 회사채 공모 / 37
- <표 5> 상장법인 자금용도별 유상증자 / 38
- <표 6> 재무구조 관련지표 추이 / 41
- <표 7> 제조업 장·단기차입금 비중 추이 / 41
- <표 8> 만기별 회사채 발행액 / 41
- <표 9> 제조업 수익성지표 추이 / 44
- <표 10> 대기업과 중소기업의 재무비율 비교 / 45
- <표 11> 잠재 부실기업의 추이 / 47
- <표 12> 상장기업 당기순이익 상위 5개사 / 48
- <표 13> 제조업 부채비율 구간별 업체 수 비중 / 48
- <표 14> 매출액경상이익률 구간별 업체 수 비중 / 49
- <표 15> 기업 부문 자금조달(증감액 기준) / 50
- <표 16> 주요국 기업의 내부 및 외부자금조달 비중 / 51
- <표 17> 한국, 미국, 일본의 기업 자금부족률 및 순외부조달비율
비교 / 51
- <표 18> 기업의 직접금융 조달액 / 52
- <표 19> 기업 부문 자금조달 비율 / 54
- <표 20> 주요 이자율 추이 / 56
- <표 21> 1999년도 자본시장 활성화 방안의 주요 내용 / 56

- <표 22> 회사채 담보형태별 공모상황/57
- <표 23> 금융기관별 수신 동향/58
- <표 24> 일반회사채 및 ABS의 발행금액과 구성비 추이/60
- <표 25> 기업자금대출/원화대출금 추이/62
- <표 26> 부문별 자금순환 추이/64
- <표 27> 증권사 자금운용변화 추이/66
- <표 29> 일반은행의 담보별 여신 현황/67
- <표 30> 국내은행의 기업금융지원 추이/73
- <표 31> 일반은행의 기업금융 및 신탁대출 추이/75
- <표 32> 일반은행의 기업금융(신탁 포함) 추이/76
- <표 33> 일반은행 기업금융(신탁 및 유가증권 포함) 추이/77
- <표 34> 일반은행의 기업금융(대손상각 포함) 추이/79
- <표 35> 외환위기 이후 기업부문에 대한 자금공급/80
- <표 36> 일반은행의 주요 자금조달/82
- <표 37> 일반은행의 주요 자금운용/83
- <표 38> 기업 및 가계금융 증감률 비교/84
- <표 39> 원화기업대출금과 중소기업대출금 변화 추이/85
- <표 40> 대기업 및 중소기업 직접금융 추이(발행 기준)/86
- <표 41> 국내은행 대출행태 조사결과/88
- <표 42> 기업자금조달의 국제비교/95
- <표 43> 주식시장과 채권시장의 국제비교/96
- <표 44> 주요국 금융기관의 자산운용 내역/97
- <표 45> 금융기관별 금융자산 중 주식비중/98
- <표 46> 주식 및 회사채 수익률 국제비교/99
- <표 47> 주식시장에서 기관투자가, 외국인 및 개인의 비중 추이/99
- <표 48> 주가수익비율(PER) 수준 비교/101

- <표 49> 외국인 유가증권 투자/101
- <표 50> 신용등급별 무보증 일반회사채 발행현황/104
- <표 51> ABS 발행 현황/105
- <표 52> 회사채보증 시장/105
- <표 53> 연도별 P-CBO/CLO 보증현황 및 사고, 구상권 현황/106
- <표 54> 투자자별 고수익채권 투자비중/108
- <표 55> 한·미·일 가계금융자산 구성비교/121

그림차례

<그림 1> 국내 비금융상장기업의 외형과 순이익 추이(1사당평균)/31

<그림 2> 금융기관의 단기수신(평잔 기준) 비중 추이/42

<그림 3> 금융기관의 총 대출금 중 시설자금대출금 비중/42

<그림 4> 기업의 직접금융 조달액/53

<그림 5> 부문별 자금순환 추이/65

1. 서론

금융시스템은 국가경제의 동맥이다. 그렇기 때문에 선진국들은 변화하는 금융환경하에서 자국의 국가경쟁력을 높이고 금융시스템의 효율성을 제고하기 위한 제도 변화를 지속적으로 추구하고 있다. 특히 최근에는 규제완화, 자본자유화 진전, 정보통신기술의 발달에 따른 세계금융시장의 통합화 추세 등 급속한 환경의 변화로 세계 주요국의 금융제도가 빠르게 변화하고 있다. 우리나라는 외환위기 이후 기업과 금융 부문 모두 강력한 구조조정을 통한 체질개선을 시도하였다. 160조원에 달하는 대규모의 공적자금을 투입하여 구조조정을 단행하였으며, 국내 금융제도를 선진화하기 위한 다양한 제도들이 도입되었다. 정부는 명시적 또는 암묵적 부채비율 규제를 통해 기업 재무구조 개선을 유도하였으며, 부실 중금사 퇴출을 시작으로 은행권에 대한 가혹할 정도의 구조조정이 강제되었고 여타 제2금융권 기관들에 대한 퇴출 및 구조조정은 현재까지도 계속되고 있다. 이와 함께 은행중심에서 자본시장 중심으로 금융시스템 자체를 근본적으로 변화시키기 위한 여러 형태의 정책적 시도가 이루어졌다.¹⁾

일련의 금융구조조정 과정은 그것이 시장의 요구에 따른 금융기관들의 자발적인 변화 노력보다는 정부에 의해 방향과 목표가 설정되고 감독당국의 권위에 의해 강제적으로 시행되는 형태로 이루어

1) 금융 및 기업 구조조정 과정에서 정부에 의해 “시장중심 금융시스템으로의 전환”이 목표로서 명시된 적은 없다. 그러나 실제 구조조정의 진행과정을 살펴볼 때 ① 은행을 통한 기업의 부채비율 감축 독려(사실상 은행의 고부채비율 기업에 대한 대출 회수 독려), ② 일반투자자에 대한 기업투명성의 제고를 통해 시장의 기업감시역량 강화, ③ 직접금융시장의 자금조달기능 활성화를 위한 각종 제도적 개선 및 ④ 은행 지원에 의해 연명하던 부실기업의 퇴출이 정부 정책의 주요 과제였음을 부인하기 어려우며, 이러한 행위는 모두 “은행중심 시스템에서 시장중심 시스템으로의 전환”이라는 정책방향을 시사하고 있다. 따라서 정부가 명시적으로 적시하지 않았음에도 불구하고 시장중심 금융시스템으로의 전환이 구조조정의 목표였음은 명확하였다는 것이 연구진의 판단이다.

졌다. 그 결과 비교적 단기간에 일부 가시적 성과가 있었음에도 불구하고 과연 실제로 경쟁력을 갖춘 효율적인 금융시스템이 구축되었는가는 아직 불분명하다. 우선 기업 재무구조 개선의 경우만 하더라도 급격한 부채비율의 하락이 투자부진의 원인으로 작용한 측면이 있고, 금융기관의 부실채권비율 또한 결코 낮지 않은 수준에 머물러 있어서 아직은 장기적이고 안정적인 재무구조가 정착되었다고 말하기 어려운 상황이다. 또한 은행을 기업구조조정을 위한 정책수단으로 활용하는 과정에서 내부경영에 대한 직·간접적인 개입이 불가피하게 되어 관치금융의 해소 및 시장경제원리 정착을 주요 과제로 삼았던 정부의 의도가 상당히 훼손되었다.

자본시장 또한 아직 외부의 충격에 취약하여 효율적 자원배분기능을 수행하지 못하고 있어 자본시장을 통한 기업의 자금조달이 부진하고 오히려 은행을 통한 자금조달이 다시 증가하고 있지만, 외환위기 이전의 은행을 통한 조달규모에 미치지 못하고 있어 전반적으로 기업금융 축소현상이 지속되고 있으며 여신 만기의 단기화로 대규모 설비투자를 위한 장기기업금융은 거의 이루어지지 않고 있다. 투자위축에 따라 일부 우량기업은 현금을 과다하게 보유하게 되어 경제시스템 내에서 잉여자금 공급자의 역할을 하고 있으며, 오히려 가계가 이 잉여자금을 소비하고 있는 실정이다.

이와 같은 상황을 종합해 볼 때 급속한 구조조정과 시장중심으로의 금융시스템 전환 시도는 외면적으로 드러난 기업 및 금융기관의 건전성 개선에도 불구하고 우리 경제의 성장잠재력을 지탱하는 기업금융시스템에 적지 않은 왜곡을 가져온 것으로 판단된다. 지금은 실물경제를 원활하게 뒷받침할 수 있는 효율적인 기업금융 메커니즘의 구축이 시급한 상황이다. 왜곡된 기업금융시스템을 개선하고, 기업 부문에 대한 금융지원의 활성화를 통해 지속적 성장을 유지하

기 위한 노력이 절실히 필요한 시점이다. 따라서 본 연구에서는 외환위기 이후 구조조정 과정을 겪으면서 달라진 금융 및 기업환경을 살펴보고, 변화된 환경에서 효율적으로 작동할 수 있는 기업금융시스템 구축 및 이의 활성화를 위한 정책방안을 제시하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서 외환위기 전·후 기업금융시스템 변화의 전체적인 윤곽을 제시한 후, III장에서는 오늘의 기업금융 현황을 살펴보고 이에 대한 평가와 시사점을 논의한다. IV장에서는 외환위기 이후 은행을 통한 기업금융의 변화를, 그리고 V장에서는 자본시장을 통한 기업금융의 변화를 보다 상세하게 살펴보고자 한다. VI장에서는 외환위기 이후 기업금융 위축요인을 살펴보고 이를 기초로 VII장에서 기업금융 활성화 방안을 논의한다. VIII장에서는 요약 및 결론을 제시한다.

II. 외환위기 전·후의 기업금융시스템

1. 외환위기 이전 국내 금융시스템의 특징

(1) 은행중심의 기업금융시스템

외환위기 이전 우리나라 금융시스템은 제도의 기본 골격이 은행을 중심으로 발전하고, 자금의 흐름이 은행을 중심으로 가계에서 기업으로 이동하는 은행중심의 기업자금 공급체제였다.²⁾ 그러나 은행이 산업정책을 지원하는 역할과 각종 금융정책의 집행 경로로서 정부의 직·간접 영향력하에서 기업 부문에 대한 중요한 자금공급자 역할을 수행해 왔다는 점에서 전통적 의미의 은행중심 금융시스템의 기능을 살리지 못하는 왜곡된 시스템이었다고 할 수 있다.³⁾ 그 결과 다음과 같은 바람직하지 못한 결과가 초래되었다.

우선 기업에 대한 은행의 감시·통제 기능이 제대로 발전하지 못했다. 정부가 기업에 대한 자금배분과 은행의 내부경영에까지 간여함으로써 은행은 기업에 대한 정보생산 기능을 제대로 수행할 수 없었을 뿐만 아니라, 그러한 기능을 수행할 유인도 존재하지 않았기 때문에 높은 차입금 비중에도 불구하고 은행의 기업에 대한 감시 및 통제 역할은 매우 취약하게 되었다. 이는 담보에만 의존하는 안이한 여신관행을 낳게 하였으며, 이것이 다시 은행의 기업에 대한

2) Demirgüç-Kunt and Levine(2001)은 150여 개국의 1990~1995년간의 자료를 이용하여 은행 부문과 자본시장의 상대적 크기 및 활동성을 측정하였다. 이 연구에서 150여 개국을 상대적으로 평가한 결과 우리나라를 시장중심적 금융시스템을 가진 나라로 분류하였다. 하지만 실질적 기업의 자금조달 구조와 자본시장의 발달정도를 살펴볼 때 우리나라는 시장중심적 금융시스템보다는 은행중심적 금융시스템을 가진 것으로 평가하는 것이 타당할 것이다.

3) 전통적 의미의 은행중심의 금융시스템하에서는 은행이 기업과 장기적 관계를 맺으면서 안정적으로 자금을 공급함과 동시에 기업과의 장기관계에 기초하여 기업에 대한 정보를 생산한다. 또한 은행은 채무관계를 매개로 하여 기업에 대한 감시 및 통제 기능을 수행함으로써 기업지배구조의 일부분을 이룬다.

정보생산욕구를 위축시키는 악순환을 가져왔다.

물론 주거래은행제도와 같이 형식적으로 은행의 감시·통제 기능을 뒷받침하는 제도가 있기는 하였다. 그러나 제도의 도입 목적 자체가 대기업군 소속기업의 여신과 부동산구입 및 기업투자를 규제하기 위한 것이었으며, 또한 주거래은행이 공급하는 자금이 해당 기업집단의 필요자금 중 일부분에 그쳐 제대로 된 영향력과 통제력을 행사하기 어려웠다는 점에서 동 제도의 역할은 처음부터 일정한 한계를 내포하고 있었다. 이에 따라 제도 본래의 취지인 자금공급, 기업신용·경영정보의 관리, 기업재무구조 개선 유도, 부동산 취득 및 기업투자 규제, 부실기업의 처리 등의 기능이 제대로 수행되지 못하였다.

왜곡된 은행중심 금융시스템은 또한 직접금융과 간접금융, 은행과 제2금융권의 효율적인 역할분담을 저해하는 요인으로 작용하였다. 경제성장이라는 명제를 앞세운 대기업들은 은행을 통해 손쉽게 자금을 조달할 수 있었으며, 상대적으로 취약한 위치에 있는 중소기업들은 직접금융시장을 통한 자금조달이 사실상 불가능한 상태에 있었기 때문에 직접금융시장을 중심으로 한 시장규율이 확립될 수 없는 상황이었다. 1980년대 이후 투자신탁, 뮤추얼펀드와 같은 간접투자상품이 크게 늘어나기는 하였지만, 여전히 기업정보에 대한 접근이 신속하지 못한 일반투자자들이 주종을 이루는 직접투자의 비중이 높은 상태에서는 기업정보가 제대로 공개되지 않고 시장에 의한 기업감시기능이 취약할 수밖에 없었다. 불공정거래나 불법거래 또한 끊이지 않아 시장참여자 상호간의 불신도 적지 않았으며, 시장에 의한 경영진교체, 적대적 기업매수 등의 시장규율의 정착은 요원한 상태였다.

일반적으로 은행이 기업에 대한 최대 채권자로서 비은행 금융기

관이나 직접금융시장에서 생산할 수 없는 기업정보를 생산하여 사전심사와 사후 감시기능을 수행하고, 비은행 금융기관과 자본시장은 부차적 감시기능을 수행하는 계층구조가 구축되어야 금융제도의 안정성과 건전성 및 자금공급의 효율성이 확보될 수 있다. 그러나 우리나라의 경우 시장규율이 확립되지 않은 상태에서 다양한 형태의 제2금융권 기관들은 은행과의 보완적 경쟁관계를 통한 이윤추구에만 주력하는 한편 기업감시 역할의 분담보다는 은행의 기업감시에 무임승차하는 도덕적 해이에 빠짐으로써 기업에 대한 금융시스템 전체의 신용공여를 효과적으로 감시, 통제할 수 있는 시장 메커니즘이 확립되지 못하였다.

(2) 소유경영자에 의해 지배되는 선단식 기업집단

우리나라 대기업은 대부분 창업대주주인 소유경영자의 직접통제 하에서 경영되고 있다는 점에서 미국, 영국 등과 다른 것은 물론이고 계열기업, 주거래은행제도 등 우리와 비슷한 점이 많다고 하는 일본과 비교해도 매우 다르다. 이러한 기업시스템은 정부주도하에 급속한 경제개발을 추진하는 과정에서 형성되었다.

1960~70년대의 우리나라의 기업 성장은 매우 빠른 속도로 진행되었으며, 자본시장의 발달이 미흡한 상황에서 대기업의 내부자금조달은 성장을 뒷받침하기에 턱없이 부족하여 은행차입을 통한 성장이 불가피하였다.⁴⁾ 그러나 은행은 경영참여 목적의 기업주식 보유가 금지되어 은행과 기업의 관계가 단순한 채권·채무관계를 벗

4) 우리나라 기업들은 90년대에 들어서만도 외환위기 이전까지 연평균 총자산은 17.92%, 유형고정자산은 16%, 매출액은 14.56%의 증가율을 보이며 고성장을 해왔다.

어날 수 없었으며, 부실기업체에 관리인을 파견하는 특별한 경우 이외에는 제도적으로 은행과 기업의 인적 교류 또한 허용되지 않았다. 채권자인 은행의 기업통제가 이루어지지 않는 이러한 환경에서 차입에 의존한 대기업집단의 출현은 거의 필연적인 결과라고 할 수 있다. 기업은 새로운 사업의 진출을 위한 자금을 은행차입에 의해 조달함으로써 비교적 적은 자본으로 기업집단을 구축해갔으며, 일단 구축된 대기업집단은 상호출자 및 보증 등을 통한 공동운명체의 형성을 통하여 추가적인 은행차입을 가능케 함으로써 비대화되었다. 이러한 추세는 대기업집단으로서의 재벌이 이른바 차입경영, 즉 극단적인 레버리지에 의존한 투기적 이윤추구를 만연케 함으로써 기업의 리스크가 전체 경제시스템의 리스크로 직결되는 현상을 가져왔다.

2. 외환위기 이후 제도개혁의 기본 방향

1997년의 외환위기로 촉발된 금융위기는 이러한 기업 및 금융시스템에 일대 변혁을 가져왔다. 명시적으로 선언되지는 않았으나 기업 및 금융 구조조정 과정에서 정부의 목표는 금융수요자로서의 기업의 체질변화를 통해 은행차입에 의존한 선단식 기업시스템을 해체하고 개별기업의 수익성과 재무안정성에 기초한 금융자원의 배분이 이루어지도록 하는 한편, 시스템 리스크 방지를 위한 기업감시기능의 강화를 위해 은행중심 금융시스템을 시장중심 금융시스템으로 전환하는 것으로 요약될 수 있다.

(1) 시장중심 금융시스템의 정착 시도

은행중심 금융시스템은 시장중심 금융시스템에 비해 몇 가지 장점을 갖는다. 무엇보다도 은행은 거래기업에 대한 심사 및 감시활동을 통한 사적 정보생산을 바탕으로 기업과 장기적 관계를 유지할 수 있어 정보비대칭을 줄이며, 따라서 대리인 문제를 감소시킬 수 있다. 자본시장에서는 이러한 기능이 주로 기업의 매수 제도를 통해 이루어지지만, 이는 본질적으로 경영자의 대리인 문제나 경영 비효율을 사전적으로 예방하기보다는 사후적으로 이루어지는 교정수단이며 소액주주의 무임승차 문제 등으로 실효성에 한계가 있다. 그러나 은행 부채는 회사채보다 무임승차 문제가 작고 유연성이 크기 때문에 기업감시에 보다 효과적이다. 또한 주식투자자들은 쉽게 주식을 팔 수 있기 때문에 기업을 감시하고 통제할 유인이 약하기 때문에 은행이 정보생산과 기업감시를 보다 효과적으로 수행할 수 있다.⁵⁾ 그렇지만 은행의 자산이 기업대출 중심으로만 구성되어 있는 경우에는 부도 가능성에 중점을 두고 기업에 대해 안전한 투자만을 요구함으로써 과소투자의 문제가 발생할 수도 있다.

은행과 기업이 장기적이고 안정적인 거래관계를 유지하는 것은 기업의 경영안정에 도움이 되며, 따라서 기업의 경영진이 단기 성과보다는 중장기적인 시야에서 경영을 할 수 있게 해준다. 그렇기 때문에 은행중심 금융시스템에서는 기업이 어려움에 처한 경우 은행이 구제금융을 제공하고 기업의 구조조정을 주도하는 등 기업의 위험을 분담하는 것이 일반적이다. 또한 장기적 관계를 바탕으로 한 관계금융relationship banking은 단계적 투자가 필요한 신설기업에 대한 자금지원에서 은행이 자본시장에 비해 우위를 갖게 한다. 기업이

5) Stiglitz(1985)

직접금융시장에서 자금을 조달하기 위해서는 어느 정도의 규모와 시장의 신인도를 필요로 하기 때문에 이 단계에 이르기 전에는 간접금융기관을 이용할 수밖에 없다.

이러한 장점에도 불구하고 정부가 구조조정을 통해 시장중심 금융시스템으로의 전환을 목표로 삼은 데에는 우리나라의 은행시스템이 이러한 장점을 살리기보다는 기업-은행간의 유착을 통해 기업 부문의 과도한 부채의존성을 배양하고, 시장규율을 피해 대주주의 사적 이익을 추구하는 경영상의 비효율을 고착화시키는 원인이 되었다는 판단에 따른 것으로 보인다. 이러한 문제의 해결수단으로 대두된 시장중심 금융시스템이 은행중심 금융시스템보다 상대적으로 우월한 점은 다음과 같다.

첫째, 시장감시기능이 활성화되어 책임경영체제를 확립할 수 있다는 점이다. 공시제도를 통하여 기업의 내용이 투명하게 주주를 비롯한 이해관계자들에게 전달되며, 경영자에 대한 보상과 규율이 성과에 따라 이루어질 수 있다. 외부주주나 신용평가기관 등 시장감시자의 기능이 활성화되고, 이들의 평가가 주가를 통하여 기업경영자에게 피드백된다. 또한 자금공급이 가격 메커니즘을 통해 이루어지기 때문에 과다투자나 과소투자의 문제가 발생할 가능성이 비교적 적다. 자본시장은 기업지배구조를 개선하는 데 있어서도 금융기관보다 우월한데, 한편으로 스톡옵션제 등을 통해 경영자에게 인센티브를 제공하고 다른 한편으로 기업경영권 시장market for corporate control을 통해 경영자를 규율할 수도 있기 때문이다.⁶⁾ 그렇지만 때로는 단기 업적주의에 치중하여 근시안적 경영의 가능성이 존재하기도 한다.

둘째, 신기술을 바탕으로 성장하려는 경제에서는 일반적으로 시

6) Scharfstein(1988), Jensen and Murphy(1990)

장중심 금융시스템이 은행중심 금융시스템보다 효과적으로 자원배분기능을 수행할 수 있다. 특히 신기술의 내용이 매우 복잡하고 기업의 수익과 관련된 정보가 매우 빈번하게 시장에서 유통되는 경제에서는 은행이 구조적으로 충분한 정보를 확보할 수 없기 때문에 시장중심 금융시스템이 보다 효율적이다.⁷⁾ 이러한 경제에서 자본시장은 회사경영에 대한 다양한 견해를 종합하는 기구로 작동하고 회사경영에 유용한 정보를 제공하는 역할을 수행한다.

셋째, 시장중심 금융시스템은 신속한 산업구조조정을 가능케 한다. 가격 메커니즘을 통하여 기업간의 경쟁을 촉진하여 효율성이 높은 기업의 성장과 효율성이 낮은 기업의 퇴출을 가속화시킨다. 거래지향적인 시장중심 금융시스템하에서는 공개된 정보 이외의 추가적인 정보생산을 위한 비용이 매우 낮기 때문에 거래관계의 형성이 쉽지만 단절도 용이하여 거래당사자는 대체적으로 소원한 관계 arm's length relationship를 형성하게 되는 반면 은행의 경우 기업과의 장기적 거래관계 형성으로 인해 효율이 낮은 기업의 퇴출을 지연시킬 수 있다. 실제로 일본의 경우 비효율적인 기업들이 은행이나 계열기업의 지원으로 퇴출이 지연되다가 1990년 한꺼번에 도산함으로써 은행의 부실로 이어졌다는 견해가 있다.

시장중심 금융제도로의 전환은 은행에 대한 감독정책의 변화와 자본시장 및 제2금융권의 기능 활성화라는 두 가지 방향으로 진행되었다. 은행에 대한 감독정책의 변화는 내부경영 합리화에 대한 강력한 요구와 건전성규제의 강화를 주된 내용으로 한다. 정부의 간섭에 의한 은행의 자원배분 및 기업감시기능의 왜곡을 지양하고 은행 스스로가 금융시장의 수많은 참가자 중 하나로서 경쟁할 수 있도록 소위 IBP(International Best Practice)로 지칭되는 합리적인 경영

7) Allen(1993), Allen and Gale(1999)

의 틀을 갖추도록 지도하는 한편, 정부는 은행의 자율 경영의 결과로 나타나는 건전성을 기준으로 필요한 제재 및 적기시정조치를 취함으로써 금융시장의 안정성을 유지해 나가겠다는 것이다.

<표 1> 주식시장을 통한 자금순환체계 마련을 위한 정책과제

정책과제	세부 사항
주식의 장기수요기반 확충	<ul style="list-style-type: none"> ○ 기업연금제도의 조기도입 <ul style="list-style-type: none"> - 조속한 기업연금제도 도입을 위한 논의 본격화 (주식시장의 연기금 비중 : 한국 1%, 미국 24%, 영국 33%) - 노사정 합의를 통하여 기업연금 도입을 위한 법제화 ○ 연기금의 주식투자 확대 유도 <ul style="list-style-type: none"> - 연기금의 주식투자를 원칙적으로 금지하는 규정 완화 - 소규모 연기금 투자펀드의 규모 및 주식투자 비중 확대
자산운용산업의 획기적 육성	<ul style="list-style-type: none"> ○ 자산운용업의 발전 유도 <ul style="list-style-type: none"> - 자산운용업의 법적·제도적 장치 보완 - 규제완화를 통해 자산운용업을 은행업 수준으로 육성 - 수탁기관의 자산운용 감시기능 강화 등 투명성 제고 ○ 금융기관 주식관련 업무 확대 유도 <ul style="list-style-type: none"> - 수익증권 등 간접투자상품 판매확대 여건 조성 - 주식과 채권의 중간형태인 신종증권 발행 허용 - 주기변동 위험 헷지 파생금융상품의 개발·활용
증권시장 운영체제 효율화	<ul style="list-style-type: none"> - 증권거래소·코스닥·선물거래소 3개 시장간 연계 강화
주주중심의 경영과 공정거래 질서 확립	<ul style="list-style-type: none"> ○ 주주중심의 경영체제 정착 <ul style="list-style-type: none"> - 증권분야 집단소송제도의 도입 추진 - 기업의 배당성향을 높이고 시가배당률 공시 정착 등 배당 활성화 유도 ○ 주식시장에서의 불공정 거래 근절 <ul style="list-style-type: none"> - 회계·공시제도의 지속적 개선 - 불공정거래에 대한 엄정한 처벌 - 현·선물 연계거래에 대한 감시체제 구축

자료 : 재정경제부, 2003

한편 정부는 자본시장 및 제2금융권의 기능 활성화를 위하여 소수주주권을 보호하고 기관투자자들의 기업경영에 대한 감시·견제 기능을 강화하기 위한 일련의 제도 개혁을 시도하였다. 특히 주식시장 육성정책에 초점이 맞추어지면서 대출, 채권 중심에서 주식중심으로의 자금조달원 전환을 통해 기업자금 순환체계 구축하려는 각종 정책과제들이 제시되었다(<표 1> 참조). 그 결과 외환위기 이후 자본시장의 규모가 급속하게 확대되었으며, 치열해진 경쟁에서 살아남기 위해 비은행 금융기관들도 효율적인 자금증개 및 배분기능을 중시하는 경영행태를 정착해 나가는 과정에 있다. 이에 따라 자본시장, 특히 직접금융시장은 상당한 정도의 외형적인 개선을 이루었으나, 실질적으로 시장규율에 의해 기업경영에 대한 감시를 강화할 수 있는 방안은 아직도 시장 내에서 지속적으로 추구되어야 할 과제이다.

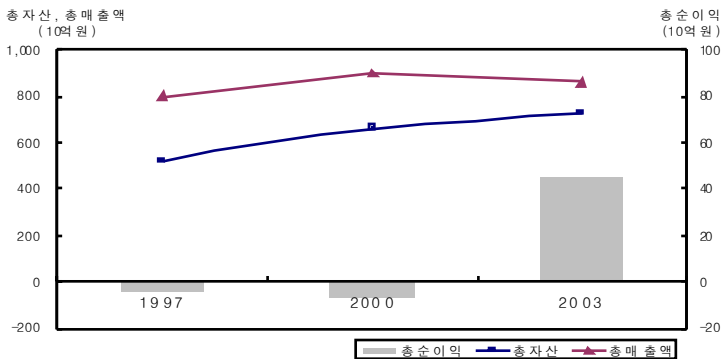
(2) 기업체질의 변화

기업체질의 변화는 기업리스크가 금융시스템 전체의 리스크로 확산되는 것을 차단하는 것을 목표로 진행되었다. 이를 위해 정부는 기업의 부채비율에 대한 직접적인 기준을 설정하고, 상호출자나 보증의 금지, 불공정거래행위에 대한 강력한 제재 등의 조치로써 개별 기업의 재무적 건전성을 확립하고 기업집단에 의한 경제력 집중의 부작용을 차단하고자 하였다. 금융시장을 통한 기업의 변신압력이 강화되는 한편 기업들 또한 경제가 과거의 고성장이조에서 탈피하여 안정성장궤도에 진입하게 됨에 따라 과거의 부채의존적 성장 위주의 경영에서 벗어나 사업성 및 수익성을 중시하는 방향으로 투자하려는 노력을 보이게 되었다. 따라서 최근 기업들의 순이익증가율

은 자산증가율이나 매출액증가율을 훨씬 상회하고 있는 상황이다 (<그림 1> 참조).

기업체질의 변화와 관련하여 주목할 만한 정부의 노력은 직접적으로 기업의 지배구조를 변화시키려는 일련의 정책이다. 지배구조의 변화는 은행을 중심으로 금융권에 우선적으로 강제되었지만 이와 더불어 일반 기업 부문에도 사외이사제도와 같은 의사결정의 투명성 강화를 위한 제도가 도입되고 회계투명성을 높이고 공시제도의 효율성을 강화하기 위한 개선이 이루어졌다. 이는 기업 부문의 체질개선이 단순히 재무구조의 개선뿐 아니라 시장중심 금융시스템이 원활히 작동할 수 있도록 정보의 비대칭성을 개선하고 경영자의 대리인 문제를 축소시키는 방향으로 이루어지도록 하기 위한 것으로 이해될 수 있다.

<그림 1> 국내 비금융상장기업의 외형과 순이익 추이(1사당평균)



자료 : ■2003년 기업실적 분석, 삼성경제연구소, 2004. 4.

Ⅲ. 기업금융 현황

1. 경제성장과 설비투자

일반적으로 기업의 설비투자는 공급 능력의 확대를 통해 성장잠재력을 확산시킬 뿐 아니라 새로운 수요 창출을 유발함으로써 경제성장의 동인이 된다. 우리나라의 경우 1996년 이전에는 설비투자증가율이 대체로 GDP성장률을 상회하여 설비투자가 성장의 견인차 역할을 해왔으나, 외환위기를 겪은 1997년 이후 경제 확장기에는 설비투자증가율이 성장률을 상회하는 반면 수축기에는 하회하는 현상을 보임으로써 경제성장률에의 기여도가 현저히 낮아진 것으로 보인다. 즉 1990년대 초반 우리나라 제조업의 매출액성장률은 평균 15.17%였으나 외환위기 이후 2000년을 제외하고는 10% 미만으로 하락하였으며, 특히 외환위기 이전에는 총자산과 유형자산증가율이 매출액증가율을 상회하여 투자가 매출을 견인하는 모습을 보였으나 외환위기 이후 자산증가율 둔화가 두드러지게 나타나면서 매출액성장률도 급속히 저하되었다.

외환위기 극복시기인 1999년과 2000년에는 GDP성장률이 각각 9.5%, 8.5%인 반면 설비투자증가율은 각각 36.8%, 33.6%를 기록하였는바, 이는 외환위기 이후 IT산업을 중심으로 한 투자확대가 주요 원인으로 볼 수 있다. 산업별로는 철강, 석유화학, 정유, 비금속 광물 및 종이 목재산업 등 소재산업에서는 투자비중이 축소된 반면 전기전자산업의 투자비중이 크게 확대되어 해당 산업이 전체 산업에서 차지하는 비중이 심화되었으며, 내수와 수출의 활황으로 자동차산업의 투자비중도 확대되었다. 그러나 2001년 이후 성장률의 둔화와 더불어 설비투자가 급격히 감소하여 성장잠재력의 저하를 우려하는 목소리가 높아지기 시작하였다. 2001년에는 금리인하에도 불구하고 설비투자증가율은 -9.8%로 감소하였으며, 2002년 7.5%로

상승하였다가 2003년 다시 -1.5%의 감소세로 반전하는 불안한 움직임을 시현하였다. 유형자산증가율 또한 2001, 2002년 마이너스 값을 보였으며 2003년에야 플러스로 돌아섰으나 그 값은 1.7%에 불과하다. 총자산증가율도 2000년, 2001년 연속 마이너스 성장을 보이다가 2002년 들어 플러스 성장으로 돌아서서 2003년 현재 6.9%를 기록하고 있다.

<표 2> 국내총생산 및 투자 관련지표 추이

(기간평균, 전년 대비, %)

구분	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GDP성장률	7	4.7	-6.9	9.5	8.5	3.8	7	3.1
고정투자증가율	8.4	-2.3	-22.9	8.3	12.2	-0.2	6.6	3.6
설비투자증가율	9.2	-9.6	-42.3	36.8	33.6	-9	7.5	-1.5
고정투자/GDP	39.3	36.7	30.4	30.1	31.1	29.9	29.8	29.9
설비투자/GDP	15.6	13.4	8.3	10.4	12.8	11.2	11.3	10.8

주 : 2000년 불변가격 기준치를 사용
 자료 : 한국은행, ■국민계정■

<표 3> 제조업 성장성지표 추이

(기간평균, 전년 대비, %)

구분	1991~95 평균	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
매출액증가율	15.27	10.26	11.02	0.71	8.02	15.02	1.69	8.26	6.1
총자산증가율	16.43	15.01	22.39	3.47	2.81	-0.80	-1.81	3.14	6.9
유형자산증가율	15.44	18.18	13.65	17.15	-0.01	2.41	-1.54	-2.22	1.7

자료 : 한국은행, ■기업경영분석■

이는 외환위기를 계기로 우리나라 기업들의 투자행태가 변화하였음을 시사하는 것으로 2000년의 경우 매출액증가율이 15.02%였으나 총자산증가율은 -0.80%, 유형자산증가율은 2.41%에 불과하였으며, 2002년에도 매출액증가율은 8.26%이나 유형자산증가율은 오히려 -2.2% 감소하는 현상을 보인 것을 단적인 예로 볼 수 있다. 단, 1998년 매출액증가율이 0.71%인 반면 유형자산이 17.15% 증가한 것은 매우 이례적이지만, 한국은행의 『기업경영분석』에 따르면 외환위기 이전 1996년과 1997년 2조원에 불과하던 자산재평가차액이 1998년에 약 37조원으로 늘어난 것으로 보아 기업이 부채비율을 낮추기 위해 대규모로 자산재평가를 실시한 결과로 추정된다.

<표 4> 자금용도별 회사채 공모

(단위 : 십억원, %)

구분	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
차환 자금	3,793.89 (29.63)	4,553.28 (40.82)	7,798.42 (49.99)	5,736.42 (28.61)	5,350.68 (22.67)	5,906.43 (19.75)	6,381.54 (18.59)	5,347.98 (9.55)	6,063.46 (19.77)	5,807.32 (9.90)	21,300.15 (24.43)	15,726.16 (20.09)	12,294.05 (19.91)
운영 자금	4,165.31 (32.75)	2,021.88 (18.12)	3,675.64 (23.56)	11,907.97 (59.39)	13,931.71 (59.04)	19,427.20 (64.96)	23,717.48 (69.10)	47,919.52 (85.57)	23,620.98 (7.01)	51,491.60 (7.78)	64,861.55 (4.39)	60,914.89 (78.68)	48,004.57 (77.76)
시설 자금	4,758.28 (37.42)	4,580.10 (41.06)	4,125.80 (26.45)	2,405.78 (12.00)	4,315.94 (18.29)	4,571.28 (15.29)	4,223.10 (12.30)	2,732.80 (4.88)	987.00 (3.22)	1,363.93 (2.33)	1,033.25 (1.18)	880.93 (1.14)	1,438.92 (2.33)
총계	12,717.48 (100)	11,155.26 (100)	15,599.86 (100)	20,050.16 (100)	23,598.23 (100)	29,904.91 (100)	34,321.22 (100)	56,000.30 (100)	30,671.44 (100)	58,662.85 (100)	87,194.94 (100)	77,521.98 (100)	61,737.53 (100)

주 : 괄호 안은 비중

자료 : 금융감독원, 『금융통계월보』

이와 같은 기업 부문의 저조한 투자는 자금용도별 회사채 공모 및 유상증자에 있어서 시설자금의 조달비중이 1998년을 기점으로

급격히 하락하기 시작한 것에서 잘 나타난다. 즉 시설자금 조달을 위한 회사채의 공모비중은 1991~1997년 기간 동안 평균 23.26%였으나 2003년 2.23%로 크게 낮아졌으며, 유상증자의 경우도 1991~1997년 기간 동안 평균 51.04%에 달하던 시설자금의 비중이 98년 이후 계속 하락하여 2002년에는 1.09%에 불과하였다. 2003년 8월 중 대기업을 중심으로 유상증자가 급격히 증가하면서 시설자금의 비중 또한 36.1%까지 상승하였지만 이는 회사채시장의 발행 여건 악화와 2000년 이래의 투자부진에 따른 반작용으로 보이며, 본격적인 설비투자의 회복으로 보기에는 아직 이른 것으로 판단된다.

<표 5> 상장법인 자금용도별 유상증자

(단위 : 십억원, %)

구분	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
시설 자금	1,661.40 (76.20)	1,284.59 (75.07)	1,539.06 (55.19)	1,193.49 (22.19)	2,101.88 (37.64)	1,447.87 (39.98)	1,366.07 (51.04)	1,566.72 (11.65)	4,185.49 (12.52)	246.21 (4.25)	13.51 (0.27)	677.6 (1.09)	2,594.79 (36.1)
운영 자금	518.78 (23.80)	426.60 (24.93)	1,249.80 (44.81)	4,185.19 (77.81)	3,482.01 (62.36)	2,173.66 (60.02)	1,310.24 (48.96)	11,885.36 (88.35)	29,241.43 (87.48)	5,542.63 (35.75)	878.98 (17.24)	686.30 (11.05)	998.06 (13.9)
기타 자금	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,205.28 (82.49)	5,457.34 (87.86)	368.00 (50.0)
계 Total	2,180.18 (100.00)	1,711.19 (100.00)	2,788.86 (100.00)	5,378.68 (100.00)	5,583.89 (100.00)	3,621.52 (100.00)	2,676.32 (100.00)	13,452.09 (100.00)	33,426.92 (100.00)	5,788.85 (100.00)	5,097.78 (100.00)	6,211.41 (100.00)	7,166.38 (100)

주 : 1) 괄호 안은 비중

2) 기타자금은 주로 차입금상환으로 구성되어 있으며 그 외 기타용도도 포함함. 이 항목은 2001년 이전에는 운영자금으로 분류되었음

자료 : 금융감독원, ■금융통계월보■

2. 기업 부문 경영지표

(1) 재무구조

외환위기 이후 정부는 재무구조개선약정을 통해 대기업집단의 부채비율을 1999년말까지 200% 수준으로 낮추도록 유도하였다. 그 결과 1998년에 자산재평가가 대폭 증가하였으며, 1998년과 1999년의 대규모 유상증자, 1999년과 2000년의 IT업종을 중심으로 한 증시에서의 IPO 등으로 기업의 자기자본 확충이 이루어졌다. 또한 우량 대기업의 적극적인 차입금 상환과 설비투자 축소, 기업구조조정 에 따른 출자전환 및 부실기업 정리 등으로 기업 부문의 차입금이 크게 감소하였다.⁸⁾ 30대 기업집단의 평균부채비율이 1997년말 518.9%에서 지속적으로 감소하여 1999년말에는 200% 이하로 낮아졌으며, 1991~1995년에는 평균 301.91%로서 미국, 일본, 대만 등에 비해 상당히 높은 수준을 보이던 제조업 부채비율이 2003년에는 미국(154.8% : 2003년)이나 일본(156.2% : 2002년)보다도 훨씬 낮은 수준인 123.4%로 크게 하락하였다. 이에 따라 외환위기 이전까지 거의 50%에 육박하는 수준을 유지하던 차입금의존도가 2003년에는 28.3%로 감소하여 역시 미국(26% : 2003년), 일본(30.9% : 2002년) 과 유사한 수준에 이르렀다. 또한 1997년에 261.1%이던 고정비율도 2003년에는 132.2%로 크게 낮아졌다.

한 가지 특기할 만한 사실은 기업의 재무구조가 빠르게 개선되었음에도 불구하고 단기부채 의존성은 크게 개선되지 않고 있다는 점

8) 예를 들어, 한국은행 『기업경영분석』은 2002년 대우자동차가 18.2조에 달하는 부채를 출자전환(0.5조) 및 채무면제이익(178조)으로 처리함으로써 제조업 부채비율이 18.9% 하락하는 효과가 발생하였다고 밝히고 있다.

이다. 제조업의 경우 단기부채 상환능력을 나타내는 유동비율은 2003년 현재 109.8%로 미국 126.1%(2003년), 일본의 128.6%(2002년)보다 훨씬 낮은 수준이어서 유동성 위험에 상대적으로 많이 노출되어 있는 편이다. 일반적으로 단기부채 위주의 차입은 유동성 위기를 발생시킬 수 있으며 장기투자를 위축시켜 기업의 성장잠재력을 훼손할 수 있으므로 눈여겨볼 필요가 있다. 제조업의 차입금을 장·단기별로 구분해 보면, 2003년말 현재 단기차입금 비중은 54.8%로 2002년말(48.4%)에 비해 6.4%p 상승하여 1992년말(54.9%) 이후 가장 높은 수준이며 이는 일본(41.1% : 2002년), 미국(17.8% : 2003년)보다 높은 수준을 보이고 있다. 이는 투자부진 등으로 장기차입금 수요가 줄어든 데다 금리하락세 지속에 따라 기업이 단기차입금을 보다 선호한 데 기인한 것으로 보인다. 부채의 단기화는 만기별 회사채 잔액에서도 잘 나타나는데 4년 미만의 만기를 가진 회사채 비중이 1999년 한때 전체 회사채 잔액 중 99.41%에 까지 달하였으며 이후 다소 감소하여 현재는 86.82%에 이르고 있으나 여전히 매우 높은 수치이다.

단기부채 의존성의 심화는 금융기관의 수신자금 중 단기자금의 비중이 빠르게 증가하고 있는 데 기인하는 측면도 있다. <그림 2>에서 알 수 있듯이 금융기관의 총수신 중 초단기 유동성 비중(M1/M3)은 1999년 이후 지속적으로 상승하였으며, 2003년 11월말 현재 금융기관의 6개월 이하 단기수신은 383조원(잔액 기준)에 달하여 금융기관 총수신에서 차지하는 비중이 50% 수준에 근접하고 있다. 한편, 금융기관 총 대출금 중 시설자금대출금 비중은 1999년을 기점으로 지속적으로 하락하여 2003년 2분기 말 현재 9.9%에 불과한 실정이다.

<표 6> 재무구조 관련지표 추이

(단위 : %)

구분	1991-95	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
부채비율	301.9	317.1	396.2	303.0	214.6	210.5	182.2	135.4	123.4
차입금의존도	45.54	47.66	54.22	50.83	42.75	41.22	39.77	31.71	28.3
자기자본비율	24.89	23.97	20.15	24.81	31.78	32.20	35.44	42.47	44.8
유동비율	94.4	91.8	91.7	89.7	92.0	83.2	97.8	106.0	109.8
고정비율	219.6	236.9	261.1	242.4	202.2	198.4	181.6	145.0	132.2

미국(03) : 부채비율(1548), 차입금의존도(260), 자기자본비율(393), 유동비율(126.1), 고정비율(1765)

일본(02) : 부채비율(1562), 차입금의존도(30.9), 자기자본비율(39.0), 유동비율(128.6), 고정비율(133.2)

자료 : 한국은행, 「기업경영분석」, 미국 : 상무부, Quarterly Financial Report, 일본 : 재무성, 「재정금융통계월보」

<표 7> 제조업 장·단기차입금 비중 추이

(%)

구분	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	미국 (2003)	일본 (2002)
단기차입금/총 차입금	50.1	46.6	46.1	54.3	42.4	48.4	54.8	17.8	41.1
장기차입금/총 차입금	49.9	53.4	53.9	45.7	57.6	51.6	45.2	82.2	58.9

자료 : 「기업경영분석」, 한국은행

<표 8> 만기별 회사채 발행액

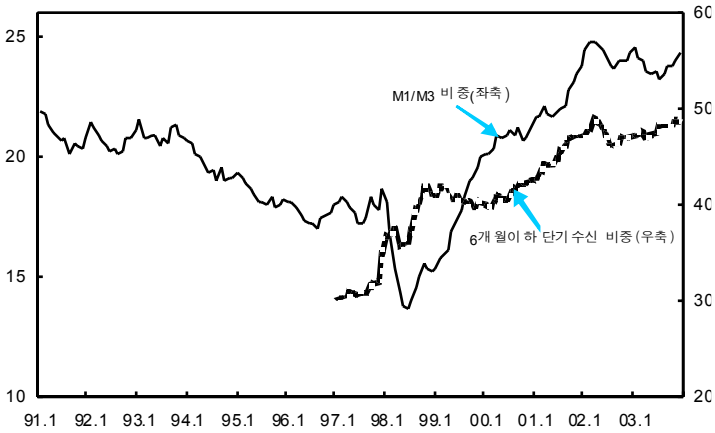
(단위 : 십억원, %)

구분	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
4년 미만	18,630 (92.91)	22,169 (93.94)	28,768 (96.20)	33,367 (97.22)	55,670 (99.41)	28,768 (93.81)	47,945 (81.73)	76,754 (88.03)	71,116 (91.74)	53,598.61 (86.82)
4년 이상 ~5년 미만	339 (1.69)	50 (0.21)	70 (0.23)	27 (0.08)	45 (0.08)	290 (0.95)	1,141 (1.95)	1,349 (1.55)	1,107 (1.43)	221.50 (0.36)
5년 이상	1,082 (5.40)	1,379 (5.84)	1,067 (3.57)	928 (2.70)	285 (0.51)	1,613 (5.26)	9,576 (16.32)	9,093 (10.43)	5,300 (6.84)	7,917.42 (12.82)
합 계	20,050 (100)	23,598 (100)	29,905 (100)	34,322 (100)	56,000 (100)	30,671 (100)	58,663 (100)	87,195 (100)	77,522 (100)	61,737.53 (100)

주 : 괄호 안은 비중

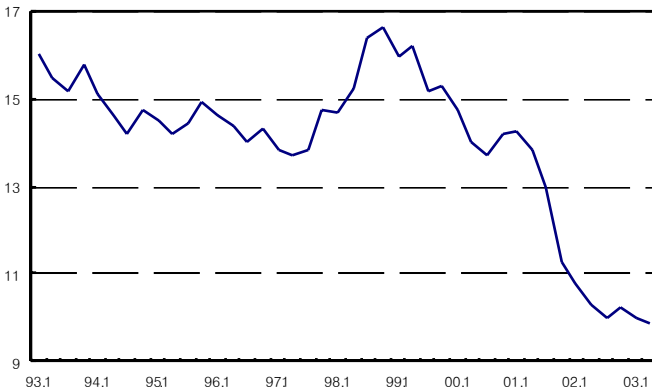
자료 : 금융감독원, 「금융통계월보」

<그림 2> 금융기관의 단기수신(평잔 기준) 비중 추이



주 : 6개월 이하 단기수신의 비율은 은행, 투신, 종금사, 은행신탁을 대상으로 산출
 자료 : 『최근 금융기관 자금의 만기구조 단기화 현상의 원인과 영향 및 정책과제』, 한국은행, 2004. 2.

<그림 3> 금융기관의 총 대출금 중 시설자금대출금 비중



자료 : 『최근 금융기관 자금의 만기구조 단기화 현상의 원인과 영향 및 정책과제』, 한국은행, 2004. 2.

(2) 수익성

1991~1995년 평균 7.26%였던 제조업 매출액영업이익률은 2001년 5%대로 하락하였다가 2002년 이후 다시 회복하여 2003년에는 6.9%에 이르는 등 외환위기 이후 세부 기간에 따라 심한 등락을 보였으나, 전반적으로 6~8%로 안정적인 모습을 보이며 미국(5.3%)이나 일본(3.2%)에 비해 양호한 수준을 유지하였다. 매출액경상이익률은 변동 폭이 보다 커서 외환위기 기간(1997~1998) 중 경상이익이 적자를 보였으나 1999년부터 회복되어 2002년 이후 큰 폭으로 상승하여 2003년에는 4.7%를 기록하였다. 이와 같은 매출액경상이익률의 호전은 금리인하, 차입금 축소 등으로 인한 금융비용의 하락에 기인한 것으로 판단된다. 금융비용의 하락은 금융비용부담률을 통해 알 수 있는데, 외환위기 이후 차입금존도의 지속적 하락, 그리고 차입금평균이자율 또한 2003년 현재 6.8% 수준으로 하락하는 등에 힘입어 금융비용부담률이 1997년말 6.38% 수준에서 2003년 현재 1.9%까지 하락하였다. 즉 과거에는 상대적으로 높은 금융비용으로 인하여 매출액영업이익률에 비해 매출액경상이익률이 상당히 낮았으나 이러한 문제점이 금융비용의 하락으로 인해 해소되고 있는 과정이다. 이자보상비율은 영업이익증가와 금융비용의 큰 폭 감소에 힘입어 2003년 367.1%로 급격히 상승하는 등 일본(472.8% : 2002년)에 비해서는 아직 낮은 수준이나 미국(288.2% : 2003년)에 비해서는 높은 상태이다.

한편 매출액에서 인건비가 차지하는 비중은 2003년 10.3%로 외환위기 전보다 낮은 수준에 머물러 있지만, 1998년 이후 상승 추세를 유지하고 있어 향후 인건비부담이 고용시장의 탄력성에 제약요소가 될 수 있음을 시사하고 있다. 인건비부담률과 금융비용부담률

의 하락을 감안하면 외환위기 이후 우리나라 기업의 수익성 개선이 생산성 향상에 의한 것으로 보기는 어려운 측면이 있다. 기업별, 산업별 양극화 현상이 심화되었다는 점 또한 기업의 전반적인 수익성이 근본적으로 개선된 것이 아님을 시사하고 있다.

<표 9> 제조업 수익성지표 추이

(단위 : 매출액 대비 %)

구분	91-95 평균	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	미국 ¹⁾	일본 ²⁾
매출액영업이익률	7.26	6.54	8.25	6.11	6.62	7.40	5.52	6.74	6.9	5.3	3.2
매출액경상이익률	2.27	0.99	-0.34	-1.84	1.68	1.29	0.35	4.69	4.7	7.0	3.2
금융비용부담률	5.82	5.84	6.39	8.95	6.89	4.70	4.16	2.59	1.9	1.8	0.7
인건비부담률	13.53	12.91	11.40	9.75	9.78	9.66	9.95	10.08	10.8	-	16.3
이자보상비율	124.6	112.1	129.0	68.2	96.0	157.2	132.5	260.2	367.1	288.2	472.8
채입금평균이자율	11.92	11.21	10.59	13.51	11.54	10.49	9.44	7.7	6.8	6.3	2.0

주 : 1) 2003년 기준임

2) 2002년 기준임

자료 : 한국은행, ■기업경영분석■

(3) 대기업과 중소기업 비교

부채비율의 경우 1990년 이후 대기업이 중소기업보다 낮은 상태에 있었으나 2000년 들어 중소기업의 재무구조가 상당히 개선되면서 상황이 역전되었다. 하지만, 2002년부터 대기업의 구조조정 효과가 나타나면서 부채비율이 크게 하락하여 2003년 현재 대기업 113.5%, 중소기업 147.6%로 재역전되는 상황을 보이고 있다. 차입

금의존도 또한 1990년 이후 대기업이 중소기업에 비해 높은 수준을 유지하였으나 2002년 들어서부터 舊대우그룹 관련기업들의 구조조정이 반영되면서 대기업의 차입금의존도가 중소기업보다 낮아지게 되어 2003년 현재 대기업 25.9%, 중소기업 33.5%를 보이고 있다.

<표 10> 대기업과 중소기업의 재무비율 비교

(단위 : %)

구분	연도	1990	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
		~1995 평균								
부채 비율	대기업	281.63	301.56	390.0	295.38	208.94	224.59	201.63	128.9	113.5
	중소기업	389.01	387.43	418.4	334.37	232.38	179.71	144.74	152.1	147.6
차입금 의존도	대기업	45.87	49.31	56.45	52.92	44.46	43.64	41.96	31.2	25.9
	중소기업	42.14	41.49	46.76	43.01	37.82	35.04	34.55	32.9	33.5
금융 비용 부담률	대기업	6.18	6.34	7.00	10.45	8.49	5.62	4.98	2.95	1.90
	중소기업	4.45	4.58	5.03	5.56	3.94	2.94	2.58	1.93	1.81
매출액 영업 이익률	대기업	7.96	7.31	9.72	6.53	7.38	8.21	6.03	7.5	8.16
	중소기업	4.93	4.62	4.98	5.15	5.23	5.83	4.54	5.3	4.64
매출액 경상 이익률	대기업	2.55	0.98	-0.67	-2.91	1.01	0.26	-0.58	5.4	5.96
	중소기업	1.55	0.99	0.40	0.55	2.92	3.28	2.16	3.4	2.49
유동 비율	대기업	95.88	92.25	90.86	86.10	84.95	70.96	84.90	98.5	105.50
	중소기업	93.71	90.88	94.24	100.49	107.63	114.57	123.96	119.3	116.57

자료 : 한국은행, ■기업경영분석■

수익성 측면을 볼 때 1990년 이후 2001년까지 대기업은 평균 7.75%의 높은 매출액영업이익률을 보이고 있었으나(중소기업 :

4.99%), 상대적으로 높은 금융비용부담률로 인해 매출액경상이익률은 평균 1.11%로 중소기업의 1.64%보다 낮았다. 그러나 2002년 이후로 대기업의 금융비용이 급격히 감소하면서 매출액경상이익률이 크게 개선되어 중소기업에 비해 우위를 보이고 있다.

단기 지급능력을 나타내는 유동비율의 경우 외환위기 이전에는 기업규모별로 큰 차이가 없었으나 이후에는 중소기업의 유동비율 증가세가 두드러지면서 대기업에 비해 중소기업의 단기부채 상환능력이 훨씬 우월하게 나타났지만, 역시 2002년 들어 대기업의 구조조정 효과가 뚜렷하게 나타나면서 대기업의 유동비율도 크게 개선되었다. 2003년에 들어서는 전년 대비 대기업의 유동비율은 개선된 반면 중소기업의 경우는 오히려 악화되는 양상을 보이고 있다.

(4) 양극화 현상

외환위기 이후 기업 부문의 뚜렷한 특징 중의 하나가 양극화 현상이다. 이자보상비율의 경우 외환위기 이후 주로 상위 기업을 중심으로 크게 개선되었으나 <표 11>에 나타난 바와 같이 아직도 상당수의 잠재적 부실기업이 존재하고 있다. 특히 이자보상비율 100% 이하 기업의 숫자가 늘어나고, 이들의 부채 및 차입금이 전체 부채 및 차입금에서 차지하는 비중이 외환위기 이후에도 줄어들지 않았으며, 비상장기업의 경우에는 그 정도가 더 심한 상태이다. 2002년 들어 부실기업의 부채비중과 차입금 비중은 감소하였으나 이자보상비율 자체는 오히려 상장 및 비상장기업의 경우 모두 증가하였다. 이는 표의 이자보상비율이 조사대상기업의 평균값임을 고려하면 건설한 기업과 그렇지 않은 기업간에 큰 차이가 난다는 것을 의미한다.

<표 11> 잠재 부실기업의 추이

(단위 : %)

연도	상장기업				비상장기업			
	조사대상 기업 수	이자보상 비율 ²⁾	부실기업 부채비중 ³⁾	부실기업 차입금 비중 ³⁾	조사대상 기업 수	이자보상 비율 ²⁾	부실기업 부채비중 ³⁾	부실기업 차입금 비중 ³⁾
1995	662	199.8	12.1	14.1	4,623	192	28.0	33.6
1996	654	161.3	20.0	21.6	7,220	184	29.5	34.1
1997	641	131.0	31.2	33.8	5,173	140	37.6	42.4
1998	600	107.5	32.1	39.1	5,328	156.4	43.1	47.6
1999	483	252.4	24.6	34.7	4,804	279.6	43.9	47.3
2000	561	262.5	28.6	31.0	5,058	284.8	41.5	43.4
2001	453	228.28	32.06	37.06	4016	228.64	54.51	51.77
2002	386	310.32	16.73	19.44	3997	233.09	35.57	40.34

주 : 1) 이자보상비율이 2,000% 이상, -2,000% 이하의 기업은 분석대상에서 제외됨

2) 이자보상비율은 (법인세차감전순이익+금융비용)/금융비용×100의 평균임

3) 이자보상비율이 100% 미만인 기업을 잠재부실기업으로 가정

자료 : 2000년까지 자료는 남주하(2001)에서 인용. 2001, 2002년은 KIS 자료(한국신용평가)를 바탕으로 작성

<표 12>에서 알 수 있듯이 상장기업의 당기순이익 상위 5개사의 비중이 전체 상장 제조업에서 차지하는 비중이 매우 높으며 2003년 들어 상당히 감소하였으나 여전히 높은 수준이어서 기업의 수익성 또한 양극화 현상을 보이고 있다. 한편 제조업체 부채비율의 구간별 분포를 보면 2003년 현재 부채비율 100% 이하인 재무구조 우량업체의 비중은 39.4%로 2002년말(37.1%)에 비해 2.3%p가 증가한 반면, 부채비율 400%를 초과하는 재무구조 부실업체(자본잠식업체 포함)의 비중도 16.4%로 2002년말(15.1%)보다 1.3%p 증가하였다. 제조업체 매출액경상이익률 구간별 추이를 보아도 매출액경상이익률이 20% 이상으로 수익성이 우수한 업체의 비중이 2001년 이후로 증가추세에 있는 반면, 경상이익 적자업체의 비중도 2002년 18.8%

에서 2003년에는 21.2%로 2.4%p 증가하여 양극화가 심화되는 추세에 있다.

<표 12> 상장기업 당기순이익 상위 5개사

(단위 : 백만원, %)

회사명	2000	2001	2002	2003
삼성전자	6,014,530 (1)	2,946,935 (1)	7,051,761 (1)	5,958,998 (1)
한국전력공사	1,792,567 (2)	1,778,306 (2)	3,059,815 (2)	2,315,938 (2)
POSCO	1,636,991 (3)	-	-	1,980,572 (3)
SK텔레콤	950,656 (5)	1,140,322 (4)	1,511,278 (4)	1,942,750 (4)
현대자동차	-	1,165,399 (3)	1,443,545 (5)	1,749,371 (5)
KT	1,010,126 (4)	1,087,211 (5)	1,963,817 (3)	-
소계 (A)	11,404,870	8,118,173	15,030,216	13,947,629
제조업 (B)	9,689,478	945,860	14,012,332	17,478,863
상장사 전체 (C)	6,917,261	7,667,051	26,096,418	18,260,851
A/B (%)	117.70	858.28	107.26	79.80
A/C (%)	164.88	105.88	57.59	76.38

주 : 괄호 안은 순위임

자료 : 상장회사협의회

<표 13> 제조업 부채비율 구간별 업체 수 비중

(구성비, %)

연도	100% 이하	100~200%	200~300%	300~400%	400~500%	500% 초과	자본잠식
2000	28.0	28.8	15.6	7.7	4.4	9.6	5.9
2001	37.2	27.1	13.6	6.1	4.0	6.9	5.1
2002	37.1	25.8	14.3	7.7	3.5	7.5	4.1
2003	39.4	24.7	13.1	6.4	4.2	7.7	4.5

자료 : 한국은행, 『기업경영분석』

<표 14> 매출액경상이익률 구간별 업체 수 비중

(%)

연도	적자업체	(-20% 미만)	0~20%	20% 이상
1997	27.2	(5.9)	71.8	1.0
1998	29.0	(12.3)	69.2	1.8
1999	19.8	(7.8)	77.1	3.1
2000	18.3	(4.6)	78.2	3.5
2001	20.5	(6.2)	76.1	3.4
2002	18.8	(6.2)	76.9	4.3
2003	21.2	(7.3)	74.3	4.5

자료 : 한국은행, 「기업경영분석」

3. 기업 부문 자금조달

(1) 내부자금조달의 확대

경제성장과 더불어 지속적으로 확대되어 오던 기업의 자금부족 규모가 1997년의 63.9조원에서 외환위기 직후인 1998년부터는 급격히 하락하여 연간 20~30조원대의 증가에 머물렀다. 이에 따라 1990~97년 중 평균 14.9%에 달하였던 기업의 자금부족률(자금부족액/명목GND)도 크게 하락하여 2001년 3.6%, 2002년 4.9% 수준에 머물렀지만 이는 미국(2002년 0.6%)이나 일본(2002년 4.1% 자금잉여)에 비해서는 여전히 높은 수준이다. 한편 자금조달액 중 내부자금이 차지하는 비중은 1991~1997년에 20%대였으나 1998년 이후 40%대로 확대되어 상대적으로 외부자금조달 비중이 축소되었으며, 이에 따라 1990~2000년에는 60% 수준이던 기업의 순외부조달비율(자금부족액/외부자금조달액) 또한 2001년 이후에는 30%대로 급락하였다.

<표 15> 기업 부문 자금조달(증감액 기준)

(단위 : 조원)

구분	1991 ~95	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
자금조달액	103.6	160.1	160.7	55.2	104.4	123.7	111.2	150.2
내부자금 ¹⁾ (내부자금 비중,%)	29.9 (29.0)	42.6 (24.0)	42.7 (26.5)	27.2 (49.3)	51.4 (49.3)	57.9 (46.8)	60.6 (54.5)	63.3 (42.1)
외부자금 ²⁾ (외부자금 비중,%)	73.7 (71.0)	118.4 (76.0)	118.0 (73.5)	28.0 (50.7)	53.0 (50.7)	65.8 (53.2)	50.6 (45.5)	86.8 (57.9)

주 : 1) 영업잉여, 감가상각비 등으로 자금순환계정상 순 저축과 고정자산소모의 합계이며
2002년은 「국민계정」의 총저축에서 기업 부문이 차지하는 2001년도 비중을 적용하여
추정한 추정치임

2) 주식, 출자지분, 대출금, 회사채 및 각종 금융부채 등

자료 : 한국은행 「자금순환계정」 및 「국민계정」

이처럼 기업의 내부자금조달이 증가한 것은 국내기업들이 점차 미, 일, 영 등 선진국 기업의 자금조달패턴을 닮아 가는 것으로 볼 수도 있다. 특히 외환위기 직후인 1998년에는 외부자금의 조달이 어려웠던 시장 여건을 외부자금 비중 축소의 직접적인 원인으로 볼 수 있지만, 자금경색이 완화된 1999년 이후에도 내부자금의 조달비중이 높은 상태가 유지된 것은 기업들이 자금 수요를 내부적으로 충당하려는 경향이 높아진 것으로 보인다. 그러나 이러한 현상은 차입의존도 감축을 통한 재무구조 개선이라는 긍정적인 평가에도 불구하고 2002년 중 기업 부문의 자금조달 총액이 150.2조원으로 외환위기 직전인 1997년의 160.7조원보다도 낮은 수준에 머물러 있듯이 기업의 투자부진에서 비롯된 점이 있으므로 우리 경제의 성장잠재력 확충을 위한 다각적인 대책 마련이 필요함을 시사하는 것으로 볼 수도 있다.

<표 16> 주요국 기업의 내부 및 외부자금조달 비중

(단위 : %)

구분	미국	영국	독일	프랑스	일본
내부자금	61.5	48.6	69.9	57.2	111.56
외부자금	38.5	51.4	30.1	42.8	-15.6

주 : 1995~99년 평균

자료 : 이인실(2002)

<표 17> 한국, 미국, 일본의 기업 자금부족률 및 순외부조달비율 비교

(단위 : %)

구분	한 국		미 국		일 본	
	1995	2002	1995	2002	1995	2002
자금부족률 ¹⁾	15.7	4.9	-0.5	0.6	-2.5	-4.1
순외부조달비율	59.0	33.9	-9.1	19.7	-79.3	63.4 ²⁾

주 : 1) 자금부족률이 음수(-)인 경우는 자금잉여(자금운용 > 자금조달)를 의미

2) 외부자금조달 총액이 음수(-)금액임

자료 : 한국은행, 김영현(2003)

(2) 직접금융의 양적 확대와 간접금융의 비중 증대

주식 및 회사채 발행을 통한 직접금융은 1997년의 37.7조원 수준에서 외환위기 직후인 1998년에는 70조원대로 두 배 가까이 확대되었으며, 2001년의 99.4조원을 정점으로 다소 축소되었지만 2003년에도 72.9조원으로 1997년의 두 배 수준을 유지하고 있다. 기업의 유상증자가 활발하였던 1998년을 제외하고는 직접금융 중 회사채가 차지하는 비중이 압도적이었으며, 이에 따라 직접금융 중 주식발행이 차지하는 비중은 외환위기 이전에 비해 크게 낮아진 것으로 보인다.

<표 18> 기업의 직접금융 조달액

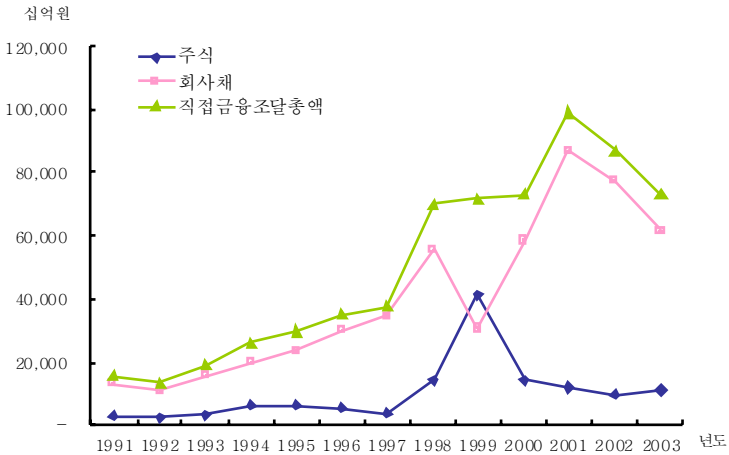
(단위 : 십억원, %)

구분 \ 연도	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
주식(A)	2,687	2,350	3,259	6,248	6,267	5,286	3,389	14,158	41,114	14,349	12,160	9,899	11,117
회사채 ¹⁾	12,717	11,155	15,600	20,050	23,598	29,905	34,322	56,000	30,671	58,663	87,195	77,522	61,758
직접금융조달 총액 (B)	15,405	13,505	18,859	26,298	29,865	35,191	37,711	70,158	71,785	73,011	99,355	87,421	72,875
주식비율 (A/B)	17.44	17.40	17.28	23.76	20.98	15.02	8.99	20.18	57.27	19.65	12.24	11.32	15.3

주 : 1) 2001년 7월부터 카드채, 리스채, 증권회사 발행 회사채 포함
 자료 : 금융감독원, ■금융통계월보■

특기할 만한 사실은 이와 같은 직접금융의 확대에도 불구하고 기업의 외부자금조달 중 직접금융의 비중은 외환위기 이후에도 1998년과 2001년을 제외하고는 별로 높아지지 않았으며, 외환위기 이전에 비해 오히려 줄어드는 경향조차 보이고 있다는 점이다. 이러한 현상이 나타나게 된 이유는 기업의 단기자금 조달 창구 역할을 하던 기업어음이 외환위기 이후 중금사의 퇴출로 인해 급속히 감소하였기 때문이기도 하지만, 예금은행으로부터의 차입이 기업자금조달에서 차지하는 비중이 1998년과 2001년을 제외하고는 외환위기 이전에 비하여 크게 높아진 데에서도 찾을 수 있다. 즉 외환위기 이후 주식 및 회사채를 통한 직접금융의 양적 확대에도 불구하고 기업 부문의 자금조달에 있어서 은행차입이 차지하는 중요성은 더욱 커짐으로써 직접금융이 차지하는 비중은 일부 기간을 제외하고는 오히려 하락한 것으로 볼 수 있다.

<그림 4> 기업의 직접금융 조달액



대부분 주요 선진국의 경우 기업자금조달 중 차입금 비중이 점진적으로 감소하는 추세에 있으며, 우리나라에서도 1980년대 이후 자본시장이 기업의 자금조달의 주요 원천의 하나로 자리잡기 시작한 이래 1990년대에 들어 주식과 회사채, 기업어음 등 직접금융의 비중이 지속적으로 늘고 있었던 점에 비추어 외환위기 이후 이처럼 간접금융의 비중이 오히려 높아진 것은 자본시장 육성을 위한 정부의 노력과 함께 금융시장의 증권화가 진전되었으나 불안정한 금융시장여건으로 인해 기업자금조달에 있어 직접 및 간접금융시장이 차지하는 비중의 변동이 심하였기 때문이라고 할 수 있다. 이는 또한 외환위기 이후의 구조조정 과정에서 정부가 꾸준히 추진해온 시장중심구조로의 금융시스템 전환이 큰 결실을 보지 못하였다는 것을 의미하는 것으로도 해석될 수 있다.

<표 19> 기업 부문 자금조달 비율

(단위 : %, 증감액 기준)

연도 구분	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
간접금융	41.8	36.3	31.4	44.5	31.8	29.1	36.8	-56.6	4.15	17.9	-0.62	59.46	41.57
예금은행	19.8	15.1	13.1	20.7	14.9	15.2	12.9	0.92	29.3	35.4	6.3	47.97	44.55
비은행 금융기관	22.0	21.1	18.3	23.8	17.0	13.9	23.9	-59.1	-25.0	-17.6	-7.3	11.08	-2.96
직접금융	37.9	41.4	52.9	38.1	48.1	47.2	37.4	176.7	46.8	26.2	74.5	26.57	36.46
기업어음	-3.8	7.6	13.9	4.9	16.1	17.5	3.75	-41.7	-30.4	-7.2	8.7	-0.41	-5.31
주식	11.5	13.1	14.7	14.8	14.4	10.9	7.6	48.2	77.6	31.6	32.0	33.34	38.36
회사채	24.2	12.1	14.5	14.2	15.3	17.9	23.3	163.8	-5.3	-3.1	22.6	-9.05	-2.67
기타직접금융	6.0	8.6	9.8	4.2	2.3	0.9	2.75	6.4	4.9	4.9	11.2	2.69	
국외조달	4.1	4.6	-2.2	4.9	8.4	10.4	5.56	-33.7	24.1	25.6	1.25	4.06	9.83
기타 ¹⁾	16.1	17.7	17.9	12.4	11.7	13.2	20.3	13.7	25.0	30.4	24.9	9.90	12.13

주 : 1) 상거래 신용, 정부차입, 미지급금, 퇴직금충당금 등
 자료 : 한국은행, 『자금순환동향』

4. 기업자금 공급시장

(1) 직접금융시장

외환위기 이전과 이후의 기업자금조달 구조 변화는 기업금융을 공급하는 금융기관의 구조조정과 무관하지 않다. 외환위기 직후에는 구조조정의 기로에 놓인 은행들이 부실을 줄이는 방향으로 자산을 운용하면서 위험이 큰 기업금융을 기피하는 현상이 일반화되었으며, 정부 또한 30대 기업집단에 대해 1999년말까지 부채비율을

200% 수준으로 낮추도록 강요함에 따라 은행 및 비은행 금융기관을 통한 간접금융의 공급이 급속히 줄어들었다. 더구나 외환위기 이전까지는 은행의 여신이자율이 회사채 수익률보다 낮았으나 1998년에 들어 상황이 역전되기 시작하면서 우량기업일수록 대출보다는 회사채 발행을 통한 자금조달이 효율적인 상황이 조성되었다. 이에 따라 주식시장과 회사채 및 기업어음시장에서는 상대적으로 신용도가 높은 대기업에 자금이 집중되는 현상이 나타나면서 1998년에는 회사채 발행규모가 1997년에 비하여 63%나 증가하였다. 주식발행을 통한 자금조달 규모 또한 외환위기 이전인 1997년 3조 4,000억 원에 불과하였으나 그 다음해인 1998년에는 동 규모의 3.2배에 달하였으며 1999년에는 코스닥시장의 활황을 배경으로 하여 11배나 증가하였다.

1998년과 1999년 중 회사채 발행이 급증할 수 있었던 데에는 정부 정책과 투신사들의 이익이 일치한 점이 한몫을 하였다. 우선 정부는 1999년을 ‘자본시장 육성의 해’로 정해 채권과 주식 등 직접금융시장을 통한 자금조달을 집중적으로 활성화하고자 증권산업 진입 제한 완화, 기업연금제도의 도입, 개방형 뮤추얼펀드의 도입, 건전한 기관투자자의 육성, 기업 공개 및 상장요건 완화, 증권위탁거래 전문회사와 채권전문딜러회사 설립요건 완화, 공신력 있는 신용평가기관의 육성 등 다양한 제도를 도입하였다. 투신사는 기업들이 대거 발행한 고금리의 회사채를 인수하여 확보한 상품수익률상의 우위를 활용하여 단기고수익상품을 통해 시중자금을 흡수하였으며, 이에 따라 시중자금이 투신사로 집중되어 1997년말 77.9조원에 불과하던 총 수탁고가 1999년 5월말에는 248.9조원으로 3.2배나 급증하였다.

<표 20> 주요 이자율 추이

(단위 : %)

구분	연도	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 12월
	여신이자율 ¹⁾		10.0~ 12.5	10.0~ 12.5	8.5~ 12.0	8.5~ 12.5	9.0~ 12.5	10.98	11.75	15.20	8.91	8.18	7.49	6.50
시장 이자 율	3년만기 회사채 ²⁾	18.89	16.21	12.63	12.92	13.79	11.87	13.39	15.10	8.86	9.35	7.05	6.56	5.61
	3년만기 국고채	-	-	-	-	13.14	11.84	12.26	12.94	7.69	8.30	5.68	5.78	4.87

주 : 1) 1996년 이전은 시중은행의 프라임레이트 연동대출금리(general loans), 1997년 이후는 시중은행의 기업대출 금리

2) 우량물 기준

자료 : 한국은행, 『경제통계연보』

이 기간 회사채시장의 뚜렷한 특징은 무보증채의 비중이 급속히 늘어났다는 점이다. 은행 등의 보증기피 및 보증여력 감소, 그리고 보증보험부 회사채의 예금자보호대상 제외 등으로 보증채의 비중이 격감하기 시작함에 따라 1997년 15%에 불과하던 무보증채가 1998년에는 69%, 1999년에는 무려 96%에 달하게 되었다. 이러한 추세는 이후에도 지속되어 2003년 현재 무보증채가 전체 회사채 발행액 중 99.18%를 차지하고 있는 실정이다.

<표 21> 1999년도 자본시장 활성화 방안의 주요 내용

구분	시 기 및 내 용
뮤추얼펀드	· 1998.10 · 펀드 최저자본금 8억원, 자산운용사 최저자본금 70억원
채권시기평가제	· 1차 : 1998.11.15 신규펀드 신규채권 적용 · 2차 : 2000.7 모든 펀드 편입 모든 채권 적용
대출채권 유동화	· 1998.11.14 · 위험자산 축소 및 유동성 제고 · 투자적격 상장등록 법인 자산유동화 가능
기업연금제도	· 기업들의 적립한 퇴직금 금융기관 통해 주식 또는 채권투자

한편 1999년 8월의 대우사태는 기업자금 공급원으로서의 직접금융시장을 사실상 붕괴상태로 몰고 갔다. 투신사 고객들의 환매가 급증하게 되었고, 이는 소위 '11월 대란설'과 2000년 '2월 대란설' 등 금융시장의 안정성을 위협할 정도로 발전하였으며, 특히 중금사·투신사·신탁계정에 대한 예금전액보장이 2000년 말로 끝남에 따라 이들 기관에서 우량은행으로의 급격한 자금이탈을 초래하였다. 더구나 1998년에 회사채를 대규모로 발행하였던 기업들의 상당수가 이 시점에는 투기등급으로 신용도가 하락한 상태에 있었으며, 이들 회사채의 만기가 2000년 하반기와 2001년에 집중되어 있었다는 사실 또한 시장의 불안을 가중시켰다. 이에 더하여 2000년 상반기에 들어서서 현대그룹의 유동성 문제가 가시화되면서 대부분의 기업이 자력으로는 회사채 발행을 통해 자금을 조달할 수 없는 상태에 이르게 되었다. 주식시장 또한 2000년 이후 침체를 벗어나지 못하는 상태에 있었는데, 이는 1998년과 1999년의 과도한 주식 물량 공급과도 무관하지 않았던 것으로 보인다.

<표 22> 회사채 담보형태별 공모상황

(단위 : 십억원, %)

연도	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
계정	10,969.06 (86.25)	8,332.86 (74.70)	1,194.70 (71.76)	11,462.19 (57.17)	16,467.16 (69.78)	27,378.98 (91.55)	29,188.26 (65.04)	17,513.60 (31.27)	1,278.64 (4.17)	1,461.66 (2.49)	1,417.50 (1.63)	844.98 (1.09)	399.34 (0.65)
무담보	1,748.42 (13.75)	2,822.40 (25.30)	4,405.16 (28.24)	8,587.97 (42.83)	7,131.07 (30.22)	2,525.93 (8.45)	5,133.86 (14.96)	88,390.90 (88.55)	29,338.80 (95.66)	57,136.19 (97.40)	65,677.44 (98.26)	76,737.00 (98.91)	61,233.19 (99.18)
담보	-	-	-	-	-	-	-	95.80 (0.17)	54.00 (0.18)	65.00 (0.11)	100.00 (0.11)	-	105.00 (0.17)
회사채담보	12,717.48 (100)	11,155.26 (100)	15,599.86 (100)	20,050.16 (100)	23,598.23 (100)	29,904.90 (100)	34,322.12 (100)	56,000.30 (100)	30,671.44 (100)	68,662.85 (100)	87,194.94 (100)	77,681.98 (100)	61,737.53 (100)

주 : 괄호 안은 비중

자료 : 금융감독원, 『금융통계월보』

<표 23> 금융기관별 수신 동향

(단위 : 잔액 기준, 십억원)

년말	투자신탁	은행예금	은행신탁	증권	종금
1998	203,509	245,549	154,314	6,302	40,405
1999	200,070	309,282	117,855	8,307	21,075
2000	144,981	394,749	75,693	8,478	10,226
2001	160,435	444,569	78,408	12,504	7,639
2002	181,157	503,059	70,373	11,285	25,885
2003	145,037	545,225	54,067	14,771	18,487

주 : 투자신탁 = 계약형투자신탁 설정액+회사형투자신탁 설정액
 은행예금 = 실세총예금(요구불예금+저축성예금) + CD순발행
 은행신탁 = 금전신탁

자료 : 2003년도 국내외 투신동향, 투자신탁협회

이와 같은 직접금융시장의 급속한 붕괴에 직면하자 정부는 채권 펀드와 채권시장안정기금을 조성하는 등의 인위적 채권시장 활성화안을 포함하여 수차례에 걸쳐 자금시장 안정화대책을 발표하였다. 그러나 2000년말에는 국민은행, 주택은행의 파업까지 겹치면서 자금난이 4대그룹에까지 미치게 되었으며, 2001년에도 65조원 규모의 회사채 만기 도래에도 불구하고 정부 주도로 도입된 채권담보부증권(CBO), 대출채권담보부증권(CLO) 등이 효과를 발휘하지 못하는 상황이어서 상당수 중견 대기업이 2001년 1분기를 고비로 도산할 우려가 커지게 되었다. 이에 정부는 2001년 들어 Primary CBO를 조성하고 일부 문제가 되는 기업에 대해 산업은행을 통한 회사채 신속인수방안을 마련함으로써 회사채상환을 연장하는 편법을 동원하기도 하였다.9)

9) 2001년 중 만기도래하는 회사채 65조원 중 시장 발행이 가능한 A등급(22.8조원)과 중도상환분 및 법정관리, 회의, 워크아웃 기업의 발행분(176조원)을 제외할 때 차환 발행에 애로가 있을 수 있는 규모를 25조원으로 추정하고, 이 중 문제가 있다고 판단

정부는 이와 함께 직접금융시장으로의 자금 유입을 촉진하기 위해 2001년 6월 이후 10조원 규모의 채권펀드 조성, M&A 활성화, 투신사 비과세상품 허용 등 고강도의 시장안정대책을 발표하였지만 채권펀드의 조성도 난항을 보였으며 M&A를 활성화하기 위해 발행하기로 한 주식형 사모펀드는 규제로 인해 사실상 시행이 되지 못하는 등 대부분의 대책들이 유명무실해지는 상황이 발생하였다. 이후 그나마 비과세 상품에 3조~4조원 정도의 자금이 들어왔지만 이조차 금융기관들이 회사채에는 투자하지 않고 안정된 국공채로만 운용함에 따라 직접금융시장을 통한 기업자금 공급에는 별 도움이 되지 못하였다.

정부의 필사적인 직접금융시장 안정화 노력은 회사채 발행규모를 2000년 58.6조, 2001년 87.2조 수준으로 확대시켰지만 그 효과는 일시적이어서 2002년 이후에는 회사채 발행규모가 다시 감소하기 시작하였으며, 이후 SK Global 사태 등을 겪으면서 회사채시장은 금융시장 여건에 민감하게 반응하는 움직임을 보이지만 사실상 2000년 이후 회사채시장은 자산담보채권(ABS)을 제외하면 신용등급이 떨어지는 기업에 대한 자금공급 기능을 사실상 상실한 상태에 빠져 있었다.¹⁰⁾

되는 기업에 대해서는 사모사채를 발행하여 산업은행이 80% 인수하고 나머지 20%만 기업 자체적으로 흡수하도록 하였다. 산업은행은 인수한 회사채를 CBO 및 CLO에 편입(70%)시키는 한편 일부를 채권은행이 재인수하도록 하고(20%), 나머지 10%만 자체적으로 보유함으로써 리스크를 분산하였다.

10) ABS는 1998년에 제정된 「자산유동화에 관한 법률」에 따라 1999년부터 본격적으로 발행되기 시작하였으며, 자산관리공사가 매입한 부실채권을 유동화하면서 급격히 성장하여 2000년에 그 발행규모가 급증하였다가 점차 감소하여 2003년 현재 회사채 발행액 중 44.82%를 차지하고 있다.

<표 24> 일반회사채 및 ABS의 발행금액과 구성비 추이

(단위 : 십억원, %)

연도 구분	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
일반회사채	23,598.23 (100.00)	29,904.90 (100.00)	34,322.12 (100.00)	56,000.30 (100.00)	26,226.74 (85.51)	17,718.46 (30.20)	47,575.99 (54.56)	48,555.61 (62.59)	34,063.88 (55.18)
대기업	20,940.26	26,523.62	32,348.03	55,293.30	24,938.64	17,274.06	45,962.50	46,377.23	33,900.48
중소기업	2,657.97	3,381.29	1,974.09	707.00	1,288.10	400.39	1,613.50	2,118.38	163.40
ABS	-	-	-	-	4,444.70 (14.49)	40,944.39 (69.80)	39,618.95 (45.44)	29,026.37 (37.41)	27,673.65 (44.82)
회사채 합계	23,598.23 (100)	29,904.90 (100)	34,322.12 (100)	56,000.30 (100)	30,671.44 (100)	58,662.85 (100)	87,194.94 (100)	77,581.98 (100)	61,737.53 (100)

주 : 괄호 안은 비중

자료 : 금융감독원, 『금융통계월보』

(2) 간접금융시장

기업자금 공급의 비중 면에서 외환위기 이후 간접금융시장의 부침은 직접금융시장의 부침에 따른 반작용의 성격이 강하다. 외환위기 직후인 1998년 구조조정의 여파에 따른 은행의 자금공급 비중 급감을 제외할 경우 1999년 이후 직접금융시장에서의 자금이탈 여파로 은행의 기업자금 공급비중이 반등한 이래 2001년을 제외하고는 간접금융의 비중이 지속적으로 상승하고 있다. 특기할 만한 사실은 외환위기 이후 간접금융시장에서 비은행 금융기관의 역할이 사실상 소멸되었으며, 거의 전적으로 은행이 간접금융의 공급을 떠맡고 있다는 점이다. 이와 같은 현상은 1999년 대우사태 이후 직접금융시장의 불안정성과 은행에 집중된 예금보장의 혜택 등으로 은행으로의 자금유입이 급속히 늘면서 사실상 은행을 중심으로 기업 부

문에 대한 자금공급이 이루어질 수밖에 없는 여건이 조성되었기 때문인 것으로 판단된다.

직접금융시장 및 비은행 금융기관을 이탈한 자금은 대부분 외환위기 이전 주로 소매금융에 치중하던 소위 우량은행을 중심으로 은행권으로 유입되었다. 하지만 대부분 은행들은 이를 모두 기업에 대한 자금공급의 확대로 연결하는 대신 상당 부분을 개인 및 소매금융이나 국공채 매입 등으로 전환한 결과 은행의 대출금 중에서 기업대출금이 차지하는 비중은 지속적으로 감소하였다. 2002년 이후에는 가계부실과 개인 신용불량의 문제가 본격적으로 대두되면서 다소 완화되었지만 아직도 기업대출금 비중의 감소추세는 지속되고 있다.

은행의 기업대출금은 비중 축소에도 불구하고 절대액의 추이를 보면 외환위기 이후에도 1998년을 제외하면 꾸준히 그 규모가 증가하고 있다. 특히 외환위기 이전 6년간(1992~1997)의 기업대출금증가율이 83.0%인 데 비하여 이후 6년간(1997~2003.6)의 기업대출금증가율은 90.3%에 달하여 위기 이전의 버블경제하에서보다 위기 이후의 회복기에 훨씬 빠른 속도로 기업대출금이 증가하였음을 알 수 있다. 그렇지만 현실적으로 이러한 외견상의 기업대출금 규모 증가가 은행의 기업금융 확대를 의미하지 않고 있음을 유념할 필요가 있다. IV장에서 다시 설명되겠지만 기업금융의 범위를 확대해 볼 경우 기업 부문에 대한 실질적인 은행의 자금공급은 외환위기 이후 감소 혹은 정체상태에 있었기 때문이다.

<표 25> 기업자금대출/원화대출금 추이

연도	원화대출금	기업자금	기타	기업/원화
1991	504,395	446,676	57,719	88.56%
1992	575,912	515,273	60,639	89.47%
1993	625,133	550,602	74,531	88.08%
1994	750,641	618,323	132,318	82.37%
1995	972,417	748,706	223,711	76.99%
1996	1,135,013	851,410	283,603	75.01%
1997	1,478,888	942,955	535,933	63.76%
1998	1,460,803	928,510	532,293	63.56%
1999	1,842,824	1,128,696	714,128	61.25%
2000	2,319,330	1,303,068	1,016,262	56.18%
2001	2,706,635	1,317,067	1,389,568	48.66%
2002	3,574,410	1,619,346	1,955,064	45.30%
2003.3	3,735,691	1,732,631	2,003,060	46.38%
2003.6	3,875,812	1,794,693	2,081,119	46.30%

자료 : 금융감독원

5. 종합평가와 시사점

(1) 기업재무구조 개선과 투자부진

외환위기 이후 국내기업 부문 경영지표상의 가장 큰 변화는 재무구조가 대폭 개선되었다는 사실이다. 300%가 넘는 기업의 부채비율이 2003년 123.4%까지 하락하여 미·일보다도 낮은 수준으로 하락하였으며, 부채상환 능력을 나타내는 이자보상비율도 큰 폭으로 상승하였다. 기업들의 자금조달패턴이 변화하여 내부자금 의존도가 크게 상승하였으며, 외환위기 직후의 자금난을 벗어난 이후에도 주

식발행을 주요 자금조달창구로 이용함으로써 재무구조를 개선하였기 때문이다. 이와 같은 재무구조의 개선은 저금리 기조와 함께 기업의 수익성 개선을 가져왔다.

그렇지만 이러한 변화는 시장에 의해 자율적으로 이루어진 결과라기보다는 외환위기 이후 정부 주도의 기업구조조정 정책에 따라 단기간에 이루어진 것으로, 외형적으로는 선진국 수준보다 훨씬 더 건실한 현재의 기업 재무구조가 장기적으로 안정적인 수준인 것으로 보기는 어려운 면도 있다. 회사채와 주식발행은 대기업 위주로 이루어졌으며, 특히 회사채 발행에 의한 자금조달은 1998년 피크를 이루었으나 그 이후 금융시장 여건에 따라 기복이 매우 심하여 극히 신용도가 좋은 기업이 아니면 자금조달이 어려운 상태가 지속되었다. 2002년에 들어서는 우량 대기업을 중심으로 차입금에 대한 지속적 상황이 이루어진 반면 중소기업들은 은행차입을 증가시켜 기업 부문 전체로 간접금융에 의한 자금조달이 증가하였다. 기업의 수익성은 생산성 개선보다 저금리, 투자 축소, 내부자금 위주의 자금조달의 효과에 기인한 바가 크며, 직접금융시장 또한 우량 대기업을 제외한 중소기업의 차입금 의존은 오히려 심해져서 재무구조의 개선 또한 양극화되는 모습을 보였다.

외환위기 이후 강조된 내부자금 위주의 자금조달방식은 재무구조 개선이라는 긍정적인 측면에도 불구하고 축소지향적인 기업경영행태를 유발하고 있는 것도 사실이다. 기업재무구조 개선의 상당 부분은 투자자금 수요의 하락에 기초하고 있으며 시설투자가 이루어지더라도 기존 시설의 유지보수가 중심이 되는 단기적인 투자로 흐르고 있다. 2003년 현재에도 자금조달 규모가 환란 이전의 수준을 회복하지 못하고 있는바, 기업 부문의 투자부진은 우리경제의 성장잠

재력을 저하시킨다는 점에서 투자활성화를 위한 다각적인 노력이 필요함을 시사하고 있다. 참고로 산업은행의 2003년 설비투자 전망 조사에 따르면 설비투자 애로요인으로 수요부진(35.8% : 내수(26.1%), 수출(9.7%)), 기존설비과잉(16.0%), 자금조달애로(15.7% : 내부(11.9%), 외부(3.8%)), 수익성저하(9.8%)를 들고 있다.

실제로 부문별 자금순환 추이를 살펴보면 기업 부문의 자금부족액이 전체적으로 감소추세를 보이고 있으며 2003년 4/4분기에는 기업 부문의 자금잉여 현상까지 나타났다. 일반은행의 총자산증가율이 94~97년 평균 19.9%이었으나 외환위기 이후에는 99~02년 평균 12.9%를 기록하여 큰 폭으로 둔화된 가운데 가계대출 비중이 급증하였으며, 1998년 이후 개인 부문의 자금잉여액도 감소 추세를 보이면서 가계의 잉여자금이 기업으로 유입되는 전통적인 금융중개 기능이 현저히 저하되고 있음을 알 수 있다.

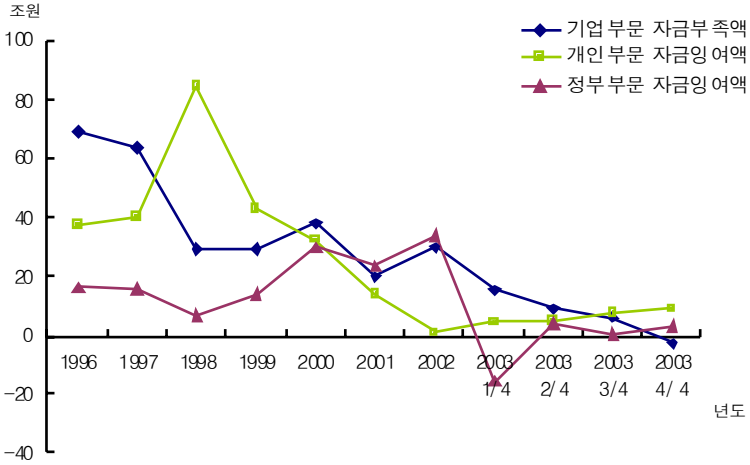
<표 26> 부문별 자금순환 추이

(단위 : 조원)

연도 구분	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 1/4	2003 2/4	2003 3/4	2003 4/4
기업	68.9	63.6	29.2	29	37.9	19.7	29.5	15.1	9.3	5.9	-2.7
개인	37.5	39.9	84.5	42.8	32.5	13.5	0.8	4.6	4.7	7.7	8.9
정부	16.1	15.7	6.6	13.6	29.7	23.8	33.8	-15.8	4.0	0.2	2.7

주 : 기업 부문은 자금부족액(-는 자금잉여)이며, 개인 및 정부는 자금잉여액임(-는 자금부족)
자료 : 한국은행

<그림 5> 부문별 자금순환 추이



(2) 시장중심 금융시스템으로의 전환 미완성

외환위기 이후 은행중심의 기업자금 공급체제를 직접금융시장 중심의 체제로 전환하려는 정부노력의 결과는 성과에 못지않게 많은 문제점을 노정하였다. 직접금융시장의 자금공급 기능은 매우 불안정한 모습을 보였으며, 주식시장의 부진과 단기채 중심의 회사채시장으로 인해 기업들이 시설투자를 위한 안정적인 장기자금을 조달하기는 매우 힘든 상황이다. 특히 직접금융의 대부분을 차지하고 있는 회사채시장의 경우 외부의 충격이 있을 때마다 시장자체가 마비되는 등 자금조달시장으로서의 안정적 역할을 하지 못하고 있으며, 최근에는 오히려 간접금융을 위주로 한 기업자금조달이 이루어지고 있는 상황이나 은행대출 중 기업대출이 차지하는 비중은 줄어드는 추세이다. 은행을 제외한 비은행 금융기관의 기업자금 공급비중은

크게 줄어들었으며, 특히 기업금융을 주 업무로 하는 증권사의 퇴출에 따라 이를 통한 자금공급이 97년말 대비 90% 가까이 축소되었다.

<표 27> 증권사 자금운용변화 추이

연도중	대출	외화	리스	합계	증감률	97년말 대비
1997	23.8	1.4	12.7	37.9		
1998	13.0	1.1	8.1	22.2	-41.42%	-41.42%
1999	10.5	0.3	5.0	15.8	-28.83%	-58.31%
2000	6.9	0.2	3.3	10.4	-34.18%	-72.56%
2001	4.0	0.2	1.8	6.0	-42.31%	-84.17%
2002	4.3	0.0	0.5	4.8	-20.00%	-87.34%

자료: 금융감독원

결국 작금의 상황은 직접금융시장 중심의 기업자금 공급시스템으로의 전환이 아직까지 제대로 자리잡지 못하고 있는 가운데 비은행 금융기관을 통한 금융지원마저 위축되고 있어 기업자금의 공급에 있어서 은행에 대한 의존도가 오히려 높아지고 있다는 것을 시사한다. 이처럼 기업금융 공급시스템에서 은행의 중요성이 심화되는 가운데에도 은행의 기업대출 비중은 하락하고 있어 은행이 기업과의 장기적 관계에 기초한 기업정보를 제대로 생산하지 못하고 오히려 담보대출의 비중은 증가하고 신용대출이 축소되는 등 은행중심 금융시스템하에서의 전통적 역할조차도 제대로 수행되지 않고 있는 상태이다. 이에 따라 잠재적 금융부실이 계속 축적됨으로써 금융불안이 더욱 심화되고 있는바, 모든 은행이 가계대출에만 치중하는 등 은행들의 자산구성이 동질화됨에 따라 특정 위험에 과다하게 노출

된 가운데 투신사 및 카드사의 구조조정 지연으로 금융불안 요인이 누적되고 있는 실정이다.11)

<표 29> 일반은행의 담보별 여신 현황

(단위 : %)

구분	1997	1998	1999	2000	2001	2002
담 보	47.6	45.9	46.2	45.0	49.3	52.9
보 증	10.0	14.3	12.6	11.3	11.1	10.1
신 용	42.3	39.8	41.2	43.7	39.6	37.0
합 계	100	100	100	100	100	100

주 : 원화대출금 연말 기준

자료 : 금융감독원, 은행경영통계 각 호, 진태홍 외(2004) 재인용

11) 전업 신용카드 8사의 03.1~9월 중 당기 순손실은 4조 1,440억 원에 달한다.

Ⅳ. 국내은행의 기업금융

1. 외환위기와 기업금융시스템

앞 장에서 살펴본 바와 같이 우리나라의 기업금융시스템은 외환 위기를 겪으면서 상당한 변화를 경험하였다. 이러한 변화의 가장 큰 특징은 다음과 같이 세 가지로 요약될 수 있다.

첫째, 기업자금 공급시스템의 은행중심구조가 더욱 심화되었다. 직접금융시장은 외환위기 이후의 눈부신 양적 확대에도 불구하고 시장상황에 따른 부침이 극심하여 기업에 대한 안정적인 자금공급원의 역할을 수행하기에는 역부족이었다. 이와 더불어 기업자금 공급의 일익을 담당하던 제2금융권 기관들이 대거 몰락함으로써 기업 자금 공급에 있어서 은행의 차지하는 중요성이 외환위기 이전에 비해 크게 높아지게 되면서 기업금융시스템의 은행중심 성향이 더욱 강화되는 결과를 가져왔다.

둘째, 극심한 양극화 현상이다. 우량 대기업 및 일부 IT기업을 중심으로 유상증자, 기업공개 및 회사채 발행을 통한 자금조달이 활성화되어 은행에 대한 차입의존도를 크게 낮출 수 있었던 반면 신용도가 낮은 중견 및 중소기업의 경우 시장규율의 부재로 인한 직접금융시장의 과도한 부침 때문에 시장 접근 자체가 원천적으로 차단되는 결과를 가져왔다. 이에 따라 대기업의 괄목할 만한 재무구조 개선에도 불구하고 중견 및 중소기업의 은행대출 의존도는 더욱 심화되어 이자보상비율이 100% 미만인 잠재적 부실기업의 숫자 및 이들의 부채 및 차입금 비중이 외환위기 이후 급격히 증가하는 현상을 가져왔다.

셋째, 기업자금 공급시스템의 은행의존도가 심화됨에 따라 기업대출금의 절대액은 외환위기 이후에도 꾸준히 증가하고 있지만 은행의 대출포트폴리오상에서 기업대출금이 차지하는 비중이 크게 줄

어 들었다. 즉 외환위기 이후 간접금융의 비중이 확대되는 추세에도 불구하고 적어도 은행의 대출포트폴리오상에서는 기업금융의 탈은행화가 지속되고 있는 상황이다.

위의 세 가지 특징 중 첫째는 정부가 의도한 구조조정의 기본 방향과는 달리 기업금융시스템이 은행중심구조에서 시장중심구조로 전환하는 데에 실패하였음을 시사한다. 둘째 및 셋째는 외환위기 이후 기업금융시스템이 아직 안정적인 모습을 찾지 못하고 있음을 반증하는 것으로 볼 수 있다. 일부에서는 이러한 현상을 두고 우리나라의 기업금융시스템이 붕괴 직전의 상황에 이르렀다는 주장을 제기하기도 하지만, 이와 같은 극단적인 주장을 뒷받침하기에는 보다 면밀한 분석이 필요한 것으로 판단된다. 문제의 핵심은 외환위기를 겪으면서 국내은행들의 기업금융 지원기능이 유지 내지 제고되었는지를 밝히는 데에 있다. 특히 관심을 가져야 할 부분은 탈은행화의 추세에도 불구하고 또한, 직접금융시장의 부침에도 불구하고 은행의 기업 부문에 대한 자금공급이 탄력적으로 이루어져 금융시스템 전체의 기업 부문에 대한 자금지원의 효율성이 유지되었는지를 밝히는 문제로 생각된다.

2. 외환위기 이후 국내은행의 기업금융 추이

(1) 기업여신 규모

1) 광의의 기업금융

은행대출금 중에서 기업대출의 비중이 축소되는 것은 구조조정 과정에서 파생된 문제라기보다는 1991년 이래로 지속되고 있는 추세, 즉 외환위기가 발생하지 않았다고 하더라도 나타났을 자연스러

은 현상으로 해석될 수도 있다. 따라서 외환위기를 계기로 은행의 기업금융 지원기능에 실질적인 변화가 있었는지를 알아보기 위해서 대출금 이외에도 기업에 대한 자금공급으로 간주될 수 있는 다양한 유형의 여신을 포함하여 분석할 필요가 있다.

다음 표는 기업자금대출 이외에 외화대출금과 내국유산스, 지보대지급금, 내국신용장매입 및 매입외환 등 광의의 기업금융으로 간주할 수 있는 여신을 모두 포함한 기업금융의 변화 추이다. 우리는 여기에서 외환위기 이후 국내은행의 기업에 대한 금융지원이 이전과 같지 않다는 사실을 명확히 알 수 있다. 우선 외환위기 이전에 꾸준히 두 자릿수의 증가율을 유지하던 기업금융의 규모가 1998년 -16.9%, 2001년 -7.42%로 실질적인 감소를 보여줄 뿐 아니라, 1999년과 2000년에도 매우 낮은 증가율에 머물렀다. 그 결과 외환위기 이전의 6년간(1991년말~1997년말) 71.9조원에서 191.9조원으로 166.9%의 증가율을 시현하였던 기업금융이 외환위기 이후 6년(1997년말~2003년말) 동안에는 18.73% 증가에 그치고 있다.

<표 30> 국내은행의 기업금융지원 추이

(단위 : 억원)

연도	기업자금대출	외화대출금	내국유산스	지보대지급	내국신용장	매입외환	기업금융계	증감률
1991	446,676	186,744	170	12,401	7,185	66,176	719,352	
1992	515,273	207,286	162	17,787	7,079	80,837	828,424	15.16%
1993	550,602	224,857	276	22,030	7,021	91,351	896,137	8.17%
1994	618,323	276,773	536	22,181	8,366	115,953	1,042,132	16.29%
1995	748,706	348,809	939	24,602	9,185	155,190	1,287,431	23.54%
1996	851,410	440,422	1,408	29,035	9,404	211,075	1,542,754	19.83%
1997	942,955	653,252	1,939	6,455	2,883	281,906	1,919,390	24.41%
1998	928,510	432,188	295	38,800	6,191	188,386	1,594,370	-16.93%

<표 30> 계속

연도	기업자금대출	외화대출금	내국유신스	지보대지급	내국신용장	매입외환	기업금융계	증감률
1999	1,128,696	314,345	610	37,975	6,844	195,223	1,683,693	5.60%
2000	1,303,068	257,811	3,224	23,955	6,948	195,930	1,790,936	6.37%
2001	1,317,067	156,068	19,353	10,744	4,795	150,057	1,658,084	-7.42%
2002	1,619,346	176,924	100,731	5,141	4,579	148,561	2,055,282	23.96%
2003	1,822,697	192,139	105,550	4,332	4,303	149,964	2,278,985	10.88%

자료 : 금융감독원

2) 신탁대출

신탁대출은 한때 은행계정 대출의 보완수단으로 무시할 수 없는 규모를 유지하고 있었으므로 은행의 여신행태를 분석함에 있어서 이를 포함시키는 것이 필수적이라고 할 수 있다. 그러나 현재 발표되는 통계상으로 신탁대출의 내역을 기업과 가계 등으로 분해하는 것이 불가능하기 때문에 신탁계정 내의 정확한 기업금융 규모를 산정하는 것은 불가능하다. 우선 <표 31>은 신탁대출금이 모두 기업대출에 사용된 것이라고 가정한 경우이다. 이 표에서 외환위기 이전 거의 매년 20%대의 증가율을 보이던 합계액이 외환위기 이후에는 계속 감소세를 나타내다가 최근 2002년과 2003년에야 다시 증가세로 돌아섰다. 이러한 결과 외환위기 이전 6년간 85.3조원에서 244.9억으로 187.1%의 증가를 보이던 것이 외환위기 이후 6년 사이에 230.3억원으로 5.96% 감소하였음을 알 수 있다. 물론 이 경우의 합계액은 실제 기업에 대한 금융지원을 과대평가한 금액이다. 신탁대출에는 가계 등에 대한 대출이 포함되어 있기 때문이다. 그렇지만 대출의 구성상 신탁대출의 상당 부분이 기업대출이라는 추정이 어느 정도 정당화될 수 있다면 이 표는 매우 중요한 의미를 가진다.¹²⁾

<표 31> 일반은행의 기업금융 및 신탁대출 추이

(단위 : 억원)

연도	기업금융계	신탁대출	합계	증가율
1991	719,352	134,107	853,459	
1992	828,424	202,035	1,030,459	20.74%
1993	896,137	226,081	1,122,218	8.90%
1994	1,042,132	314,869	1,357,001	20.92%
1995	1,287,431	397,012	1,684,443	24.13%
1996	1,542,754	473,827	2,016,581	19.72%
1997	1,919,390	529,838	2,449,228	21.45%
1998	1,594,370	358,355	1,952,725	-20.27%
1999	1,683,693	245,385	1,929,078	-1.21%
2000	1,790,936	126,225	1,917,161	-0.62%
2001	1,658,084	47,451	1,705,535	-11.04%
2002	2,056,282	35,952	2,091,234	22.61%
2003	2,278,985	24,266	2,303,251	10.14%

자료 : 금융감독원

한편 다음 표는 신탁대출의 구성 중 기업대출의 비중이 원화대출 금 중의 기업자금대출 비중과 동일한 것으로 간주하고 기업금융의 규모를 추정해본 것이다. <표 31>보다 다소 완화된 것은 하였지만 1991년말 83.8조원에서 1997년말 225.7조원으로 169.3% 증가하였던 합계금액이 2003년말에는 229조원으로 97년말 대비 겨우 1.46% 증가에 그치고 있다.

- 12) 특히 외환위기 이전에는 신용도가 낮은 중소기업에 높은 이자율을 적용하거나 대출 규모가 한도를 넘어선 대기업에 대한 추가 대출 등 신탁대출이 은행계정 대출에 대한 엄격한 감독을 회피하기 위한 통로로 활용되는 경향이 있었기 때문에 신탁대출의 상당 부분이 기업대출이었을 것이란 추론이 가능하다.

<표 32> 일반은행의 기업금융(신탁 포함) 추이

(단위 : 억원)

연도	기업금융계	신탁기업대출	합계	증가율
1991	719,352	118,765	838,117	
1992	828,424	180,761	1,009,185	20.41%
1993	896,137	199,132	1,095,269	8.53%
1994	1,042,132	259,358	1,301,490	18.83%
1995	1,287,431	305,660	1,593,091	22.41%
1996	1,542,754	355,418	1,898,172	19.15%
1997	1,919,390	337,825	2,257,215	18.92%
1998	1,594,370	227,770	1,822,140	-19.27%
1999	1,683,693	150,298	1,833,991	0.65%
2000	1,790,936	70,913	1,861,849	1.52%
2001	1,658,084	23,090	1,681,174	-9.70%
2002	2,055,282	16,286	2,071,568	23.22%
2003	2,278,985	10,922	2,289,907	10.54%

자료 : 금융감독원

이와 같은 분석은 외환위기 이후 국내은행의 기업 부문에 대한 금융지원 위축이 단순히 비중상의 문제가 아닌 절대액의 문제로 받아들여져야 함을 시사한다. 즉 외환위기 이후 국내은행을 통한 기업 부문에의 자금공급은 그 절대액 자체가 거의 늘어나지 않는 현상을 보였으며, 단순한 탈은행화의 추세를 넘어 은행의 기업금융 지원기능이 실제로 위축되는 추세에 있다는 증거로 볼 수 있다.

3) 직접금융을 통한 은행의 기업금융지원

은행은 기관투자자로서 직접금융시장에 참여한다. 따라서 은행 및 신탁계정에서 보유하는 회사채 및 주식은 직접금융시장을 통한 은행의 우회적인 기업금융으로 볼 수 있다. <표 33>은 이처럼 직접금융시장을 통한 금융지원을 포함하더라도 국내은행의 기업 부문에 대한 금융지원이 외환위기 이후 축소되고 있음을 보여주고 있다. 1991년말 97.6조원에서 1997년말 285.2조원으로 192.2% 증가하였던 기업금융 총액이 2003년말까지는 283.2조원으로 97년말 대비 0.7% 감소하고 있음을 알 수 있다.

<표 33> 일반은행 기업금융(신탁 및 유가증권 포함) 추이

(단위 : 억원)

연도	기업금융계 (신탁 포함)	사채	주식	신탁사채	신탁주식	총 기업금융	증기율
1991	838,117	47,800	22,111	48,122	20,102	976,252	
1992	1,009,185	34,349	27,335	72,599	23,569	1,167,037	19.54%
1993	1,095,269	29,480	36,055	85,838	30,461	1,277,103	9.43%
1994	1,301,490	31,210	62,678	110,450	51,063	1,556,891	21.91%
1995	1,593,091	54,388	79,665	145,653	61,627	1,934,424	24.25%
1996	1,898,172	93,765	84,661	177,902	58,115	2,312,615	19.55%
1997	2,257,215	192,581	89,173	255,869	57,581	2,852,419	23.34%
1998	1,822,140	291,180	62,407	260,517	16,126	2,452,370	-14.02%
1999	1,833,991	241,775	66,490	265,609	34,326	2,442,191	-0.42%
2000	1,861,849	362,875	46,721	212,095	38,372	2,521,912	3.26%
2001	1,681,174	343,960	71,863	220,717	52,109	2,369,823	-6.03%
2002	2,071,568	284,864	61,887	212,178	58,877	2,689,374	13.48%
2003	2,289,907	286,825	64,766	144,374	47,003	2,832,875	5.34%

자료 : 금융감독원

4) 대손상각의 고려

한편 외환위기 이후 국내은행들의 대손상각 규모가 급속히 증대되었다는 사실도 주목할 필요가 있다. 대손상각은 대차대조표상에 나타나는 여신규모를 축소시키는 효과가 있지만 은행의 입장에서 볼 때 기업 부문에 대한 지원을 회수한 것은 아니기 때문에 기업에 대한 금융지원의 규모를 산정함에 있어서 이를 감안할 필요가 있다. 그러나 대손상각에 대한 은행 통계상 기업과 기타 부문이 구분되지 않기 때문에 대손상각을 포함한 기업 부문에 대한 금융지원의 규모를 정확하게 분석하는 것은 곤란하다. 그러나 신탁대출의 경우와 마찬가지로 대손상각 중 기업 부문에 대한 금액의 비중이 원화대출금 중 기업 부문의 비중과 동일하다는 가정하에 분석을 진행하는 것에 는 무리가 있는 것으로 판단된다. 가계대출의 부실화가 문제되기 시작한 것은 2002년에 들어와서부터이기 때문이다. 단순화를 위해 대손상각의 전액을 기업 부문에 대한 것으로 가정하고 다음과 같은 표를 만들어 보면 대손상각을 감안한 일반은행의 기업 부문에 대한 금융지원 총액이 외환위기 이전에는 매년 두 자릿수의 증가세를 보였지만 외환위기 이후인 1997년말~2002년말 기간 동안 286.8조원에서 274.4조원으로 4.3% 감소하였음을 알 수 있다. 실제로 2002년 말 가계대출의 부실문제가 본격적으로 대두된 점을 감안한다면 실제 국내은행의 기업에 대한 금융지원 감소규모는 이를 웃돌 것이라고 미루어 짐작할 수 있다.¹³⁾

13) <표 34>는 2002년까지만을 분석대상으로 하였다. 그 이유는 2002년 신용카드를 포함한 가계부실의 문제가 크게 대두되었고, 그 결과 2003년의 대손상각은 내용 면에서 그 이전과 크게 달라졌을 것이라는 추론이 가능하기 때문이다.

<표 34> 일반은행의 기업금융(대손상각 포함) 추이

(단위 : 억원)

연도	총 기업금융 (신탁, 유가증권 포함)	대손상각	합계	증가율
1995	1,934,424	9,502	1,943,926	
1996	2,312,615	13,793	2,326,408	19.68%
1997	2,852,419	16,424	2,868,843	23.32%
1998	2,452,370	26,712	2,479,082	-13.59%
1999	2,442,191	43,459	2,485,650	0.26%
2000	2,521,912	95,621	2,617,533	5.31%
2001	2,369,823	102,502	2,472,325	-5.55%
2002	2,689,374	54,670	2,744,044	10.99%

자료 : 금융감독원

5) 제2금융권 및 자본시장과의 보완관계

이상의 분석은 외환위기 이후 국내은행의 기업금융 지원기능이 크게 약화되었다는 주장을 뒷받침하고 있는 것으로 보인다. 기업대출금이 1997년말~2003년말의 6년간 88조원이나 증가하였음에도 불구하고(1991년말~1997년말은 49.6조원 증가) 기업금융의 범위를 외화대출, 내국유산스매입, 지보대지급금, 내국신용장어음매입 및 매입외환을 포함하도록 확대할 경우 6년간의 순증액이 36조원에 그치며, 여기에 다시 신탁계정의 기업대출을 감안하면 겨우 3.3조원 증가를 나타내며, 여기에 사채 및 주식의 유가증권 투자를 통한 간접지원을 포함하면 약 2조원의 순 감소를 보인다. 여기에 대손상각을 고려하면 2002년말 기준으로 기업금융총계는 97년말 대비 12.4조원의 순 감소를 나타내게 된다.

그러나 이처럼 은행의 기업금융이 감소하였다는 사실 자체가 기

업금융시스템의 붕괴를 의미하는 것은 아니다. 은행의 기업금융을 대체할 수 있는 자금공급원을 감안할 필요가 있기 때문이다. 1997년말 현재 국내은행, 중금 및 자본시장의 자기자본을 제외한 기업 부문에 대한 자금공급 총액은 330.3조원에 달하며(은행 기업금융 225.7조원, 중금 37.9조원과 회사채 발행 잔액 90.1조원에서 1998년 상환될 23.4조원을 차감한 총액), 외환위기 이후 이들 시장에서 기업 부문에 공급된 자금의 총액 130.7조원은 약 40%의 자금공급 증가를 의미한다. 따라서 국내은행 및 중금사의 기업 부문에 대한 자금지원의 축소는 자본시장을 통한 직접금융으로 충당되었으며 금융시장 전체로 볼 때 기업 부문에 대한 자금공급 자체는 큰 문제가 없었던 것으로 해석될 수도 있다.

<표 35> 외환위기 이후 기업 부문에 대한 자금공급

(단위 : 조원)

연도	국내은행	중금사	자본시장	합계	누계
1998	-43.2	-15.7	46.9	-12.0	-12.0
1999	1.1	-6.4	38.1	32.8	20.8
2000	2.9	-5.2	28.3	26.0	46.8
2001	-18.2	-4.4	33.0	10.4	57.2
2002	39.2	-1.2	35.5	73.5	130.7
누계	-18.2	-32.9	181.8	130.7	

자료 : 금융감독원

실제로 백웅기(2002)의 연구에 의하면 외환위기 이후 국내 금융시장에서의 신용경색은 98년초와 2001년초에 일시적으로 나타났다. 이는 위의 표에서 금융시장 전체의 기업 부문에 대한 자금공급이 축소 혹은 충분히 확대되지 않은 시기와 일치한다. 하지만 이 두 시

기가 모두 국내은행이 기업 부문에 대한 금융지원을 대규모로 축소 한 시기와 일치한다는 점은 특별한 의미를 가진다. 기업 부문에 대한 자금공급원으로의 직접금융시장의 역할 증대에도 불구하고 기업 부문에 대한 은행권의 금융지원은 금융시장 안정에 중요한 의미를 가진다는 시사점을 얻을 수 있기 때문이다. 백웅기(2002)의 연구에 의하면 신용경색의 기간은 오래 지속되지 않았으며, 이는 은행권의 기업 부문에 대한 금융지원 축소가 신용경색을 촉발trigger시켰지만 직접금융시장에서의 자금공급 확대가 이를 신속히 완화시켜 준 것으로 해석될 수도 있다.

(2) 자산포트폴리오 구성

1) 적극적인 기업금융 축소

국내은행 기업금융의 절대액 감소 추세는 1997년말~2001년말의 현상이고, 2002년에는 이러한 추세가 반전되어 기업금융의 범위에 관계없이 두 자릿수의 높은 증가율을 시현하였다. 이는 은행이 의도적으로 기업금융의 규모를 조절하였다기보다 은행에 대한 시장으로부터의 자금공급 상황에 따라 은행을 통한 기업금융의 규모가 변화하였다는 추론을 가능케 한다. 즉 외환위기 직후인 1998년에는 국내은행에 대한 예금자의 신뢰 상실로 시중자금이 직접금융시장으로 물리면서 은행의 기업금융은 급속히 위축되었으며, 1999년에는 주식시장의 활황으로 상대적으로 은행권을 경유하는 자금의 규모가 담보 혹은 소폭 감소의 추세를 유지하였고, 1999년 하반기의 대우 사태, 2000년 5월 이후 현대그룹 유동성 위기에 대한 우려 등으로 투신권의 자금이 은행권으로 이동하면서 은행권의 기업 부문에 대한 자금공급은 2000년에 다소 확대되었으며, 다시 2002년의 회사채

시장에서의 대규모 상황에 따른 기업 부문의 자금수요를 유일하게 자금여유를 가지고 있던 은행권이 충족시킴으로써 기업금융 규모가 급속히 확대되었다는 것이다.¹⁴⁾

그렇지만 외환위기 이후 은행권의 기업금융 위축은 이처럼 은행에 대한 자금공급이라는 측면에서보다 국내은행들의 적극적인 포트폴리오 재편이라는 시각에서 설명하는 것이 타당해 보인다. 이는 외환위기 이후 국내은행의 주요 자금조달 및 운용의 변화 추이를 살펴볼 때 극명하게 드러난다.

<표 36> 일반은행의 주요 자금조달

(단위 : 조원)

년월말	원화 예수금	양도성 예금증서	외화 예수금	원화 차입금	외화 차입금	발행 금융채권	금전 신탁	합계	증가율	97년 대비
1997	136.0	20.0	71.9	23.3	28.7	17.6	171.2	468.7		
1998	185.4	10.9	42.2	27.0	26.4	14.7	133.9	440.5	-6.02%	-6.02%
1999	262.7	11.4	30.8	24.3	23.6	19.5	98.6	470.9	6.90%	0.47%
2000	322.4	11.7	25.3	20.7	18.8	23.4	62.4	484.7	2.93%	3.41%
2001	360.6	13.2	19.4	22.6	16.0	26.8	65.9	524.5	8.21%	11.91%
2002	404.2	21.5	17.7	18.3	26.3	50.4	58.0	596.4	13.71%	27.25%
2003	429.1	30.3	21.2	20.0	25.6	36.5	44.3	607.0	1.78%	29.51%

자료 : 금융감독원

1997년말 이후 2003년말까지의 6년간 금전신탁을 포함한 일반은행의 주요 자금조달은 138.3조원(29.5%) 증가하였다. 이 기간 중 조달 측면에서의 특징적인 현상은 우선 금전신탁의 급속한 위축(126.9

14) 물론 이러한 추론은 2001년의 기업금융 축소를 설명할 특별한 공급 측면의 이유를 찾지 못하고 기업 부문의 자금수요 부진을 직접적인 원인으로 본다.

조원, 74.1%)을 들 수 있는바, 금전신탁으로부터 은행계정으로 대규모 자금이동이 있었음을 알 수 있다. 은행계정 내에서는 원화예수금(293.1조원, 215.6%)이 크게 늘어났으며, 및 발행금융채권의 경우 2002년까지 폭발적으로 증대되었지만(32.8조원, 186%) 2003년에는 그 규모가 축소되었다.

<표 37> 일반은행의 주요 자금운용

(단위 : 조원)

년월말	유가 증권	원화 대출금	외화 대출금	기타 기업금융	신용카드 채권	신탁계정 대출금	신탁계정 유가증권	합계	증가율	97년 대비
1997	71.9	147.9	65.3	32.3	9.2	53.0	124.5	504.1		
1998	109.4	146.1	43.2	23.6	7.1	35.8	97.3	462.5	-8.25%	-8.25%
1999	124.6	184.3	31.4	24.1	8.1	24.5	77.6	474.6	2.62%	-5.85%
2000	129.6	231.9	25.9	23.0	14.3	12.6	55.7	493.0	3.88%	-2.20%
2001	137.9	270.7	15.6	18.5	21.5	4.7	59.0	527.9	7.08%	4.72%
2002	131.4	357.4	17.7	26.0	19.6	3.6	53.1	608.8	15.32%	20.77%
2003	131.8	405.0	19.2	26.4	19.7	2.4	39.6	644.1	5.8%	27.8%

자료 : 금융감독원

자금운용 측면에서는 원화대출금(251.1조원, 169.8%)과 은행계정 유가증권(59.9조원, 83.3%)의 증대가 두드러지며, 금액비중은 크지 않지만 신용카드채권(10.5조원, 113%)이 높은 증가율을 보였다. 신탁계정 자금운용의 급속한 감소는 신탁자금조달의 위축에 따른 자연스러운 현상이다.

외환위기 이후 자금운용 측면의 변화를 기업 부문과 가계 부문으로 나누어 분석해 보면 우선 눈에 띄는 것이 1998년 중 기업 및 가계 부문이 모두 큰 폭으로 감소하였다는 점이다.¹⁵⁾ 이는 곧 국내은

행들이 외환위기 직후의 혼란한 시기를 맞아 신용리스크를 내포한 자산을 거의 무차별적으로 축소하였다는 것을 의미한다. 그러나 1999년 이후에는 가계자금대출, 주택자금대출 및 신용카드채권이 매우 빠른 속도로 증가하여 1997년말 기업금융의 1/4 정도에 불과하던 가계금융이 2002년말에는 기업금융과 거의 동등한 규모에 이르게 된다. 즉 외환위기 이후 5년의 기간 동안 국내은행의 자금조달이 297.6조원에서 538.3조원으로 240.8조원 증가한 중에서 기업금융에 충당된 자금은 불과 8.3%인 20.1조원에 불과하며, 무려 62.7%인 150.9조원이 가계금융에 충당된 것이다. 한편 동일한 기간 중 국공채 등에 대한 국내은행의 투자는 자금조달 증가액의 22.0%인 53.0조원에 달한다.

<표 38> 기업 및 가계금융 증감률 비교

(단위 : 억원)

연도	기업금융	증감률 (%)	가계자금 대출	증감률 (%)	주택자금 대출	증감률 (%)	신용카드 채권	증감률 (%)	가계금융 합계	증감률 (%)
1997	2,201,143		295,415		204,791		92,387		592,593	
1998	1,947,957	-11.50	268,053	-9.26	204,862	0.03	71,244	-22.89	544,159	-8.17
1999	1,991,958	2.26	431,985	61.16	229,098	11.83	81,167	13.93	742,250	36.40
2000	2,200,532	10.47	650,039	50.48	261,949	14.34	143,306	76.56	1,055,295	42.18
2001	2,073,908	-5.75	1,038,262	59.72	299,841	14.47	215,474	50.36	1,553,577	47.22
2002	2,402,033	15.82	1,465,094	41.11	440,890	47.04	196,130	-8.98	2,102,114	35.31
2003	2,630,576	9.51	1,657,315	13.12	520,371	18.03	197,808	0.86	2,375,494	13.01

자료 : 금융감독원

15) 기업금융은 은행계정의 기업자금대출금, 외화대출금, 내국유산스매입, 지보대지급금, 내국신용장어음매입, 매입외환과 회사채 및 주식을 합한 금액이다. (즉 신탁계정이나 대손상각의 영향은 배제되었다.)

한 가지 특기할 사실은 2001년부터 제기되기 시작한 가계 부문의 부실화문제가 2002년까지 국내은행의 포트폴리오 전략상 본격적인 방향전환을 이끌어내지는 못하고 있다는 점이다. 2002년 가계금융 증가율이 35.3%로 2000년 및 1999년보다 현저히 낮아지기는 하였지만 신용카드 채권이 감소 추세로 돌아섰을 뿐 가계자금대출 및 주택자금대출은 여전히 40%대의 높은 증가율을 유지하고 있기 때문이다. 2003년에는 가계금융의 증가율이 현저히 둔화되었지만 이것이 포트폴리오 정책의 변화 때문인지 혹은 전반적인 자금조달의 둔화 때문인지는 아직 단정하기 어려운 상황이다.

2) 대기업 중심의 기업금융 축소

국내은행의 기업금융 축소는 주로 대기업을 중심으로 이루어진 것으로 보인다. 다음 표는 외환위기 이후 5년간 원화기업대출금 중 중소기업대출금의 비중 변화를 보여준다.

<표 39> 원화기업대출금과 중소기업대출금 변화 추이

(단위 : 조원)

연도말	원화기업 대출금	증감률	중소기업 대출금	증감률	중소기업 대출금 비중
1997	94.3		64.9		68.82%
1998	92.9	-1.48%	59.4	-8.47%	63.94%
1999	112.9	21.53%	78.6	32.32%	69.62%
2000	130.3	15.41%	92.2	17.30%	70.76%
2001	131.7	1.07%	102.6	11.28%	77.90%
2002	161.9	22.93%	135.7	32.26%	83.82%

자료 : 금융감독원

외환위기 이전 기업대출의 70%를 하회하던 중소기업대출금은 외환위기 이후 5년 동안 70.8조원이 증가하여 2002년말에는 원화기업대출금의 84%를 차지하고 있다. 이 기간 중 원화기업대출금의 증가가 67.4조원에 그쳤으므로 대기업대출은 절대액으로 감소하였음을 알 수 있다. 대출금 이외의 기업금융은 공표되는 자료상으로 대기업과 중소기업의 구분이 어렵지만 이들 항목의 상당 부분이 대기업의 상거래와 관련되어 있음을 감안할 때 외환위기 이후 국내은행의 기업여신 감축이 대기업 위주로 이루어졌음을 어렵지 않게 짐작할 수 있다.

그렇지만 이와 같은 대기업에 대한 은행권의 금융지원 축소가 직접적으로 대기업의 자금경색을 가져오지는 않은 것으로 분석된다. 그 이유는 외환위기 직후인 1998~1999년 중 급속히 확대된 직접금융시장을 통한 자금의 공급이 대부분 대기업에 유입되었기 때문이다.

<표 40> 대기업 및 중소기업 직접금융 추이(발행 기준)

(단위 : 조원)

연도중	대기업			중소기업			자산담보부 회사채
	주식	회사채	합계	주식	회사채	합계	
1997	2.3	32.3	34.6	1.1	2.0	3.1	
1998	13.2	55.3	68.5	1.1	0.7	1.8	
1999	34.4	24.9	59.3	6.7	1.3	8.0	4.5
2000	5.7	17.3	23.0	8.6	0.4	9.0	41.0
2001	4.7	46.0	50.7	7.5	1.6	9.1	39.6
2002	6.1	46.4	52.5	3.7	2.1	5.8	29.0
2003	7.1	33.9	41.0	4.2	0.2	4.4	27.6

자료 : 금융감독원

(3) 대출행태

한국은행은 매분기 국내 금융기관의 대출담당자들을 상대로 전화 서베이를 실시하는바, 그 결과는 엄밀한 의미의 계량적 지표는 아니지만 실제 대출담당자들이 피부로 느끼는 시장상황을 알려준다는 점에서 매우 중요한 정보를 제공해 준다. 다음 표는 1999년 4/4분기~2003년 4/4분기의 서베이 결과이다. 위험 DI는 각 대출대상 그룹별로 신용리스크가 이전 분기에 비하여 상승하였는지의 여부를 나타내며, 태도 DI는 대출공급자의 입장에서 대출공급기조를 확대하였는지의 여부를 나타내는 지표로서 반드시 대출규모의 증감과 일치하지는 않지만 수요자 입장에서 느낄 차임용이성의 변화와 더 큰 관련을 가진다. 한편 수요 DI는 대출에 대한 수요의 증가 여부를 나타내는 지표이다.¹⁶⁾¹⁷⁾

우선 대기업을 살펴보면 국내은행들은 대략 2001년 상반기까지 대기업을 신용리스크를 크게 우려하였으나 2001년 3/4분기부터 2003년 1/4분기까지는 신용리스크 증가를 별로 걱정하지 않는 상황이었으며, 2003년 2/4분기 이후 다시 점차 신용리스크가 증가하는 것으로 인식하고 있음을 알 수 있다. 그러나 특이한 것은 국내은행들의 대기업을 대한 대출태도가 이러한 신용리스크의 인식과 일치하지 않는다는 점이다. 즉 신용리스크가 상승한다고 인식하는 시점에서 대기업 대출에 대한 억제기조를 유지한 것은 당연하지만, 이러

16) 이들 지표는 전화 서베이의 결과를 (“크게 증가”응답비중 × 1 + “다소 증가”응답비중 × 0.5) - (“크게 감소”응답비중 × 1 + “다소 감소”응답비중 × 0.5)의 산식에 의해 계산된다.

17) 위험 DI에 대한 해석은 태도 및 수요 DI와는 달리 주의를 요하는 것으로 보인다. 서베이의 질문은 “대출대상 그룹의 신용리스크가 증가하였는가”와 같은 상대적인 내용이지만 실제 답변은 신용리스크의 절대적인 수준이 높고 낮은지의 여부를 나타내는 절대적인 내용일 개연성이 있기 때문이다.

<표 41> 국내은행 대출행태 조사결과

구분	대기업			중소기업			가계				
	위험 DI	태도 DI	수요 DI	위험 DI	태도 DI	수요 DI	위험 DI	가계일반		가계주택	
								태도 DI	수요 DI	태도 DI	수요 DI
99.4/4	7	-24	-12	-12	26	21	-10	14	38	33	36
00.1/4	-15	-15	0	-20	33	10	-15	30	10	48	33
00.2/4	23	-20	28	10	33	33	-8	25	25	38	28
00.3/4	40	-33	20	28	5	18	20	8	-3	15	3
00.4/4	40	-28	23	43	13	23	33	8	3	10	5
01.1/4	28	-13	-13	15	-28	3	15	30	10	55	0
01.2/4	13	-5	0	5	35	28	0	38	30	45	30
01.3/4	10	3	-13	15	43	35	15	43	35	33	35
01.4/4	0	-3	-3	16	34	34	16	24	45	32	39
02.1/4	0	6	3	-6	28	36	11	19	36	19	42
02.2/4	-3	3	3	-3	25	33	14	0	25	-17	19
02.3/4	0	0	-8	6	17	28	17	-6	19	-36	25
02.4/4	0	-12	-18	15	12	24	38	-38	3	-68	-9
03.1/4	6	-6	-16	24	-9	15	38	-24	-3	-24	-9
03.2/4	25	-25	28	44	-29	29	44	-24	15	-32	21
03.3/4	13	-6	6	50	-15	24	44	-21	15	-9	-3
03.4/4(e)	13	-9	6	41	-12	32	41	-15	24	-12	3

자료 : 한국은행

주 : 2004년부터 지수산정 기준이 바뀌어 03년 4분기 확정치가 이전 값들과는 다른 기준에서 작성되었으므로 자료의 일관성을 위하여 03년 4분기 전망치를 확정치로 바꾸지 않았음

한 우려가 거의 없었던 기간(2001.3/4~2003.1/4)조차도 대기업 대

출에 대한 부정적 시각이 다소 완화되었을 뿐 대출 확대를 위한 적극적인 태도변화는 감지되지 않았다. 이는 대기업 대출에 대한 부정적 인식이 국내은행의 여신담당자들 혹은 경영층에 팽배해 있었음을 단적으로 드러내고 있다.

중소기업이나 가계의 경우를 살펴보면 정반대의 현상을 발견할 수 있다. 중소기업의 위험 DI는 2002년 상반기까지 대기업과 거의 유사한 추이를 보였지만, 2002년 3/4분기 이후에는 국내은행의 대출담당자들이 대기업보다 훨씬 급격하게 중소기업의 신용리스크 증가를 우려하게 되었음을 알 수 있다. 가계의 경우 또한 전반적으로 비슷한 행태를 나타낸다. 특이한 것은 2001년 하반기 가계 및 중소기업에 대한 태도 DI가 대기업에 비해 상대적으로 높은 수준으로 변화하였을 때 태도 DI는 별로 하락하지 않았다는 점으로, 이것은 2000년 하반기 위험 DI의 상승에 따라 태도 DI가 급속히 하락한 것과 매우 대조적이다. 전반적으로 보아 2002년 하반기 이후 발견할 수 있는 위험 DI와 태도 DI 사이의 강한 역의 관계가 그 이전에는 표출되지 않았다는 점에서 적어도 2002년 하반기 이전에는 신용리스크가 다소 증대할 우려가 있는 경우에도 이것이 국내은행의 가계 및 중소기업에 대한 대출에 있어서 큰 장애요인으로 작용하지 않았음을 알 수 있다.

국내은행들의 대기업과 중소기업 및 가계에 대한 차별적인 대출 행태가 시사하는 바는 대기업 대출 축소와 가계·중소기업 대출 확대라는 포트폴리오 전략이 외환위기 이후 이미 확립되었으며, 가계 신용위기가 가시화되는 2003년 이전까지의 국내은행 대출행태가 이를 벗어나지 않았다는 것이다. 이와 같은 국내은행들의 포트폴리오 재편 전략은 금융수요자들의 행태에도 상당한 영향을 끼친 것으로 판단된다. 이는 수요 DI의 변화 추이를 통해 알 수 있다.

대기업의 수요 DI는 2000년 중 상당히 높은 수준을 유지하였으나 2001~2003년 1/4분기 중에는 매우 낮은 수준이었으며, 2003년 2/4분기 이후 다소 증가하는 양상을 보였다. 이러한 수요 DI의 변화는 일면 2001~2002년 중 투자수요의 부진이라는 측면에서 설명될 수도 있겠지만, 2000년 이전에 이미 국내은행들의 대기업 대출에 대한 부정적 태도가 확산해졌기 때문에 기업들 스스로가 은행대출을 포기함으로써 수요가 감소한 것으로 해석될 수도 있다. 반면 중소기업의 경우 분석의 전 기간 중 수요 DI가 높은 수준을 유지하고 있어 은행대출 이외에는 별다른 자금조달 대안이 없었음을 알 수 있다.

한편 가계 부문의 수요 DI가 2002년 상반기까지 높은 수준을 유지하다가 2002년 4/4분기 이후 급속히 하락한 것은 중소기업과는 또 다른 자금수급 결정요인이 있었음을 짐작케 한다. 특히 태도 DI와 수요 DI가 분석의 전 기간에 걸쳐 강한 동행성을 나타내고 있는 것은 가계 부문의 자금수요 증대가 은행의 자금공급 확대를 유발하였다기보다 가계 부문에 대한 국내은행들의 적극적인 자금공급 확대가 수요를 창출한 결과를 가져온 것으로 해석될 수도 있다. 2000년 하반기 일시적으로 위험 DI가 증가하고 수요 DI가 하락하였을 때 태도 DI가 하락하기는 하였지만, 2001년 상반기 이후 태도 DI가 다시 상승하면서 1분기 정도의 시차를 두고 수요 DI가 상승한 것이나 2002년 2/4분기 이후 가계 부문에 대한 태도 DI가 급격히 악화되면서 다소의 시차를 두고 수요 DI가 하락하게 된 사실 등은 이러한 분석을 뒷받침해준다.

이와 같은 국내은행들의 대출행태는 2003년에 들어 금융시스템의 효율성과 관련하여 심각한 우려를 제기하게 된다. 즉 2003년에는 대기업, 중소기업 및 가계에 대하여 공히 위험 및 태도 DI가 매우 악화된바, 공교롭게도 수요 DI는 세 그룹 모두 정(+)의 상태를 유지하고

있다. 특히 중소기업 부문의 경우 위험 및 태도 DI와 수요 DI가 극단적인 괴리 현상을 보이고 있어 공급 축소에 기인한 자금경색의 조짐을 나타내고 있으며, 가계 부문 또한 비슷한 현상을 보이고 있다.

3. 요약 및 전망

외환위기 이후 기업 부문에 대한 국내은행의 자금공급이 크게 위축되었다는 사실은 부인할 수 없는 것으로 판단된다. 자본시장의 부침에 따른 불안정성으로 대거 은행권으로 몰려든 자금이 기업 부문으로 유입되지 않았다는 상대적인 측면에서도 그렇지만, 절대적으로 기업 부문에 대한 자금공급이 가계 및 주택담보대출과 국공채 등 유가증권 투자에 비해 매력적인 투자대안이 되지 못함으로써 그 절대적인 규모가 외환위기 이전에 비하여 축소되었다는 점에서 더욱 그러하다.

한 가지 다행스러운 사실은 이러한 국내은행의 기업금융 위축에도 불구하고 기업 부문 전체가 심각한 자금경색을 겪지는 않았다는 것이다. 외환위기 직후 급속한 신용위축이 있었던 시기에 자본시장을 돌파구로 삼아 신용경색을 회피할 수 있었던 것이나, 전반적으로 기업 부문의 투자위축으로 자금 수요 자체가 크지 않았다는 것이 국내은행의 기업금융 위축에 대해 큰 우려를 하지 않을 수 있는 상황을 유지시켜 주었다. 그러나 이와 같은 사실만으로 국내은행의 기업 부문에 대한 자금공급 기능의 위축이 별다른 문제점을 보이지 않는다고 판단하는 것은 곤란하다.

우선 기업의 투자위축으로 인한 자금수요가 크지 않다는 것은 어떤 면에서 기업 부문에 대한 자금공급이 원활하지 않기 때문에 기업들이 이를 감안하여 투자 계획 자체를 축소한 결과로 해석해야

할 여지가 있다. 국내은행들이 적극적인 기업여신 확대 의지와 노력이 있었음에도 불구하고 기업 부문의 자금 수요가 없었던 것이 아니고, 국내은행들 스스로 기업 부문에 대한 자금공급 확대를 위해 별다른 노력을 기울인 증거가 보이지 않는다는 사실이 이와 같은 추론을 뒷받침한다. 특히 은행들의 대출행태 서베이에 나타난 바와 같이 2003년 들어 대기업 및 중소기업의 수요 DI가 상승하는 과정에도 위험 DI의 상승과 함께 태도 DI가 급속히 악화되고 있는 추세는 향후 기업 부문의 자금수요가 본격적으로 증대된다고 하더라도 기업여신에 대한 국내은행들의 소극적인 태도가 크게 개선되지 않을 수도 있다는 점을 시사한다.

한편 지금은 국내은행들 스스로에 있어서도 외환위기 이후 나타난 기업금융의 위축 추세에 대한 점검이 필요한 시점이다. 특히 1998년과 1999년 중 은행권의 기업금융 위축을 보완해 주었던 직접금융시장이 아직 안정을 찾지 못하고 그 여파로 2002년 이후 회사채시장의 차환자금 수요를 은행권이 상당 부분 충당해야 했던 점에 비추어 향후 기업 부문의 자금수요가 본격적으로 증대될 경우 여기에 어떻게 대응할 것인지에 대한 전략적 검토가 필요하다. 더욱이 그동안 기업 부문에 대한 여신위축이 은행의 영업위축으로 이어지지 않을 수 있었던 것이 가계 및 주택담보대출시장의 활황이었다는 점에서 2003년 이후 급증한 가계 부문의 신용리스크가 은행에 주는 전략적 시사점에 관심을 가져야 할 것이다. 대기업 부문의 신용리스크를 피해서 가계 및 중소기업 부문으로 여신포트폴리오의 비중 조정을 추구해 온 것이 그동안의 전략이라고 할 때 가계 부문의 신용리스크가 기업 부문보다 훨씬 심각한 문제로 대두된 작금의 상황에서 향후 여신포트폴리오 정책의 기본 방향을 어떻게 설정할 것인가에 대한 깊이 있는 분석이 필요하다.

V. 기업금융과 자본시장

LG투자연구원의 설문조사에 의하면 우리나라 기업은 유보이익, 은행차입, 회사채 발행, 주식발행의 순서로 자금조달원을 선호하여 소위 고정순위이론(Pecking Order Theory)을 따르는 경향을 보인다.¹⁸⁾ 2000년도 우리나라 기업의 자금조달은 차입 33.2%, 채권 22.7%, 주식 15.2%로 나타나, 1995년도에 비해 차입과 채권의 비중이 줄고 주식, 출자금의 비중이 늘어났다. 하지만 우리나라의 주식시장 규모는 상대적으로 매우 작으며, GDP 대비 주식시가 총액 또한 2000년 기준으로 32.3%에 불과하다. 시장중심시스템 국가로 분류되는 미국

<표 42> 기업자금조달의 국제비교

(단위 : %)

국가	연도	총계	차입	채권	주식, 출자금	기타
한국	2000	1,034조원	33.2	22.7	18.2(15.2)	25.9
	1995	630조	38.1	24.2	16.2(12.3)	21.5
미국	1999	29.7조 달러	12.1	8.2	66.6(50.9)	13
	1995	17.6조 달러	14.7	9.3	57.3(36.5)	18.7
일본	1999	1,447조 엔	38.8	9.3	33.8(28.7)	18.1
	1995	1,448조 엔	43	9.7	25.5(21.0)	21.8
영국	1999	2.7조 파운드	18.6	6.4	70.0(52.4)	5.1
	1995	1.6조 파운드	23	6.3	62.4(46.1)	8.3
독일	1999	6.5조 마르크	33.3	1.3	54.3(44.2)	11.1
	1995	3.8조 마르크	42.5	2.9	41.3(28.2)	13.3
프랑스	1999	36.5조 프랑	14.2	3.8	72.7(23.2)	9.3
	1995	16.6조 프랑	27.9	5.7	47.2(11.9)	19.2

주 : 1) 총부채에 대한 구성비율이며, 괄호 안은 주식·출자금 중 주식비율임

2) 기타는 해외차입 등임

자료 : 노회진·주윤진(2003)

18) 한국기업의 재무활동 역량 서베이(2001)

과 영국의 경우 기업자금조달 중 주식비중이 매우 높아 50%를 상회하며, 계속 증가하는 추세에 있다. 은행중심시스템 국가인 일본과 독일의 경우 차입비율이 우리나라와 비슷하거나 다소 높지만, 주식과 출자금의 비중이 상대적으로 높을 뿐 아니라 빠른 속도로 증가하고 있다. 프랑스의 경우 1995년에는 주식 및 출자금 비중이 우리나라보다 낮았지만 1999년까지 2배 이상의 빠른 증가율을 보였다.

<표 43> 주식시장과 채권시장의 국제비교

(단위 : 10억 달러, %)

국가	연도	주식시가 총액	주식시가 총액/GDP	회사채 잔액	회사채 잔액/GDP
한국	2000	149	32.3	106	23
	1995	182	37.1	79	16.1
미국	2000	15,014	135.7	2,371	24.1
	1995	6,858	92.7	1,696	22.9
일본	2000	3,157	66.3	775	16.3
	1995	3,667	69.3	548	10.4
영국	2000	2,577	137.8	185	9.9
	1995	1,408	124.1	49	4.3
독일	2000	1,270	67.9	25	1.3
	1995	577	23.5	6	0.2
프랑스	2000	1,447	110.8	123	9.4
	1995	522	33.6	62	0.4

자료 : 신인석 등(2003)에서 재구성

특이한 것은 우리나라 기업의 경우 여타 국가에 비해 채권이 자금조달에서 차지하는 비중이 매우 높다는 점이다. 다른 국가의 경우 채권비중이 모두 한 자리 수인 데 반해 우리나라는 20%를 넘는다. 우리나라의 회사채시장 규모는 1995년 미국, 일본 다음으로 3번째로 큰 시장이었으나, 2000년에는 영국과 프랑스가 추월하였다. 그렇지만 GDP

대비 회사채 잔액은 우리나라가 미국 다음으로 크다는 점에서 주식시장에 비해 상대적으로 회사채시장의 중요성을 쉽게 알 수 있다.

1. 주식시장

우리나라는 금융기관의 자산운용에 있어서 주식 및 출자금의 비중이 다른 국가에 비해 크게 낮다. 자본시장이 크게 발달한 미국과 영국은 말할 것도 없고 독일 및 프랑스도 금융기관들이 자산운용상 주식비중을 크게 증가시켰으나, 유독 우리나라만 금융기관의 주식투자비중이 감소하여 1999년 자산운용 중 주식비중이 4.3%로 비교대상 국가 중 가장 낮았다. 특히 1995년과 1999년 사이에 이들 국가의 금융기관 채권투자 비중이 별 변화 없이 안정적인 데 비하여 우리나라 금융기관의 채권비중은 22.2%에서 30.5%로 크게 증가하여 주식의 비중이 줄어든 것과 대비된다.

<표 44> 주요국 금융기관의 자산운용 내역

(단위 : %)

구분	연도	한국	미국	일본	영국	독일	프랑스
현금,예금	1999	4.6	1.4	6.7	24.6	11.7	25.1
	1995	5.5	1.3	6.7	27.5	12.9	28.6
대출	1999	37.9	29.8	50.7	25.9	44.6	22.7
	1995	52.9	34.3	54.1	28.0	54.1	31.6
채권	1999	30.5	31.7	20.7	21.2	25.1	27.4
	1995	22.2	35.5	18.5	20.1	23.5	25.9
주식, 출자금	1999	4.3	26.0	6.0	27.6	15.7	19.2
	1995	6.6	17.7	6.0	23.6	7.2	8.5
기타	1999	22.7	11.1	15.9	0.7	2.9	5.5
	1995	12.8	11.3	14.7	0.7	2.2	5.4

자료 : 안춘엽(2002)

이처럼 우리나라 금융기관들의 주식투자 비중이 낮은 것은 보험 및 연기금이 주식투자에 소극적이거나 주식투자가 아예 금지되었기 때문으로 보인다. 금융기관별로 보유 금융자산 중 주식비중을 살펴 볼 때 우리나라는 보험 및 연기금의 주식비중이 8.6%로 비교대상국 중 가장 낮으며, 두 번째로 낮은 일본의 경우조차 19.9%로 우리나라의 2배에 달한다.

<표 45> 금융기관별 금융자산 중 주식비중

(1999년말, 단위 : %)

구분	한국	미국	일본	영국	독일	프랑스
은행	2.0	0.0	3.9	0.0	8.3	12
보험, 연기금	8.6	24.3	19.9	44	24.5	28.7
기타	8.0	24.0	3.0	30.5	54.1	31.3

자료 : 안춘엽(2002)

금융기관들의 주식투자 비중이 이처럼 낮기 때문에 우리나라 주식시장에서는 기관투자자의 역할이 비교적 미미하다. 국내 기관투자자가 주식시장에서 차지하는 비중은 1996년 30.7%에서 2002년 15.9%로 크게 하락하였다. 이는 기본적으로 개인이 주식투자를 회피하고 기관투자자에 대한 불신이 팽배하기 때문이며, 여기에는 기관투자자의 분석 능력 및 위험관리 능력이 떨어지는 것도 한 이유가 된다.

한편 주식시장에서 차지하는 개인투자자의 비중도 1996~2002년의 기간 중 30.8%에서 22.3%로 줄어들었다. 2003년 종합주가지수가 60% 올랐지만 실질 투자자수는 20만명 줄었고, 최근 2년간 개인투자자 수의 감소는 38만명에 이르는 것으로 집계되었다.¹⁹⁾ 이처럼 개인 주식투자자가 갈수록 줄고 있는 이유는 과거 주가수익률이 회

사채 수익률보다 훨씬 낮았기 때문에 주식이 투자대상으로 매력이 낮아서 수요기반이 취약할 뿐만 아니라, 개인의 부동산 등 실물자산이나 예금 등 안전자산에 대한 선호가 강하여 주식에 대한 투자여력이 부족하기 때문으로 판단된다.

<표 46> 주식 및 회사채 수익률 국제비교

구분	한국	미국
주식	8	12.7
회사채	15.4	8.4
명목GDP	14.5	6.7

주 : 1980년대초부터 2001년말까지의 연평균 수익률임

자료 : 강동수(2001)

외환위기 이후 이러한 개인 및 기관투자자의 비중 축소를 외국인 투자가 대체하는 추세가 뚜렷하여 국내 주식시장의 외국인 비중이 2002년에는 36%, 2003년에는 40%를 넘고 있다. 이처럼 높은 외국인 투자비중은 세계 최고 수준으로 외국인에 대한 주식투자한도 철폐에 기인한 바 크다.²⁰⁾

<표 47> 주식시장에서 기관투자가, 외국인 및 개인의 비중 추이

(단위 : %)

구분	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
기관투자가	30.7	26.3	13.6	16.9	15.8	15.8	15.9
외국인	13.0	13.7	18.0	21.7	30.2	36.6	36.0
개인	30.8	29.6	28.9	25.9	20.0	22.3	22.3

주 : 시가총액 기준

자료 : 윤성훈(2004)

19) 한국경제신문 2004년 2월

20) 다른 나라 증시의 외국인 투자비중은 2000년 기준으로 미국 9%, 일본 18%, 영국 37%, 독일 16%, 프랑스 20%, 대만 22%에 불과하다.

Myers(1984)는 정보비대칭information asymmetry이 기업의 자금조달 수단 선택에 영향을 미친다고 주장한다. 정보비대칭성의 문제는 기업의 모든 이해관계자 사이에 나타날 수 있지만, 특히 기업과 주식투자자 사이에 가장 심각하다. 우리나라의 기업들이 자금조달에서 주식발행을 선호하지 않고, 다른 나라에 비해 개인 및 기관투자자의 주식투자가 줄어들고 있다는 사실은 이러한 정보비대칭성의 문제가 매우 심하기 때문이라는 추론을 가능케 한다.

특히 소유경영자 중심의 기업지배구조 및 기업회계의 불투명성 때문에 자금의 수요자인 기업과 공급자인 투자자 사이에 신뢰 관계가 형성되지 못하고, 인수 및 중개 역할을 하는 증권회사가 정보비대칭의 문제를 적절히 해소하지 못하고 있는 것으로 보인다. 예를 들어 IPO 상장일의 수익률 평균을 국제 비교한 Loughran *et al.*(1994)의 연구에 의하면 조사 대상 25개국 중 우리나라의 IPO 상장일 수익률이 말레이시아에 이어 2번째로 높았다. 이는 IPO에 대한 국가간 제도의 차이에 기인하는 바도 있겠지만, 일반적으로 IPO 시장은 정보비대칭이 가장 심한 시장이라는 점에서 우리나라의 증권기관이 발행기업과 투자자 사이의 정보비대칭성을 제대로 해소하고 있지 못하고 있다는 간접적인 증거로 볼 수 있다.

한편 우리나라의 주가 수준은 다른 나라에 비해 상대적으로 낮다. 2003년말 기준으로 볼 때 한국 증시의 PER(주가수익비율)은 16배에 불과하여 일본 37.9배, 홍콩 19배, 대만 18.5배와 비교해 볼 때 아시아 국가들에 비해서도 낮다. 외환위기 이후 강력한 기업지배구조 개선 및 회계제도 정비와 투자자 보호장치 강화에도 불구하고 아직까지 이처럼 국내 주식시장이 저평가되고 있다는 사실은 지금까지의 자본시장 투명성 제고 노력이 완전히 뿌리를 내리지 못한 상태임을 시사한다. 더구나 지배구조와 회계제도의 불투명성 이외에도 지

정확적 리스크, 기업 이익의 불안정성, 저율 배당구조의 고착화, 노사문제의 불안정성 등은 이른바 Korea discount의 주요 요인으로 작용하여 국내 주식시장의 발달을 저해하고 기업들의 자금조달원으로서의 주식시장의 활용도를 낮추는 요인으로 작용하고 있다.

<표 48> 주가수익비율(PER) 수준 비교

미국	영국	캐나다	프랑스	독일
23.1	16.4	17.3	15.9	12.2
홍콩	일본	대만	말련	한국
19.0	37.9	18.5	15.3	16.0

주 : 03. 12. 31 기준, *Financial Times*, 주식(2004)에서 재인용

<표 49> 외국인 유가증권 투자

(단위 : 억원, %)

구분		2000년	2001년	2002년	2003년	
외국인 순매수	주식	상 장	115,110	74,942	△25,529	134,694
		KOSDAQ	16,234	12,521	2,021	8,057
	채 권 ¹⁾	△4,157	1,538	4,564	11,782	
	계	127,187	89,001	△18,944	154,533	
일평균 거래액	주식	총 거래액(a)	50,026	37,258	39,420	32,686
		외국인(b)	2,632	2,268	3,390	3,692
		비율(b/a)	5.26	6.09	8.60	11.3
	채권 ¹⁾	총 거래액(c) ²⁾	1,101	578	1,550	8,589
		외국인(d)	61	-	-	-
		비율(d/c)	5.54	-	-	-

주 : 1) 상장채권 기준 2) 장내거래 기준

자료 : 금융감독원, 보도자료

그렇지만 한편으로는 우리나라의 주식시장이 투자자들에게 양호한 투자기회를 제공하고 있다고 말할 수 있는 현상도 나타나고 있다. 외국인은 채권보다는 주식투자 비중이 훨씬 높으며 주식투자 비중을 크게 증가시키고 있으며, 이는 적어도 외국인 투자자들이 국내 기업의 주식을 투자기회로 보고 있으며 우리 주식시장의 미래를 밝게 보고 있다는 증거로 생각할 수 있다.

2. 회사채시장

앞에서도 언급된 바와 같이 우리나라 기업의 자금조달 중 회사채 비중은 어느 나라보다도 월등히 높고, GDP 대비 회사채 발행 잔액이 매우 높아 외형상 회사채시장이 매우 발달한 모습을 보이고 있다. 그러나 내용 면에서 회사채시장은 시장 메커니즘이 원활히 작동되지 않아 외부충격에 취약하고, 그 결과 정부의 개입과 지원이 반복되면서 기업의 안정적인 자금조달원으로서의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있는 실정이다.

우리나라 회사채시장의 가장 큰 문제점은 주기적으로 회사채시장의 불안이 나타나기 때문에 중간 이하 신용도 회사채의 수요기반이 취약하다는 점이다. 특히 신용등급이 BBB 이하인 채권에 대한 유통시장이 제대로 형성되어 있지 않아 회사채시장은 신용등급이 낮은 기업에 대한 자금공급을 원활하게 수행하지 못하고 있다. 대우사태와 같은 금융시장의 불안으로 투자자들이 신용위험에 극도로 민감해져 안전자산 선호도를 한층 증가하게 만들었으며, SK Global 사태로 회사채시장의 주요 인프라인 신용평가기관의 신뢰가 실추됨에 따라 낮은 신용등급의 채권시장을 극도로 위축시켰다.

2001년 이후 모든 신용등급의 회사채 발행이 지속적으로 감소하

고 있지만 신용등급별로 감소하는 이유가 다르다. 우량등급인 A 이상 등급에서는 운영자금과 시설자금 수요감소에 따라 회사채 발행이 줄어드는 반면, 투기등급(BB 이하)에서는 채권 자체에 대한 수요가 없어 발행이 감소하는 양극화 현상을 보인다. BBB 채권도 형식상은 투자등급이지만 경제상황이 어려울 때는 수요자를 찾기 힘들다. 연기금 등 주요 기관투자자들의 BBB 채권에 대한 투자를 제한하는 내규도 수요 부족의 한 원인이기도 하다.

대우사태 및 SK Global 사태와 같은 대규모 기업의 부실화는 기업 지배구조와 회계의 투명성이 자본시장의 안정성과 건전한 발전에 얼마나 중요한지를 깨우쳐 주었다. 회사채시장의 활성화를 위해서는 이러한 투명성의 확보와 더불어 신용평가기관의 역할이 절대적이다. 회사채는 종류가 다양하고, 발행기업이 주식에 비해 많으며, 공시 또한 제대로 이루어지기 어려워 정보비대칭이 상대적으로 높다. 투자자들은 정보비대칭성이 높은 시장에 대한 투자를 꺼리는 것이 당연하므로 회사채시장의 발전을 위해서는 신용평가기관이 신용등급에 따른 일관성 있는 부도율을 제시함으로써 포트폴리오 투자를 통해 개별채권에 대한 위험을 최소화해 줄 수 있는 능력을 갖추어야 한다.

한편 외환위기 이후 우리나라 회사채시장에서는 보증사채의 발행이 거의 사라지고 무보증채가 회사채 발행의 대부분을 차지하게 되었으며, ABS가 회사채 발행의 주요 수단으로 등장했다. 그 결과 국내 신용평가기관의 수익 기반이 제고되고, 신용평가능력 또한 향상되었다. 그러나 SK Global이나 카드채 문제 등에서 나타난 바와 같이 아직 우리나라 신용평가기관들의 신용등급은 시장의 신뢰를 얻기에는 역부족인 것으로 보인다.²¹⁾

21) 한 가지 예로 신용카드사들의 문제가 부각되어 유동성 위기가 닥친 2003년 초까지도

<표 50> 신용등급별 무보증 일반회사채 발행현황

(단위 : 억원)

구분	1999년		2000년		2001년		2002년		2003년	
	건	금액	건	금액	건	금액	건	금액	건	금액
총 계	560	248,941	247	161,239	360	385,349	324	230,203	253	178,351
A등급 이상	117	83,752	110	102,540	170	219,133	105	135,927	120	116,760
BBB	218	96,335	91	45,850	149	93,154	165	77,420	105	44,924
(BBB+)	27	11,270	21	14,250	37	19,709	39	20,554	20	14,350
(BBB0)	55	16,790	32	13,650	66	48,904	59	32,316	49	18,926
(BBB-)	136	68,275	38	17,950	46	24,541	67	24,550	36	11,648
BB등급 이하	225	68,854	46	12,849	41	73,062	54	16,856	28	16,667

주 : 신용평가등급은 발행당시의 신용평가등급 기준임

외환위기 이후 무보증 회사채의 발행이 급증한 이유 중 하나가 은행 등 신용보증을 수행하던 금융기관들의 보증업무 기피이다.²²⁾ 민간금융기관들의 보증 기피로 직접신용보강 방법에 의한 보증사채의 발행이 급속히 줄어들었으며, 공적보증기관이 이를 일부 대체함으로써 신용등급이 낮은 회사채를 시장에서 겨우 소화시키는 현상이 나타났다. 대우사태 이후 투기등급 기업의 보증사채 발행이 불가능해지면서 이들 기업의 자금난이 심화되자 2000년과 2001년에 Primary CBO에 의한 공적 신용보증기관(신용보증기금과 기술신용보증기금)의 간접적 신용보강이 이루어졌다.²³⁾

주요 카드사들의 회사채 신용등급은 AA를 유지하였다.

22) 신용평가기관의 기능이 활성화되고 신용등급별로 투자자군이 다양하게 확보되어 저신용등급의 회사채가 소화될 수 있는 환경이 조성되지 못한 상태에서 이러한 금융기관의 보증 기피는 회사채시장의 확대에 장애요인으로 작용한다. 회사채시장에서 자금을 조달하려면 기업은 어느 정도의 규모와 시장에서의 신용이 필요하며, 이에 미달하는 기업의 경우 신용보강이 필요하기 때문이다.

<표 51> ABS 발행 현황

(단위 : 억원)

구분	1999년		2000년		2001년		2002년		2003년	
	건	금액	건	금액	건	금액	건	금액	건	금액
ABS	68 (23)	44,447	545 (117)	409,944	659 (143)	396,190	645 (107)	290,264	896 (118)	276,736
P-CBO	-	-	55 (21)	72,239	35 (20)	71,613	11 (8)	7,446	19 (14)	34,763
S-CBO	-	-	191 (34)	203,683	30 (5)	10,133	3 (1)	3,000	58 (6)	18,973
일반ABS ¹⁾	68 (23)	44,447	299 (62)	134,022	594 (118)	314,444	631 (98)	279,818	819 (98)	223,000

주 : 1) CLO, Credit Card, 장래매출채권 등을 기초자산으로 하는 ABS

2) 건수는 선·후순위, 만기구조별 수종의 사채를 개별 건으로 산정했으며, 괄호 안의 건수는 SPC 기준 건수임

3) P-CBO : Primary CBO, S-CBO : Secondary CBO

자료 : 금융감독원, 보도자료

<표 52> 회사채보증 시장

(단위 : 억원)

구분	2000년	2001년	2002년	2002년말	2년 평균
				점유율	성장률
				%	%
신용보증기금	23,775	80,424	68,496	59.5	111.7
기술신용보증기금	177	24,336	29,665	25.8	683.6
서울보증보험	102,827	9,556	10,646	9.2	-39.7
은행(19개)	18,642	13,463	5,104	0.2	-44.9
증권/종금	5,207	3,431	1,303	1.1	-48.1
합 계	150,628	131,210	115,214	100.0	-12.5

자료 : 신용보증기금(2003)

23) 우영호 등(2002) 참조.

2000년에 도입된 신용관리기금의 Primary CBO는 중견기업 등이 발행한 일반회사채를 대상으로 하고, 신용보증기금의 일부보증과 기업의 후순위채 인수로 구성되었다. 한편 기술신용보증기금의 Primary CBO는 벤처기업이 발행한 전환사채 및 신주인수권부사채를 대상으로 하며 100% 전액보증으로 구성되었다. Primary CBO 제도하에서 기업과 공적 신용보증기관 사이에는 직접적 보증관계가 성립하지 않는다. 공적 신용보증기관은 CBO에 대하여 신용보증을 해주며, 보증관계를 회사채 발행기업이 아니고 자산유동화 전문회사가 갖게 되기 때문이다. 이와 같은 공적 신용보증기관의 신용보증은 대상기업의 선별 과정 등에 있어 철저한 신용평가에 기반을 두지 못하고 당장의 기업부실 방지를 위한 자금지원이라는 차원에서 이루어졌기 때문에 결과적으로 신용보증 제공기관의 부실화를 가져왔다. 그 결과 공적보증기금의 사고율 또는 대위변제율(2~6%)이 보증료율(1%)보다 훨씬 높아 정부 출연이 지속적으로 필요한 실정이다.

<표 53> 연도별 P-CBO/CLO 보증현황 및 사고, 구상권 현황

(단위 : 억원)

구분		기초자산	신용보증	보증사고	구상채권		
		잔액	잔액	발생	발생회수	잔액	
신용보증 기금 CBO/ CLO	2000년	64,189	23,128	-	-	-	-
	2001년	142,991	72,048	40	-	-	-
	2002년	91,408	60,810	1,828	1,828	429	1,399
	2003.6월	47,763	32,583	6,220	6,220	972	5,248
기술신용 보증기금 CBO/ CLO	2001년	-	24,157	-	-	-	-
	2002년	1,460	23,962	1,448	-	-	-
	2003.6월	524	23,582	1,473	14	-	14

자료 : 신용보증기금(2003)

신용보증기금의 경우 P-CBO 보증 등의 제도 시행 후 2003년 8월까지 6,347억원의 보증사고 발생으로 대위변제 하였고, 1,832억원이 회수되어 구상채권 잔액은 4,515억원에 이른다.²⁴ 그렇지만 구조조정기업촉진법 적용기업 등의 출자전환주식 약 6,000억원 및 부실발생기업 대부분이 법정관리 등을 통해 정상적으로 영업활동을 영위하고 있어 향후 장기간에 걸쳐 구상채권의 상당 부분 회수 가능할 것으로 보인다.²⁵ 한편 기술신용보증기금의 경우는 2002년의 코스닥시장 침체 등 중소·벤처기업의 불황에 따른 채무불이행 증가로 2003년에는 12월 기본재산 잠식 상태가 되었으며, 지급여력이 없어 신규보증의 공급 능력을 상실하였고 지원금 가운데 6000억원 이상이 이미 부실화되었다.

한편 저신용 기업의 자금애로를 해소하기 위해 하이일드high yield 펀드(1999년), CBO펀드(2000년), 비과세 고수익펀드(2001년) 등 일련의 고수익채권 관련 상품들이 등장하였다.²⁶ 그러나 우리나라의 경우 안전자산의 선호 경향과 고수익채권 가격결정능력의 부족, 헤지hedge수단의 미비 등 관련 인프라가 갖추어지지 못한 상태에 있었기 때문에 이러한 상품들이 공모주 배정과 같은 인위적인 특혜를 무기로 시장에서 판매될 수밖에 없었으며, 일과성에 그쳤을 뿐 지속적인 시장의 형성에 실패하였다.

신용등급이 낮은 회사채시장이 활성화되려면 투자신탁과 보험회사 등 기관투자자의 고수익채권의 투자에 대한 전문적인 분석기법을 가진 인력의 배양과 지식축적이 필요하다. 그러나 우리나라의 경우 이들 기관투자자의 영세성이 고수익채권의 수요기반이 조성되지

24) 03년 8월말 현재 보증료수입 누계 : 2851억원

25) 신용보증기금(2003)

26) 고수익채권이란 벤처기업이나 부실기업 등 신용등급이 낮은 채권을 의미한다.

못하는 주요 원인이 된다. 2002년 3월말 개방형펀드 총 수탁고가 1,293억 달러로 ICI(Investment Company Institute) 조사대상 35개국 중 15위를 차지하고 있지만, 평균 펀드규모로 볼 때 18,310,000 달러로 31위를 기록하고 있어 평균펀드 규모가 매우 작다. 더구나 우리나라의 투자신탁의 주요 고객은 개인이 아닌 금융기관과 일반법인으로서 일시적 유희자금의 운용수단으로 이용되어 자금의 유입이 빈번하기 때문에 거래비용이 많이 발생하며 펀드의 수명도 단기간이다. 따라서 자산운용도 제약적이 될 수밖에 없다. 이에 비해서 유동성이 풍부한 미국의 고수익채권시장은 투자신탁과 보험회사가 주도하고 있다. 규모가 큰 투자신탁은 수많은 자산으로 구성된 포트폴리오 중 일부를 수익률이 높은 고수익채권에 투자하여 수익률을 높일 수 있고, 분산된 포트폴리오에 포함시킴으로써 고수익채권의 개별위험을 완화하는 전략을 취할 수도 있다. 보험회사는 영업특성상 장기 부채가 많기 때문에 자산구성에서 유동성 측면을 희생할 수 있는 융통성은 고수익채권 투자비중을 높일 수 있는 요인이 된다.

<표 54> 투자자별 고수익채권 투자비중

(단위 : %)

구분	1989	1992	1994
투자신탁	30	43	43
보험회사	30	25	29
연기금	15	15	15
S&L	4	1% 내	1% 내
외국투자자	7	16	12
개인투자자	5		
사업법인	3		
증권회사 및 기타	4		

자료 : 김형태, 박용서(1997)

한편 주기적으로 회사채시장의 불안이 나타나고 있는 것은 회사채 만기가 대부분 3년으로, 발행 및 차환시기가 집중되어 이 시기에 금융시장이 안정되어 있지 않으면 어려움이 가중되는 현상이 되풀이되기 때문이다. 1997년과 1998년에 대규모로 발행된 회사채 중 만기 4년 미만 회사채가 차지하는 비중이 97.22%(33조 : 1997년)와 99.41%(56조 : 1998년)이며, 3년 뒤인 2000년과 2001년에 다시 각각 81.7%(48조)와 88.03%(76조)의 만기 4년 미만 회사채가 발행되고 있는 실정이다. 이들 중 상당 부분이 2004년에 만기가 도래하며 정부가 벤처기업 지원목적으로 2001년에 발행한 기술신용보증 Primary CBO 2조 3천억도 2004년에 만기가 집중되어 벤처 대란 설²⁷⁾ 논란이 일고 있는 것은 국내 회사채시장에서 만기의 집중이 구조적 문제점이 되고 있음을 잘 나타내 준다.

27) 동아일보 2004년 3월 23일

Ⅵ. 기업금융 위축요인

지금까지의 논의는 외환위기 이후 구조조정의 과정을 거치면서 우리나라의 기업금융시스템이 근본적으로 변화하였다는 것을 보여 주고 있다. 그러나 이러한 변화의 결과로 얻어진 현재의 기업금융시스템은 상당한 비효율을 안고 있는 것으로 보인다. 현재의 금융시스템이 기업 부문에 대한 자금공급을 상당히 위축시켰거나, 혹은 앞으로 위축시킬 가능성이 매우 크다고 보기 때문이다.²⁸⁾ 이러한 결론은 하부구조의 미비로 인하여 시장중심구조로의 금융시스템 전환이 소기의 목적을 달성하지 못함으로써 자본시장이 기업 부문에 대한 안정적 자금공급의 기능을 수행하지 못하고, 인위적이고 일률적인 기업의 부채비율 감축 정책이 기업 부문에 대한 효율적 자금배분시스템의 확립을 오히려 왜곡하는 결과를 가져왔으며, 여전히 기업금융의 상당 부분을 감당하고 있는 국내은행의 기업 부문에 대한 자금공급의 유인이 현저하게 약화되었다는 판단에 기초한다.

1. 시장중심 금융시스템의 하부구조 미비

외환위기 이후 구조조정의 가장 큰 명제는 시장중심 금융시스템의 확립이었다고 할 수 있다. 그러나 시장중심 금융시스템과 은행중심 금융시스템은 어느 것이 우위에 있다고 일률적으로 말할 수 없

28) 외환위기 이후 기업금융이 실제로 위축되었는지에 대한 판단은 쉽지 않다. 실증적으로 나타난 신용경색은 외환위기 이후 두 차례 정도로, 모두 단기에 그쳤기 때문에 이것만으로 기업금융의 위축을 논하는 것은 바람직하지 못하다. 하지만 자금경색이 발생하지 않은 것은 기업금융시스템의 왜곡에 대한 자구책으로 기업이 투자를 축소함으로써 자금수요를 조절하였기 때문으로 볼 수도 있지만 이러한 기업의 자구적 노력을 실증하는 것은 본 보고서의 범위를 넘어선다. 본 보고서는 앞으로 기업 부문의 자금수요가 확대될 경우 현재의 기업금융시스템이 이러한 수요를 원활히 충족시키는 데에 장애가 될 것으로 예상되는 요인들을 파악하고, 이러한 장애를 극복하기 위한 방안을 모색하는 데에 초점을 맞춘다.

고 각각 장단점을 가지고 있으며 대립적이라기보다는 보완적인 관계를 유지한다. 시장과 은행 모두 거래비용과 정보비용을 감소시켜 저축을 동원하는 기능을 수행할 수 있다. 다만 시장과 은행은 다른 방법을 통해 이러한 기능을 수행하고 서로 보완적인 역할을 한다. 따라서 중요한 것은 시장 혹은 은행의 선택이 아니라 시장과 은행이 공급하는 금융서비스의 양과 질이다.

기업의 자금조달 측면에서 보면 자본시장은 은행차입에 대한 대체 자금조달원이기 때문에 은행의 우월적 지위를 이용한 지대추구 rent seeking 유인을 감소시킬 수 있다. 신설기업의 경우 관계금융 relationship financing이나 단계적 자금공급 staged financing을 통해 은행으로부터 자금을 조달할 수 있는 반면, 자본시장은 기업 창업자가 투자를 회수할 수 있는 통로가 되기 때문에 위험하지만 혁신적인 투자 수행의 유인을 제공한다. 시장과 은행은 투자수익성의 평가 측면에서도 상호보완적 역할을 수행한다. 시장은 정보가 축적되지 않은 신기술 사업의 수익성을 평가하는 데 상대적 우위가 있고, 은행은 유사한 사업을 결합하여 규모의 경제를 추구하는 사업의 수익성을 평가하는 데 우위를 갖는다. 그렇기 때문에 자본시장이 발달할수록 은행을 통한 기업의 자금조달도 원활해진다.²⁹⁾ 즉 외부자금에 의존하는 산업에 대한 자금공급과 신설기업의 창업에 영향을 주는 것은 특정한 금융시스템이 아니라 금융의 전반적인 발전 정도인 것이다.

La Porta *et al.*(2000)은 금융시스템의 범세계적 통합화 현상에 따라 시장중심 금융시스템과 은행중심 금융시스템을 구분하는 것이 유용성이 없다고 주장한다. 금융시스템은 가치중립적이기 때문에 그 자체의 유형보다는 투자자 권리보호를 위한 법적·제도적 장치

29) Levine(2000)

가 얼마나 잘 갖추어 졌는가의 정도로 제도의 우월성을 평가해야 한다는 것이다. 한편 대외 개방(무역 및 자본 흐름)이 경쟁을 촉진하여 금융시장의 발달이 이루어진다는 Rajan과 Zingales(2003)의 연구는 매우 시사적이다. 이들은 프랑스, 독일, 일본이 1913년 GDP 대비 주식시장의 규모 면에서 미국을 앞서고 있었으나 그 이후 금융시장의 발전이 침체하였다가 1980년 이후 다시 상승하는 모습을 보인 것은 대외 개방에 따른 금융기관간의 경쟁에 기인한 것으로 보였다. 또한 1980년 이전의 침체 이유를 이미 진입한 금융기관들이 기득권 보호를 위해 신규 진입을 막는 등 시민법 체계가 기득권층의 이익 보호에 보다 용이했기 때문이라고 보고 있다. 미국의 경우에는 시장에 우호적인 많은 정책이 취해졌기 때문에 자본시장이 발전할 수 있었던 것으로 보고 있다.

금융시스템에 대한 연구들이 공통적으로 지적하는 선진 금융시스템의 구성요소는 (1) 재산권에 대한 보호, (2) 투명성을 촉진하는 회계 및 공시시스템, (3) 당사자가 독립성을 유지하면서 계약arm's length contract을 저렴하게 집행하는 법적 시스템, (4) 소비자 보호, 경쟁 촉진 및 터무니없는 리스크 부담을 통제하는 규제와 하부구조 regulatory infrastructure 등이다. 선진 금융시스템의 구축에는 민간 부분의 역할이 매우 중요하지만, 표준적인 제도를 만들고 비금전적·법적제제 수단을 가지고 있는 정부의 역할 또한 중요하다. 예를 들어 증권시장의 강제공시와 같은 법규는 증권 가격의 정확성을 높이는 것으로 많은 연구들이 지적하고 있다.³⁰⁾

이렇게 볼 때 외환위기 이후 구조조정의 기본 방향을 은행중심의 금융시스템을 탈피하여 시장중심 금융시스템으로 전환하는 것으로

30) Simon(1989)

정한 것은 큰 설득력이 없어 보인다. 구조조정을 통해 달성해야 할 목표는 전반적인 금융시스템의 효율성 향상을 위한 자본시장의 하부구조 구축이라는 측면에 맞추어 설정되는 것이 보다 타당하기 때문이다. 물론 이러한 하부구조의 구축에 상당한 정책비중이 주어진 것은 사실이지만, 문제는 하부구조의 구축이 선행되지 않은 상태에서 간접금융을 과도하게 위축시킴으로써 직접금융시장이 부담능력 이상으로 실물 부문에 대한 자금공급 기능을 떠맡게 되었다는 점이다. 특히 우리나라의 경우 불투명한 기업지배구조와 회계의 신뢰성 부족으로 정보의 비대칭성이 문제가 되는 상황에서 시장참가자, 특히 기관투자가 및 투자은행 등의 역할이 제대로 수행되지 못하여 상대적으로 간접금융에 대한 의존도가 높은 상태가 지속되어 온바, 적절한 하부구조의 구축이 완료되기 이전에 금융시스템의 전환과 하부구조의 구축을 동시에 진행시킨 것이 결과적으로는 자본시장의 안정성을 훼손시키고 하부구조의 정착도 지연시킨 요인으로 작용한 것으로 보인다.

(1) 기업지배구조, 회계제도, 신용평가기관

구조조정 과정을 거치면서 우리나라의 기업지배구조는 급격히 변화하였다. 정부는 지배구조상의 제도적 미비점을 보완하고 투명한 기업환경을 만들기 위해 기업지배구조위원회를 구성하여 1999년 9월 확정된 기업지배구조 모범규준을 만들었으며 이사회 기능을 새로이 정비하고, 사외이사가 경영집행간부의 의사결정과정을 감시할 수 있는 새로운 제도를 도입하였을 뿐 아니라 많은 법규정을 정비하였다. 감사위원회의 도입, 집중투표제 도입, 소수주주권 강화, 회계 및 외부감사규정의 정비, 기관투자자의 자유로운 의결권행사 보

장 등 많은 규정이 도입되거나 개정되었다. 공정거래법상의 재벌그룹에 대한 총액출자제한, 증권집단소송제도도 이에 포함된다. 그리하여 제도상 우리나라의 지배구조는 선진국 수준에 접근하여 있고 또한 지속적으로 개선을 추진하고 있으며 기업을 감시하는 NGO활동도 활발하다.

투명회계를 위한 제도 개선 또한 상당한 수준으로 진전되었다. 기업회계 기준의 내용과 형식을 국제 기준에 맞도록 개선하였으며, 분식회계책임자의 처벌 강화 등 많은 제도와 규정을 도입, 개정하였다. 미국의 Enron 사태 영향과 SK Global의 사태의 영향으로 회계제도의 개혁노력이 가속화되어 미국의 Sarbanes-Oxley Act와 유사한 회계개혁법을 2003년 제정하였다. 주요 내용은 다음과 같다.

- 1) 회계정보생산과 관련된 기업의 책임 강화
 - 회계정보의 적정성에 대한 최고경영자 등의 인증의무화
 - 공시서류 허위 기재시 사실상 업무 지시자에 대한 민사책임 부과
 - 주요주주·임원에 대한 금전대여 금지
 - 감사위원회 전문성 제고
- 2) 시장에 제공되는 회계정보의 정확성·적시성
 - 연결재무제표 중심의 공시제도로 전환
 - 감사인에 대한 감사증명제도 보완
 - 공시서류에 전문가의 의견 인용시 서명 의무화
 - 공개기업회계정보 공시 강화
 - 스톡옵션 회계처리방법 등 개선
 - 재무제표 확정기관 이사회로 변경
 - 공인회계사 분기보고서 검토대상기업 확대
 - 증권선물위원회 감사지정 대상기업 확대

3) 외부감사인의 책임 강화

- 회계감사법인 컨설팅업무 제한
- 감사조서의 진실성 확보 · 훼손방지를 위한 제도 개선
- 회계법인의 주기적 교체

물론 아직까지 회계법인의 동일 기업에 대한 컨설팅업무와 감사 업무병행이 전면 금지되지는 않았고, 회계감독 전담기구 신설도 개혁의 대상에서 제외되었지만 우리나라의 회계제도는 적어도 외형상으로는 이미 국제적 수준으로 평가된다.

그렇지만 구조조정이 진행되던 시기에는 투명성의 문제가 본격적인 시장중심 금융시스템으로의 전환에 가장 큰 장애가 되었던 것으로 판단된다. 외환위기 직후부터 문제가 있는 것으로 인식되었던 대우그룹이 1999년에야 퇴출 및 구조조정의 대상이 된 것이나, 2000년의 현대그룹 유동성 문제 그리고 2002년이 되어서도 SK Global의 회계분식 사건이 표면화된 점 등으로 알 수 있는 것처럼 우리나라의 직접 금융시장은 기존의 은행중심 금융시스템을 대체할 수 있을 정도의 투명도를 갖추지 못한 상태가 지속되고 있었다. 여기에 더하여 시장중심 금융시스템의 핵심적인 역할을 수행해야 하는 신용평가기관의 효율성 또한 은행의 모니터링 기능을 대체할 수준으로 발전하지 못한 상태였다.

이러한 상황에서 간접금융의 급속한 축소에 따른 직접금융시장으로 기업의 자금 수요가 집중되면서 1998년 및 1999년 상반기까지 일시적으로 시장의 활성화를 가져왔지만 결국에는 대우사태, 현대사태, SK Global 사태, 카드채 사태 등 일련의 사태에 따른 직접금융시장의 극심한 불안정 상태와 정부개입에 의한 미봉적 안정화가 반복되는 기형적인 시장상황이 지속될 수밖에 없었다.

(2) 자산간 수익률 격차

우리나라의 특수한 경제상황은 부동산에 대한 투자수익률이 금융 자산에 대한 투자수익률을 훨씬 상회할 뿐 아니라 기형적으로 높은 상태를 지속시켜 왔다. 자산버블의 문제는 논외로 친다 하더라도 부동산 투자의 이러한 높은 수익률은 자본시장의 안정성을 심각하게 저해하는 요인으로 작용한다. 즉 투자자들의 입장에서 볼 때 자본시장이 극도의 높은 투자수익률을 제공할 수 있거나 그렇지 않다면 손실의 가능성이 거의 없는 매우 안전한 투자기회를 제공할 때에만 부동산 시장 대신에 자본시장에 참여할 유인이 생기게 된다. 따라서 자본시장에 참여하는 투자자들이 과도하게 높은 수익률을 추구하는 투기적 행태를 띠거나 조그마한 시장 충격에도 과도하게 반응하여 대규모 시장이탈이 발생하는 현상이 나타나게 된다.

이러한 상황에서는 자본시장은 기업 부문에 대한 안정적인 자금 공급의 역할을 수행하는 것이 불가능하며, 대규모 자금모집과 자본기반을 갖추고 기업에 대한 근접 모니터링을 바탕으로 리스크를 통제하여 안정된 수익률을 제공하는 간접금융기관에 대한 기업금융의 의존도가 높아질 수밖에 없다. 즉 부동산의 높은 투자수익률은 우리 금융시장의 간접금융기관 의존도가 높을 수밖에 없는 이유가 되는 것이다. 실제로 외환위기 이후 직접금융시장에서 수차례 반복된 투자자들의 대규모 시장이탈 현상은 이러한 본질적 시장구조에 기인하는 것으로 보아야 할 것이다. 이러한 자산수익률 격차의 문제를 해소하지 못한 상태에서 간접금융의 인위적 감축을 통한 시장중심 금융시스템으로의 전환은 애당초 무리가 있는 시도였다고 할 수 있다.

(3) 투신사 등 자본시장 참가자의 영세성과 전문성 결여

정보의 비대칭성 및 자산수익률 격차와 더불어 금융시장의 기능 미비로 꼽을 수 있는 또 하나의 요인은 전문적인 자산운용기관의 미비라고 할 수 있다. 가장 대표적인 예가 투신사의 영세성과 비전문성이다. 앞에서 언급된 바와 같이 우리나라의 투신사들은 절대적인 규모 면에서 다각화를 통한 손실흡수 능력을 갖추 수준이 되지 못하는 것이 현실이다. 이와 함께 투자기법이나 리스크 관리기법 등에 있어서도 기업 부문의 실물충격을 해소하고 투자자들에게 안정적인 높은 수익률을 제공할 수 있는 능력을 갖추지 못하고 있다. 이런 이유로 해서 투자자들은 투신사를 투자대행기관으로 생각하기보다 저축기관으로 인식하는 경향이 있으며, 조그마한 시장 충격이 있더라도 투신사 자체의 문제해결 능력을 기대하기보다는 신속한 자금 회수를 통한 시장이탈(flight to quality)을 시도하는 행태를 보인다.

이와 같은 직접금융시장 투자대행기관의 영세성과 전문성 결여는 직접금융시장의 다양한 상품공급을 불가능하게 만드는 요인으로 작용한다. 그 결과 회사채시장에서 만기의 단순성, 투기등급 채권에 대한 시장 부재와 같은 현상이 나타나게 된다. 이는 곧 일정한 기준에 적합하지 않은 자금 수요를 간접금융기관에 의존할 수밖에 없는 시장구조를 낳게 되며, 간접금융기관이 이러한 수요를 감당하지 못하는 경우 기업은 투자 특성에 맞지 않은 만기구조의 채권발행을 통해 자금을 조달하거나 혹은 적절한 신용등급을 갖추지 못한 경우 자금조달 자체가 불가능해지는 상황에 봉착하게 된다.

(4) 투자자의 금융상품에 대한 단기투자성향

우리나라의 가계금융자산 구성은 일본과 유사하지만 보험·연금의 비중이 낮고 현금·예금의 비중이 높다. 미국과 비교할 때 주식, 채권, 보험, 연금 등 장기금융자산에 대한 비중은 매우 낮아 은행의 의존도가 높다는 점이 두드러지며, 특히 은행신탁을 현금·예금에 포함시킬 경우 은행의 의존도가 일본에 비해서도 상당히 높다. 이처럼 현금·예금의 비중이 높은 것은 안전자산 선호 경향, 부동산 투자를 위한 예비자금 보유, 주택구입자금 축적을 위한 예금 등에 기인하는 것으로 해석된다.

<표 55> 한·미·일 가계금융자산 구성비교

(단위 : %)

국가	금액	현금/예금	채권	투자신탁	주식/출자금	보험/연금	기타
한국	927조원	56.4	3.5	11.1	8.5	18.6	1.7
미국	31조 달러	12.2	10.1	12.7	32.3	29.9	2.8
일본	1,412조 엔	54.9	3.3	2.1	7.3	28.5	3.9

주 : 1) 2002년 6월말 수치임

2) 한국의 투자신탁 비중은 증권투자신탁 비중(8.3%)과 은행신탁 비중(4.5%)을 합한 비율임

자료 : 강창희(2003)

이러한 현상은 우선 가계 부문이 주식·채권과 같이 직접금융시장 자산에 투자할 여유자금이 부족하다는 점에서 직접금융시장의 수요기반 취약의 원인이 되고 있다. 그러나 더욱 중요한 것은 이와 같이 높은 현금·예금이 곧 가계 부문의 단기투자 선호에 대한 간접적 증거가 된다는 점이다. 실제로 투신운용사에 설정되어 있는 편

드의 만기를 살펴보면 대부분 설정 후 3년 미만인 단기펀드로서 금액 기준으로 전체의 83.7%에 달하며, 특히 설정 후 경과기간이 1년 미만인 초단기펀드가 57.4%를 차지하는 등 개인투자자의 투자기간이 매우 단기에 집중됨을 알 수 있다.

이러한 단기투자성향은 첫째, 장기채시장이 발전하기 어렵다는 점과, 둘째, 일시적 시장충격이 발생하는 경우 투자자들이 시장 자체의 가격기능에 따라 충격이 흡수되는 것을 기대하기보다 급속한 시장이탈을 감행하는 경향을 증폭시킨다는 점에서 직접금융시장 발전에 장애가 된다. 따라서 장기의 예금이나 연금·보험 등 장기투자에 대한 가계 부문의 수용도가 성숙하지 못한 상황에서 직접금융시장의 규모를 급속히 확대하는 것은 금융시스템의 안정성을 크게 저해할 우려를 내포하게 된다. 1999년의 대우그룹 부실화에 따라 직접금융시장에서 은행으로의 대규모 자금이탈이 나타난 것은 바로 이와 같은 우려가 현실로 나타난 것으로 이해될 수 있다.

2. 기업부채비율 감축 정책

외환위기 이후의 구조조정은 또한 기업의 부채의존도를 낮추어 국내기업들의 고질적인 차입경영 행태를 변화시키고자 하였다. 그러나 실제로 이러한 정책의 방향 설정이 옳았는지에 대해서는 논란의 여지가 있다. 일례로 장하준, 신장섭(2003)은 “고부채비율과 저수익률의 기업금융구조가 외환위기의 직접적인 원인이다”라는 기업 구조조정의 전체 자체가 잘못된 것이라고 주장한다. 이들에 의하면

- ① 국내기업들의 부채비율이 유달리 높았다는 인식 자체가 잘못된 것이며, 미국, 영국 등 시장중심주의 금융시스템이 완전히 정착된 국가를 제외하고는 선진국 기업들 또한 200~300%대

의 높은 부채비율을 유지하고 있었다.

- ② 부채비율이 높다는 것 자체가 나쁘다는 이론적 근거가 없다.
- ③ 국내기업들이 주식을 통한 자금조달을 기피하고 차입에 의존함으로써 높은 부채비율을 유지할 수밖에 없었다는 것도 근거가 없으며, 오히려 1970년대 및 1980년대를 통틀어 기업의 투자액에서 신주발행이 차지하는 비중은 국내기업이 독일, 일본 뿐 아니라 미국, 영국 같은 시장중심주의 국가의 기업들보다도 높았다.
- ④ 국내기업들이 수익률이 낮기 때문에 부채를 계속 늘렸다는 것도 사실과 다르며, 국내기업들의 매출액 대비 영업이익률은 미국이나 독일보다 높았다.
- ⑤ 국내 재벌기업들이 문어발식 다각화를 했다는 통설 또한 기업 숫자가 아니라 매출액 분포를 기준으로 볼 경우 상당히 집중적인 사업구조가 유지되었다.

이들은 외환위기 이후 기업구조조정이 이처럼 잘못된 전제에서 출발하였기 때문에 무차별적인 기업부채 줄이기를 초래하여 결과적으로 금융시스템의 투자자원배분의 효율성을 손상시킴으로써 2002년에 기업금융이 다소 회복되는 상황에서도 기업의 총 투자율은 하락하는 현상을 가져왔으며, 회사채시장의 대기업 점유율이 99%에 달하는 등 중소기업의 자본시장 접근이 오히려 봉쇄되었으며, 구조조정의 초기에 급속한 간접금융의 축소에 따라 기업부도 증가 및 금융경색이라는 비싼 대가를 치르고 난 이후에도 국내기업들의 부채감소로 인한 수익성 개선 효과는 미미했다고 주장한다.

물론 이와 같은 주장이 전적으로 옳다고 하기는 어려운 면이 있다. 무엇보다도 실제로 외환위기 직전인 1995~1996년의 국내기업의 부채비율은 조그만 외부 충격에도 상당한 위기를 초래할 수 있

을 정도로 높았던 것으로 보이기 때문이다. 1990년대 초반까지 우리나라보다 높은 부채비율이 유지되던 스웨덴, 노르웨이 등이 실제로 금융위기를 겪었다는 사실도 그렇고 우리나라와 비슷한 수준의 부채비율을 유지하던 일본이 1990년대 이후 상당한 어려움을 겪은 사실을 보더라도 지나친 부채의존도는 문제가 있다. 그러나 어느 정도의 부채의존도가 지나친 것인가에 대한 판단은 쉽지 않다. 재무이론상으로는 부채가 동일한 규모의 이익으로부터 주주에게 돌아갈 몫을 늘려주는 효과를 가지고 있다는 것이 정설이다. 이에 따라 적절한 부채의 사용은 주주가치를 증대시킬 뿐만 아니라 내부유보를 위한 자금 창출에도 도움이 되기 때문에 무조건적으로 부채의 사용을 회피하는 것은 옳지 않다.

구조조정 과정에서 정부는 기업의 적정 부채비율의 기준을 200% 이하로 제시하였다. 그렇지만 왜 이 수준의 부채가 적정한가에 대해서는 아무런 이론적 근거를 찾을 수 없으며, 더 심각한 것은 “부채비율 200%가 적정하다”라기보다는 “더 낮은 것이 좋지만 현실적으로 이 이하로 부채비율을 낮추는 것이 어려우니 이 정도라도 달성하자”라는 부채의 사용에 대해 근본적으로 부정적인 시각이 구조조정 정책의 저변에 자리잡고 있었다는 점이다. 이에 따라 기업의 부채비율 축소가 자본시장의 수급기능을 통해 이루어지거나 금융기관의 자율적 판단에 따라 시장원리에 의거하여 이루어지지 않고 정부의 주도에 의해서 지나치게 단기간에 무차별적으로 진행되었기 때문에 금융시스템의 자원배분 효율성이 크게 손상된 것으로 판단된다. 즉 자본시장의 하부구조나 은행 등 간접금융기관의 경쟁 양태가 기업의 부채비율 하락을 점진적으로 유도해 나갈 수 있는 준비가 갖추어지지 않은 상태에서 부채비율 감축의 목표가 정부에 의해 설정되고 시행됨으로써 자본시장은 앞에서 살펴본 바와 같이 폭발적

인 팽창과 급속한 위축이 반복되는 극히 불안정한 상황을 시현하여 정부의 시장개입이 없이 자체적인 시장규율이 확립될 기반이 조성되지 못하였으며, 간접금융의 급속한 축소는 기업 부문의 자금정책과 투자위축, 급속한 자산매각 등을 초래하였다.

3. 은행의 기업금융 공급유인 저하

외환위기 이후 국내은행들은 (i) 대기업에 대해서는 거의 무조건적으로 여신 공급을 축소하는 한편 (ii) 중소기업에 대해서는 여신 공급에 대한 의욕이 상당히 높아 이들에 대한 여신규모가 상당히 증대되었으며, (iii) 2002년 상반기까지는 가계 부문에 대한 여신의 확대에 매우 적극적이어서 신규조달 자금뿐 아니라 기존에 기업 부문에 투입되었던 자금까지 일부 가계 부문으로 전환함으로써 기업 금융의 절대규모가 외환위기 이전에 비해 축소되는 결과를 가져왔다. 이러한 변화를 가져온 원인은 다음과 같다.

(1) 대기업 여신에 대한 무조건적 회피성향

외환위기 이후 국내은행의 여신 행태 중 가장 두드러진 것이 대기업에 대한 여신을 무조건적으로 회피하려는 성향이다. 여기에서 “무조건적”이란 수식어를 사용하는 이유는 대기업 여신이 합리적인 이유를 찾을 수 있는 수준 이상으로 급격하게 위축되었다고 판단되기 때문이다. 대기업 여신에 대한 무조건적 회피성향이 나타나게 된 가장 큰 이유는 외환위기를 촉발하게 된 은행 부실여신이 대부분 대기업 여신에서 발생하였다는 데에서 찾을 수 있다. 국내 굴지의 우량기업이라고 생각하고, 혹은 다른 이유에서 부실화되지 않을 것

이라고 믿고 여신을 확대하였던 대기업들이 1996~1997년 중 줄줄이 도산하는 사태를 겪으면서 대기업의 신용도에 대한 국내은행의 믿음이 붕괴되었다. 여기에 더하여 대기업 여신이 원천적으로 봉쇄되어 있었던 국민은행, 주택은행과 상대적으로 대기업 노출이 적었던 신한은행, 하나은행이 최우량 은행으로 부상하였던 외환위기 직후의 분위기에서 “대기업 여신 = 잠재적 부실”이라는 등식이 국내은행들에 각인된 것으로 보인다.

국내은행들의 이와 같은 성향은 객관적 수치로 밝혀내는 것이 사실상 불가능하다고 볼 수 있다. 특히 외환위기 직후인 1998년에 대기업뿐만 아니라 중소기업 및 가계 부문까지 모두 은행의 여신이 축소된 점을 감안하면 국내은행들이 무조건적으로 대기업 여신을 회피하려 했다는 것을 입증하기는 매우 힘들다. 그렇지만 IV장의 국내은행 대출행태에서 나타난 바와 같이 2000년 및 2001년 대기업에 대한 신용리스크의 우려가 중소기업이나 가계 부문의 그것에 비해 높지 않았던 시기에도 국내은행들의 중소기업 및 가계에 대한 대출태도지수가 비교적 높았던 반면 대기업에 대한 대출태도지수는 매우 낮은 수준에 머물러 있었다는 사실은 국내은행의 대기업 대출회피 성향을 간접적으로 입증하는 것으로 해석된다.

(2) 정부의 대기업 여신 규제조치

대기업에 대한 은행여신의 축소를 가져온 보다 직접적인 요인은 외환위기 이후 대기업의 재무구조를 개선하기 위한 정부의 각종 규제 강화에서 찾을 수 있다. 1998년 금융회사가 계열회사의 중복채무보증을 요구하지 못하게 하였으며, 전체 금융기관 여신이 2,500억 원 이상인 계열기업에 대하여 금융기관과 주거래 계열간에 재무구

조 개선약정을 체결하여 시행하도록 하였다. 이와 함께 대기업집단의 계열회사에 대한 신규 채무보증을 금지하고 기존의 채무보증은 2001년 3월말까지 완전 해소하도록 하였으며, 대기업에 대해서는 과다차입금에 대한 지급이자 손비불인정제도의 적용시기를 앞당기는 한편 보다 직접적으로 5대그룹의 구조조정 추진을 강력하게 권고하여 과잉 중복투자 분야에 대한 구조조정과 회생가능성이 희박한 계열사 정리 등을 추진하였다.

(3) 건전성 규제의 강화

앞의 조치가 직접적으로 대기업에 대한 국내은행의 여신을 축소하는 효과를 가져온 반면 BIS 자기자본비율 규제의 강화는 대기업 뿐 아니라 중소기업을 포함한 기업여신 전반에 대해 영향을 미친 것으로 보인다. 여신의 위험도에 따라 가중치를 적용하여 자기자본비율을 산출하는 BIS 자기자본비율의 규제는 외환위기 이전부터 적용되던 것이지만 외환위기 직후의 1차 금융구조조정 과정에서 이를 기준으로 5개 은행이 문을 닫게 되고, 2차 구조조정 과정에서도 이 비율이 중요 판단 기준으로 작용하게 됨에 따라 BIS 자기자본비율을 높이는 것은 국내은행들의 생사를 가름하는 중요한 과제가 되었다.

문제는 1988년 제정되어 사용하고 있던 BIS 자기자본비율 산출을 위한 위험가중치가 기업의 신용도에 관계없이 일률적으로 적용되는 것이어서 은행의 입장에서 우량기업과 잠재적 부실기업을 구분하는 것이 큰 의미가 없이 기업대출의 확대 자체가 BIS 자기자본비율을 낮추는 효과를 가져온다는 점이었다. 자기자본비율이 높지 않은 은행들은 100%의 위험가중치가 적용되는 기업대출을 축소하

고 0%의 가중치가 적용되는 국채 혹은 상대적으로 낮은 위험가중치가 적용되는 공공기관의 채권이나, 부동산으로 담보된 가계 부문의 주택대출 등에 대한 자금운용을 확대함으로써 자기자본비율을 높일 수 있었기 때문에 기업대출은 우선순위에서 떨어지게 되었다. 특히 대기업 여신은 그 단위규모가 크기 때문에 여신 감축을 통한 자기자본비율의 상승효과를 비교적 손쉽게 거둘 수 있다는 점에서 더욱 위축되는 결과를 가져왔다.

BIS 자기자본비율 규제의 강화와 함께 기업여신을 위축시킨 또 하나의 요인은 기업여신에 대한 대손충당금 적립의무의 강화이다. 소위 미래상환능력에 기초한 건전성 분류(Forward Looking Criteria : FLC)는 과거 연체 여부에 따라 부실로 분류되던 기업여신을 연체가 발생하지 않더라도 신용도가 낮은 경우 부실여신으로 분류되도록 함으로써 은행의 대손충당금 적립부담을 가중시키게 되었다. 물론 이는 국제적 금융관행International Best Practice을 도입하겠다는 정부 의지에 따라 금융기관의 건전성 강화에 기여한 바가 매우 크지만 기업여신에 대한 국내은행의 자금공급의 유인을 크게 약화시키는 효과를 가져온 것 또한 부인할 수 없는 사실이다.

FLC에 의한 대손충당금 적립은 기업여신과 관련하여 본래의 의도와는 다른 부작용 또한 가져온 것으로 판단된다. 대기업의 경우 다수의 국내은행과 거래하는 것이 보편화되어 있기 때문에 건전성 분류에 대한 은행간 비교가 쉽고, 또한 금액이 크기 때문에 대개의 경우 감독당국의 점검 대상으로 분류된다. 많은 경우에 감독당국은 보수적인 입장을 취하여 타 은행에 비해 완화된 분류를 채택한 은행들로 하여금 건전성 분류를 강화할 것을 독려하게 되고, 이에 따라 국내은행은 자신의 판단보다 과도한 수준의 대손충당금을 부담하게 되는 결과를 가져오게 될 대기업 여신에 대해서는 소극적인

자세를 견지할 수밖에 없게 된다. 한편 중소기업의 경우 회계자료의 불투명성 등으로 정확한 신용도의 판단이 모호한 경우가 많으며 상대적으로 감독당국의 건전성 분류에 대한 직접적인 개입 또한 적기 때문에 은행의 자의적 판단에 따라 완화된 분류를 적용할 개연성이 높으며, 담보의 확보에 의해 높은 등급의 건전성 획득이 가능하기 때문에 대기업보다 비교적 수월하게 여신의 공급이 가능한 측면이 있다.

(4) 저금리 기조의 정착

외환위기 직후 IMF의 강권에 의한 고금리 정책이 1998년 중 철회되면서 하락추세에 접어들기 시작한 시장금리는 정부의 정책적 노력에 힘입어 급속히 낮아졌으며, 회사채시장의 불안정성으로 인해 은행권으로 자금유입이 지속되면서 수신금리가 계속 하락함에 따라 저금리 기조가 완전히 정착하게 되었다. 국내은행들은 대부분의 대출이 기준금리에 연동되어 상대적으로 금리하락이 느리게 진행되면서 일시적으로는 순이자마진이 확대되는 등의 혜택을 입게 되었지만 저금리 기조의 장기화는 기업대출에 부정적인 영향을 가져온 것으로 분석된다.

우선 신용공여의 바람직한 대상이 될 수 있을 정도의 높은 신용도를 유지하고 있는 기업들에 대해서 은행들간의 대출 유치경쟁이 치열해지면서 이들 기업에 대한 대출금리가 급속히 하락하게 되었다. 우량기업에 대한 대출금리의 급락은 수신금리의 하락 추세와 더불어 기업여신 전반에 대한 금리하락 압력으로 작용하게 되었으며, 이와 더불어 저금리 기조를 완전 정착시키려는 정부의 우회적 압력 또한 가세하여 기업여신의 수익성을 급속히 저하시키게 되었다. 이

러한 추세는 급속히 진행되어 국내은행들은 대부분의 기업여신에서 신용리스크에 대한 충당금 적립 부담이나 자기자본 부담에 따른 자본비용조차 회수하기 힘들 정도의 저금리가 적용되는 상황에 봉착하게 되었다.³¹⁾ 이에 따라 국내은행들은 상대적으로 높은 여신금리가 적용되는 가계대출, 신용리스크가 거의 없는 것으로 간주되는 주택담보대출, 높은 수수료 수입이 보장되는 신용카드, 충당금 적립 부담이 없는 국공채 등으로 자금운용의 중심을 이동시키는 결과를 가져왔다.

(5) 소비 및 부동산 경기 활성화

정부가 외환위기의 극복을 선언한 이후인 2000년과 2001년은 민간 소비와 부동산 시장의 활황이 경제성장을 견인하는 모습을 보였다. 특히 이 시기 신용카드 시장의 급속한 확대는 소비 확대를 선도하면서 국내은행들이 가계 부문에 대한 자금공급을 확대할 수 있는 기반을 제공하였다. 이와 함께 부동산 가격의 급속한 상승은 가계의 입장에서 볼 때 고수익의 투자기회를 제공하였으며, 은행의 입장에서 볼 때 대출에 대한 양질의 담보 확보를 가능케 함으로써 주택담보대출을 중심으로 가계대출이 급증하게 되었다. 그러나 이 시기 가계 및 주택담보대출의 급속한 증대는 향후 국내은행들에 커다란 부담을 가져오는 결과를 낳았다.

우선 무담보 가계대출의 급속한 확대는 상당 부분 기업여신의 위축에 대한 반작용이라는 측면과, 신용카드의 현금서비스에 의존한

31) 외환위기 이후 대부분의 은행들은 신용리스크 측정시스템을 구축하였다. 그러나 저금리 기조의 정착과 대출시장에서 우량기업에 대한 대출경쟁은 대부분의 은행들이 자신의 시스템으로 측정된 리스크에 상응하는 대손충당금과 자본부담을 보상할 수준의 대출금리를 적용하는 것이 불가능한 상황에 봉착하게 만들었다.

부실화의 지연이라는 측면에 기인한다. 특히 현금서비스에 의한 신용카드 돌려막기는 잠재적 부실 채무자를 양산하면서도 은행대출금의 연체 발생을 지연시키는 효과를 가져옴으로써 조기에 적절한 신용리스크 관리가 이루어지지 않은 채로 은행의 가계대출이 적정 규모 이상으로 급증하는 결과를 가져왔다. 이는 2002년 상반기 이후 신용카드에 대한 건전성 감독이 강화되면서 신용카드 및 가계신용대출이 급속히 동반 부실화하는 현상을 가져오는 직접 원인이 되었다.

둘째, 부동산 경기의 활황은 국내은행들이 경쟁적으로 주택담보대출을 확대하는 결과를 가져옴으로써 주택담보대출의 수익성을 악화시키고, 시가 대비 담보비율(loan to value ratio)이 급등하여 담보가치의 급락에 따라 대규모 부실이 발생할 수 있는 잠재적 리스크를 크게 증대시켰다. 주택담보대출 확대와 부동산 경기 활황은 상승작용을 통해 부동산 가격의 급등을 가져왔으며, 그 결과 정부는 2003년 중 강도 높은 부동산 가격 안정화대책을 공표하게 되었고, 이에 따라 향후 주택담보대출의 급속한 부실화에 대한 우려가 심각하게 대두되고 있는 상황이다.

Ⅶ. 기업금융 활성화 방안

이상에서 살펴본 바와 같이 외환위기 이후의 구조조정은 금융기관의 선진화나 기업지배구조 개선 및 기타 자본시장의 하부구조 개선 등에 있어 상당한 성과를 거두었음에도 불구하고 경제성장의 동력이 되는 기업 부문에 대한 금융시스템의 자금공급 기능에 심각한 위축을 가져왔다. 그러나 일시적인 경우를 제외하고는 심각한 자금경색이 나타나지 않았기 때문에 기업금융시스템의 왜곡이 심각성을 가진 것으로 인식되지 않는 경향이 있다. 그러나 우리나라 경제가 성숙단계에 이르러 기업의 투자수요가 크지 않았던 점도 있었겠지만 그보다는 정부 주도의 인위적인 기업부채비율 감축 노력이 금융시스템의 기업 부문에 대한 자금의 공급능력을 심각하게 훼손하였고, 이에 대한 반작용으로 기업 부문이 투자를 축소함으로써 자금경색을 피해갔다고 보는 것이 보다 타당한 것으로 볼 수도 있다는 점에서 기업금융시스템의 왜곡은 지금까지보다 앞으로 큰 문제로 대두될 가능성이 높은 것으로 보인다.

소규모 개방경제small open economy의 성격을 가지고 있는 우리나라가 기업 부문의 투자부진 상태를 지속적으로 유지한다는 것은 향후 경제발전에 커다란 위협이라고 하지 않을 수 없다. 설비투자 부진은 머지않아 국내기업의 상품 경쟁력 저하로 이어질 가능성이 매우 높으며, 이러한 우려가 현실화될 경우 수출의존도가 매우 높은 우리 경제가 입게 될 타격은 매우 심각할 것이기 때문이다. 지속적인 경제발전을 위해서 기업 부문에 대한 금융시스템의 자금공급 기능을 활성화할 필요성이 시급한 현실이다.

그동안 정부가 유지해 온 시장중심 금융시스템으로의 전환 자체를 기업금융시스템의 활성화를 위해 현 시점에서 포기할 필요는 없는 것으로 생각된다. 그렇지만 이러한 금융시스템의 전환이 자본시장의 하부구조 정비에 따라 자연스럽게 이루어지도록 하는 것이 중

요하며, 이러한 전제가 충족되기까지는 기왕에 기업금융시스템의 중추적인 역할을 맡아오던 간접금융기관, 특히 은행의 기업금융 공급기능을 원활히 할 필요가 있는 것으로 판단된다. 현 시점에서 가장 중요한 것은 특정한 자금조달 수단에 대하여 정부가 인위적으로 수급을 조절하려는 시도를 포기하는 것으로 보인다. 특히 기업의 부채 사용 자체를 죄악시키고, 기업에 대한 부채의 공급을 인위적으로 억제하는 정책기조는 반드시 시정되어야 한다. 중요한 것은 부채 사용 그 자체가 나쁜 것이 아니고 적절한 통제장치가 마련되지 못한 상태에서 무분별하게 부채의존도가 높아지는 것이라는 점을 바르게 인식하는 것이다. 현실적으로 시장의 감시와 규율이 제대로 작동하지 못하는 상황에서 은행시스템에 의존한 기업 부문의 감시와 규율에 의존하지 않고 무리하게 자본시장을 통한 기업금융 확대를 추구하는 것은 자본시장의 불안정성만 증폭시키고 주기적인 위기 발생과 정부의 인위적 개입의 반복만을 가져올 것이기 때문이다.

1. 기업제도 선진화

기업의 부채 사용을 특별히 권장할 필요까지는 없겠지만 정부가 직접 나서서 기업의 부채 사용을 억제하는 각종 규제는 철폐되는 것이 바람직하다. 특히 구조조정 과정에서 생겨난 기업부채비율과 관련된 직·간접적 규제는 조속히 없애야 한다. 기업의 경쟁력은 상품의 생산능력과 다양한 재무적 자원의 조달 능력에 따라 결정된다. 물론 부채를 사용하지 않는 기업은 채무불이행 위험이 없겠지만 이것이 곧 기업의 경쟁력을 뒷받침한다고 보기 어려울 뿐만 아니라, 때에 따라서는 경쟁력 하락의 직접적인 원인이 되기도 한다.³²⁾ 자

32) 동일한 사업구조를 가진 기업들의 경우 적절한 규모의 부채를 사용하는 기업이 부

기자본이 부채보다 높은 자본비용을 요구한다는 기본적인 재무이론 측면에서도 그렇지만, 무엇보다도 자금조달의 다양성이 저해되는 경우 효율적인 기업경영이 어렵기 때문이다. 예를 들어 특정한 사업 분야에서 철수하고자 하는 경우 부채는 상환하면 되지만 자기자본을 주주들에게 환원하는 것은 보다 복잡한 의사결정을 요구하게 되는 경우가 매우 흔하다.

기업이 스스로의 안정을 위협할 정도로 과도한 부채에 의존하는 행태를 막기 위한 가장 효율적인 장치는 무엇보다도 시장규율을 통한 규제이다. 시장규율이 확립되기 위해서는 자본시장의 하부구조를 구축하는 것도 중요하지만 기업의 지배구조와 회계제도의 투명성을 확보하는 것이 무엇보다도 중요한 과제이다. 이와 함께 능력 이상의 부채를 조달함으로써 자신의 생존뿐 아니라 금융시스템의 안정성에도 잠재적 위협이 되는 기업의 퇴출을 보다 손쉽게 하는 것도 시장규율 확립의 중요한 요소가 된다.

(1) 기업지배구조 개선 및 이사회 책임 강화

구조조정 과정을 거치면서 기업지배구조의 개선은 외형상으로 상당히 진전된 것이 사실이다. 그렇지만 내용 면으로는 아직 극히 일부분의 예외를 제외하고는 국내기업들의 의사결정방식에 근본적인 전환이 이루어졌다고 보기 어려운 상황이다. 재벌기업의 선단식 경영을 혁파하겠다는 목표로 공정거래위원회가 주도적으로 추진하고 있는 출자제한이나 구조조정본부 해체 등과 같은 정책 또한 실제로 개별기업의 의사결정구조를 어떻게 변화시킬 수 있을지에 대한 전

채가 전혀 없는 기업보다 큰 기업가치를 가진다는 것은 재무이론에서 잘 알려져 있는 사실이다.

망이 불투명하다. 따라서 기업지배구조의 개선은 기업 이사회에 책임을 더욱 엄중하게 묻는 방향으로 진행되는 것이 바람직하며, 실제로 이러한 책임을 추궁하는 사례를 만들어 내는 것이 중요하다.

재벌이라는 선단식 기업경영체제 자체는 단기간의 고도성장을 이룩한 우리나라 경제의 특징적인 기업체제라는 점에서 이를 단기간에, 인위적인 수단을 통해서 혁파하는 것은 상당한 무리가 뒤따를 수밖에 없다. 따라서 바람직한 정책의 방향은 이러한 선단식 기업경영체제를 해체하는 것보다 이러한 체제가 사회적 이익에 반하는 행위를 하는 경우에 대한 처벌을 강화함으로써 현재의 기업체제가 사회적 이익의 향상에 기여할 수 있도록 유도하는 것이어야 한다.

(2) 회계투명성 강화

회계제도의 투명성은 대우그룹과 관련한 회계사 및 회계법인에 대한 징계와 SK Global의 사례가 귀감이 되어 상당한 속도로 진전되고 있는 것으로 보인다. 사실 그동안 국내기업들의 회계가 불투명했던 가장 큰 이유가 제도의 후진성보다는 제도 운용에 있어서 엄격한 기강이 서지 않았다는 점에 있기 때문에 이러한 사례들은 앞으로 국내기업의 회계투명성을 높이는 데에 크게 기여할 것이다. 다만 아쉬운 것은 내부감사인과 기업소유주에 대한 회계투명성의 책임을 더욱 엄정하게 묻는 관행이 아직 정착되지 못하고 있다는 점이다. 적어도 회계의 투명성과 관련하여 기업의 실질적인 소유주가 내용을 모르고 있었다는 이유로 책임을 피해가는 상황이 반복되는 것은 곤란하며, 내부감사인 또한 기업의 소유주와 동일한 선상에서 책임을 부담하여야 한다.

(3) 적대적 기업인수 활성화

기업제도의 선진화를 위해 반드시 필요한 조치가 적대적 기업인수를 활성화할 수 있는 시장여건을 조성하는 것이다. 우리나라의 경우 적대적 기업인수(hostile takeovers)에 대한 부정적인 시각이 많이 자리잡고 있으며, 증권시장의 초기 단계에서 기업들의 상장을 독려하기 위한 경영권 보호장치 또한 필요 이상으로 강하게 유지되고 있다.³³⁾ 그렇지만 적대적 기업인수는 비효율적인 기업을 부실해질 때까지 기다려 파산제도를 통해 시장에서 퇴출시키는 대신, 기업의 생존을 유지한 채로 비효율적 경영진만을 시장원리에 따라 퇴출시키는 장치로서 경제적 효용이 매우 높은 시장교정 수단이 된다. 특히 적대적 기업인수가 우량기업의 경영권을 찬탈하여 부당한 이득을 획득하기 위한 야비한 수단이 아니고 무능한 경영진으로 인하여 가치증대의 기회를 잃고 있는 기업을 구조조정을 통해 재탄생시키는 시장기능이라는 시각에서의 인식 확산이 필요하다. 특히 자본시장에서의 공개적 기업인수를 보다 손쉽게 행할 수 있도록 제도의 기본 틀을 정비할 필요가 있다. 단, 현재 외국인의 주식시장 투자비율이 매우 높은 상태에서 국내 자본에 대한 역차별은 기업인수시장에서의 공정경쟁을 훼손할 수 있으므로 이에 대한 시정도 동시에 필요할 것이다.

33) 특히 외환위기 이후 외국자본의 국내기업 인수가 기업인수 자체에 대한 국민들의 부정적 시각을 확산시키는 데에 큰 역할을 한 것으로 보인다. 최근 SK그룹의 경영권 분쟁에서 재벌에 대한 부정적 시각에도 불구하고 외국자본에 대한 국민적 거부감이 크게 표출된 것이나 현대그룹의 경영권 분쟁에서 (비록 KCC측의 법 위반이 있었다고는 하지만) ‘시삼촌의 며느리 기업 빼앗기’와 같은 시각이 크게 부각된 것 등이 모두 적대적 기업인수에 대한 부정적 시각에 기인하는 것으로 판단된다.

2. 자본시장 하부구조 강화

(1) 신용평가기관의 역량 강화

외환위기 이전에도 그러했지만 외환위기 이후에도 수차례 반복되던 자본시장의 시스템 리스크 발현은 기본적으로 국내 신용평가기관들이 제 역할을 다하지 못한 데에서 그 원인을 찾을 수 있다. 국내의 신용평가가 3사가 모두 세계 유수의 신용평가기관과 제휴관계를 가지고 있음에도 불구하고 기업평가의 결과에 따른 선제적인 신용등급의 조정이 원활히 이루어지지 못하고 시장에서 위기가 가시화된 시점에야 반응하는 후진적인 행태가 반복되고 있다.³⁴⁾ 이는 기본적으로 국내 신용평가시장의 경쟁부족 및 평가기관과 피평가기업의 유착관계에 기인하는 것으로 판단된다. 이러한 시장구조의 지속은 국내 직접금융시장의 발전에 커다란 걸림돌로 작용할 것이다.

따라서 국내 신용평가시장의 전면적인 개방과 신용평가기관의 성과에 대한 엄격한 감독이 요구된다. 해외 신용평가기관의 국내시장 단독 진출을 허용하는 것은 국내 신용평가기관의 퇴출보다는 경쟁력 향상을 가져올 것으로 기대된다. 또한 신용평가기관의 성과를 엄격하게 감시하고 피평가 기업과의 유착에 의한 신용등급 왜곡을 단호하게 처벌하는 제도적 정비가 필요하다. 흔히 자본시장의 정보생성 기능과 시장규율을 이야기하지만 정확한 신용평가를 행할 수 있

34) 한국신용평가(주)는 Moody's와 합작한 형태이며, 한국신용정보(주)는 일본 R&I와 제휴하였고 한국기업평가는 Fitch IBCA와 제휴하고 있다. 1992년 설립된 서울신용평가정보(주)는 1999년 금감위로부터 신용평가업 겸업승인을 받았으며 2000년 ABS와 CP의 신용평가전문기관으로 지정되어 신용평가업에 진출하였으나 신용평가 부문 매출액은 미미한 실정이다.

는 독립적 평가기관이 존재하지 않는 한 이러한 기능이 제대로 작동하기를 기대하기는 어렵다. 물론 주식시장에서 수많은 분석가들이 기업의 내용을 분석하고, 그 결과를 공표하고 있다고 하지만 기본적으로 주식분석과 부채분석은 기본적인 기능과 목적에 차이가 있기 때문에 이들이 신용평가기관의 역할을 대신할 수는 없다.

(2) 자산운용사 역량 강화

국내 직접금융시장의 발달이 지연되는 또 하나의 이유가 바로 간접투자를 대행하는 자산운용사의 역량 부족이다. 특히 우리나라의 투신사들은 본래의 설립 취지와 동떨어지게 사실상의 저축기관으로 기능해 왔으며, 금융구조조정 과정에서도 이와 같은 맥락에서 공적자금의 투입에 의해 일부 투신사들이 명맥을 유지할 수 있었다. 그러나 이와 같은 과보호는 자본시장의 활성화에 도움이 되기보다 오히려 시장의 안정성을 저해하는 교란요인으로 작용하는 결과를 가져왔다. 실제로 1999년의 대우사태나 2003년의 카드채 사태 등에서 볼 수 있는 바와 같이 회사채시장에 대규모 부실문제가 대두될 때마다 예외 없이 다수의 투신사가 운용펀드 내에 이러한 부실기업의 채권을 대규모로 보유하고 있어 큰 어려움을 겪었다. 그 결과 일시에 고객자금이 이탈함으로써 자본시장 전체가 유동성 문제에 직면하게 됨으로써 정부개입이 없이는 해결이 곤란한 상황에 봉착하게 되는 것은 이러한 자산운용사의 역량 부족을 단적으로 보여주는 것이라고 할 수 있다. 이러한 문제는 투신사뿐 아니라 은행신탁의 경우도 동일하며, 투신사펀드의 판매를 맡고 있는 은행 및 증권사들 또한 수익증권 판매에 따른 수수료 수입의 확대에 급급할 뿐 근본적으로 시장규율을 통한 투신사의 역량 강화에 기여하지 못하고 있

는 실정이다.

은행신탁 및 투신사와 같은 자산운용기관들이 자본시장의 안정화에 기여하지 못하고 오히려 교란요인으로 작용할 수밖에 없는 현실을 단순히 영세한 규모와 직원의 전문성 부족 탓으로 돌리는 것은 옳지 않은 것으로 보인다. 이러한 상황이 지속되는 것은 이들의 과거 이력track record에 기초한 시장규율이 작동하지 못하는 상황에서 정부의 과잉보호-과잉규제가 병존하고 있어 투신사의 생존이 전문성보다는 영업력과 대정부 관계에 의존하는 경향이 있기 때문이다. 따라서 정부는 자산운용사에 대하여 최소한의 규제로 전문성을 확보, 발휘할 수 있는 여건을 조성하는 동시에, 시장규율이 작동할 수 있는 환경과 부실 운용사에 대한 단호한 퇴출과 같은 전문성 경쟁의 환경을 조성해야 한다.

규제의 최소화는 우선 펀드의 자산구성이나 운용인력 등에 대한 규제를 없애는 방향으로 진행되어야 한다. 많은 경우에 이러한 규제는 고객보호 차원에서 투신사의 도덕적 해이를 방지하는 장치로 마련된 것이지만 궁극적으로는 투신사의 자산운용에 있어서 자율성과 유연성을 손상시킴으로써 전문성의 발휘를 어렵게 하고, 그 결과 고객들은 저수익률이라는 형태로 기회비용을 지불하게 된다. 따라서 이러한 운용상의 규제를 최소화하고 그 대신 펀드성과에 대한 공시 강화와 펀드간의 손실전가에 대한 엄격한 검사와 감독으로 도덕적 해이의 문제를 해결하는 것이 타당하다고 생각된다.

시장규율의 강화를 위해서는 무엇보다도 펀드의 운용성과에 대한 공시의 강화와 기록의 유지, 공개가 요청된다. 고객이 운용사의 이름과 상품성격에 대한 정보만으로 자산의 운용을 위탁하는 현재의 시장구조로는 운용의 전문성보다는 영업력이 운용사의 수탁고에 보다 큰 영향을 미치기 때문에 시장규율이 제대로 작동할 수 없다. 이

와 더불어 수익증권의 판매대행사에 대해서도 일정 부분 운용손실에 대한 책임을 분담하게 함으로써 증권사 및 은행 등이 운용사의 성과와 전문성에 대한 선별기능을 일정부분 담당하게 하는 것이 도움이 될 것이다. 판매사들에 대한 책임의 부과는 운용사의 성과를 표준화된 기준에 따라 공시하도록 하고, 운용담당자 및 펀드별로 성과를 분석하여 이를 데이터베이스화하고 운용사 선정에 대한 자문을 행할 수 있는 펀드평가기관이 생겨날 수 있는 유인으로 작용하여 시장의 투명성을 제고하는 효과를 가져올 수 있다.

궁극적으로는 전문성이 결여된 기관의 퇴출이 엄격하고 신속하게 이루어질 수 있어야 한다. 자산운용은 원칙적으로 투자자가 펀드운용사의 선정을 통해 리스크를 부담하는 것인데 이러한 원칙을 무시하고 시장의 충격이 있을 때마다 투자자 보호를 이유로 정부가 운용사의 보호에 나서는 상황이 반복되는 것은 지양되어야 한다. 투자자들은 운용사를 엄격히 선별할 유인을 잃게 되고, 운용사는 운용사대로 안전성보다는 고수익률 달성을 위한 모험적 투자를 감행하는 행태가 지속되기 때문이다. 이러한 상황은 고객보호가 아니라 궁극적으로 운용사 역량 저하에 따른 수익률 하락이라는 고객 손실을 낳게 될 뿐만 아니라, 주기적으로 발생하는 대형 부실문제와 이에 따른 시장의 불안정성을 유발하는 주된 요인이 된다는 점을 정부는 깊이 인식할 필요가 있다.

(3) 유가증권의 다양화와 투자자 선택의 폭 확대

현행 증권거래법은 유가증권의 개념을 제한적 열거방식에 의해 규정하고 있는바, 이러한 제한은 투자상품의 다양화를 통한 고객수요의 창출과 새로운 금융환경의 변화에 탄력적으로 대응하는 신상

품의 개발을 어렵게 함으로써 자본시장의 발전에 장애요인으로 작용하고 있으므로 유가증권의 정의를 포괄주의로 변경하는 것이 바람직하다. 이와 더불어 증권업 감독규정 등에서 일반투자자의 투자 대상 유가증권의 범위를 규정하고 있는 것과 같은 투자대상에 대한 제한도 철폐함으로써 자산 선택의 폭을 정부가 규제하기보다는 시장의 원리에 따라 투자자가 직접 선택할 수 있도록 넓히는 것이 필요하다고 판단된다. 그밖에 장외파생상품 등에 대하여 금융기관별로 업무의 취급 범위가 다르게 적용되는 등 투자자의 금융기관 선택의 범위를 제한하는 규정 또한 철폐되는 것이 마땅하다.

(4) 회사채 만기다양화와 투기등급 채권시장 활성화

회사채시장의 건전한 발전을 위해 만기의 다양화는 필수적이다. 특히 우리나라처럼 주기적으로 대규모 채권발행이 집중되어 있는 경우에는 채권만기의 다양화를 단순히 시장원리에 맡기기보다는 시장의 자율성을 침해하지 않는 범위 내에서 규제수단을 동원하는 것이 바람직하다고 판단된다. 우선 생각해 볼 수 있는 것이 상환기금 sinking fund 적립의 의무화와 변동금리부 및 상환조건부 채권 callable bonds 발행의 활성화이다.

상환기금은 발행기업으로 하여금 채권상환을 위한 기금의 적립을 의무화시킴으로써 장기채권의 채무불이행 리스크를 감소시키는 효과를 가져와 투자자의 장기채 기피 현상을 어느 정도 완화해 줄 수 있다. 또한 발행기업에는 회사채 차환발행의 필요성을 줄여줌으로써 회사채 만기 집중에 의한 시장의 불안정성을 해소하는 효과가 있다. 상환기금의 적립이 의무화되면 발행기업 입장에서 기금적립에 소요되는 자금부담을 덜기 위해 장기채를 발행할 유인이 강해지

게 되며, 이에 따라 단순히 금리의 기간 프리미엄을 절약하기 위해 차환을 전제로 단기채를 발행하는 현재의 관행을 상당히 바꾸어 놓을 수 있을 것으로 기대된다.

변동금리부 채권은 장기채 투자에 따르는 투자자의 금리리스크 부담을 크게 덜어주어 장기채에 대한 투자유인을 제공할 수 있다. 상환조건부 채권은 발행기업으로 하여금 장기채 발행 이후의 금리 변동 상황에 따라서, 혹은 장기자금 소요의 조기 종결에 따라서 부채를 감축할 수 있는 유연성을 제공한다. 변동금리부 채권이나 상환조건부 채권의 경우는 활성화를 위한 특별한 제도적 지원이 필요하지 않으며, 상환기금의 적립 의무화에 따라 장기채 발행이 증가하게 되면 자연스럽게 이러한 리스크 감축 장치를 포함한 채권의 발행이 활성화될 것으로 기대된다.

한편 투기등급 회사채시장의 활성화는 현재의 시장 상황으로 보아 조기에 이루어지기 어려울 것으로 판단되며, 어느 정도의 제도적 지원이 필요하다고 생각된다. 물론 이미 실패한 것으로 판명된 정부보증기관의 무분별한 중소기업 보증이나 P-CBO와 같은 형태의 지원은 시장의 신용리스크 평가기능을 둔화시켜 장기적으로 투기등급 회사채시장의 활성화를 오히려 저해하는 요인으로 작용할 공산이 크다. 따라서 투기등급 회사채시장의 활성화를 위한 제도적 지원은 다양한 시장참가자의 출현을 저해하는 제도적 걸림돌을 제거하는 방향으로 이루어지는 것이 바람직하다.

가장 시급한 것은 채권평가기관의 다양화이다. 현재 국내에 활동 중인 채권평가기관은 모두 신용평가기관의 자회사이다. 즉 채권평가기관도 경쟁 제한의 환경에 안주하고 있어 투자등급의 채권에 대한 가격평가마저 효율성에 의문이 제기되고 있는바, 투기등급 채권에 대한 신뢰할 만한 가격형성을 지원할 역량을 보유하지 못하고

있는 상황이다. 특화된 전문성을 바탕으로 투기등급 채권의 평가와 투자 지문에 임할 수 있는 시장참가자가 없이는 투기등급 채권시장은 활성화될 수 없다.

평가기관의 다양화와 함께 실제 투기등급 채권에 대한 투자자를 확대하기 위한 제도 개선이 필요하다. 특히 기업경영권 시장의 적대적 인수가 활발히 이루어질 수 있는 환경의 조성과 증권사의 사모펀드 설립에 일정한 제한을 가하고 있는 증권업감독규정 등을 개선해야 한다. 이와 더불어 신용파생상품의 활성화를 위하여 현존하는 신용연계증권credit linked notes 및 신용스왑credit default swap 등의 장외파생상품의 취급에 대한 규제도 단계적으로 완화함으로써 거래 활성화를 유도하여야 한다. 또한 간접투자기관, 즉 자산운용사 등에 대한 자산구성상의 제한을 완화하여 이들이 자신의 판단과 책임으로 투기등급 채권의 시장에 자유롭게 참여할 길을 열어놓는 것 또한 시장참가자 확대라는 측면에서 반드시 이루어져야 할 일이다.

3. 간접금융기관의 기능 강화

기업제도의 선진화와 자본시장 활성화를 위한 하부구조의 구축은 완전히 자리를 잡기까지 상당한 시일을 요구한다. 그렇기 때문에 앞으로 상당기간 우리나라의 기업금융은 은행 등 간접금융기관에 대해 높은 수준의 의존도를 유지하는 것이 불가피할 전망이다. 그러나 외환위기 이후의 구조조정 과정을 거치면서 간접금융기능을 수행하던 많은 기관들이 퇴출되었고, 그나마 생존한 기관들 또한 기업 부문에 대한 자금공급의 기능이 크게 위축되어 있는 것이 현실이다.³⁵⁾

35) 구조조정 과정에서 퇴출된 대표적인 간접금융기관의 예가 장기신용은행이라고 할 수 있다. 기업어음의 중개를 전담하던 중금사 또한 형식상으로는 직접금융시장의

이와 함께 BIS의 새로운 자기자본비율 규제 시행이 다가오고 있는 등 기업 부문에 대한 간접금융의 공급환경 또한 크게 우호적이지 않은 상황이다. 따라서 현 시점에서 간접금융을 통한 기업 부문의 지원을 원활히 하기 위한 정책적 배려가 시급하다.

(1) BIS 자기자본비율 규제에 대한 대응

향후 국내은행의 기업금융 공급에 가장 큰 장애는 새로운 BIS 자기자본비율 규제가 될 것으로 보인다. BIS의 새로운 자기자본규제는 차주의 신용리스크에 따라서 가중치를 조정하는 것을 골자로 하는 것으로, 원칙 면에서 은행의 기업에 대한 감시기능을 강화하는 것이라고 할 수 있다. 하지만 첫째, 기업여신에 대한 자기자본 부담이 크게 증대되어 자연히 기업에 대한 자금공급이 줄어들 수밖에 없을 뿐만 아니라, 둘째, 경기 상승의 후반기에 기업금융의 공급이 확장되고 경기 침체기에는 오히려 공급이 위축되어 경기회복을 지연시키는 현상pro-cyclicality을 유발하여 금융시장의 안정성을 크게 저해하는 상황이 도래할 가능성이 높다는 점에서 우려가 큰 실정이다.

그러나 더욱 중요한 것은 현재 국내은행들이 이러한 새로운 규제가 우리나라의 감독당국에 의해서 구체적으로 어떠한 방식으로 시행될 것인가에 대해 방향을 잡지 못하고 있다는 점이다. 물론 새로운 BIS의 규제방식이 현재의 안대로 시행될 수 있을 것인가에 대해서는 선진국들 사이에서도 큰 논란이 되고 있는 것이 사실이기도

참가자로 분류되지만 업무의 내용 면으로는 간접금융기관이었다고 볼 수 있으며, 지금은 완전히 시장이 붕괴된 상태인 리스(lease) 또한 내용 면으로 간접금융의 기능을 수행한 것으로 볼 수 있다.

하다. 그러나 적어도 현재까지 우리나라의 감독당국이 이 문제에 대해 명확한 입장정리를 하지 못한 채 이에 대한 대비를 은행들에만 맡겨두는 것은 바람직하다고 보기 어렵다. 적어도 BIS의 새로운 규제안을 국내에 언제 실시할 것인지, 실시한다면 표준모형을 기본으로 할 것인지 혹은 내부등급법을 기본으로 할 것인지, 내부등급법을 기본으로 한다면 등급별 가중치 적용을 위한 부실률의 기준을 어떻게 정할 것인지, 내부모형의 사용을 허락할 것인지, 한다면 어떤 기준에 의해 이를 평가할 것인지 등과 같은 기본적인 사항에 대한 기준 제시가 있어야 하며, 이와 더불어 시행초기의 자기자본비율 하락에 대해 감독당국이 어떠한 방식으로 대처할 것이며, 은행들에 어느 정도의 여유를 허락할 것인지와 같은 일반적인 사항에 대해서도 명확한 원칙의 제시가 필요할 것으로 보인다.

(2) 은행의 신용리스크 관리체제 정비

외환위기 이후 구조조정의 과정에서 국내은행들은 외형상 상당한 수준의 신용리스크 관리체제 개선을 이루었다. 과학적인 방법론에 의한 신용평가시스템을 갖추었으며, 이를 토대로 신용리스크를 개별여신 및 차주단위, 은행 전체 포트폴리오 단위로 계량화하는 시스템도 갖추었고, 이를 토대로 리스크에 따라 금리를 차등화하고 영업의 성과를 평가하는 관리시스템 또한 대부분의 은행이 이미 구축을 완료하였거나 완료에 가까운 상태에 있다.

그렇지만 이와 같은 외형적인 변화에도 불구하고 국내은행들의 신용리스크 관리 수준이 이전에 비해 향상되었다는 증거를 발견하기 어려운 것이 현실이다. 이미 수차례 언급된 바와 같이 외환위기 이후 국내은행의 여신행태는 무조건적인 대기업 여신의 감축과 중

소기업, 개인 및 부동산 대출의 확대에 요약될 수 있다.³⁶⁾ 그러나 이러한 여신 행태는 2003년 이후 개인대출의 부실화, 부동산 대출에 대한 우려 증대, 그리고 2004년 들어 고조되고 있는 중소기업 대출의 부실화 우려 등에서 보듯이 신용리스크 관리의 질적 측면에서의 개선이 전혀 이루어지지 않은 상태에서 단순히 원론적 차원에서 포트폴리오 재편을 시도한 것에 불과하였으며, 그 과정에서 개인 및 중소기업 등에 대한 리스크가 적절히 통제되지 않았다는 사실이 드러났다.

따라서 국내은행들은 대기업, 중소기업, 개인, 부동산 등과 같이 차주그룹에 대한 신용리스크의 원론적인 수준의 접근을 탈피하고 개별 차주의 신용리스크를 올바르게 평가하고 이를 관리해 나가는 여신관행을 시급히 정착시켜야 한다. 대출의 중심축이 대기업에서 중소기업 및 개인으로 이동하면서 부실의 중심축 또한 따라서 이동하는 악순환을 차단하기 위해서는 구조조정 과정에서 거액을 투자하여 구축한 신용리스크 관리를 위한 각종 시스템의 적정성과 효율성을 다시 한번 점검하고, 이를 적절히 활용하여 체계적으로 신용리스크를 관리해 나가야 할 것이다.

(3) 비은행 간접금융기관의 활성화

앞에서 지적된 바와 같이 대기업에서 중소기업 및 개인으로 포트폴리오 재편이 급속히 이루어지고, 그 결과가 다시 이들 부문의 부실로 이어지는 이유는 국내 간접금융시장에 계층구조(hierarchical segmentation)가 제대로 형성되지 않았기 때문이다. 즉 대기업금융에 특화된 간접금융기관도 없고, 중소기업금융이나 개인대출에 특화된

36) 신용카드 또한 개인대출의 일부로 생각할 수 있다.

간접금융기관의 경우는 지나치게 영세하여 여신시장의 전 영역에서 은행이 주된 자금공급자의 역할을 수행하고 있다. 그러나 국내은행은 이들 세분화된 시장의 어느 한 부문에서도 전문성을 갖추지 못한 상태로 단순히 규모에 바탕을 둔 영업력으로 경쟁을 해쳐나가는 것이 현실이다. 따라서 간접금융시장의 각 부문에서 경쟁자를 만들어 경쟁력 강화의 유인을 제공하는 것이 필요하다.

가장 시급한 것은 기업금융을 전담하는 간접금융기관을 육성하는 것이다. 구조조정의 과정에서 장기설비금융에 특화한 장기신용은행이 사라진 것이나, 기업금융의 상당 부분을 담당하던 중금사들이 대부분 퇴출되고, 여타 여신전문 금융기관들은 모두 개인 및 영세사업자에 대한 대출과 할부금융에 주력하고 있는 것이 오늘의 현실이다. 물론 현재 대부분의 은행들이 투자은행업무의 활성화를 목표로 전담사업부를 설치하여 운영하고 있다. 그러나 이들 사업부는 대규모 부동산 개발이나 사회간접자본(SOC) 투자 이외에 기업 부문에 대한 금융공급의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있다. 장기설비금융, 리스 등 기업 부문에 실질적인 자금공급의 역할을 수행할 전문적인 시장참가자가 확대되지 않고는 기업금융의 확대가 실질적으로 어려운 상황일 뿐 아니라, 경쟁자의 부재로 인해 은행의 기업금융 기능 발전에도 큰 유인이 제공되지 않고 있기 때문이다.

(4) 간접금융기관의 중소기업금융 역량 강화

동일한 기업금융이지만 대기업금융과 중소기업금융은 상호 성격이 매우 다르기 때문에 각별한 주의가 요망된다. 시장중심 금융시스템이 아무리 활성화되더라도 중소기업금융은 상당 부분이 은행을 중심으로 한 간접금융에 크게 의존할 수밖에 없기 때문이다. 향후

직접금융시장은 대기업, 간접금융시장은 주로 중소기업 위주로 시장의 분리가 더욱 심화될 것으로 예상되므로 중소기업금융에 관련된 간접금융기관의 역량 강화는 기업금융 활성화를 위한 필수 조건이라고 할 수 있다.

중소기업금융의 활성화를 위해서는 무엇보다도 국내은행들의 관계금융relationship banking 역량을 확충할 필요가 있다. 관계금융의 강화는 중소기업에 대한 정보생산 및 사후 감시활동의 효율성을 제고시켜 중소기업금융의 부실 가능성을 크게 완화시킴으로써 이 부문에 대한 금융공급의 양적, 질적 개선에 큰 도움이 될 것이다.

이와 함께 중소기업이나 개인에 대한 대출을 전담하는 금융기관을 확대하거나 기존의 영세한 저축은행 등의 기능을 활성화할 수 있는 시장여건의 조성이 필요하다. 특히 저축은행 및 상호신용금고와 은행이 소매금융시장에서 고객신용도에 따라 시장을 분점하고 있는 현실은 이들 영세금융기관의 안전성을 위협함으로써 장기적인 금융시장 안정에 장애가 된다. 은행이 기업금융으로부터 소매금융까지 전방위 영업을 지속함으로써 효율성에 지장을 받을 정도로 비대해지고, 이에 따라 각 영업 부문에서의 전문성 제고에도 장애가 되고 있기 때문이다.

영세한 서민금융기관들의 경쟁력을 높이기 위해서는 이들의 대출 자산에 대한 유동화를 활성화하는 것이 중요하다. 특히 중소기업 대출과 같은 경우 공적보증기관의 보증을 개별 기업단위로 시행하여 보증받은 기업이 은행으로부터 대출을 받도록 하는 기존의 지원방식을 바꾸어 서민금융기관의 중소기업 대출포트폴리오에 대해 공적보증기관의 보증을 첨부하여 직접금융시장에서 유동화시킬 수 있도록 관련 제도 및 운용을 보완할 필요가 있다.

(5) 정부의 간접금융시장 개입 배제

관치금융은 우리나라 금융시스템의 해묵은 폐해이지만 이제는 상당 부분 해소된 것으로 볼 수 있다. 그렇지만 아직까지 일부 정부소유 은행에서, 혹은 금융시장에 큰 충격요인이 발생하는 경우에는 전 금융기관에 이르기까지 정부의 직접 개입에 의한 조정이 이루어지는 것이 현실이다. 물론 금융시장의 안정에 대한 궁극적 책임을 부담하는 정부가 직접 나서서 조정하지 않고는 시장충격이 조기에 수습되기 어려워 개입이 불가피한 경우가 아주 없었다고 단정하기도 곤란하다. 하지만 대개의 경우 정부의 개입 자체가 금융시장 참가자들의 기대심리를 배양함으로써 정부 개입이 없는 현상의 타개가 어려운 상황으로 발전하도록 금융시장의 자체정화기능이 작동하지 못하는 측면이 많은 것이 사실이다.

특히 간접금융시장에서의 정부 개입은 직접금융시장에 대한 안정화와는 달리 심각한 부작용을 야기하게 될 개연성이 크다. 간접금융시장은 본질적으로 직접금융시장과 같은 시장 자체의 감시기능이 잘 작동하지 않기 때문에 정부의 개입에 대한 과정의 투명성이 보장되기 어렵기 때문이다. 더구나 간접금융기관의 안정성이 본질적으로 국민의 부담인 예금보험료에 의해 보장되고, 최악의 경우 국민의 세금인 공적자금을 의해 유지될 수밖에 없다는 점에서 정당한 법적 뒷받침 없이 행정적인 필요에 의해서 정부가 자의적으로 간접금융시장에 개입하는 것은 배제되어야 한다. 따라서 정부는 감독기구를 통한 공식적인 행정명령 이외에는 어떠한 형태로도 간접금융시장에 개입할 수 없도록 법제화하는 것이 필요하다.

Ⅷ. 요약 및 결론

1997년의 외환위기는 우리 경제에 큰 시련이었지만 한편으로는 고도성장기를 거치면서 제대로 다져지지 못한 채 외형만 커진 우리 경제의 체질을 근본적으로 점검해 보고 이를 개선하는 계기가 되었다고 할 수도 있다. 특히 정부는 금융시스템의 구조조정을 강력하게 주도하였으며, 이를 통하여 고도성장기에 정착된 재벌중심의 기업 경영 원리를 근본적으로 변화시킴으로써 우리 경제의 비효율성을 제거하고 경쟁력 향상을 시도하였다. 즉 금융구조조정은 단순히 금융기관의 부실을 정리하고 이들의 경영을 선진화하는 것을 목표로 하였다기보다는, 개발연대에 고착화된 차입의존적 선단식 기업경영과 이를 뒷받침하는 과정에서 부실이 누적된 은행중심 금융시스템을 근본적으로 뜯어고침으로써 시장원리에 의해 자원의 배분이 합리적으로 이루어지는 경제시스템을 구축하는 것을 목표로 한 것으로 이해될 수 있다.

이러한 목표하에 진행된 정부 주도의 금융구조조정은 부실채권 및 부실금융기관의 정리라는 당면의 과제를 넘어 차입의존적 기업 경영행태의 타파와 시장에 의한 기업감시기능을 강화하는 시장중심 금융시스템의 구축이라는 두 개의 큰 흐름으로 요약된다. 기업의 차입의존도를 줄이기 위해 부채비율 200%라는 인위적 기준을 설정하여 직접 기업의 부채감축을 독려했으며, 이와 더불어 은행의 건전성 규제 강화를 통해 기업 부문에 대한 과도한 금융공급에 대한 유인을 크게 감소시켰다. 이와 함께 기업 부문의 자본조달 통로로서의 자본시장의 역할을 증대시키기 위한 규제완화와 투자자 보호를 위한 투명성 제고를 목표로 기업지배구조 및 회계제도 등에 대한 개선이 시도되었다.

정부 주도에 의해 이루어진 구조조정은 외형적으로 볼 때 상당히 후한 평가를 받을 만하다. 대기업 부채비율이 급속히 하락하여 현재

는 구미의 선진국 기업들에 비해서도 낮은 수준을 유지하고 있으며, 직접금융시장 또한 괄목할 만한 양적 성장을 이루었다. 기업지배구조 및 회계제도의 투명성을 높이기 위한 제도적 정비도 이루어졌으며, 신용평가기관 및 채권평가기관 등 자본시장의 자율정화기능을 뒷받침하는 기관들의 활동도 활발해졌다.

본 보고서는 구조조정의 외형적 성과에도 불구하고 내용 면에서 현재의 금융시스템은 효율적인 자원배분기능을 수행하기에 불안한 요소들을 많이 내포하고 있음을 보여준다. 무엇보다도 자본시장은 외형적 확대에도 불구하고 외부 충격에 의한 부침이 극심하여 안정적인 기업금융의 통로가 되지 못하고 있으며, 정부개입에 의한 인위적인 시장안정이 반복되는 취약성을 벗어나지 못하고 있다. 이에 따라 시장중심 금융시스템으로의 전환은 완성되지 못하였고 오히려 기업금융의 은행의존도는 더욱 심화되었지만, 정작 은행의 기업 부문에 대한 자금공급은 상대적으로 축소되고 있는 추세가 확연하다. 기업 부문의 부채의존도 하락 또한 실질적인 경쟁력 향상보다는 투자위축의 결과일 수 있으며, 기업 부문에 대한 금융 공급에 양극화가 심화되고 있어 효율적인 자원의 배분이 이루어지지 못하고 있다.

이러한 현상이 나타나게 된 원인은 직접금융시장에 적절한 하부구조가 갖추어지지 못한 상황에서 조급하게 은행중심 금융시스템에서 시장중심 금융시스템으로의 전환이 시도되었으며, 이 과정에서 지나치게 빠른 속도로 무조건적인 기업부채의 감축이 이루어졌다는 점에서 찾을 수 있다. 이에 따라 자본시장의 양적 확대에도 불구하고 기업금융의 은행의존도는 오히려 심화되고 있지만 은행은 기업 부문에 대한 자금공급을 확대할 특별한 유인을 갖지 못한 상태에 있다. 이러한 상황에서 우리 경제의 자금경색이 큰 문제로 대두되지 않은 것은 거의 전적으로 기업의 자금수요 축소에 기인하는 것으로

보인다. 이 자체가 경제의 성장잠재력을 크게 해칠 수 있다는 점은 차치하고라도 향후 기업 부문의 자금수요가 확대될 경우 원활한 자금공급을 위해서도 현재 시점에서 기업금융시스템의 활성화를 촉진할 필요가 있다.

기업금융시스템의 활성화는 무엇보다도 자본시장의 기능이 정상화될 수 있도록 직접금융시장의 하부구조를 강화하는 작업부터 시작되어야 한다. 특히 금융정보 생성기능을 담당하는 신용평가기관의 역량 강화는 효율적 금융시장 구축을 위해서 필수불가결한 사항이다. 신용정보의 생성과 유통이 효율적으로 이루어질 때 자산운용사의 운용능력도 한층 제고될 수 있다. 또한 유가증권의 다양화를 통한 투자자의 선택의 폭 확대를 위해서는 과감한 규제완화가 필요하다. 우선 유가증권의 개념 규정을 지금의 제한적 열거방식에서 포괄주의로 전환하는 것이 필요하며, 기본적으로 자산선택의 폭을 정부가 규제하기보다는 시장의 원리에 따라 투자자가 직접 선택할 수 있는 방향으로 나아가야 할 것이다. 이러한 조건이 충족되면 회사채 만기의 다양화와 투기등급 채권시장의 활성화도 생각보다 쉽게 이루어질 수 있을 것이다.

이러한 자본시장의 하부구조 강화와 더불어 기업의 부채에 초점을 맞춘 직·간접적 규제를 철폐하고, 자본시장을 통한 자금조달을 원활히 할 수 있도록 기업경영의 투명성 제고 및 문제기업의 퇴출 및 경영권 이전을 위한 제도 개선도 계속 진행되어져야 할 것이다. 한편으로 아직까지 시장중심의 금융시스템이 제대로 자리잡지 못하고 있는 현실을 감안하여 은행 등 간접금융기관을 통한 자원배분의 효율성이 더욱 향상될 수 있도록 노력하는 것이 중요하다. 우선 시급히 개선해야 할 점은 간접금융시장에서의 불필요한 정부개입을 배제해야 할 것이다. 시스템 리스크가 발생하거나 또는 이의 징후가

아주 뚜렷한 경우, 즉 금융시스템의 긴급한 위기 상황을 제외하고는 최대한 시장개입을 자제하여 시장원리에 의해 문제가 해결될 수 있도록 시장자생력을 키워나가야 할 것이다. 이와 더불어 기업금융에 특화하는 비은행 간접금융기관의 육성을 정책적으로 모색해야 할 때이다. 외환위기 이후 구조조정 과정에서 기업금융을 전담하는 간접금융기관이 사라졌으며 이로 인해 현재 비은행 금융기관의 기업금융 기능은 유명무실한 상태이다. 한편, BIS 자기자본규제(도입 예정인 신 BIS 자기자본규제 포함)는 경기순응성(pro-cyclicality)이 강하며 간접금융시장의 위축을 가져오므로 이에 대한 정책적 대응방안을 수립하여 규제의 부작용을 줄여나가야 할 것이다.

참고문헌

- 강동수, 『주식의 상대적 수익률과 절대적 가격에 대한 연구』, 한국개발연구원 정책연구시리즈, 2001.
- 강종구, 『최근 금융기관 자금의 만기구조 단기화 현상의 원인과 영향 및 정책과제』, 한국은행, 2004. 2.
- 강종만·최은경, 『한국기업의 지배구조개선』, 한국증권연구원 연구보고서, 1998. 2.
- 강창희, 「저금리·고령화시대의 가계금융자산운용과 투자교육」, 『증권』, 2003, pp.19-43.
- 고광수, 『자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서, 2003. 11.
- 고광수·김근수, 『펀드산업활성화를 위한 제도개선연구』, 한국증권연구원 연구보고서, 2001. 6.
- 권수영, 「회계개혁법과 주주보호」, 『상장협』 제48호, 2003, pp.12-33.
- 김석용, 「금융시스템과 기업시스템간의 관계에 관한 제도론적 연구」, 『재무관리연구』 제14권 제3호, 1997, pp.109-149.
- 김영현, 「경기순환변동과 기업자금조달 특징」, 『계간『국민계정』』, 2003년 제2호, 한국은행
- 김현정, 「외환위기 이후 기업대출의 위축의 원인과 정책과제」, 『금융경제연구』 제146호, 한국은행 금융연구원, 2003.
- 김형태·박용서, 『고수익채권(정크본드)에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서, 1999. 7.
- 노희진·주윤진, 『금융산업분석과 주식시장에 대한 시사점』, 한국증

- 권연구원 조사보고서, 2003. 8.
- 신용보증기금 조사연구팀, 『신용보증제도의 국민경제적 효과와 발전방향』, 2000. 12.
- 신용보증기금 지식경영팀, 『국내보증시장 현황과 경쟁력분석』, 2003. 12.
- 신인석·임경목·김정연·김유미·임찬순, 『자본시장의 질적 발전을 위한 증권산업 규제 개선방안』, 한국개발연구원, 2003.
- 안준엽, 「주식활성화를 위한 주식문화 형성방안」, 『주식』 1월호, 한국증권거래소, 2002, pp.10-50.
- 우영호·고광수·김형태·오승현·이정길, 『회사채시장 개선방안』, 한국증권연구원 조사보고서, 2002. 1.
- 윤성훈, 「주식시장에서 기관투자자의 역할제고를 위한 과제」, 『금융경제연구』 제171호, 한국은행 금융경제연구원, 2004.
- 이원흠·이한득·박상수, 「대기업집단의 재무행태 변화에 관한 연구」, 증권학회발표논문, 2002.
- 이인실, 「기업금융 메커니즘의 정비」, 『모두 잘 사는 나라 만드는 길(III) : 기업 및 금융정책의 선진화 방안』, 한국경제연구원 2002.
- 이한득·박상수·최수미, 『한국기업의 재무활동 역량 서베이』, LG경제연구원 연구보고서, 2001.
- 장하준·신장섭, 「한국 금융위기 이후 기업구조조정에 대한 비판적 평가」, 『한국경제의 분석』 제9권 제3호, 한국금융연구원, 2003. 12, pp.255-290.
- 정경수, 「외환위기 이후 기업자금조달 패턴변화와 설비투자에 대한 시사점」, 『산은조사월보』 제572호, 2003, pp.1-22.
- 진태홍·김덕영·함정호, 「우리나라 금융시스템의 발전방향」, 『금

융경제연구』 제173호, 한국은행 금융경제연구원, 2004.
조장연, 「회계 투명성 확보를 위한 부실회계 근절방안」, 『증권』,
2003, pp.15-33.
한국금융감독원, 보도자료
한국산업은행, 설비투자계획조사, 각 호
한국은행, 「국민계정」, 각 호
_____, 「기업경영분석」, 각 호
_____, 보도자료
한국증권거래소, 주식, 각 호

- Allen, F., “Stock Markets and Resource Allocation” in C. Mayer and X. Vives(eds), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge, England, 1993.
- Allen, F. and D. Gale, “Diversity of Opinion and Financing of New Technologies,” *Journal of Financial Intermediation*, 1999.
- Beck, T. and R. Levine, “Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter?” *Journal of Financial Economics*, 2002, pp.147-180.
- Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, “The Financial Accelerator and The Flight to Quality,” NBER Working Paper No.4789, 1994.
- Black, S. H. Jang, and W. Kim, “Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence from Korea,” Working

- Paper at Korea University, 2003.
- Boot, A. W. A. and A. V. Thakor, "Financial System Architecture," *The Review of Financial Studies*, Vol.10, Issue 3, 1997, pp.693-733.
- Boyd, J. H. and E. C. Prescott, "Financial Intermediary Coalitions," *Journal of Economic Theory*, Vol.38, 1986, pp.211-232.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine, "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons" in Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine(ed.) *Financial Structure and Economic Growth : A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, 2001.
- Demirgüç-Kunt, Asli & V. Maksimovic, "Law, Finance and Firm Growth," *Journal of Finance*, 1998.
- _____, "Funding Growth in Bank-based and Market-based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data," *Journal of Financial Economics*, 2002.
- Diamond, Douglas W., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, Vol.51, 1984, pp.393-414.
- _____, "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt," *Journal of Political Economy*, Vol.99, 1991, pp.689-721.
- Fama, E. and K. French, "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt," Univ. of Chicago

- CRSP Working Paper, No.506, July 2000.
- Fazzari, S., R. Glenn Hubbard, and B. Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988 pp.141-195.
- Gertner, R., D. Scharfstein, J. Stein, "Internal versus External Capital Markets," *Quarterly Journal of Economics*, 1994, pp.1211-1230.
- Harris, Milton and Arthur Raviv, "Capital Structure and the Informational Role of Debt," *Journal of Finance*, Vol.45, 1990, pp.321-349.
- Holmstrom, B. and J. Tirole, "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy*, Vol.101, 1993, pp.678-709.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976, pp.305-360.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, Vol.98, 1990, pp.225-264.
- Johnson, S., La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 2000, pp.22-27.
- Kaplan, S. and L. Zingales, "Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow?," *Quarterly Journal of Economics*, 1997, pp.169-215; NBER

- Working Paper, No.5267, Sept. 1995.
- _____, “Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Valid Measures of Financing Constraints,” NBER Working Paper, No.7659, April 2000.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, 1999.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, 1997.
- _____, “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 1998, pp.1113-1155.
- _____, “Investor Protection and Corporate Governance,” *Journal of Financial Economics*, 2000, pp.3-27.
- _____, “Investor Protection and Corporate Valuation,” *Journal of Finance*, 2002, pp.1147-1170.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle, “Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, Vol.32, 1977, pp.371-387.
- Levine, R., “Financial Development and Economic Growth: View and Agenda,” *Journal of Economic Literature*, Vol.35, 1997, pp.688-726.
- _____, “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?,” NBER Working Paper, No.9138, 2002.
- _____, “Law, Finance and Economic Growth,” *Journal of Financial Intermediation*, 1999, pp.8-35.
- Levine R. and Z. Sara, “Stock Market, Banks and Economic

- Growth,” *American Economic Review*, June 1998.
- Loughran, T., J. Ritter, and K. Rydquist, “Initial Public Offerings: International Insights,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.2, 1994, pp.165-199.
- Lucas, R. E., “On the Mechanics of Economic Development,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.22, No.1, 1988, pp.3-42.
- Mayer, C., “New Issues in Corporate Finance,” *European Economic Review*, Vol.32, 1988, pp.1167-1189.
- Myers, S. C., “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 1977, pp.147-175.
- _____, “Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, Vol.39, 1984, pp.575-592.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, Vol.13, 1984, pp.187-221.
- Rajan, R. G., “Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm’s-Length Debt,” *Journal of Finance*, Vol.47, 1992, pp.1367-1400.
- _____, “The Past and Future of Commercial Banking Viewed through an Incomplete Contract Lens,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.30, No.3, August 1998, pp.524-550.
- Rajan, R. G. and L. Zingales, “Financial Dependence and Growth,” *American Economic Review*, 1998, pp.559-586.

- _____, “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century,” *Journal of Financial Economics*, Vol.69, 2003, pp.5-50.
- Ramakrishnan, Ram T. S. and Anjan V. Thakor, “Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation,” *Review of Economic Studies*, Vol.51, 1984, pp.415-432.
- Scharfstein, D., “The Disciplinary Role of Takeovers,” *Review of Economic Studies*, Vol.55, No.2, 1988, pp.185-199.
- Shyam-Sunder, L. and S. Myers, “Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure,” *Journal of Financial Economics* 51, 1999, pp.219-244.
- Simon, C., “The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues,” *American Economic Review* 79, pp.295-318, 1989.
- Stein, J., “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources,” *Journal of Finance* 53, 1997, pp.111-133.
- Stiglitz, Joseph E., “Credit Markets and the Control of Capital,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.17, 1985, pp.133-152.
- Stiglitz, Joseph E. and A. Weiss, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *American Economic Review*, Vol.71, No.3, June 1981, pp.393-410.
- Stulz, René, “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies,” *Journal of Financial Economics*, Vol.26, 1990, pp.3-27.

Wurgler, J., “Financial Market and Allocation of Capital,”
Journal of Financial Economics, 2000, pp.187–214.

부 록

외환위기 이후 기업금융관련 주요 경제일지

- 한국은행 연차보고서 및 조사통계월보 각 호에서 발췌 -

1998

1.26	<p>▷ 한국은행 은행감독원, 금융기관의 기업대출시 계열회사의 과도한 중복 채무 보증 요구행위 금지</p> <ul style="list-style-type: none"> • 금융기관이 “통상적인 대출담보비율을 초과하여 담보와 계열회사의 채무보증을 이중으로 요구하거나 계열회사의 중복 채무보증을 요구하는 행위”를 불공정 거래행위로 규제
2.13	<p>▷ 한국은행 은행감독원, 금융기관과 주 거래계열간 「재무구조 개선약정」 체결·시행</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대상계열기업군 : 주 거래계열(전체 금융기관 여신이 2,500억원 이상인 계열) • 체결당사자 : 당해 주거래은행과 대상계열기업군의 주기업체
5.15	<p>▷ 중소기업 자금난 해소를 위한 금리안정화 대책 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 금리의 하향안정 <ul style="list-style-type: none"> - 금융기관 단기금융상품(CD RP 표지어음 등)에 대한 외국인 투자를 조기 개방(5월 25일) - 외국인의 주식 등 유가증권 투자한도 확대 또는 폐지(5월 25일) <ul style="list-style-type: none"> · 일반법인에 대한 투자한도 폐지 · 공공적 법인(한전 포철 등)에 대한 투자한도 확대 (전체 : 25% → 30%, 1인당 : 1% → 3%) · 비상장주식에 대한 투자 허용 · 수익증권에 대한 투자제한 폐지 · 발행시장에서의 유가증권취득 허용 · 주가지수선물 및 옵션 투자한도 폐지
7.25	<p>▷ 금융감독위원회, 금융기관의 CP 및 사모사채 보유안도제 도입</p> <ul style="list-style-type: none"> • 은행신탁 및 투자신탁의 동일인 CP 보유안도제 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 동일기업 발행 CP : 총 신탁재산의 1% - 동일계열 발행 CP : 총 신탁재산의 5% • 투자신탁회사의 사모사채에 대한 투자한도를 종전 신탁재산의 10%에서 3%로 축소 • 보험회사의 동일계열 여신한도 통합관리제 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 현행 동일계열별 대출한도(총자산의 5%) 대상에 대출금 외에 CP 사모사채 등 여신성자금도 포함 • CP 및 사모사채의 발행정보 집중관리 및 공시 강화

8.19	<p>▷ 금융감독원, BIS 자기자본비율 산출 기준 변경(1999년 1월 시행)</p> <ul style="list-style-type: none"> • “고정” 이하 분류 무수익여신에 대한 대손충당금 적립액은 보완자본 인정대상에서 제외 • 보완자본으로 인정받지 못하는 대손충당금(무수익여신에 대한 대손충당금 및 위험가중자산의 1.25%를 초과하는 대손충당금)은 위험가중자산 계산시 차감 • 연차적으로 원본 또는 이익보전 계약이 있는 신탁상품 관련 자산을 난내자산과 동일하게 처리 • 아울러 1999년부터 원본 또는 이익보전계약이 있는 신탁상품과 관련한 특별유보금과 채권상각준비금의 50%를, 그리고 2000년부터는 100%를 각각 기본자본과 보완자본으로 인정
10.21	<p>▷ 금융감독위원회, 채권시기평가제도 시행</p> <ul style="list-style-type: none"> • 적용대상펀드 및 채권 : 1998년 11월 15일 이후 설정되는 신규펀드에 편입되는 모든 채권에 대하여 시기평가 실시 <ul style="list-style-type: none"> - 1단계 : 1998년 11월 15일 이후 설정되는 신규펀드 - 2단계 : 2000년 7월 1일부터 전면 도입 • 시행계획 : 『증권투자신탁업 감독규정』 개정 등 관련규정 개정안을 금융감독위원회에 부의(11월 13일)
10.28	<p>▷ 금융감독위원회, 금융기관의 회사채 보유한도제 실시</p> <ul style="list-style-type: none"> • 내용 : 금융기관의 동일계열 회사채(사모사채 포함) 보유한도를 전월말 현재 회사채 총 보유액의 일정비율 이내로 제한 • 보유한도 : 은행(신탁계정 포함) 및 보험사 10%, 투신사 15% • 경과조치 : 시행일 현재 한도 초과분은 1999년말까지 50%, 2000년말까지 전액 단계적으로 해소
1.13	<p>▷ 대통령 당선자·4대그룹 총수, 재벌개혁 5대 원칙에 합의</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기업경영 투명성 제고 • 상호지급보증 해소 • 재무구조의 획기적 개선 • 핵심 부문 선정과 중소기업 협력 강화 • 지배주주 및 경영진의 책임 강화
2.24	<p>▷ 공정거래위원회, 『독점규제 및 공정거래에 관한 법률』 개정(4월 1일 시행, 단 제10조 출자총액의 제한 규정은 공포일부터 시행)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 출자총액한도제 폐지 • 신규채무보증을 금지하고 기존 채무보증을 2001년 3월말까지 완전 해소

2.24	▷ 재정경제원, 『법인세법』 개정(2월 24일 시행) <ul style="list-style-type: none"> •기업의 재무구조 개선을 통한 구조조정을 촉진하기 위하여 과다차입금에 대한 지급이자 손비불인정제도의 적용시기를 2002년에서 2000년으로 앞당기는 한편 한국증권업협회 등록법인의 경우 대부분 중소기업인 점을 감안하여 동 제도의 적용대상에서 제외
10.21	▷ 금융감독위원회, 5대그룹 구조조정 세부지침 확정 <ul style="list-style-type: none"> •구조조정 기업선정, 주채권은행에 제출(10월말) •업종별 실무위원회 평가(11월 15일) •구조조정 추진위원회 심의(11월말) •재무구조개선약정에 반영(12월 15일)
12. 7	▷ 정부·재계 5대그룹, 구조조정추진 합의문 확정 발표 <ul style="list-style-type: none"> •회생가능성이 희박한 계열사 정리 •자동차 반도체 석유화학 철도 항공 등 과잉 중박투자 분야에 대한 구조조정 •1998년 12월 15일까지 재무구조개선약정 체결 •2000년 3월말까지 상호지급보증 해소 •1999년 회계연도부터 결합재무제표를 작성하는 등 경영투명성 제고
7. 1	▷ 재정경제원, 기업의 외자조달 제한 완화 <ul style="list-style-type: none"> •1년초와 중장기 외화차입 및 해외증권발행 자유화 •기업의 무역신용 도입 완전 자유화 •국내 수입업자의 외국소재 금융기관으로부터의 수입 L/C 개설 허용
7.23	▷ 한국은행, 기업에 대한 외화대출 제한 완화(8월 1일 시행) <ul style="list-style-type: none"> •외화대출 용자대상 확대 •용자비율제한 폐지 •국산기계 구입자금에 대한 동일인한도 제한 폐지 •국내 외국환은행에 대한 중장기 용자자원 조달의무 강화
9.16	▷ 자산유동화 법률 시행 <ul style="list-style-type: none"> •“자산유동화에 관한 법률” 시행

1999

<p>9.17</p>	<p>▷ 금융감독위원회, 『은행감독규정』 개정(1999. 12. 31 시행)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 차주의 채무상환능력을 반영한 자산건전성 분류 기준 및 대손충당금 적립제도를 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 금융기관은 규정상의 최저 기준을 반영하여 자체적인 자산건전성 분류 및 대손충당금적립 기준을 설정·운영하되 그 적정성을 감독당국이 점검·지도 • 분기공시제도 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 분기별 가결산제도 실시를 반영하여 은행경영의 투명성을 제고하고 시장감시기능을 강화할 수 있도록 분기공시제도를 도입함으로써 정기공시회수를 연 2회에서 4회로 확대
-------------	--

2000

<p>4.20</p>	<p>▷ 한국은행 기업구매자금대출제도 도입·시행</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기업간 상거래시 어음 사용을 줄이고 현금결제를 확대하도록 유도하기 위하여 구매기업이 자금을 용자받아 납품업체에 현금으로 결제할 수 있도록 하는 새로운 금융결제 수단 <ul style="list-style-type: none"> - 납품업체가 물건을 납품한 후 구매자를 지급인으로 하는 환어음을 발행하여 거래은행에 추심을 의뢰하면 구매기업이 거래은행으로부터 약정 대출한도 범위 내에서 구매자금을 용자받아 환어음을 결제하는 방식 • 총액대출한도 중 1조원을 별도한도로 설정하여 금융기관 기업구매자금대출 취급 실적의 50%를 지원 • 시행일자 : 5. 22
<p>4.24</p>	<p>▷ 금융감독원, 금융기관의 회사채 보유한도제 폐지·시행</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대기업에 대한 자금편중을 시정하기 위하여 1998년 10월 한시적으로 도입하였던 금융기관의 동일계열기업발행 회사채 보유한도제가 도입목적을 달성한 것으로 판단하고 이를 폐지
<p>6.19</p>	<p>▷ 재정경제부·금융감독위원회·한국은행, 기업자금사정 원활화대책 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기업자금사정에 대한 모니터링 강화 • 회사채·CP수요기반확충 : 신용보완 및 신상품 도입 등 <ul style="list-style-type: none"> - 회사채 부분보증(보험)제도 도입·시행 <ul style="list-style-type: none"> · 신용보증기금과 서울보증보험이 회사채를 부분보증(보험)하는 제도의 한시적(2001년 6월까지) 도입 · 개별기업이 발행한 회사채에 대해 부분보증하는 방식과 여러 기업들이 발행한 회사채들을 한데 묶는 Risk-pooling 방식(CBO)을 이용 - 만기 3개월 이상의 단기 은행신탁상품의 허용

6.19	<ul style="list-style-type: none"> - 투신사의 퇴직신탁 및 개인연금신탁(2000년 9월 이전)취급 허용, 주식형 사모펀드 도입(2000. 7. 1) - 10조원 규모의 채권형펀드의 조성 <ul style="list-style-type: none"> · 투신운용사가 수익증권 및 뮤추얼펀드를 신규 설정하여 은행 생보사 등 출자 금융기관에 판매 · 조성된 자금은 신용등급 BBB- 이상 회사채에 20%, 투기등급(BB+ 이하) 회사채를 기초로 발행되는 CBO에 50% 및 기타유동성 자산에 30% 투자 - ABS발행기업 범위를 투자적격인 상장·코스닥 등록법인에서 모든 상장·코스닥 등록법인과 우량한 비상장법인으로 확대 - 국채전문딜러에 대한 인수금융 지원 확대(1조원→2조원) • 신축적인 유동성공급 기조 유지 • 금융기관불확실성의 제거
6.29	<p>▷ 한국은행, 유동성조절대출제도 도입방안 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 금융경제 여건 및 통화정책 방향에 맞추어 대출금리 및 규모를 신축적으로 조절하여 중앙은행의 정책의도를 금융시장에 전달함으로써 통화정책의 효율성을 높이고 금융시장의 안정을 도모할 수 있도록 총액한도대출제도와는 별도로 새로운 대출제도를 도입 • 대출한도 <ul style="list-style-type: none"> - 금융통화위원회가 통화 및 금융시장 여건과 은행의 유동성 사정을 감안하여 3개월마다 결정 - 대출대상 은행 및 대출규모는 차입하고자 하는 은행으로부터 대출신청서를 제출 받아 종합적으로 심사하여 결정 • 대출금리 <ul style="list-style-type: none"> - 금융통화위원회가 매월 통화신용정책 방향 논의시 콜금리목표와 함께 결정하여 고시 • 시행일자 : 2000. 8. 1.
7. 1	<p>▷ 금융감독위원회, 채권시기평가제 시행</p> <ul style="list-style-type: none"> • 현행 장부가평가펀드(1998. 11. 14 이전에 설정된 적립식 투자신탁 MMF 기타 1998. 11. 14 이전에 설정된 펀드)는 계속 장부가평가를 유지 • 적립식 투자신탁 및 MMF를 제외한 장부가평가펀드는 2000. 7. 1. DLGN 추가 수탁·판매금지 • 적립식 투자신탁의 경우 2000. 7. 1 이후 수탁분에 대하여 시기평가 의무화 • MMF는 신규수탁을 계속 허용하고 장부가평가 유지

2001

10.25	<p>▷ 재정경제부, 회사채시장의 안정을 위한 프라이머리 CBO 제도 개선방안 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기업별계열별 발행한도 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 기업별 한도를 현행보다 30% 계열별한도를 50% 상향 조정 • 신용보증기금의 보증재원 확충 <ul style="list-style-type: none"> - 신용보증기금이 보유하고 있는 특별보증재원 중 여유분 3천억원을 프라이머리 CBO 신규보증에 활용 • 후순위채 비율 상향 조정 <ul style="list-style-type: none"> - 프라이머리 CBO의 후순위채 비율을 현행 3% 이상에서 5% 이상으로 상향 조정 • 프라이머리 CBO의 만기구조 다양화 <ul style="list-style-type: none"> - 단일 pool 내의 프라이머리 CBO 만기구조를 다양화하여 상환계획의 실효성을 제고 • 프라이머리 CBO 편입기업 요건 강화 <ul style="list-style-type: none"> - 상환가능성이 낮은 기업의 프라이머리 CBO 편입을 불허
-------	--

2002

1. 1	<p>▷ 금융감독원, 시장리스크 기준 BIS 자기자본 보유제도 시행(2002. 1. 1 시행)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 트레이딩 목적 거래(단기매매나 금리 및 가격변동으로부터 매매차익을 획득할 목적으로 행하는 거래)의 비중이 일정규모 이상인 은행에 대해 기존의 신용리스크 이외에 금리, 주가 및 환율 변동에 따른 시장리스크에 대해서도 일정 수준 이상의 자기자본 보유를 의무화 <ul style="list-style-type: none"> - 적용대상 금융기관 : 연결 기준 총자산에 대한 트레이딩 목적 자산과 부채의 합계액이 일별 최대 10% 이상인 금융기관 또는 연결 기준 트레이딩 목적의 자산과 부채합계액이 일별 최대 1조원 이상인 금융기관 • 시장리스크 기준 BIS비율 : $\frac{\text{기분자본} + \text{보완자본} + \text{단기후순위채무} - \text{공제항목}}{[\text{신용위험가중자산} - \text{트레이딩목적보유채} + \text{시장리스크에 대한 주식에 대한 위험가중자산}]} \times 12.5$
------	---

2.20	<p>▷ 금융감독원, 은행의 가계대출확대에 대응한 건전성 감독방안 마련</p> <ul style="list-style-type: none"> • 가계대출에 대한 적정대손충당금 적립 <ul style="list-style-type: none"> - 과거의 평균손실률을 감안하여 대출종류별 자산건전성분류별 적정 대손충당금 적립비를 가이드라인을 설정·지도 • 신용리스크 관리 강화 지도 <ul style="list-style-type: none"> - 현재 신용대출에 대해서만 적용하고 있는 개인신용평가시스템의 적용범위를 점차 확대토록 유도하고 신용등급별 부도율 및 대출종류별/담보별 회수율 산출시스템을 구축·운영하여 가계대출의 신용리스크 관리를 보다 정교하게 실시하도록 지도 • 가계대출에 대한모니터링 강화
3.20	<p>▷ 금융감독원, 주채무계열 선정방식 개선추진</p> <ul style="list-style-type: none"> • 주채무계열에 대한금융권의 신용공여 규모가 크게 감소함에 따라 주채무 계열선정 기준을 현행의 금융회사신용공여 잔액 기준 상위 60대로 계속 유지하는 경우 차입규모가 줄어든 계열이 계속 규제대상으로 선정되어 규제가 강화되는 문제점 발생 • 주채무계열 선정 기준 변경 <ul style="list-style-type: none"> - 현행 신용공여 규모순위 상위 60대 계열에서 전년말 현재 금융회사로부터의 신용공여 규모와 전년말 현재 금융회사 전체 신용공여 규모의 0.1% 이상인 계열로 변경 - 주기업체가 기업개선작업 등채권단공동관리중인계열은선정대상에서제외
4. 9	<p>▷ 한국은행, 예금은행의 가계대출 억제방안 마련</p> <ul style="list-style-type: none"> • 은행별 총액대출한도 배정시 차감항목인 가계대출 반영비율을 60%에서 80%로 상향 조정 • 은행들이 중소기업대출비율을 지키지 못할 경우 미달금액의 50% 총액한도에서 차감하던 것을 미달금액의 75%를 차감하는 것으로 변경 • 은행이 취급한 총액한도대출 대상자금 순 증액의 50%를 우선 배정하는 순 증액 기준 총액한도를 현행 3,000억원에서 5,000억원으로 상향 조정
4.25	<p>▷ 금융감독원, 가계대출에 대한대손충당금적립 강화</p> <ul style="list-style-type: none"> • 가계대출금 및 신용카드채권의 대손충당금 최저적립비율 상향조정 <ul style="list-style-type: none"> - 가계대출금 : 정상 0.5% → 0.75% 이상 요주의 2% → 5% 이상 회수의문 50% → 55% 이상 - 신용카드채권 : 정상 0.5% → 1% 이상 요주의 2% → 7% 이상 회수의문 50% → 60% 이상 - 주택담보대출의 건전성 분류 강화 <ul style="list-style-type: none"> · 담보가치 대비 대출금액이 60%를 초과하는 3개월 이상 연체대출금은 '고정여신'으로 분류토록 지도

1.26	▷ 공정거래위원회, 『공정거래법 시행령』 개정(안) 입법예고(2002. 4.1 시행) <ul style="list-style-type: none"> • 주요 내용 <ul style="list-style-type: none"> - 상호출자 및 채무보증제한대상 기업집단은 자산규모 2조원 이상, 출자총액 제한대상 기업집단은 자산규모 5조원 이상 기업집단으로 하고 공기업집단도 규제대상에 포함 - 상호출자 및 출자총액제한 기업집단으로 지정된 후 소속회사 변동으로 상호출자제한 기업집단의 자산총액이 1조 4천억원 이하, 출자총액제한 기업집단의 자산총액이 3조 5천억원 이하로 감소한 경우 지정에서 제외
------	--

2003

3.14	▷ 금융감독위원회, 『유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정』 및 『금융기관 분담금징수 등에 관한 규정』 개정 의결 <ul style="list-style-type: none"> • 증권거래법 시행령 개정으로 주식워런트증권 및 추가연계증권이 발행될 수 있게 됨에 따라 이들 증권의 발행시 유가증권신고서 기재내용, 효력발생기간(15일), 감독원에 납부하는 발행분담금율(발행총액의 0.009%)을 정함 • 시가배당제도의 조기정착을 유도하기 위하여 상장법인 등이 현금배당을 결정한 경우 이를 공시하도록 함
4.11	▷ 금융감독위원회, 채권형 신종자본증권(Hybrid Tier 1)의 발행 허용 <ul style="list-style-type: none"> • 은행의 BIS비율 산출시 기본자본으로 인정되는 신종자본증권의 경우 종전 우선주 형태만 인정되었으나 채권 형태로도 발행할 수 있도록 허용(은행업 감독 규정 및 동 시행세칙 개정안 의결 및 승인)
7.24	▷ 금융감독원, 기업금융 활성화를 위한 제도 개선방안 발표 <ul style="list-style-type: none"> • BIS 자기자본비율 1등급 기준 하향조정 <ul style="list-style-type: none"> - 은행경영실태평가시 BIS비율 1등급 기준을 2003. 7~2004. 12 중 한시적으로 하향 조정(10%→9%) 운영 • Project Financing 및 기업의 ABS발행 활성화 • 인수·공모제도 개선 • 채권시장 전문딜러 육성
8. 5	▷ 재정경제부, 중견·중소기업 지원을 위한 P-CBO 추진 방안 발표 <ul style="list-style-type: none"> • 자금난을 겪고 있는 중견·중소기업의 회사채 발행을 지원하기 위해 신용보증기금을 통하여 Primary-CBO제도를 도입할 계획 <ul style="list-style-type: none"> - 8월말부터 매달 2차례씩 4~5,000억원의 유동화증권(CBO)을 발행하여 연말까지 총 10여 차례에 걸쳐 2조원의 회사채 발행을 지원할 계획

8.22	<p>▷ 금융감독원, 증권시장 진입제도 개선방안 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 거래소시장 <ul style="list-style-type: none"> - 중견기업 진입기준을 상향 조정 - 퇴출된 기업이 시장에 재진입할 경우 적용하는 심사요건을 강화하여 상장 기업의 건전화를 유도 • 코스닥시장 <ul style="list-style-type: none"> - 심사과정의 투명성제고를 위하여 코스닥시장의 진입 기준을 강화 - 코스닥시장을 대표하는 우량기업지수 개발 등
12. 2	<p>▷ 금융감독원, 기업공시·자금조달 등 공시감독제도 개선방안 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 소액공모공시제도 개선방안 발표 <ul style="list-style-type: none"> - 소액공모공시서류를 공시개시 이전에 제출 - 감사보고서에 포함되어 있는 재무제표 등 재부에 관한 사항의 축소 • 분기보고서제도 개선 <ul style="list-style-type: none"> - 사업·반기보고서와 중복되는 항목을 조정·간소화(2004년 1/4분기부터 적용) - 분기결산 재무제표에 대한 외부 감사인의 검토의무화 대상법인 확대 • 자산유동화증권(ABS) 발행제도 개선 <ul style="list-style-type: none"> - 자산유동화 발행가능 기업 범위의 단계적 확대 - ABS 신고서 간소화·표준화 및 처리기간 단축
12.23	<p>▷ 금융감독원, 기업어음(CP) 관련 정보 공시 및 관리 강화 방안 추진 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 상장·등록법에 대하여 일정규모(연간누계금액 기준 자기자본의 10% 또는 5% 이상 변동시) 이상의 CP발행·상환시 수시공시의무 부과 • 증권·중금·은행(신탁)을 통한 CP 발행정보를 취합하여 은행연합회로 집중
12.26	<p>▷ 금융감독위원회, 증권거래소 상장규정 및 코스닥 업무규정 개정안 승인</p> <ul style="list-style-type: none"> • 상장지수투자신탁수익증권(ETF)유동성 제고를 위한 유동성공급자 제도 도입 및 상장폐지 요건 추가(12월 29일 시행) • 증권거래소 상장기업 퇴출제도 개선(12월 29일) • 코스닥시장에서의 대량매매(1억원 이상)거래 활성화를 위해 개설(2004년 2월 16일 시행예정)
12.29	<p>▷ 기업 투자활성화 지원을 위한 「조세특례제한법 개정안」, 국회통과</p> <ul style="list-style-type: none"> • 법인세율 2%포인트 인하(2005년 시행), 임시투자세액공제제도(공제율 15%) 2004년 6월까지 연장, 중소기업에 대한 법인세 최저한세율 10%로 인하(현행 12%) 등

<p>2. 2</p>	<p>▷ 금융감독위원회, 『코스닥시장 등록규정 및 감독규정』 개정안 승인(2004. 1. 30) 발표(등록규정은 2004. 2. 2, 공시규정은 2004.3. 2부터 시행)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 코스닥기업에 대한 투자활성화를 위해 외국인 투자가가 주식을 취득하는 경우 등에 대해 지분변동제한 예외 인정 • 시장신뢰 제고를 위해 매출액 퇴출 기준을 도입하고, 공시위반 및 최저주가 등에 대한 퇴출 기준 개선 • 지주회사에 대한 공시의무사항 신설 및 대표이사 변경 공시 의무화 등 공시제도 정비
<p>4.12</p>	<p>▷ 금융감독위원회, 『자산운용업 감독정책방향』 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 운용사·판매사 등의 진입요건을 명확히 규정하고 심사하는 한편 규정하고 심사하는 한편 투자자재산의 보호장치 강화 • Late Trading (펀드매매 주문접수 종료시점 이후의 주문접수) 등 동일펀드내 투자자간 동등대우원칙에 위배되는 행위 및 펀드관계자들의 이해상충행위에 대한 감시 강화 • 펀드 운용실적 비교공시 전용사이트 개발 등 펀드관련 공시의 건전화 도모 • 다양한 간접투자상품의 개발을 지원하고 펀드의 대형화 및 장기화 유도 • 운용시간 인수·합병 및 운용사의 전문분야 특화영업을 유도하여 국내 자산 운용사의 자발적인 구조조정 여건 조성 등
<p>4.16</p>	<p>▷ 금융감독위원회, 『간접투자자산운용업감독규정』 제정</p>
<p>4.29</p>	<p>▷ 재정경제부, 『조세특례제한법 시행령』 개정 추진</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기업 투자활성화를 위해 임시투자 세액공제제도*를 2004년 12월말까지 6개월 연장 * 시설투자액의 15%를 법인세 또는 소득세에서 공제
<p>5. 7</p>	<p>▷ 공정거래위원회, 『시장개혁 3개년 로드맵』의 실천을 위해 공정거래법 개정(안)을 마련하여 입법예고</p> <ul style="list-style-type: none"> • 내부거래장치*를 갖춘 기업과 지주회사의 자회사 및 손자회사 등에 대한 출자총액제한 예외 인정 * 집중투표제와 서면투표제 도입 및 전원 사외이사로 구성된 내부거래위원회 설치 • 외국인 투자기업에 대한 출자의 예외인정이 지배력 확장에 악용되는 것을 방지하기 위하여 예외인정 조건을 강화 • 산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지를 위하여 상호출자제한 기업집단 소속 금융·보험사가 보유한 계열사 주식에 대한 의결권 행사범위를 현행 30%에서 15%로 축소

5. 7	<ul style="list-style-type: none"> • 상호출자제한 기업집단 소속회사의 부당내부거래 조사를 위한 금융거래정보 요구권(2004년 2월 시한만료)을 3년 시한으로 재도입
5.28	<p>▷ 재정경제부, 장기 국채시장 육성방안 발표</p> <ul style="list-style-type: none"> • 장기채시장의 육성을 위해 5년 만기 국고채를 중심지표 채권으로 육성하고 10년 만기 국고채의 유동성을 제고 <ul style="list-style-type: none"> - 3년 만기 국고채의 발행량을 총 국고채발행량의 40%에서 30%로 축소하고 5년 만기 국고채를 30%에서 40%로 확대 - 10년 만기 국고채를 9월에만 신규 발행함으로써(통합발행기간을 6개월에서 1년으로 확대) 동일종목 공급량을 극대화 - 국채전문딜러의 장내거래 의무비율을 40%에서 50%로 확대하는 한편 의무액 산정시 10년 만기 국고채의 가중치를 3년물의 2배로 확대

Abstract

Strengthening Financial Infrastructure for Efficient Corporate Financing

Kun-Ho Lee, Suhkyong Kim, and Taekyu Lee

Since the outbreak of the financial crisis in 1997, an important implicit policy goal of the Korean government with respect to the financial system has been the transformation of the traditional bank-based system into a market-based one. The regulation on debt ratio imposed on large corporations is an important reflections of this goal. Following substantial policy efforts, the soundness of the corporate and the financial sectors has been largely improved. In this paper, however, we argue that the financial system might still be premature as an efficient intermediation for corporate activities. The following points support our doubts about the current system:

First, the low debt ratio of the corporate sector is a more or less a direct consequence of the strongly enforced debt regulation, and as such, it is too early to say that this debt ratio is sustainable in the long run. In addition, the dramatic fall in the debt ratio has largely been driven by a decrease in firms' demand for investment funds. Moreover, blue-chip

companies have been holding excessive cash and continues to play a role as the main supplier of funds, with the household sector as the main consumer of these funds, which is, in a sense, a reversal of the traditional intermediation process.

The capital markets still remain somewhat fragile to exogenous shocks and their role as an efficient resource allocations still needs to be strengthened. Corporate financing through capital markets remains less vigorous and the relative dependence of corporate financing on the banking system is again on the rise. However, the size of funds from banks as of 2003 is almost the same as the size in 1997, which implies that the banks' financial support for the corporate sector is still dwindling. At the same time, long-term corporate financing for large-scale investments has almost disappeared.

Based on these observations, we argue that the government's attempts to build a market-based financial system, despite improvements in the soundness of the corporate and financial sectors, is still far from building an efficient financial system for corporate activities. A major reason for this failure, we believe, is that the system transformation has not been concomitant with a well-functioning financial infrastructure .

We argue that achieving an efficient corporate financing system should start from strengthening financial infrastructure that includes enhancing efficiency in the creation and circulation process of financial information, deregulation of financial services, elimination of unnecessary regulations,

development of a junk-bond market, diversification of bond maturities, amongst others. At the same time, efforts to enhance a firm's transparency as well as strengthening market discipline should be continuously made.

Considering the fact that the capital markets are not functioning well and remain fragile to exogenous shocks, it is important to increase the efficiency of resource allocation through bank or bank-like financial institutions. In order to do this, unnecessary government intervention should be mitigated in the loan markets, and rather, fostering financial institutions that specialize in corporate loans and which reduce the pro-cyclicality of the BIS capital regulations should be emphasized as important policy objectives.