

■ 머 리 말

微視理論基礎(microeconomics foundation)가 없이는 巨視論的 分析이 있을 수 없다는 事實에도 불구하고 우리나라에서는 理論의 研究 및 政策의 運用에 있어서 經濟의 構成單位인 企業과 家計의 行態에 관한 微視的 分析보다는 經濟總量의 分析에 重點을 둔 巨視的 接近方法이 支配的이 되어 왔다. 財政金融政策의 立案 및 運用에 있어서는 주로 經濟成長, 物價, 通貨, 信用, 租稅收入 및 政府支出등 總量變數의 움직임에 關心을 局限시켰으며, 經濟主体, 특히 企業行態에 關하여서는 任意의 假定을 設定하고 이에 관한 分析과 研究는 關心의 領域 밖에 두었다.

理論 및 政策에 있어 이와 같은 巨視分析 重視偏向은 經濟의 高度成長過程에서 企業의 不實化라는 病弊를 낳게 하였다. 經濟成長에만 關心을 둔 나머지 經濟의 構成單位인 企業의 不實化를 간과해 버린 것이다. 이러한 成長의 矛盾性이 不況과 더불어 顯在化하게 되자 政府조차도 微視的 接近의 重要性을 認識하게 되었으며 所謂 “實物經濟”에 바탕을 둔 政策運用으로 方向을 轉換하는 기미를 보이고 있다.

이제 政策의 立案 및 運用과 이를 뒷받침할 理論的 研究는 個別經濟單位의 行態分析에 그 重點을 맞추어야 하고 따라서 微視論的 接近에 力點을 두어야 할 것이다. 앞으로 研究院의 研究方向은 이러한 時代的 要請에 副應하여 韓國經濟의 微視理論基礎의 確立에 寄與하는데 力點을 두어 나갈 것이다.

本 研究는 이러한 方向의 研究活動의 一環으로서 企業金融理論의 角度에서 企業의 投資, 成長 그리고 資本調達行態를 分析하였다. 特히 金利, 資本「코스트」 그리고 企業收益率간의 關係를 分析하고 韓國企業이 當面하고 있는 問題點을 究明함으로써, 健全한 企業成長을 바탕으로 한 經濟成長을 위한 改善方向을 摸索하였다.

따라서 本 研究는 企業, 나아가서는 韓國經濟가 當면하고 있는 問題를 解決코자 하는 政策當局 및 關係專門家 모두에게 도움이 되리라 믿는다.

끝으로 本 研究를 主導하여 주신 本院 研究委員 具石謨 博士의 勞苦에 感謝한다.

1982. 4. 6

韓國經濟研究院

院長 宋 仁 相

◆ 目 次 ◆

머 리 말 (要約 및 結論).....	3
I. 序 論.....	4
II. 金融面에서 본 企業.....	5
1. 企業과 資本市場.....	5
2. 利率과 資本「코스트」.....	7
III. 韓國의 企業金融行態.....	10
1. 企業의 收益性和 利率負擔.....	10
2. 企業成長과 收益性.....	13
3. 企業의 資金調達形態.....	15
IV. 資本「코스트」와 收益率關係 正常化를 위한 對策.....	19
V. 앞으로의 研究課題.....	22

〈要約 및 結論〉

1. 企業金融의 側面에서 볼 때 企業의 本質과 機能은 調達된 資金을 資本「코스트」보다 높은 收益性을 가진 事業에 投資함으로써 그 果實을 資本供与者에게 分配하는데 있다.

2. 우리나라 企業은 過去의 高度成長期間에 資本「코스트」에 훨씬 未達하는 資本收益率을 보여 왔다. 최근 5년동안에 企業의 資本收益率は 10.4%인데 대하여 資本「코스트」는 15.6%로서 收益率과 「코스트」間에는 하나의 “逆關係”를 이루고 있다. 이러한 “逆關係”는 美国, 日本 및 台湾 등 어느나라에서도 찾아볼 수 없다.

3. 이러한 “逆關係”는 高金利政策으로 인한 높은 資本「코스트」, 資本「코스트」의 올바른 理解의 不足, 그리고 量的擴大爲主의 방만한 企業經營 등에 基因한다.

4. “逆關係”가 存続하는 限 企業의 投資增大는 “真正한 成長”이 아닌 “不實成長”을 가져오고, 不實成長이 持續될 때에는 企業은 不實化하고 成長의 潜在力을 상실한다. 우리나라 經濟가 경험한 現象, 즉 經濟는 成長하는데 企業은 不實化하는 異狀現象의 原因은 이러한 “不實成長”에서 찾아볼 수 있다.

5. 우리나라 企業의 資金調達形態는 “負債-間接金融型”으로 특징지을 수 있다. 이러한 型의 資本構造下에서는 企業의 cash flow(자금사정)가 金利 및 景氣變動에 매우 민감하다.

6. 우리나라 企業의 金融上의 문제점은 自己 資本比率이 낮고 負債依存度가 높는데 있는 것이 아니라 外國에 比하여 높은 金利로 調達된 資金을 어느 나라보다 낮은 收益性의 事業에 投資하고 있다는 事實에 있다.

7. 문제의 解決을 위한 長期對策으로서는 企業收益性의 提高를 위한 分위기(稅制·金融上) 造成과 資本의 効率的 調達과 配分을 위한 資本市場育成이 要求되지만 短期的으로는 金利引下를 通하여 “逆關係”를 解決해야 한다.

8. 適正金利의 모색은 “資金의 需要=供給” 接近方法이 아니라 “資本收益率=資本코스트” 方法이어야 한다. 企業의 資本「코스트」를 資本收益率에 接近시키기 위해서는 銀行利率을 적어도 10% 以下の 水準으로 引下해야 한다.

I. 序 論

韓國의 企業은 高度成長을 이룩하는 데 있어 推進母體가 되어 왔으며 經濟成長과 더불어 놀라운 속도로 伸張하였다. 이와 같이 急成長한 企業이 不況의 늪에 한번 빠지게 되자 活力을 잃고 헤어나지 못하고 있는 것이 오늘날의 實情이다. 여기에 國內外의 高金利로 말미암아 企業의 利子負擔加重問題까지 겹치고 있어 企業體質의 脆弱性의 심각하게 드러나고 있다. 事實 우리나라에서 金利는 巨視經濟學的 次元에서 貯蓄, 投資, 物價, 通貨 및 銀行與受信 등 總量變數(aggregate variables)와의 關係에서 把握되어 왔다. 金利를 企業的 次元에서 企業金融의 諸變數와의 關聯에서 把握하는 微視的 分析이 度外視되어 왔다.

金利 및 其他 政策變數에 대한 巨視分析中心의 接近方法은 그동안 政府와 企業이 取해 온 量的成長爲主의 經濟運用, 企業經營과 그 脈絡을 같이 한다. 經濟의 效率性을 無視하고 量的擴大의 極大化를 追求한 나머지 經濟成長과 企業成長의 乖離라는 異狀現象을 나타냈다. 經濟는 高度로 成長하는 反面 그 構成分子인 企業은 健全하게 成長하지 못하고 脆弱性을 드러내고 있다. 이러한 高度成長의 虛構性은 최근 몇년에 걸친 不況을 契機로 顯在化한 것이다.

지금 韓國經濟는 하나의 轉換期에 있다. 政府는 지금까지의 高度成長政策을 止揚하고 安定基盤의 構築에 政策的 努力을 傾注하고 있으며 企業은 방만한 擴張爲主經營을 止揚하고 財務構造의 改善과 企業體質의 強化에 力點을 두고 있다. 이 研究는 이러한 轉換期에 즈음하여 韓國企業의 金融行態를 分析하고 企業金融의 角度에서 이와 關連시켜 金利問題를 把握하며, 앞으로의 金利政策의 方向을 摸索하고자 한다. 第Ⅱ章에서는 企業金融面에서의 企業의 本質과 機能에 關하여 言及할 것이다. 또한 企業과 資本市場과의 本質的關係와 企業經營에 있어서의 投資 및 資本調達의 原理에 關하여 서술할 것이다. 第Ⅲ章에서는 우리나라 企業의 企業金融行態를 金利와 關聯시켜 分析할 것이며, 이러한 分析을 土臺로 하여, 第Ⅳ章에서는 企業金融面에서의 適正金利算出을 試圖하며 아울러 企業金融의 正常化를 爲한 政策方向을 摸索하고자 한다.

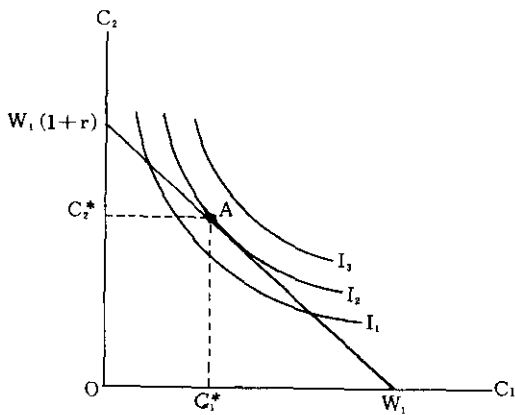
II. 金融面에서 본 企業

1. 企業과 資本市場

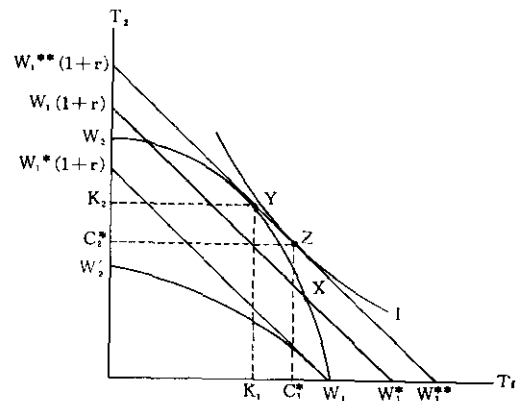
金融의 側面에서 企業의 本質과 機能을 理解하기 위하여 간단한 二期間模型 (two-period model)을 設定한다. 이 模型에서 消費者는 두 期間에 걸친 消費로부터 얻는 効用의 極大化를 위하여 第1期(T_1)에 주어진 富(W_1)를 第1期 및 第2期の 消費(C_1, C_2)에 配分한다. 이러한 消費決定에 있어 消費者에게는 完全한 資本市場이 存在함으로써 주어진 利率(r)로 아무런 制約없이 借入 또는 貸付할 수 있다. 다시 말하면 資本市場은 消費者에게 하나의 opportunity set를 제공하는데 圖1 에서 直線 $W_1W_1(1+r)$ 로써 表示할 수 있다. 즉 今期에 주어진 W_1 을 C_1 및 C_2 에 配分함에 있어 $W_1W_1(1+r)$ 線上的의 어느 點이든지 選擇할 수 있는 것이다. 한편 消費者의 効用函數 $U(C_1, C_2)$ 는 indifference curves(I_1, I_2, I_3 등)으로 表示할 수 있다. 여기서 効用極大化를 위한 最適消費決定은 I 曲線과 $W_1W_1(1+r)$ 直線이 tangency를 이루는 A點에서 즉 C_1 과 C_2 의 限界代替率(marginal rate of substitution)이 利率과 均等하게 되는 상태에서 이루어진다.

이제 消費者에게 다른 하나의 投資機會, 즉 productive opportunity set가 賦与된다. 다시 말하면 消費者는 生産單位인 企業에 投資할 수 있으며 企業은 投資된 資源을 productive efficient frontier W_1W_2 (圖2)를 따라서 生産過程에 投入할 수 있다¹⁾

(圖1) 資本市場과 消費決定



(圖2) 投資, 生産 및 消費의 同時均衡



註1 : productive efficient frontier는 implicit function $T(W_1, W_2) = 0$ 에 의해서 나타낼 수 있으며 T函數의 精確한 형태는 生産過程의 性格에 달려 있지만, 여기서는 다만 資本의 限界收益率遞減을 假定한다.

이 경우에 productive efficient frontier 또는 transformation curve (W_1, W_2)의 기울기는 자본의限界收益率을 나타내며 자본의限界收益率은投資의增加와 함께遞減한다. 이와 같이資本市場에서의金融資産投資와企業에 의한實物投資의機會가 주어짐으로써消費者는여러가지投資選擇을생각할수있다. 첫째 W_1 點을생각해보자. 이點은企業에 있는 모든資源을즉시回收하고企業을解体하며,回收된資源을資本市場에서 present value line(또는 market value line), $W_1, W_1(1+r)$ 에 따라서金融投資함으로써 C_1 과 C_2 를決定하는것이다.²⁾ 다음 X點을생각해보자. 이點은 productive efficient frontier를 따라서 약간의資源을企業의生産過程에投資한狀態를 나타낸다. 消費者는 X點을投資政策으로서選擇함으로써 $W_1, W_1(1+r)$ 보다優位에 있는 다른 present value line, $W_1^*, W_1^*(1+r)$ 에到達할수있다. 즉 W_1 點에서 X點으로 옮김으로써 消費者의富의現在價額은 W_1 으로 부터 W_1^* 로 늘어난 것이며 이에 따라 C_1, C_2 와 이로 부터의效用도增加한다.

이와 같이 productive frontier를 따라 모든 가능한投資政策을 반복할 경우 다른 어떠한 것들 보다優位에 있는投資政策은 present value line이 productive efficient frontier와 tangent 되는 Y點임을 쉽게 알수 있다. 즉最適投資政策은資本의限界收益率과利率이一致하는狀態에서 결정된다. 여기에消費效用의無差別曲線을 첨가함으로써最適消費選擇은 Z點에서 이루어짐을 알수 있다. 圖 2에서 보면投資,生産 및消費의同時的選擇은 다음과 같이叙述할수 있다.

- (1) 富의總額 W_1 중 $W_1 - K_1$ 을企業의生産過程에投資한다. 이投資로 부터의收益으로서 다음 期에 K_2 를 거두어 들인다.
- (2) 이번 期の消費는 C_1^* 인데 이消費는当初 保有하고 있던總資源中企業에投資하고 남은 K_1 과 그리고 $C_1^* - K_1$ 의借入으로써調達된다.
- (3) 다음 期の消費는 C_2^* 로서 이消費는企業投資로 부터의收益額 K_2 로 부터前期의借入에 대한元利金償還 $(C_1^* - K_1)(1+r) = K_2 - C_2^*$ 를差減한殘額으로써充當된다.

以上에서 본 바와 같이 消費者가企業의生産過程에投資함으로써富를增殖시킬수 있는 것은企業이利率보다 높은資本收益率을 가져올수 있는投資機會를提供하기

註 2 : 直線 $W_1, W_1(1+r)$ 을 present value line 또는 market value line이라고 부르는데 이는 이直線상의 모든點은同一한現在價額(present value)으로轉換시킬수 있기 때문이다.

때문이다. 換言하면 企業의 本質과 機能은 利率을 上廻하는 收益率을 가진 投資機會의 創出에서 찾아 볼 수 있다. 이는 圖2에서 다른 하나의 productive frontier W_1 , W_2 를 생각해 보면 명백해 진다. 이와 같이 利率보다 낮은 資本收益率을 가진 企業에 대한 最善의 選擇은 W_1 点(하나의 corner solution)으로서 이 選擇은 企業에 投資된 모든 資源을 回收하고 企業을 곧 解体하는 것을 의미한다. 企業의 收益率이 利率(엄격히 말하면 資本「코스트」)에 미치지 못할 경우 그 企業은 經濟的 價値를 상실한 것이다.

投資 및 消費를 위한 資源配分에 있어 最適選擇의 均衡條件은 다음과 같이 要約된다. 資本의 限界收益率=利率=消費의 限界代替率, 다시 말하면 消費者는 資本의 限界收益率=利率의 均衡條件을 充足하도록 企業에 投資함으로써 富의 增殖을 極大化하며, 한편으로는 消費의 限界代替率=利率의 均衡條件을 充足시키도록 주어진 富를 두 期間에 걸친 消費에 配分함으로써 效用의 極大化를 期할 수 있는 것이다. 이와 같이 投資選擇과 消費選擇을 分離시켜 決定할 수 있는 것은 企業經營의 客觀的인 目標設定에 있어 매우 重要한 意義를 內包하고 있다. 特히 株式會社는 多數의 株主에 의하여 所有되고 있는 바 各 株主는 각각 다른 形態의 消費選好函數를 갖고 있을 수 있는데 만일 企業이 株主의 效用極大化를 目標로 投資를 決定한다면(즉, productive efficient frontier와 indifference curve의 tangency를 均衡條件으로서 充足시킨다면) 많은 株主 가운데 누구의 消費選好函數를 基準으로서 選擇할 것인가 하는 主觀的인 문제가 발생한다. 그러나 이러한 문제는 資本市場이 存在함으로써 解決된다. 資本市場에서 利率이 決定되고 이에 따라 企業의 市場價値가 決定됨으로써 企業은 株主의 主觀的인 消費選好를 고려할 필요없이 企業의 市場價額이라는 하나의 客觀的 基準에 의거하여 企業經營의 모든 決定을 내릴 수 있는 것이며 投資決定에 있어서는 資本의 限界收益率=利率의 條件이 成立할 때에 企業價額의 極大化라는 企業目標가 이루어지는 것이다.³⁾

2. 利率과 資本「코스트」

前節의 二期間模型에서는 單一의 利率이 存在하며 이 利率은 企業의 資本「코스트」와 概念上 一致한다.⁴⁾ 그러나 實際로 資本市場에는 여러 種類의 金融資産이 存在하

註3 : 企業의 市場價額은 企業으로부터의 將來收益을 利率로써 割引한 現在價額(present value)이다.

註4 : 二期間模型에서는 term structure가 존재할 수 없기 때문에 單一利率이 存在하며 또한 投資收益에 대하여 確實性을 假定하고 있기 때문에 利率과 企業의 資本「코스트」와는 一致한다.

며 이들의 期間 또는 危險度에 따라서 利率과 收益率이 달리 決定된다.

이는 企業의 資本調達形態의 多樣化와 이에 따른 利率과 企業의 資本「코스트」와의 概念上의 不一致를 의미한다. 理論的으로 資本「코스트」(cost of capital)는 그와 비슷한 정도의 危險度를 가진 他企業으로부터 얻을 수 있는 期待收益率이라 定義할 수 있다. 다시 말하면 그 企業이 証券投資家들로부터 投資를 誘致하기 위한 最少限의 必要收益率이라 할 수 있다. 企業이 資本「코스트」보다 높은 收益率을 가진 事業에 投資하는 경우 企業의 市場價額은 上昇하게 되며 投資收益率이 資本「코스트」보다 낮은 경우에는 企業의 市場價額 즉 株式價格은 下落한다.

企業의 資本「코스트」는 具體的으로 어떻게 決定되는가, 總體的 資本「코스트」 k_0 는 다음의 式에 의해서 決定된다.

$$k_0 = k_d \frac{D}{V} + k_e \frac{E}{V} \dots\dots\dots (1)$$

여기서 k_d = 負債「코스트」

k_e = 自己(또는 株式) 資本「코스트」

D = 負債의 市場價額

E = 自己資本 市場價額

V = 企業의 市場價額 (V = D + E)

즉 企業의 總體的 資本「코스트」는 負債와 自己資本의 個別 資本「코스트」의 加重平均値이며 이때 加重値로서는 負債와 自己資本의 市場價額을 使用한다.

그러면 個別資本「코스트」는 어떻게 決定되는가 負債가 銀行借入金이라면 k_d 는 貸出利率을 가리키며, 만일 会社債로 구성된다면 社債收益率(yield to maturity)을 가리킨다. 다음, 自己資本「코스트」는 負債「코스트」와는 달리 利率形態로 存在하지 않으며 會計學的 觀點에서는 金融費用이 아니다. 그러나 經濟學的, 그리고 企業金融의 觀點에서 모든 費用은 機會費用으로서 解釋되어야 하므로 自己資本도 하나의 機會費用을 內包하고 있다. 즉, 한 企業이 新規株式發行이나 社内留保利益으로써 調達된 自己資本을 어떤 事業에 投資할 경우 株主를 위하여 要求되는 最少限의 收益率을 自己資本「코스트」라고 定義할 수 있다. 이 “最少限의 必要收益率(minimum required rate of return)”은 資本市場에서 決定된다. 즉 그 企業의 事業과 같은 程度의 危險性을 가진 事業에 중사

하는 다른 企業에 대한 株式投資의 收益率을 “必要收益率”로서 利用할 수 있는 것이다. 만일 그 企業의 收益率이 이 “必要收益率”보다 높으면 株式에 대한 需要가 늘어나 株式價格은 上昇할 것이고, 그 反對의 경우에는 株主는 그 企業으로 부터 다른 企業으로 投資를 移轉할 것이므로 株式의 市場價值는 떨어질 것이다.

一般的으로 株式投資의 收益率 R은 다음 式에 의하여 決定된다.

$$R = \frac{D_1}{P_0} + g \dots\dots\dots (2)$$

여기서 D_1 = 다음 期에 期待되는 配當金

g = 株式上昇率

P_0 = 当期의 株式市場價格

즉 株式投資收益率(R)은 配當收益率(dividend yield)과 株式上昇率(capital gain)로써 구성되는데 이 R이 곧 k_e 의 推定值로서 利用된다.

Ⅲ. 韓國의 企業金融行態

1. 企業의 收益性和 利子負擔

企業에 投下된 資本의 收益率은 資本「코스트」와 比較함으로써 企業의 經濟的價値를 測定할 수 있으며, 이러한 對比에 있어 가장 適合한 收益性指標은 企業經常利益率이다.⁵ 表 1에서 보면 최근 5年間(1976~1980), 우리나라 製造業의 企業經常利益率은 10.4%로서 同期間의 借入金平均利子率 14.1%에 미치지 못하고 있다. 製造業全體로서 볼때 14%의 金利「코스트」로 調達된 資本이 10%收益率의 事業에 投資됨으로써 非效率的인 企業經營을 해왔음을 나타내고 있다.

自己資本「코스트」까지 포함시킨 總體的 資本「코스트」는 보다 높은 15.6%로 나타나고 있어(表 2 참조) 企業이 經常營業活動으로부터 回收한 收益은 資本「코스트」의 3분의 2 밖에 미치지 못하고 있음을 알 수 있다. 이러한 現象을 企業의 economic failure라고 부른다. 企業의 收益率이 資本「코스트」에 未達할 경우에 그 企業은 資本을 提供한 投資者를 위하여 아무런 經濟的價値를 創出하지 못했음을 의미한다. 前章의 二期間模型에 의하면 우리나라 製造業企業은 投資者에게 W_1 , W_2 의 productive frontier를 提供하고 있다(圖 2 참조).

外國과 比較해 보면 우리나라 企業은 미국, 일본 및 대만 어느나라 보다도 높은 利子負擔下에서 가장 낮은 收益性을 나타내고 있다(表 3 참조). 그리고 自己資本 純利益率과

企業의 主要 收益率(製造業)

단위: %

(表 1)	1976	1977	1978	1979	1980	1976-1980 平 均
自己資本經常利益率	21.6	21.3	22.9	15.6	-1.3	16.0
自己資本純利益率	14.9	12.3	12.5	8.8	-7.3	8.2
企業經常利益率	10.4	10.8	11.0	10.7	9.1	10.4
企業純利益率	9.0	8.8	8.8	9.3	8.0	8.8
借入金平均利子率	11.9	13.1	12.4	14.4	18.7	14.1
自己資本比率	21.5	22.2	21.4	21.0	17.0	20.6

資料: 韓國銀行, 「기업경영분석」

註 5: 企業經常利益率 = $\frac{\text{經常利益} + \text{金融費用}}{\text{總資本}} \times 100$

利子率間の逆關係은 우리나라에서만 찾아 볼 수 있을 뿐이고 다른 세나라에서는 모두 正常關係를 보여주고 있다. 특히 최근 3年間(1978-1980) 우리나라 企業의 自己資本經常利益率 및 自己資本純利益率은 各各 12.1% 및 4.7%로서 同期間의 定期預金利子率 19.5% 및 会社債收益率 26.0%와 比較할 수 없는 정도로 낮은 水準에 있다. 이러한 企業收益率과 利子率間の逆關係가 存在하는 限 合理的인 投資者는 어느누구도 이러한 企業에 株式投資를 하지 않을 것이며, 따라서 企業의 自己資本充實化는 期待할 수 없다. 企業의 收益性提高와 利子率의 下向調整에 의하여 收益率과 利子率間の "正常關係"를 回復하는 것이 企業의 自己資本充實化와 財務構造의 健全化를 위한 先決要件이다. 韓國企業의 財務構造의 脆弱性은 自己資本比率이 낮고 負債依存度가 높는데 있는 것이 아니고 企業이 높은 利子率로 調達된 資金을 運用하여 利子を 賈을 만큼 充分한 利益을 내지 못하는데 있다. 日本의 企業은 自己資本比率이 우리나라보다 낮은 18%밖에 되지 않는다. 利子率보다 월등히 높은 水準의 自己資本收益率에 日本企業의 強点이 있다고 할 수 있다.

韓國企業의 脆弱性은 利子補償比率(times interest earned 또는 interest coverage

ratio)에서도 나타나고 있다.

〈表 2〉 資本「코스트」推定 (1976-1980 평균)

	資本「코스트」	構 成 比
自 己 資 本	21.4 ¹⁾	20.5
負 債	14.1 ²⁾	79.5
總 資 本	15.6	100.0

이 比率은 企業의 利子支拂能力을 測定하는 指

註1 : 同期間의 株式收益率=配当率+株價上昇率

2 : 借入金平均利子率(表 1 참조)

標로서 企業이

〈表 3〉 製造業 收益率의 國際比較

단위 : %

	韓 國 1976-1980	美 國 1978-1980	美 國 1976-1979	日 本 1976-1979	台 灣 1978-1979
自己資本經常利益率	16.0	12.1	22.3	22.8	14.9
自己資本純利益率	8.2	4.7	17.5	—	12.3
總資本經常利益率	3.5	2.7	11.7	4.1	5.8
自己資本比率	20.6	19.8	52.2	18.0	38.8
借入金平均利子率	14.1	15.2	—	8.2	—
定期預金利子率	17.9	19.5	6.9 ¹⁾	5.6	10.3

註 1 : 3個月財政証券利率임.

利子負擔에 比하여 얼마만큼의 所得을 벌었는가를 가리킨다. 表 4에서 보면 우리나라 製造業의 利子補償比率은 최근 2년간 平均 1.3倍로서 美國의 4.2倍, 日本의 1.8倍보다 낮다.

〈表 4〉 利子補償比率의 國際比較 단위: %

한 국 (제조업)	1979	1.60
	1980	1.00
일 본 (제조업)	1976	1.69
	1977	1.81
미 국 (전산업)	1981	4.20

註: 利子補償比率(times interest earned)

$$= \frac{\text{순이익} + \text{법인세} + \text{이자비용}}{\text{이자비용}}$$

이와 같이 우리나라企業의 利子補償比率이 낮은 것은 세가지 畵서에 基因한다 첫째 企業에 投下된 資本의 收益性이 낮기 때문이다. 表 3에서 보면 韓國의 總資本經常利益率은 3.5%로서 美國(11.7%), 日本(4.1%), 및 台灣(5.8%)보다 낮게 나타나고 있다. 둘째 要因으로서 낮은 自己資本比率을 들 수 있다. 換言하면 資本調達에 있어 負債依存度가 外國企業에 比하여 높음으로써 利子負擔이 높은 것이다. 세째로는 높은 利子率水準때문이다. 앞서 指摘한 바와 같이 우리나라企業은 다른 어느나라보다도 높은 率의 利子負擔을 하고 있다. 特히 1980년의 同比率은 1.0으로서 우리나라企業이 年間所得을 모두 利子費用으로 支拂할 정도밖에 되지 못했음을 의미한다.

企業의 附加價值構成을 보면 1981년의 EBIT(earnings before interest and taxes: 稅前純利益에 金融費用 加算)의 全額이 金融費用에 의하여 占食되었음을 알 수 있다(表 5 참조). 企業의 附加價值 가운데 金融費用이 차지하는 比重은 최근 3년동안 계속 증가추세에 있으며 특히 1980년에는 대폭 증가하였는데 이것은 國際的高金利와 더불어 國內의 高金利政策에 緣由한다. 1980年 1月の 金利引上措置는 企業의 金利負擔能力을 전혀 考慮치 않은 것이다.

〈表 5〉 製造業의 附加價值構成 단위: %

	1978	1979	1980
稅前純利益 및 金融費用	31.6	30.5	27.9
法人稅控除前純利益	15.7	11.3	-0.8
金 融 費 用	15.9	19.2	28.7
人 件 費	51.2	50.3	51.0
其 他	17.2	19.2	22.1
附 加 價 值 總 額	100.0	100.0	100.0

資料: 한국은행, 「기업경영분석」 1981

2. 企業成長과 收益性

企業의 成長은 投資에 의하여 이루어진다. 投資에 의하여 營業規模는 伸張되고 企業 利益은 늘어난다. 過去 5年間 企業에 投下된 總資本은 年平均 32%로 增加했고 賣出額은 經常 35%, 實質 18%의 年率로 伸張하였다(表 6 참조). 그러면 이러한 企業成長은 과연 企業主 즉 株主를 위하여 所望스러운 結果를 가져왔는가. 만일 그렇지 못하다면 株主의 利益을 위한 “眞正한 成長(true growth)”은 무엇인가. 이의 究明을 위하여 하나의 企業成長模型(firm growth model)을 引用해보기로 한다. 同模型에서 成長企業은 해마다 一定한 金額 I를 投資하는데 이는 企業内部로부터 調達되며 r의 收益率을 실현한다. 따라서 株主의 純利益은 매년 $r \cdot I$ 의 率로 增加한다. 이러한 假定下에서 企業價額(value of the firm)은 다음 式에 의하여 決定된다.

$$V(0) = \frac{X(1)}{k} + \left(\frac{r-k}{k} \right) \left(\frac{I}{k} \right) \dots \dots \dots (3)$$

여기서 $V(0)$ =0期の 企業價額, 즉 企業의 市場價額

$X(t)$ =t期の 期待純利益

k =企業의 資本「코스트」

r =投資收益率

I =年間投資額

즉 方程式(3)에 의하면 企業의 市場價額은 두 構成分子의 合으로써 表現된다. 첫째 것은 現在 企業이 保有하고 있는 資産으로 부터 產出되는 純利益흐름을 資本化(capitalization)한 것이다. 換言하면 投資가 없을 경우의 純利益 흐름은 現在價額(present value)

製造業의 成長率과 收益率 對比

<表 6>

(단위: %)

	賣出額增加率		總資本增加率	自己資本純利益率
	經常	實質		
1976	38.6	27.5	27.0	14.9
1977	31.6	22.8	28.3	12.3
1978	36.5	27.6	33.6	12.5
1979	30.5	11.4	33.2	8.8
1980	37.2	0.1	38.7	- 7.3
平均	34.9	17.9	32.2	8.2

으로 轉換한 것이다. 두번째의 構成分子는, 企業이 資本市場보다 有利한 收益率로 投資할 수 있는 將來의 投資機會를 資本化한 것이다. 다시 말하면 方程式(3)의 第2項은 企業의 成長潛在力(growth potential)을 市場價額으로 表現한 것이며 이 成長潛在力은 資本「코스트」(k)보다 높은 收益率의 投資機會에서 찾아 볼 수 있다. 方程式(3)으로 부터 다음의 關係를 導出할 수 있다.

$$\frac{\partial V}{\partial I} = \frac{r-k}{k^2} \begin{cases} \geq 0, & \text{만일 } r \geq k \\ < 0, & \text{만일 } r < k \end{cases}$$

즉, 投資收益率이 資本「코스트」를 超過할 경우 新規投資는 企業價額을 增殖 시키는 “眞正한 成長”을 가지고 온다. 만일 投資收益率이 資本「코스트」와 같다면 投資는 企業規模만 伸張시킬 뿐이고 企業價額은 늘릴 수 없다. 다시 말하면 企業은 資本市場에서의 株式收益率과 같은 정도의 收益率의 新規事業에 投資해 봤자 이러한 投資는 株式價格을 上昇시키지 못할 것이다. 이와 같은 $r=k$ 경우 投資에 의한 企業成長을 “單純한 伸張”(mere expansion)”이라 부른다. 그러면 $r < k$ 는 어떠한가. 先進經濟에서는 있을 수 없는 경우이다. 그러나 우리나라에서는 發生하고 있다. 同 成長模型에 의하면 投資收益率이 資本「코스트」보다 낮은 경우 投資는 企業價額을 오히려 떨어 뜨린다. 企業은 伸張 하 되고 經濟價値는 떨어지고 企業은 不實化되는 것이다. 이러한 類의 成長을 “不實成長”이라 부를 수 있다. 우리나라 企業은 지금까지 “不實成長”을 해 온 것이다. 表6에서 보면 企業成長과 資本收益率은 負의 函數關係에 있음을 알 수 있다.

過去 5年間 總資本增加率은 上昇 추세에 있는데 反하여 自己資本純利益率은 해마다 떨어져 왔다. 企業成長과 收益率間의 負의 關係는 51個 産業을 標本으로 한 cross-section 回歸分析에서도 찾아 볼 수 있다. 1979年 企業經營分析資料를 利用하여 企業經常利益率을 固定資產增加率에 대하여 回歸分析한 結果는 다음과 같다.

$$ROA = 14.52447 - 0.04635CFA \dots \dots \dots (4)$$

(0.02853)

$$R^2 = 0.05$$

여기서 ROA=企業經常利益率(return on assets)

CFA=固定資產增加率(change in fixed assets)

()내는 표준편차임.

回歸方程式(4)에서 보면 企業投資(또는 成長)와 收益率은 서로 負의 關係를 나타내고

있다. 投資率이 높은 企業일수록 企業收益率은 낮다. 이것은 企業의 “不實成長”의 結果이다. 資本「코스트」보다 낮은 收益率을 가진 投資를 계속할 경우 企業收益率은 떨어질 것이다.

3. 企業의 資金調達形態

우리나라 企業의 資金調達形態는 “負債—間接金融依存型”으로 規定지을 수 있다. 表7에서 보는 바와 같이 企業은 최근 5年間 總資本의 80%를 負債에 의하여 調達하고 있으며 한편 直接金融形態(自己資本 및 会社債)에 의한 資金調達は 總資本의 24%에 不過하고 나머지는 間接金融에 依存하고 있다. 이러한 形態의 資本構造가 企業金融行態에 있어 어떠한 問題點으로서 나타나고 있는가를 살펴 보기로 한다.

첫째 適正資本構造의 문제이다. 企業은 資金所要額을 調達함에 있어 負債와 自己資本을 어떠한 比率로 混合할 것인가 하는 適正資本構造를 決定해야 한다. 理論적으로, 그리고 先進國에서는 實際적으로 適正 資本構造는 企業의 資本「코스트」를 極小化하는 水準에서 決定된다. 第II章의 (1)式에서 資本코스트 k_0 는 負債「코스트」(k_a)와 自己資本「코스트」(k_e)의 加重平均이며 한편 $k_e > k_a$ 의 사실로 보아 負債—總資本比率(D/V)이 높아질수록 k_0 는 줄어들지만 D/V比率이 어느 水準을 넘어 지나치게 높아지면 企業의 債務不履行 및 破産의 危險度가 높아져 k_a 와 k_e 가 모두 上昇하게 되고 따라서 k_0 는 D/V 比率의

〈表7〉 企業의 資本構成(製造業) (단위: 백만원)

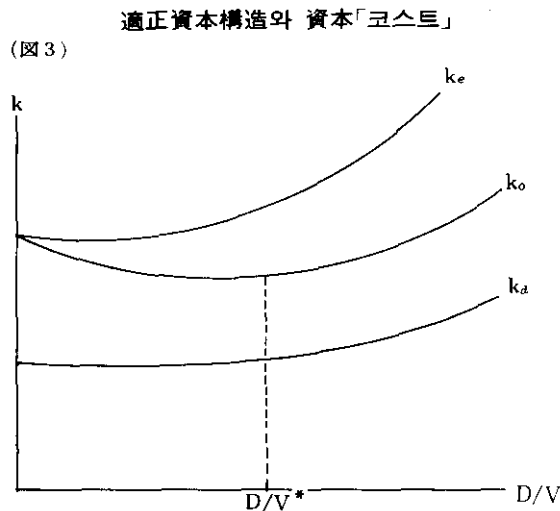
	1976		1977		1978		1979		1980			
	금	액	구성비	금	액	구성비	금	액	구성비	금	액	구성비
1. 단기부채	3,527,501		46.3	4,681,612		46.1	6,463,953		45.8	9,589,420		49.3
단기차입금	1,590,403		20.9	2,044,915		20.2	2,865,368		20.3	4,378,721		22.5
기타	1,937,098		25.4	2,636,697		26.0	3,598,585		25.5	5,210,699		26.8
2. 장기부채	2,448,499		32.2	3,292,445		32.5	4,626,897		32.8	5,773,056		29.7
회사채	139,671		1.8	258,069		2.5	420,983		3.0	706,423		3.6
외국차관	971,424		12.8	1,315,700		13.0	1,439,783		10.2	1,761,724		9.1
장기차입금	1,004,137		13.2	1,334,863		13.2	2,046,520		14.5	2,563,185		13.2
기타	333,267		4.4	383,813		3.8	719,612		5.1	741,725		3.8
3. 자기자본	1,639,209		21.5	2,171,788		21.4	3,023,380		21.4	4,074,189		21.0
4. 총자본	7,615,209		100.0	10,145,845		100.0	14,114,230		100.0	19,436,664		100.0

자료: 한국은행, 「기업경영분석」

増加와 더불어 上昇하게 된다. 따라서 適正資本構造는 圖3에서 보는 바와 같이 k_e 를 極小化하는 $(D/V)^*$ 에서 決定된다. 各 企業의 適正資本構造의 具體的 決定은 그 企業이 從事하는 事業의 經濟的 危險度(economic risk)에 依存한다⁶⁾.

우리나라 企業은 適正資本構造를 維持하고 있는가. 다음의 事實들로 미루어 보아 適正水準을 超過하고 있음을 알 수 있다. 資本「코스트」에 대한 認識이 不足하다. 資本「코스트」를 훨씬 下廻하는 企業經常利益率, 市中金利보다 낮은 自己資本純利益率이 이를 立証하고 있다. 過去 高度成長期間에 企業은 資本「코스트」와 資本收益率은 念頭에 두지 않고 負債增大를 통한 企業擴張의 極大化에 注力해 온 것이다. 企業價額(value of firm)의 極大化라는 本來의 企業目標와는 乖離된 經營行態이다.

둘째, 經濟條件의 變動에 대한 企業의 適応力문제이다. 負債中心의 資本構成은 過重한 利子負擔을 가져와 景氣變動에 대한 企業의 適応力을 弱화시킨다. 만일 企業이 항상 好景氣만을 누린다면 資本收益率이 負債「코스트」를 上廻하는 限 負債의 增加는 아무런 문제를 수반하지 않을 것이다. 그러나 企業所得은 항상 可變的이고 不確實性을 內包하고 있으므로, 過度한 負債依存, 즉 財政「레버리지」(financial leverage)는 財政危險(financial risk)의 增加를 가져온다. 1980年の 景氣不況에서 企業所得은 利子費用의 支拂에 充分할 정도 밖에 되지 못했다(表4 및 表5 참조).



다음은 金利變動에 대한 適応力문제이다. 利子率의 變動은 두가지 側面에서 企業에 影響을 미친다. 첫째 效果는 資本「코스트」에 대한 것이다. 利子率의 上昇은 負債「코스트」의 上昇에 직접적으로 연결되며, 한편 資本市場을 通하여 自己資本「코스트」도 같은 率로 引上시킨다. 따라서 金利의 資本「코스트」效果에 있어서는 資本構成에 관계없이 負債와 自己資本이 같은 정도로 金利變動의 影響을 받는다.

註6 : 經濟的 危險度(economic risk)는 利子 및 租稅控除前利益(EBIT, earnings before interest and taxes)의 可變性, 즉 確率分布에 있어서의 표준편차에 의하여 測定된다.

둘째는 金利의 cash-flow 效果이다. 企業의 cash flow 측면에 볼 때 負債「코스트」와 自己資本「코스트」는 区分된다. 負債「코스트」는 金融費用의 形態로 cash flow에 영향을 미치지만 自己資本「코스트」는 機會費用의 性格을 띠고 있으므로 cash flow와 直結되지 않는다. 다시 말하면 만일 利率이 上昇하면 이것은 負債「코스트」를 引上시키고 그대로 cash flow에 영향을 미친다. 그러나 利率 上昇은 自己資本「코스트」는 引上시키지만 cash flow를 감소시키지는 않는다. 따라서 負債依存度가 높을수록 企業의 cash flow 資金事情은 利率變動에 대하여 敏感해진다.

우리나라 法人企業의 資金調達形態를 外國과 比較해 보면 韓國企業이 利率 變動에 민감한 資金調達形態를 갖고 있음을 알 수 있다. 表8에서 보면 總資金調達에서 企業貯蓄에 의한 内部資金의 比重은 해마다 줄어 들어 최근 3年間(1978—1980年) 平均 22.8%를 나타내고 있어 美國企業의 内部資金爲主의 資金調達과 对照를 이룬다. 美國企業은 總資金의 68.4%를 企業貯蓄으로써 調達하며 나머지 31.6%만을 外部資金에 依存하고 있다. 이러한 健全한 財務構造를 가진 企業은 景氣不況과 高金利를 견딜 수 있는 潛在力을 갖고 있는 反面 脆弱한 財務構造를 가진 韓國企業은 不況과 高金利에 対処하기 어려울

法人企業의 資金調達形態

(表8)

(단위: 10億, %)

	1976		1977		1978		1979		1980 ^{p)}	
内部資金1)	984.1	32.2	1,254.9	31.8	1,514.2	25.1	1,934.3	24.0	1,789.5	19.3
外部資金	2,070.8	67.8	2,687.9	68.2	4,528.1	74.9	6,127.5	76.0	7,480.5	80.7
間接金融	1,547.0	50.6	1,938.9	49.2	3,182.0	52.7	4,765.9	59.1	5,852.5	63.1
銀行借入2)	554.0	18.1	757.2	19.2	1,831.4	30.3	2,323.3	28.8	2,319.8	25.0
非銀行借入3)	376.2	12.3	604.5	15.3	988.3	16.4	1,377.4	17.1	1,709.3	18.4
政府借入	- 5.1	- 0.2	3.5	0.1	3.8	0.1	6.9	0.1	29.6	0.3
海外借入	621.9	20.4	573.7	14.6	358.5	5.9	1,058.3	13.1	1,793.8	19.4
直接金融	523.8	17.2	749.0	19.0	1,346.1	22.3	1,361.6	16.9	1,628.0	17.6
株式4)	459.0	15.0	593.6	15.1	1,043.1	17.3	830.2	10.3	863.7	9.3
社債	64.8	2.2	155.4	3.9	303.0	5.0	531.4	6.6	764.3	8.2
總資金	3,054.9	100.0	3,942.8	100.0	6,042.3	100.0	8,061.8	100.0	9,270.0	100.0

註1 : 경상잉여+자본소모충당금

註2 : 한국은행차입금 포함

註3 : 보험차입+단자차입+기타차입

註4 : 출자금 포함

資料 : 韓國銀行, 「韓國의 資金循環」, 1978

” 「經濟統計年報」, 1981

수 밖에 없다.

끝으로 間接金融形態의 資金調達에 따른 문제를 검토해 보기로 한다. 直接金融 對 間接金融의 문제는 資源配分の 效率性和 관련된다. 資本市場을 통한 直接金融이 “公開的” 이라면 金融機關을 통한 間接金融은 “非公開的”이다. 企業이 公開된 資本市場에서 株式 또는 社債를 發行할 때에는 調達된 資金의 使用目的, 事業의 經濟性, 資本收益性 등에 관하여 一般投資者로부터 審判을 받아야 한다. 다시 말하면 資本市場은 資本의 效率的 配分 및 運用을 위하여 審判者와 監視者의 役割을 한다. 한편 “非公開”된 間接金融에서는 이러한 役割을 期待하기 어렵다. 특히 韓國과 같은 後進된 金融行態에는 이러한 審判者와 監視者로서의 機能이 缺如되어 있다. 우리나라 企業의 방만한 經營과 不實한 成長은 이와 같은 “非公開”된 間接金融中心의 資金調達과 有關하다고 볼 수 있다.

IV. 資本코스트와 收益率關係正常化를 위한 対策

以上에서 究明된 바와 같이 우리나라 企業은 資本「코스트」와 資本收益率의 “逆關係” 下에서 “不實한 成長”을 해 왔으며 한편으로는 景氣 및 金利變動에 敏感한 脆弱한 財務 構造를 지니고 있다. 이 章에서는 問題의 解決을 위한 政策方向을 摸索, 提示하기로 한다.

1. 企業의 收益性 提高

企業의 收益性和 資金「코스트」와의 “逆關係”를 解消하지 않고서는 健實한 企業의 成長은 期待할 수 없다. 企業에 投下된 資本의 收益率이 資金「코스트」를 上廻하는 水準으로 올리도록 政府는 租稅 및 金融의 支援을 해야 한다. 企業은 附加價值와 雇傭을 創出하고 擴大再生産을 通하여 經濟成長에 寄与함은 周知의 事實이다. 그러나 이러한 擴大再生産이 企業의 “不實成長”에 의하여 이루어질 때에는 그 經濟는 成長의 持續力을 상실하게 되고 企業은 不實化한다. 企業이 “眞正한 成長”을 할 수 있도록 條件을 造成하는데 政府는 政策의 力點을 두어야 한다.

2. 資本市場을 통한 資本調達

企業이 新規事業에의 投資를 爲하여 資金을 調達할 때에는 公開된 資本市場에서 審査와 評價를 받도록 하여야 한다. 企業에게 資本「코스트」의 올바른 概念과 그 重要性을 認識시킴으로써 企業不實化를 막는 데는 資本市場을 통한 直接金融 方式이 보다 能率的이기 때문이다. 資本市場을 發展시키기 위한 具體的 政策에 關하여는 別途의 研究가 要求된다.

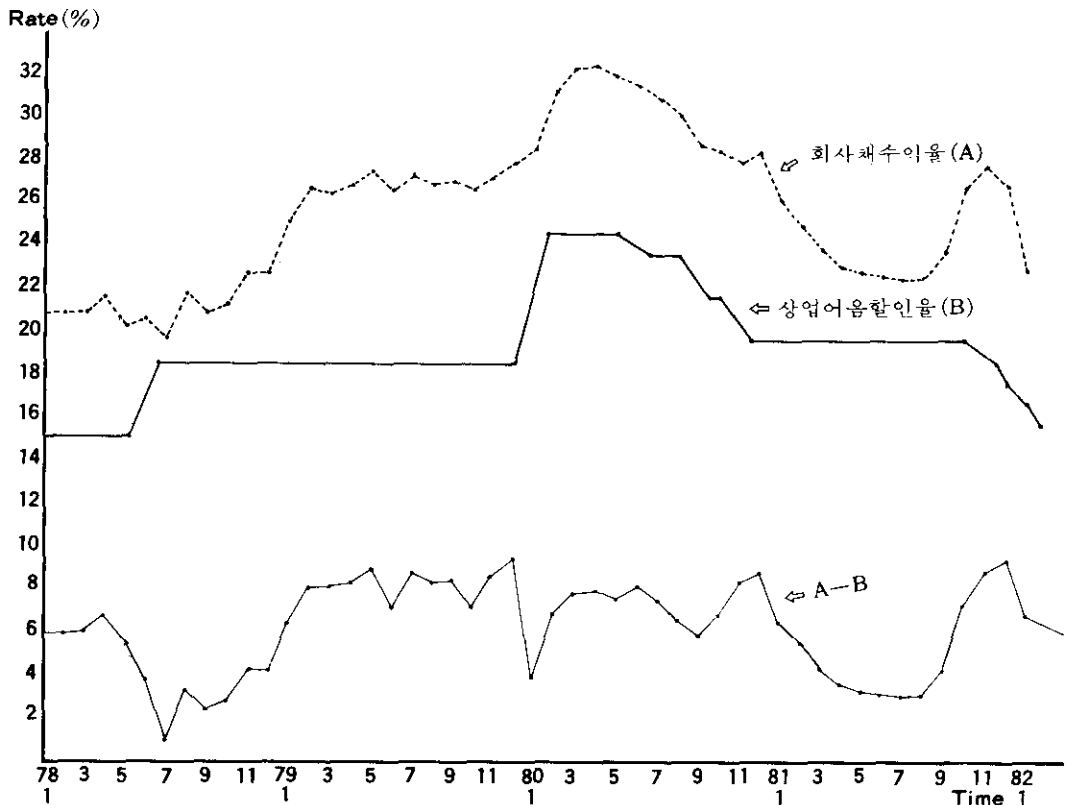
3. 金利引下 調整

위에서 言及한 企業의 收益性 提高와 資本市場育成은 모두 長期対策이다. 現在 企業이 當面하고 있는 문제들을 解決하기 위해서는 短期対策을 講究해야 하는데 가장 重要한 短期対策은 金利引下이다. 企業金融의 正常化, 그리고 企業의 活力化를 위해서는 金利引下→資本「코스트」引下를 通하여 企業의 收益率과 資本「코스트」와의 正常關係를 回復

하여야 한다.

金利引下에 대하여 反論도 있을 수 있다. 첫째 經濟의 安定基盤을 구축하는데 政策의 力點을 두고 있는 지금에 金利引下는 「인플레이」를 誘發함으로써 安定基調를 무너뜨릴 것 이라는 論理이다. 그러나 企業의 投資는 利子「코스트」와 無關하게 決定되어 왔음은 本 研究에서 밝혀졌으며 또한 다른 計量模型에서 밝혀진 바와 같이 民間投資는 利子率보다도 credit availability에 의하여 決定되므로 金利引下→投資需要增大→「인플레이」라는 主張은 說得力이 적다. 둘째의 反對理由로서는 金利引下가 金融貯蓄의 減少를 가져온다는 것이다. 이 主張은 理論的 根據가 빈약하다. 貯蓄의 總規模는 所得의 函數이지 利子率의 函數가 아님은 經濟常識이다. 利子率은 다만 貯蓄이 어떠한 形態의 資産으로 保有되느냐 하는 portfolio 決定에 영향을 미친다. 만일 모든 金融資産의 利子率이 같은 方向으로 움직인다면 金利變動은 portfolio 決定에 아무런 영향을 미치지 않을 것이다. 圖4에 의하면 銀行利子率과 社債收益率은 약 6%「포인트」의 「마진」을 두고 같은 方向으로 합

(圖4) 銀行利子率과 社債收益率의 關係



게 움직이고 있음을 알 수 있다. 다만 金融貯蓄과 代替關係에 있는 不動産投資의 抑制가 金利引下의 先行條件의 하나로서 要求된다. 세째의 反對理由로서는 國際的 高金利이다. 先進國의 金利보다 낮은 水準으로 어떻게 우리나라 金利를 낮출 수 있는지는 主張이다. 우리나라는 資本移動이 自由化되지 않고 있으므로 金利差에 의한 資本流出등 先進國型의 문제는 갖고 있지 않다. 다만 문제는 資本蓄積이 빈약하고 資金의 慢性的 超過需要 상태에 있는 우리나라 与件에서의 金利引下의 妥当性이다. 前述한 바와 같이 利子率이 資金需給調節의 機能을 발휘하지 못하고 있으므로 資金의 需要=供給의 方向으로 均衡金利를 찾는다는 것은 經濟的 意義가 없다. 金利를 資本收益率에 接近시키는 適正金利를 摸索하는 方向으로 나아가는 것이 韓國經濟의 實情에 맞으며 문제의 解決에 도움이 될 것이다.

4. 適正金利의 試算

金利를 引下한다면 어느 水準까지 내려야 할 것인가, 適正金利를 決定함에 있어서는 “資金의 需要=供給” 接近方法이 아니고 “資本收益率=資本「코스트」” 接近方法을 採하였다. 다시 말하면 企業의 資本「코스트」를 資本收益率과 같은 水準으로 引下하기 위하여서는 銀行利子率을 얼마만큼 引下해야 할 것인가 하는 것이다.

企業에 投下된 總資本의 收益率을 測定하는데에는 企業經常利益率이 가장 適合하다. 그러나 이 指標는 會計學的인 利益率이므로 經濟的인 資本收益率의 測定을 위해서는 약간의 修正이 必要하다.⁷⁾ 이와 같은 修正된 企業經常利益率을 바탕으로 하여 다음과 같은 방법으로 適正金利를 算定하였다.

- (1) 修正企業經常利益率 12%를 資本收益率로 본다.
- (2) 自己資本과 負債의 構成比를 현재대로 2 : 8로 본다.
- (3) 自己資本「코스트」는 銀行利子率에 一定의 risk premium을 加算하여 決定한다. 현재 銀行利子率과 社債收益率사이에는 5%「포인트」의 premium이 있는 점으로 미루어 株式投資에 대한 risk premium은 社債收益率에 5%「포인트」를 加算해야 할 것으로 생각되므로 銀行利子率에 對比한 株式投資 premium은 10%로 정했다. 즉,

註7 : 企業經常利益率을 算出함에 있어서 總資本은 前期末이 아닌 今期의 年中의 것을 使用하고 있다. 이것을 前期末 總資本에 대한 收益率로 轉換하기 위하여 다음과 같이 수정하였다.

$$\text{修正企業經常利益率} = (\text{企業經常利益率}) \left(\frac{\text{總資本增加率} + 1}{2} \right)$$

$$\text{自己資本「코스트」} = \text{負債「코스트」} + 10\%$$

의 關係가 成立한다.

이러한 方法으로 算定한 結果 資本「코스트」를 企業의 資本收益率의 水準으로 接近시키기 위해서는 銀行利率을 10% 水準으로 引下해야 한다.

V. 앞으로의 研究課題

이 研究은 새로운 事實의 發見이라기 보다는 우리나라 企業의 投資, 成長 및 金融行態를 企業金融理論의 角度에서 概觀한 것이다. 各論으로 들어가서 企業의 投資行態, 資本調達과 資本「코스트」, 企業成長과 經濟成長의 關係등 보다 깊이 있는 研究가 필요한 課題로 남아 있다.

長期對策으로서 提示된 企業投資條件의 造成을 위한 租稅金融政策, 그리고 直接金融爲主의 資金調達로 誘導하기 위하여 필요한 資本市場條件造成 등에 관해서는 앞으로 계속된 研究가 필요하다.