

# 企業金融의 外部效果와 公共政策方向

## —租稅政策을 中心으로—

李 永 琪

### 目 次

- I. 序 論
- II. 企業金融의 外部效果
- III. 韓國의 企業財務構造 變化推移
- IV. 稅制와 企業金融
- V. 企業財務構造 改善을 위한 基本政策 方向
- VI. 結 言

## I. 序 論

최근 金融의 自律化 論議가 크게 擡頭되고 있다. 그러나 銀行自律化를 가로막는 障礙要因으로서 흔히 銀行이 保有하는 막대한 규모의 不實債權 또는 非收益性 資産을 들고 있다. 그러나 보다 根本的인 問題는 現在 銀行이 保有하고 있는 不實債權이 整理된다 하더라도 또

筆者：韓國開發研究院 研究委員

\* 筆者는 草稿에 대해 유익한 助言을 해주신 本院의 金重雄博士, 南相祐博士, 郭泰元博士에게 감사드린다. 또 Michigan 大學校의 金應漢教授와 우리나라 企業財務構造의 深刻性에 관한 意見交換에서 많은 도움을 받았음을 밝히둔다. 그러나 本稿에 提示된 見解나 남은 誤謬는 전적으로 筆者의 責任이다. 本稿의 작성에 크게 寄與한 金明均 研究員에게도 감사한다.

다른 대규모 企業不實化가 발생하지 않으리라는 保障이 없다는 점이다.

企業의 負債依存度가 높을수록 景氣變化에 대한 企業의 彈力性 또는 適應力이 弱化되어 金融梗塞이나 破産에 이를 가능성이 높아진다. 企業의 不實化는 實物部門의 變化要因뿐만 아니라 과다한 負債依存 등 金融的 要因에 의해 크게 좌우되며, 企業不實化의 結果는 該當企業뿐만이 아니라 銀行, 政府, 궁극적으로는 國民에게까지 波及된다. 즉 企業의 과다한 負債依存은 國民經濟의 金融的 危險(aggregate financial risk of the economy)을 높이는 外部效果(externality)를 발생시킨다.

本稿에서는 우리나라 企業의 財務構造 現況을 간단히 분석하고 企業의 과다한 負債依存에 따르는 國民經濟의 危險度 增大, 資源配分の 效率性 低下, 金融偏重 問題의 發生 등 企業金融의 外部效果에 대해 언급하고자 한다. 企業의 財務構造選擇은 金融 및 租稅 등 각종 要因에 의해 결정되나, 本稿에서는 특히 法人稅, 配當所得稅, 利子所得稅 등의 租稅制度가

企業의 資金調達 行態에 미치는 영향을 논할 것이다.

또 우리나라의 경우보다 自己資本 充實도가 매우 높은 美國企業에 있어서도 負債依存도가 장기적으로 계속 높아져 그에 따른 外部效果에 대한 심각한 憂慮가 增大되고 있다. 따라서 최근 企業의 負債選好 性向을 自己資本 選好로 轉換시키기 위한 강력한 政策手段이 講究되어야 한다는 論議가 강하게 일고 있다. 이러한 관점에서 최근 美國行政府가 마련한 稅制改革案(tax reform proposal)이 企業金融行態에 미칠 期待效果를 논하고, 마지막으로 우리나라 企業의 負債依存도의 持續的인 上昇을 抑制, 또는 改善하여 企業金融의 外部效果를 完化하기 위한 政策方向을 租稅制度 側面에서 중점적으로 검토하고자 한다.

## II. 企業金融의 外部效果

企業의 資金調達行態에 있어 自己資本과 他人資本의 構成은 企業價値(firm value)나 株主의 富(stockholder's wealth)를 極大化하는 方向에서 결정된다. 借入코스트가 自己資本코스트보다 저렴할 때 企業은 가능한 한 많은 負債를 쓰코자 할 것이다. 그러나 個別企業의 金融政策 또는 財務構造選擇이 企業의 立場에서는 最適일 수 있으나 國民經濟의 立場에서는 바람직하지 못한 결과를 낳을 수 있다. B. Friedman(1981)은 企業이 過多하게 負債에 依存함에 따라 國民經濟 全體의 金融的 危險이 增大되는 심각한 外部效果(externality)가 초래된다고 경고하고, 企業金融의 이러한 不定

的 外部效果를 完化하기 위해서는 企業의 負債選好를 조장하는 稅制 등 各種의 制度를 改善하고 나아가 自己資本 調達을 장려하는 적극적인 政策 수단을 동원하여 企業 財務構造 惡化를 防止 또는 改善시켜야 한다고 주장하고 있다.

自律競爭의 金融市場에서 個人投資者 또는 金融機關이 어떤 企業의 株式이나 會社債에 투자할 것인가, 또는 어느 企業에 貸付(lending)할 것인가를 결정코자 할 때, 株式이나 社債의 豫想收益率과 그에 따른 危險度를 고려하게 된다. 한편 이들 債券의 豫想收益率과 關聯危險度는 그 企業의 實物資產, 人的資產, 組織 및 其他 事業特性에 따라 달라지게 되므로 市場에서 형성되는 個別企業의 株式이나 會社債, 貸付 등 債券의 價格은 그 企業의 收益과 危險度에 따라 差等的으로 決定된다.

또 동일한 조건에서는 期待收益率이 높거나 危險도가 낮은 產業 및 企業으로 資金이 흘러간다. 이와 같이 金融資源은 收益性 또는 效率性이 높은 곳으로 흘러가며 이러한 과정에 의해 競爭的 金融市場에서 金融資源의 收益성과 價格, 나아가 實物投資의 흐름까지도 결정하여 資源의 效率的 配分을 달성하게 된다.

그러나 만약 利益極大化 動機에 의해 행동하는 個個 金融市場 參加者의 行爲나 意思決定이 다른 參加者에게 영향을 미치나 그것이 市場價格이나 收益率에 적절히 반영되지 못할 때 外部效果가 일어나고 金融資源의 效率的 配分을 위한 市場機能이 沮害(market failure)되게 된다. 특히 個別企業의 財務構造上 負債依存도가 上昇함에 따라 經濟全體의 金融的 危險度(aggregate financial risk)도 增大하는데 이것은 企業金融의 深刻한 外部效果라고 할 수

있다.

이러한 企業金融의 外部效果가 발생하는 이유는 個別企業의 立場에서 볼 때 負債依存度を 높이는 것이 私的利益의 極大化를 가져올 수 있으나, 各企業의 負債의 總計로 표시되는 國民經濟 全體의 負債水準과 관련된 金融的 危險의 增大에 대한 고려는 個別企業의 財務的 意思決定(financing decision)에 반영되지 않고 그 결과 초래되는 國民經濟的 危險度的 增大問題는 이들 個別企業의 私的利益과 직접 結付되지 않기 때문이다. 이것은 마치 鐵鋼生産에서 煤煙, 廢水 등 公害에 의한 社會的費用(social cost)이 製鐵工場의 私的費用(private cost)에는 반영되지 않을 때 鐵鋼生産은 社會的으로 바람직한 適正水準에서 벗어나게 되는 것과 같다.

이러한 企業金融의 外部效果는 우리나라의 경우에 심각한 문제이며 따라서 外部效果를 줄이기 위한 公共政策手段(public policies)은 公共財(public goods)의 性格을 가진다고 볼 수 있다. 우리나라의 경우 低金利政策과 政策金融은 實物投資의 規模를 增大시키는 역할을 하였으나 企業의 他人資本依存度を 높여 企業뿐만 아니라 國民經濟 全體의 負債水準(aggregate debt level)을 높였고, 企業의 景氣適應力이 弱화되어 景氣後退時에 深刻한 金融梗塞과 企業不實化를 초래하였다. 특히 海運産業 및 海外建設業의 不實化와 國際그룹의 解體 등에서 볼 수 있는 것과 같이 이들의 不實化는 銀行의 不實化와 信用秩序의 崩壞, 大規模 失業誘發 등 外部效果를 통해 國民經濟에 충격을 주었다.

企業不實化의 根本要因은 우선 競爭激化나 景氣變動, 또는 産業의 斜陽化 등 實物部門에

서 찾을 수 있다. 그러나 企業成果가 實物部門에 의해서만 결정되는 것은 아니다. 동일한 實物部門의 변화에 대한 企業의 適應力은 企業의 金融的 要因에 의해 크게 좌우된다.

好景氣의 企業은 金融費用을 부담하고도 높은 收益을 얻을 수 있으나 不況時에는 過다한 負債依存으로 인해 企業收益性 惡化와 나아가 倒産에 이르게 된다. 이와 같이 企業의 財務構造는 實物部門의 變化를 확대·증폭시키는 지렛대 役割(financial leverage)을 한다. 企業이 負債에 過다하게 의존하게 됨에 따라 예측치 못한 景氣變動 등 實物部門의 움직임, 즉 事業上의 危險(business risk)에 더하여 企業의 收益性이 크게 변화하는 것은 企業의 財務構造에 緣由하고, 이러한 收益의 變化를 金融的 危險(financial risk)이라고 한다.

따라서 高度成長期 또는 景氣上昇期中의 投資擴大過程에서 過다하게 負債에 의존할 경우 그에 따른 景氣收縮期의 反작용을 충분히 감안하지 못할 때 景氣變化에 따른 成長의 振幅은 커지며, 이것은 결국 景氣後退時 대규모 倒産에 따른 國民經濟的 損失(deadweight loss)에 의해 平均成長率의 低下를 초래하게 된다.

우리나라의 경우 企業金融의 外部效果는 國民經濟的 危險度的 增大 외에도 非效率的 投資 및 金融偏重에 따른 社會的 衡平(social equity)의 問題에서도 찾아볼 수 있다. 즉 企業의 資金 중 自己資本의 比重이 극히 낮고 負債依存도가 높을수록 企業은 보다 投機的 投資(speculative investment)를 선택할 가능성이 높아진다. 投機的 投資란 事業이 成功할 경우 막대한 이익을 얻을 수 있으나 失敗할 가능성 또한 높고 그에 따른 損失도 클 경우를 말한다.

自己資本의 比重이 극히 낮을 경우 事業이

失敗하더라도 企業이나 企業主가 입는 損失은 적고 銀行 등 債權者가 損失의 대부분을 부담한다. 반면 成功할 경우 企業主는 최소의 自己資本으로 一獲千金을 할 수가 있으며, 따라서 財務構造가 나쁜 企業은 投資事業에서 기대되는 순수한 經濟的 價値 또는 投資의 純現在價値(net present value; NPV)가 높은 事業을 선택하기보다는 投資의 NPV가 낮더라도 事業이 成功할 경우 一獲千金을 할 수 있는 危險도가 높은 投機的 投資를 選好하게 되는데 이같은 경향을 一種의 道德的 危險(moral hazard)이라고 할 수 있다(Myers, 1977).

우리나라의 경우 投機的 投資는 각 분야에서 발생한 過剩投資에서 그 단적인 예를 볼 수 있겠다. 自己資本의 投入은 극히 미미하고 借款, 銀行借入 등 막대한 他入資本으로 調達된 資金으로 지나치게 의욕적인 投資를 감행할 수 있었는데 만약 企業主가 보다 많은 自己資本을 투입해야 했더라면 그러한 過剩投資, 投機的 投資가 발생할 수는 없었을 것이다.

이와 같이 企業의 과다한 負債依存은 道德的 危險에 따른 投機的 投資 또는 非效率的 投資(suboptimal investment)를 촉진하는 外部效果를 발생시킨다. 뿐만 아니라 過剩投資 등 投機的 投資의 결과 企業이 부실화할 때 이들 不實企業의 倒産을 막기 위한 救濟金融은 보다 生産性이 높은 곳으로 투입되어야 할 金融資源을 고갈시켜 資源配分の 效率性を 저하시킨다.

企業金融의 外部效果는 金融偏重에서도 나타난다. 企業은 低利의 公金融, 稅制惠澤, 인플레이션 利益 등 각종의 요인에 의해 負債를 選好하는 것이 企業의 私的인 관점에서는 당연한 것이다. 따라서 金融資源의 막대한 부분이 外

資導入이나 銀行借入에 있어 交渉力(bargaining power)이 큰 企業들에 의해 先占됨으로써 金融偏重과 經濟力 集中現象을 招來하고 이것은 社會的 衡平(social equity)의 側面에서 문제를 惹起시킨다.

個別企業의 財務的 意思決定에 있어 國民經濟의 總體的 危險이 고려되지 않음에 따라 企業의 과다한 負債依存은 國民經濟의 金融的 危險度を 높이고 非效率的 投資를 誘發하며 金融偏重 및 經濟力集中이라는 社會的 衡平의 問題 등 外部效果를 惹起시킨다. 이러한 관점에서 볼 때 企業財務構造 改善을 위한 公共政策의 重要性은 매우 크다.

지금까지 高度成長을 위한 實物資本形成에 단 政策的 努力이 傾注됨에 따라 資本形成의 金融的 側面은 소홀히 인식되어 왔다. 實物資本形成의 規模는 國民經濟의 生産能力을 결정하며 따라서 投資率 또는 貯蓄率은 經濟의 成長速度를 결정한다. 또한 各投資事業의 效率性에 따라 生産能力 增大에 기여하는 정도가 相異하므로 어떠한 사업을 선택하는가에 따라 서로 經濟成長速度가 영향을 받게 된다. 그러나 이러한 實物資本形成에 대응되는 金融資本의 構成形態에 따라서도 經濟成長의 振幅(variability)이 크게 좌우된다.

즉 金融資本形成에 있어 負債依存도가 높을수록 景氣變動의 효과가 增幅되고 따라서 國民經濟成長에 미치는 金融的 危險(aggregate financial risk)은 資本形成의 形態 또는 構成에 의해 결정된다. 이러한 관점에서 볼 때 巨視經濟的 資本形成을 促進하는 것만이 公共政策의 目標가 아니라 資本形成의 金融的 側面을 고려하여 國民經濟의 總體的 危險水準을 調節하는 것도 政策的 중요한 目標가 되어야 할

것이다.

企業財務構造를 改善하여 國民經濟의 金融的 危險을 완화하고 投資 및 資源配分の 效率性을 높이며 金融偏重現象을 완화하기 위해서는 金融 및 租稅部門에서의 調和있는 公共政策이 實히 요구된다. 특히 民間主導에 의한 經濟運用, 金融의 自律化 등의 元활한 추진을 위해서는 企業財務構造 改善과 外部效果의 減少가 그 先決課題가 될 것이다.

### Ⅲ. 韓國의 企業財務構造 變化 推移

#### 1. 企業金融 概觀

우리나라는 60年代 이후 高度成長過程에서 막대한 投資財源이 所要되었다. 企業이 投資資金을 調達하는 基本手段은 企業利益의 留保에 의한 内部資金調達(internal financing)과 株式發行 등 自己資本과 銀行借入 등 他人資本에 의한 外部資金調達(external financing)로 크게 구분될 수 있다. 우리나라 企業의 資金 調達 中에서 内部金融의 比重은 매우 낮은 수준이다. 이는 첫째 급속한 성장에 必要되는 대규모 資금을 利益의 内部留保로 應當하기에는 크게 不逮하였으며, 특히 우리나라 企業戰略이 外形의 膨脹에 주력하였고 또 輸出의 過當 競争 등에 의해 企業採算性이 낮아 内部金融의 能力을 喪失한 데 있다. 따라서 企業이 필요로 하는 投資資金을 불가피하게 外部金融에 의존하지 않을 수 없었다.

그러나 外部金融의 主源泉이 되어야 할 自

己資本調達은 우리나라 資本市場의 未成熟과 投資者의 株式投資 回避傾向 등의 原因으로 인해 극히 미미한 수준에 불과하였다. 그동안 政府는 企業의 長期的이고 安定的인 資金調達을 통해 財務構造改善을 誘導하기 위한 措置로서 資本市場 活性化와 企業公開誘導 政策 등을 추구하여 왔으나, 여전히 企業의 株式發行에 의한 自己資本 調達水準은 매우 낮은 실정이다. 이와 같이 企業利益의 留保에 의한 内部金融과 株式市場을 통한 自己資本調達 등 直接金融이 극히 제한되어 있어 企業은 成長을 위해 必要되는 막대한 資金需要를 借入 등 他人資本 調達에 의존하지 않을 수 없었다.

또한 政府는 지속적인 高度成長을 위한 投資促進 手段으로서 低金利의 公金融 또는 政策金融을 통하여 企業의 借入코스트를 低下시켰다. 또 1980年代 초까지 지속된 高率의 인플레에 의해 借入의 實質코스트(real interest rate)는 더욱 낮아졌다.

法人稅率(各年度別 最高 限界法人稅率에 防衛稅, 住民稅 등 附加稅 포함)은 1960年代初의 20% 수준에서 1982년까지 50%를 上廻하는 수준으로 높아졌으며 1983년에는 약 40% 수준으로 되었다. 法人稅 引上은 企業收益性을 저하시켰으며 또한 借入利子 費用의 損費 惠澤이 상대적으로 커져 企業의 借入選好度를 높였다(第Ⅳ章의 稅制와 企業金融 참조). 따라서 政府의 低金利政策 및 法人稅 引上은 持續的인 인플레와 더불어 企業의 借入選好度를 높이는 結果를 초래하였다. 나아가 負債依存度가 높은 企業이 倒産의 危機에 처했을 때에 따른 失業 및 信用秩序의 崩壞 등 社會에 미치는 衝擊과 不安要素를 憂慮하여 不實企業, 倒産直前의 企業을 特惠的인 金融을 통해 救濟하

는(bail-out) 事例가 많아 救濟金融에 대한 企業의 期待水準을 높여 他人資本 依存度는 더욱 심화되었다. 이러한 이유로 인해 우리나라 企業의 負債水準이 상승하고 이러한 企業負債를 總合한 經濟全體의 負債水準(aggregate debt level)도 또한 매우 높은 수준에 이르게 되었다.

## 2. 財務構造變化 推移

우리나라 企業의 財務構造 特徵을 볼 때 借入金 등 他人資本에 대한 依存度가 매우 높고 특히 短期性 負債의 比重이 계속 증대되는 趨勢에 있다. 또 自己資本 中에서도 企業의 資金增大를 수반하는 納入資本金이나 利益剩餘金보다는 企業이 보유하는 不動產 등의 再評價에 따른 資本剩餘金이 自己資本 增大의 대

부분을 차지하고 있다.

企業의 金融費用 負擔能力을 나타내는 企業比의 利益과 金融費用의 比率, 즉 利子負擔利益比率(interest coverage ratio)도 우리나라와 負債比率이 비슷한 日本의 경우에 비해 매우 낮은 수준에 있어 높은 負債比率과 더불어 우리나라 企業金融의 脆弱性을 나타내고 있다. 다음에서는 이러한 韓國企業의 財務構造의 諸側面을 상세히 분석함으로써 企業金融의 深刻性을 살펴보기로 한다.

韓國製造業의 財務構造를 볼 때 1960年代의 50% 수준이던 總資産에 대한 負債의 比重(負債/總資産)이 1970年 이후 계속 악화되어 1980年代에 이르러서는 80% 수준을 上廻하게 되었다. 특히 總負債 中 短期借入金 등 流動負債의 比率이 계속 증대되어 1980年代에 들어와서는 負債 및 資本總計의 절반 이상을 차지

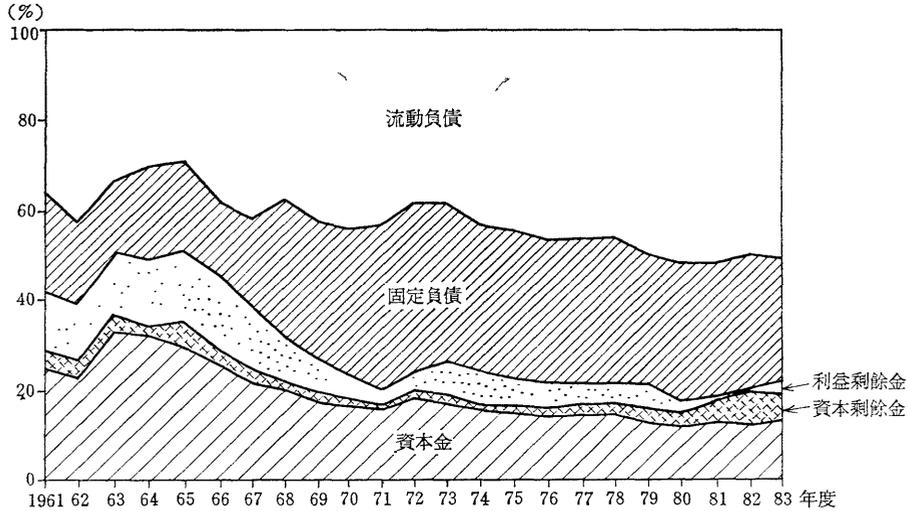
〈表 1〉 韓·日의 資本構成 比較(製造業 平均)

(단위 : %)

	韓 國				日 本			
	1970~74	1975~79	1980~83	1970~83	1970~74	1975~79	1980~83	1970~83
負債總計	76.3	78.4	80.6	78.2	79.7	80.5	76.0	79.0
流動負債	41.4	46.4	51.0	45.9	50.9	52.8	53.8	52.4
支給어음 A/P	9.8	12.1	14.1	11.8	19.0	18.7	19.8	19.1
短期借入	19.7	20.5	22.3	20.7	16.8	18.0	17.3	17.4
其他	11.8	13.7	14.8	13.4	15.1	16.2	16.8	15.9
固定負債	34.9	32.0	29.6	32.3	28.8	27.7	22.3	26.6
社債	0.7	2.4	4.5	2.4	3.8	4.4	4.2	4.1
長期借入	30.4	25.4	20.3	25.7	19.8	18.7	13.4	17.6
其他	3.8	4.1	4.7	4.2	5.2	4.7	4.8	4.9
自己資本總計	23.7	21.6	19.4	21.8	20.3	19.4	24.0	21.0
資本金	16.8	14.2	12.2	14.6	8.7	6.7	6.0	7.2
資本剩餘金	1.5	2.3	5.5	2.9	1.2	1.9	4.4	2.3
利益剩餘金	5.4	5.2	1.7	4.3	10.4	10.8	13.6	11.5
負債 및 資本總計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 資本剩餘金은 資本準備金, 再評價積立金, 其他資本剩餘金 등을 포함하나 주로 資産再評價積立金이 대부분임.  
資料: 韓國銀行, 『企業經營分析』, 各年度  
日本銀行, 『主要企業經營分析』, 各年度

[圖 1] 韓國製造業의 資本構成推移(1961~83)



資料：韓國銀行, 『企業經營分析』, 各年度

하고 固定負債의 比重이 감소하여 負債規模의 증대뿐만 아니라 負債의 質的構成 또한 점차 나빠지고 있음을 보여준다.

한편 1960年代初 高度經濟成長이 시작될 초기에는 企業의 自己資本比率이 약 50% 수준으로 매우 양호한 수준에 있었으나 그후 계속 악화되어 최근에는 20% 수준으로 내려왔다(圖 1 및 表 1 참조). 1972~73년에 걸쳐 自己資本比重이 다소 높아졌으나 이것은 1972年 8.3措置에 따라 企業私債의 資本轉入 또는 元金 및 利子支拂 猶豫 그리고 公金利引下 등에 따른 利益剩餘金 增大 效果에 의한 것이고 그후 다시 장기적으로 악화되었다.

1980年代에 들어 自己資本의 比重이 다소 높아지고 있으나 自己資本의 構成을 볼 때 企業으로 實質的인 資金의 流入을 수반하는 資本金이나 利益剩餘金의 比重은 1970年 이후 계속 감소하여 1980~83年 기간에는 각각 12.2% 및 1.7%에 불과한 반면 인플레이에 따라 不動產 등

企業이 保有하는 資產價値의 增大에 의한 再評價積立金 등 資本剩餘金의 比重이 증대하고 있다.

再評價積立金의 增大는 인플레이에 따른 企業 資產價値의 名目的 上昇을 반영하나 企業의 可用資金(cash flow) 增大效果는 매우 적다고 하겠다. 따라서 短期的, 應急輸血의 8.3措置와 資產再評價에 따른 自己資本規模 增大效果를 제외할 경우, 自己資本의 比重은 1960年代 이후 지속적으로 감소되고 있음을 알 수 있다. 이와 같이 投資財源調達에 있어 株式發行이나 內部金融보다는 他人資本에 대한 依存度가 점차 높아져 韓國企業은 負債依存度의 增大, 특히 流動負債의 급속한 增大와 收益性 低下에 따른 內部留保의 低調 등에 의해 財務的 健全성이 계속 나빠지고 있다.

이를 日本 製造業의 財務構造와 比較해 볼 때 몇 가지 특징을 보게 된다. 첫째, 日本의 경우 70年代 중 負債의 比重은 우리나라와 비

숫한 80% 수준이었으나, 80年代에 들어서 76% 수준으로 낮아져 財務構造가 점차 改善되고 있음을 볼 수 있다. 流動負債의 比重은 오히려 우리나라보다 높은 수준으로 전체 資本 및 負債總計의 50%를 上廻한다. 그러나 流動負債 중 직접적인 利子費用 負擔이 수반되지 않는 支給어음 및 外上買入金 등 商去來上 발생하는 債務가 큰 比重을 차지하고 短期借入 등 利子負擔이 있는 流動負債의 比重은 우리나라와 비슷한 수준에 있다. 또 自己資本의 構成을 볼 때 利益剩餘金の 比重이 10% 수준을 훨씬 上廻하여 企業利益의 内部留保에 의한 自己資本 充實化가 이루어지고 있어 우리나라의 경우와는 對照된다.

韓國과 日本企業의 自己資本比率을 帳簿價額(book value) 기준으로 볼 때 약 20% 내외로 비슷한 수준에 있다. 그러나 自己資本을 資本市場에서 평가되는 株式의 市場價値(market value)에 의해 계산할 때 日本企業의 財務構造는 우리나라보다 훨씬 양호한 수준에 있다.

〈表 2〉에서와 같이 帳簿價額 기준으로 본 우리나라 上場企業의 平均 自己資本比率은 1977년의 30.0% 수준에서 1981년에는 18.0%로

계 악화된 반면 日本은 同期間 동안 27.6%에서 31.7%로 향상되었다. 특히 市場價額 기준으로 본 自己資本比率은 韓國은 1977~81年 期間中 26.0%에서 11.1%로 급격히 악화되었으나, 日本은 同比率이 40%를 上廻하는 수준으로서 美國企業의 경우와 비슷하다. 이와 같이 볼 때 우리나라의 企業財務構造는 日本의 경우와 비교해서 매우 악화된 수준에 있음을 알 수 있다.

韓國企業의 自己資本 市場價値가 낮은 이유는 不動產投機 등 高收益性的 代替的 投資가 가능하여 株式投資 需要가 상대적으로 低調했다는 것도 있다. 그러나 그외에도 企業이 과다하게 負債에 의존하게 됨에 따라 높은 金融費用 負擔으로 인해 株主에게 歸屬될 利益의 수준은 낮아진 반면 負債使用에 따른 「레버리지」效果가 커 安定的 收益을 기대하기 어려워 株式投資의 危險度가 높아진 것도 중요한 이유가 된다.

企業의 財務的 健全성을 단순히 負債와 自己資本規模의 相對的 比重을 나타내는 自己資本比率 또는 負債比率 등 「스톡」(stock)概念에 의해서만 파악하기에는 한계가 있다. 따라서

〈表 2〉 韓·日·美 企業의 自己資本比率 比較(上場企業)

(단위 : %)

	帳簿價額基準			市場價額基準		
	韓 國	日 本	美 國	韓 國	日 本	美 國
1 9 7 7	30.0	27.6 (18.5*)	48.1	26.0	40.6 (32.6*)	43.1
1 9 7 8	n.a	28.5	46.3	n.a	47.1	42.4
1 9 7 9	n.a	29.1	46.6	n.a	44.1	44.9
1 9 8 0	n.a	30.1	46.5	n.a	45.4	49.4
1 9 8 1	18.0	31.7	47.1	11.1	43.8	46.6

註 : \*I. Kuroda와 Y. Oritani(1980)는 1977년 日本의 559個 製造業 上場企業의 自己資本比率을 計算하였다. 이는 Michel과 Shaked의 결과와 차이가 있으나 市場價格 기준의 自己資本比率이 帳簿價格 기준보다 월등히 높았다는 結論에서는 일치하고 있다.

資料 : 韓 國 : E. Han Kim (1985)

日本·美國 : Allen Michel & Israel Shaked(1984)

企業의 借入金에 대한 利子支拂能力을 척도로 財務的 健全性을 평가할 수도 있다. 利子支拂能力을 나타내는 척도의 하나인 利子負擔利益比率(interest coverage ratio)은 金融費用 및 法人稅前純利益의 金融費用에 대한 比率로 정의된다.

韓國 企業의 利子負擔利益比率은 日本의 경우에 비해 현저히 낮음을 볼 수 있다. <表 3>에서와 같이 우리나라 製造業의 平均 利子負擔利益比率은 1970年 전반의 1.75에서 1980年代에 들어서는 1.13으로 계속 악화되었다. 이것은 企業이 營業을 통해 창출된 稅前純利益이 金融費用을 겨우 負擔할 수 있는 수준에 지나지 않고 利益의 內部留保 여유는 매우 낮음을 의미한다.

年度別로 볼 때 우리나라의 경우 1973年 및 74年間 利子負擔利益比率이 급격히 높아졌는데 이것은 8.3措置에 따른 私債利子支給凍結 및 金利의 대폭적 引下에 起因한 것으로 보인다. 日本의 경우는 利子負擔利益比率이 70年代 초반의 2.06에서 80年代에 들어서는 2.10으로 우리나라보다 매우 높은 수준으로서 비록 負債比率은 우리나라와 비슷하다고 하나 金融費用 負擔能力은 훨씬 양호함을 알 수 있다.

企業의 財務構造 變化에 미치는 要因들을 計

量分析을 통해 설명하는 연구결과를 볼 때 補助的 性格의 低金利 政策金融에서 派生된 金融의 二重構造와 지속적 物價上昇이 企業財務構造를 악화시킨 要因으로 작용하여 왔으며, 또한 法人所得稅, 個人所得稅 등 稅制가 企業財務政策에 큰 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 특히 法人稅 單位稅率 變化當 負債比率에 미친 영향은 物價와 金利變化에 의한 것보다 큰 것으로 분석된다. 이것은 借入金에 대한 支給利子の 損費認定이 허용되는 한 借入金에 의한 資金調達이 新株發行이나 社內留保 등 自己資本 調達보다 유리하기 때문이라고 결론짓고 있다(崔洸·河泰亨, 1984).

南相祐(1984)도 우리나라 企業의 財務構造는 稅率構造 및 金利補助的 公金融의 利用可能性에 의해 크게 좌우된다는 結論을 얻고 있다. 특히 法人稅率이 5%「포인트」인하될 때 企業의 負債比率은 平均的으로 33~35%「포인트」 낮아지며 또 配當所得稅와 利子所得稅가 각각 5%「포인트」 인상되면 負債比率은 각각 8.5%「포인트」 상승 및 37%「포인트」 하락함을 보여주고 있다. 즉 株主의 配當에 대한 所得稅 負擔이 利子所得稅에 비해 높을수록 企業은 自己資本 充實化에 소홀한 것으로 보고 있다.

<表 3> 製造業의 利子負擔利益比率 平均

	韓 國		日 本 綜 合
	大企業	中小企業	
1970~74	1.74	2.27	2.06
1975~79	1.69	1.86	1.81
1980~83	1.12	1.10	2.10
1970~83	1.55	1.88	1.98

註：利子負擔利益比率 =  $\frac{\text{稅前純利益} + \text{支給利子} + \text{割引料} + \text{社債利子} + \text{差金償却}}{\text{支給利子} + \text{割引料} + \text{社債利子} + \text{差金償却}}$

資料：韓國銀行, 『企業經營分析』, 各年度  
日本銀行, 『主要企業經營分析』, 各年度

이들 分析의 主要結論은 金融 및 租稅 등 政策的 側面과 인플레이 등 非政策的 側面의 要因들이 複合的으로 작용하여 企業의 金融形態에 영향을 크게 미쳐 왔다는 것이다. 특히 稅率 構造의 合理化와 金融의 二重構造 解消는 企業財務構造 改善을 위해 매우 중요하다고 보고 있다.

## VI. 稅制와 企業金融

### 1. 租稅制度가 企業金融과 國民經濟의 總負債 수준에 미치는 영향

各種 租稅制度上的의 措置가 企業의 金融行態에 중요한 變數로 작용한다. 企業에 대한 法人稅와 紙上配當稅 및 個人의 利子 및 配當所得에 대한 稅制가 모두 企業의 資本調達 形態와 貯蓄者인 個人의 資本供給形態에 영향을 미친다. 특히 法人稅는 利子費用의 損費認定制度를 통해 自己資本에 비해 상대적으로 負債調達코스트를 낮추어 企業의 他人資本 選好도를 높인다. 만약 企業이 借入金에 대해 10%의 利子を 지불할 때 法人稅率이 50%(우리나라의 경우 法人稅, 住民稅 및 防衛稅를 종합한 實效法人稅率은 약 40%에 이르나 계산의 편의상 50%로 가정)라면 稅後 企業이 負擔하는 실질적인 利子は 5%에 불과하며 그 차이 5%는 政府가 利子費用의 損費認定을 통해 法人稅 負擔輕減의 形態로 補助해 주는 것이다.

配當 및 利子에 대한 個人所得稅를 무시할 경우 일정한 投資事業(business)을 自己資本에 單 의존하여 운영하는 企業  $u$ 의 價値를  $V_u$ 라

고 할 때 法人稅率이  $t_c$ 라고 하면, 동일한 사업을  $B$ 만큼의 負債에 의존하여 운영하는 企業  $l$ 의 價値  $V_l$ 은

$$V_l = V_u + t_c B = V_u + G$$

로 표시된다(圖 2 참조). 즉  $B$ 만큼의 負債를 쓰는 企業  $l$ 의 價値는 負債를 전혀 쓰지 않는 企業  $u$ 의 價値  $V_u$ 에 負債 사용에 따른 稅節減效果  $G = t_c B$ 를 더한 것이 된다(Modigliani & Miller, 1963). 法人稅率이 정해졌다고 하면 負債를 많이 쓸수록 企業의 價値는 증대된다고 볼 수 있다. 따라서 극단적인 경우 不確實性이 없는(risk free) 經濟에서 企業은 資本의 100%를 負債로 調達하는 것이 가장 유리할 수 있다.

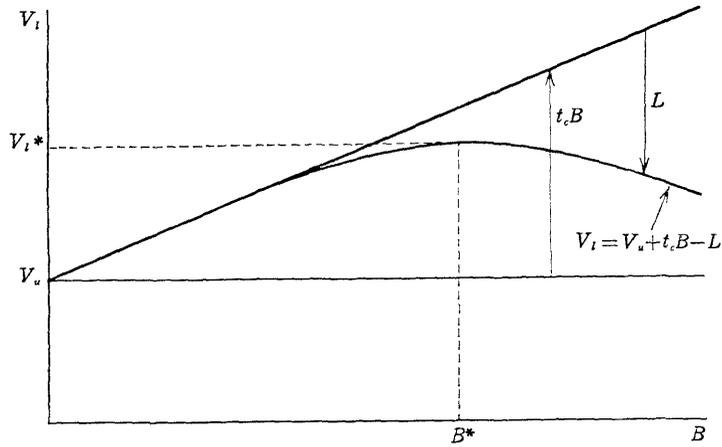
그러나 현실 세계에서는 과다하게 借入에 의존할 경우 景氣變動 등으로 企業의 資金事情이 악화되어 借入金에 대한 元利金 償還不能 事態에 의해 金融梗塞(financial distress) 또는 倒産(bankruptcy)에 이를 수도 있다. 이러한 金融梗塞이나 倒産에 따르는 費用(financial distress 또는 bankruptcy cost)  $L$ 을 고려할 때 負債使用에 따른 企業의 價値  $V_l$ 은

$$V_l = V_u + t_c B - L$$

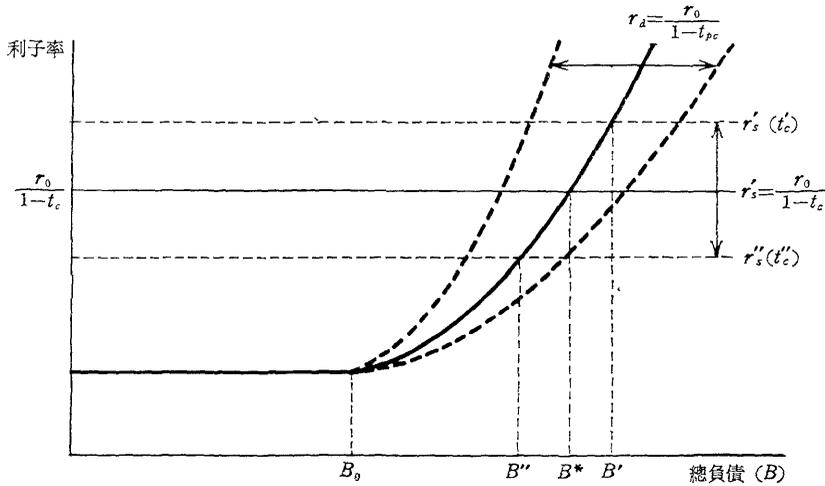
로 표시된다. 여기서  $V_l$ 은  $B$ 가 높을수록, 또  $L$ 이 낮을수록 높아지나 破産費用의 期待值  $L$ 은 破産確率에 따라 변화하며 破産確率は 負債  $B$ 가 높을수록 높아지므로  $V_l$ 은 負債水準  $B^*$ 에서 최대가 된다(圖 2 참조).

만약 企業이 金融梗塞 등으로 不實化할 때 政府가 特別融資 등으로 企業을 救濟(bail-out)하는 것이 보편적이라면 破産確率は 감소되고 따라서 破産費用의 期待值  $L$ 도 하락한다. 이

〔圖 2〕 負債使用에 따른 企業價値의 變化



〔圖 3〕 法人稅 및 個人所得稅制下에서 國民經濟의 總負債水準決定模型(Miller's World)



와 같이 企業이 破産可能性에 대해 염려할 필요가 없다면 企業의 最適負債水準은 더욱 높아지고 財務構造는 악화될 것이다.

다음에서는 租稅制度가 國民經濟全體의 負債水準(aggregate debt level of the economy) 결정에 어떠한 영향을 미치는가를 보기로 한다. Miller는 “Debt and Taxes”(Miller, 1977)라는 논문에서 個別企業의 負債의 總合으로 나타나는 國民經濟全體의 負債水準은 企業의 法人稅率 및 個人의 配當과 利子所得稅率의 相

互關係에 의해 결정된다고 하였다. 만약  $t_c$ ,  $t_{ps}$  및  $t_{pb}$ 를 각각 法人稅率, 配當所得稅率 및 利子所得稅率이라고 할 때 앞에서 法人稅法上 利子費用의 損費認定에 따른 節稅效果(G)인  $t_c B$ 는 이 경우

$$G = B \left[ 1 - \frac{(1-t_c)(1-t_{ps})}{(1-t_{pb})} \right] \dots\dots(1)$$

로 나타난다(여기서 만약  $t_{ps} = t_{pb} = 0$ 이라면  $G = t_c B$ 로서 앞의 결과와 일치한다).

만약 配當에 대한 稅率  $t_{ps}$ 를 무시하면 위의

式은

$$G = B \left[ 1 - \frac{(1-t_c)}{(1-t_{pb})} \right] \dots\dots\dots(2)$$

가 되고 만약  $t_c = t_{pb}$  라면  $G=0$ , 즉 負債使用에 따른 혜택은 없어지게 된다. 다시 말하면 어느 企業에 投資하는 個人  $i$ 의 利子所得稅率  $t_{ipb}$ 가 法人稅率과 같고 配當所得稅가 없다면 利子費用의 法人稅 控除惠澤과 個人的 利子所得稅가 相殺되어 負債使用에 따른 利益은 없어짐을 의미한다.

그러나 國民經濟 전체에서 본 企業部門의 總負債水準(aggregate debt level)은 [圖 3]에 의해 결정된다. 여기서 橫軸은 個別企業의 負債의 合計로 나타나는 國民經濟 전체의 總負債(aggregate debt)를, 從軸은 利子率 수준을 나타낸다.

이 그림에서  $r_o$ 는 投資者가 요구하는 稅後收益率(after-tax required rate of return)로서 市場均衡利子率(equilibrium rate of interest)을 나타낸다. 또  $r_d$ 는 投資者가  $r_o$ 의 稅後收益을 보장받기 위해 稅金이 부과되는 會社債(corporate bond)에 대해 요구하는 稅前收益率을 나타낸다. 利子所得에 대한 稅率은 所得稅의 累進構造에 의해 所得水準이 높을수록  $t_{pb}$ 가 상승한다. 따라서 總負債  $B$ 를 增大시키기 위해서는 會社債 稅前收益率  $r_d$ 도 높아져야 하고 따라서  $r_d$ 는 右向 上昇曲線을 그리게 된다.

반면 水平直線인  $r_s$ 는 企業의 負債 또는 會社債 供給曲線을 나타내는데 企業의 會社債 發行은 完全彈力的(perfectly elastic)임을 나타낸다. 그 이유는 만약 企業이 發行(供給)하는 會社債에 대한 要求利子率  $r_s = r_o / (1-t_c)$ 로서 會社債에 대한 要求利子率  $r_d = r_o / (1-t_{pb})$ 와

均衡을 이룰 때, 즉

$$r_s = \frac{r_o}{1-t_c} = \frac{r_o}{1-t_{pb}} = r_d$$

일 때  $(1-t_c) = (1-t_{pb})$ 가 되고 이때 式(2)에서 보는 바와 같이 企業의 負債使用에 따른 利得  $G$ 는 零이 된다. 만약  $r_s$ 가  $r_o / (1-t_c)$ 보다 낮다면 負債使用에 따른  $G$ 는 正의 값을 가져 모든 企業은 더 많은 會社債를 발행코자 하고, 반면  $r_s$ 가  $r_o / (1-t_c)$ 보다 높다면 企業의 負債使用에 따른 利得이 負(negative)로 되어 會社債 등 負債使用이 전혀 없게 될 것이다. 따라서  $r_s$ 는 수평선이 되며 國民經濟 전체의 企業負債는  $r_s$ 와  $r_d$ 가 均衡되는  $B^*$ 에서 결정된다.

Miller의 모델이 의미하는 바는 法人稅 및 個人所得稅 수준에 따라 國民經濟 전체의 負債規模가 결정된다는 것이다. 만약 法人稅率  $t_c$ 에서  $t_c'$ 로 인상된다면 企業의 負債供給曲線은  $r_s'$ 로 상승하고 따라서 均衡狀態에서의 總負債는  $B'$ 로 증대된다. 반대로 法人稅率  $t_c''$ 로 하락하면 總負債도  $B''$ 로 내려온다. 또 만약 일정한 法人稅率  $t_c$ 에 대해 個人的 利子所得稅率  $t_{ipb}$ 가 하락(또는 상승)하면 會社債 需要曲線  $r_d$ 는 우측(또는 좌측)으로 이동하여 總負債  $B$ 는 증대(또는 감소)한다.

만약 配當所得稅率을 考慮에 넣는다면 負債 需要曲線  $r_d$ 는  $r_d = r_o(1-t_{ps}) / (1-t_{pb})$ 로 바뀐다. 이때 配當所得稅率  $t_{ps}$ 가 높을수록(낮을수록)  $r_d$ 는 右側(左側)으로 이동하여 均衡負債水準  $B^*$ 는 높아(낮아)진다. 이와 같이 Miller의 모델은 稅制가 企業部門의 總負債水準 결정에 큰 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 法人稅率이나 配當所得稅率  $t_{ps}$ 가 높을수록 또는 利子所得稅率  $t_{ipb}$ 가 낮을수록 企業部門의 總負債는 증대한다.

## 2. 法人稅制度 改善에 대한 論議

지금까지 法人稅가 自己資本費用과 他人資本費用에 대해 차별적으로 우대함에 따라 企業과 國民經濟 전체의 負債水準이 높아지게 되는 것을 보았다. 企業의 資金調達을 自己資本(equity 또는 net worth)과 他人資本(debt)으로 구분하는데 負債는 他人資本이기 때문에 그 利子를 法人稅法上 費用으로 인정하고 自己資本은 企業 自身の 資本이기 때문에 配當 등을 비용으로 인정할 수 없고, 따라서 自己資本과 他人資本費用에 대한 稅制上的 差別待優가 당연한 것이라는 주장도 있다. 그러나 이러한 주장은 企業의 資金調達源의 定義에 대한 혼란에서 일어난다고 볼 수 있다. 企業이 自然人 株主와는 독립된 法人(legal entity)으로 인식되어 法人稅 納稅主體가 된다고 볼 때 自己資本은 엄밀한 의미에서 企業의 自己資本을 의미하는 것이 아니라 株主가 企業에 공급한 資金을 의미한다.

株主가 企業에 대해 갖는 請求權(claim)은 企業의 資產價値에 대해 債權者(creditor 또는 lender)의 請求部分, 즉 負債部分을 제외한 殘餘部分에 대해 행사되며 따라서 株主의 請求權을 의미하는 自己資本이 equity(殘餘額이라는 뜻) 또는 net worth(純價値)로 표시되고 있다. 만약 企業의 所有主로서 株主가 공급하는 資金이라는 의미에서 自己資本이라고 한다면 株主가 공급하는 負債도 自己資本으로 정의될 수도 있다는 矛盾이 생긴다.

負債調達이나 株式發行에 의한 自己資本調達は 서로 다른 형태의 企業金融 수단일 뿐이다. 다만 自己資本은 企業資產에 대한 請求權

行使에서 他人資本에 다음 가는(subordinate) 權利를 가지고 따라서 株式投資의 要求收益率(required rate of return)이 請求權 權利行使가 우선하는 企業의 會社債나 借入金利子率보다 높다는 점, 그리고 株式은 企業의 經營意思決定에 株主의 參與權을 인정받는다라는 점에서 基本的인 차이가 있을 뿐이며 企業의 資金源泉이라는 점에서는 동등한 성격을 갖는다고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 稅法上 他人資本, 즉 負債에 대해서만 金融費用으로 損費 認定하는 것은 엄밀한 경제적 타당성이 缺如된다고 보겠다.

이러한 관점에서 B. Friedman(1981)은 企業의 負債依存度가 심화되는 것을 억제하고 나아가 負債選好 趨勢를 逆轉시켜 自己資本調達을 獎勵하기 위해서는 적절한 政策手段이 강구되어야 한다고 主張하였다. 그의 다수의 學者들도 企業의 負債選好를 조장하는 租稅制度를 비판하고 특히 法人稅法上 負債調達에 대한 차별적 優待措置를 시정하여야 한다고 주장하고 있다.

A. Harberger(1984)는 法人稅 制度가 經濟的 合理性을 결여하고 있다고 한다. 개인의 勤勞所得과 企業의 資本所得이 차별적으로 課稅되어야 할 이유가 없으며, 또 法人所得이 企業과 個人的 차원에서 二重課稅되어야 할 이유도 없다고 보고 있다. 뿐만 아니라 各種의 控除制度 등 稅制惠澤이 부여됨으로써 實效法人稅率은 名目稅率보다 낮으며, 또한 稅制惠澤의 이용 정도에 따라 企業間 및 產業間 實質的인 擔稅率에 현저한 차이가 생겨 企業의 投資 및 生産活動이 순수한 經濟效率性에 의해 결정되기보다는 節稅效果(tax saving)에 의해 크게 영향을 받게 된다. 이것은 租稅衡平

의 原則에 어긋나며 資源配分의 歪曲現象을 가져온다. 따라서 Harberger는 이러한 法人稅의 모순점을 해소하기 위해 첫째, 法人稅를 廢止하고 個人所得稅와 統合(full integration)하는 근본적인 方案과 둘째, 法人稅는 존속시키되 利子費用의 損費處理를 허용하지 않고 대신 企業投資가 일어날 때 投資의 全額을 일시에 損費認定하는(full expensing) 制度의 導入을 提案하고 있다.

S. Symms(1984)나 J. Pechman(1984) 등 많은 학자들도 Harberger가 주장하는 法人稅의 전면 撤廢나 個人所得稅와의 統合에 대해서 基本趣旨에는 同調하나 첫째, 企業의 會計規定이 개인의 경우보다 정비되어 있어 稅務行政上的 效率性을 기할 수 있으며, 둘째, 企業所得에 대한 法人稅의 廢止는 강력한 政治的 反對가 예상되므로 이러한 시행상의 실질적 어려움 때문에 반대하고 있다. 그러나 利子費用의 損費認定을 통한 負債의 차별적 우대에 대해서는 즉각적인 개선이 있어야 한다는 데 Harberger와 同調하고 있다. 利子費用의 損費認定과 加速償却에 의한 資本費用回收制度(accelerated cost recovery system; ACRS)와 投資稅額控除制度(investment tax credit) 등 實物投資에 대한 稅誘因(tax incentive)이 공존할 때 負債로 조달한 자금으로 投資한 企業은 實物部門(投資)과 金融部門(資金調達)의 兩面에서 稅制惠澤을 얻어 自己資本에 의존하는

企業에 비해 二重的인 補助(subsidy)를 받게 된다. 따라서 Harberger는 投資誘因을 위해서는 實物投資分에 대해서만 稅制上的 誘因策을 확대하고 借入費用의 損費認定 등 資金調達上的 차별을 폐지하는 것이 타당하다고 주장한다.

### 3. 美國 稅制改革案의 期待效果

美國製造業 企業의 總資本(負債+自己資本)에서 차지하는 負債의 比重은 약 50% 수준으로서 平均 80%를 上廻하는 우리나라 企業의 경우보다 負債依存도가 매우 낮다. 뿐만 아니라 日本, 西獨, 台灣 등 製造業 企業의 負債比重이 각각 80%, 70%, 60% 수준인 데 비해서도 美國企業의 財務健全性은 매우 양호하다고 할 수 있다. 그러나 美國의 企業金融關係學者들이 우려하는 바는 美國企業의 負債依存도가 1940年代 이후 계속 증대되어 오고 있으며 그에 따라 美國經濟 전체의 金融的 危險이 높아진다는 데 있다. <表 4>에서 볼 수 있는 것처럼 1940年代의 負債의 比重이 總資本의 30% 수준에 불과하던 것이 1960年代의 40% 수준으로 증가하였고 80年代에 들어서는 負債의 比重이 自己資本보다 높은 50%를 上廻하게 되었다.

美國 企業의 負債依存도가 심화되어 國民經濟 전체의 負債水準이 높아지고 그에 따라 金

<表 4> 美國製造業의 財務構造 變化

	(단위: %)				
	1940~49	1950~59	1960~69	1970~79	1980~82
負債	31.3	35.4	41.7	47.9	51.0
自己資本	68.7	64.4	58.3	52.1	49.0
總資本	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料: Robert Toggart Jr. (1981).

融의 危險度가 증대되는 外部效果가 발생하고 있다는 점에서 B. Friedman 등 많은 학자들이 우려하고 있다. 특히 企業의 負債依存度를 높이는 制度的 要因으로서 利子費用의 損費認定을 들고 있다. 이러한 資金調達에 대한 稅法上的 차별적 대우로 인해 財務構造가 악화되는 것을 방지하기 위해서 法人稅制度的 撤廢, 法人稅와 個人所得稅의 統合 등 極端論도 擡頭되고 있다. 또 비록 法人稅制度的 존속이 불가피하다 하더라도 稅制上 自己資本 및 他人資本의 차별적 대우에 대해서는 어떠한 政策的 措置가 있어야 한다는 점에서 많은 學者들이 의견의 일치를 보이고 있다.

美國의 레이건 政府는 최근(1985年 5月) 公平性, 單純性, 效率性의 原則 아래 경제성장의 活性化를 誘導하기 위한 포괄적인 稅制改革案을 제시하였다. 그러나 同改革案이 實物投資를 확대시키는 효과에 대해서는 논란이 많으나 負債 중심의 企業金融 패턴을 크게 바꾸어 企業財務構造를 개선시키는 효과를 가져올 것으로 기대된다. 稅制改革案의 主要內容으로 法人稅率 및 個人所得稅率 構造의 單純化와 最高稅率의 大幅의 下向調整 및 配當에 대한 二重課稅 緩和措置, 그리고 利子費用의 損費處理制限 등을 들 수 있다(보다 구체적인 내용은 附錄 A 參照).

美國의 이러한 稅制改革案이 企業金融에 미칠 期待效果를 要約하면 첫째, 法人稅 最高稅率의 下向調整에 따라 借入 등 他人資本 調達에 대한 稅惠澤이 줄어들며, 반면 配當支給의 10% 稅前控除制度에 의해 自己資本코스트가 下落하여 전체적으로는 自己資本 調達 選好도가 높아지고 負債依存도가 낮아져 企業의 財務構造改善 效果가 뚜렷이 나타날 것으로 전

망된다. 특히 法人稅 輕減에 따라 企業收益性이 개선되고 또 配當의 二重課稅 緩和와 그리고 個人所得稅率 引下에 따른 稅後配當 收益率 增大 등에 의해 株式投資가 상대적으로 유리해져 株式市場의 活性化가 일어날 것으로 기대된다.

다음으로 現行稅制에서의 不動產 投資 등에 대한 各種의 稅惠澤(tax preference)을 대폭 축소·조정하고 資本所得稅率을 조정함에 따라 不動產 등에 대한 投資가 줄고 證券投資 등 金融資產(financial assets) 投資에 대한 選好가 증대되고, 따라서 金融資產 投資가 증대될 때 市場均衡利子率이 하락할 것으로 전망된다.

이와 같은 稅制改革案의 期待效果를 Miller의 모델로 설명하면 다음과 같다(圖 3 참조). 앞의 IV-1에서 논의된 바와 같이 法人稅 最高稅率이 46%에서 33%로 내릴 때 企業의 負債供給曲線(debt supply curve)은  $r_s$ 에서  $r_s''$ 로 내려온다. 또 資本所得稅率의 引下와 支給配當控除制度, 個人所得稅率의 引下 등의 措置에 따라 株式保有에 대한 所得稅率은 하락한다. 또 個人所得稅率이 인하되어 利子所得에 대한 稅率도 하락할 것이나 利子費用의 個人所得控除惠澤이 축소되므로 利子所得稅率의 下落規模는 配當所得稅率에 비해 상대적으로 적을 것이다. 따라서 稅制改革後 會社債 등 企業負債(corporate debt instrument)에 대한 需要曲線은  $r_d$ 에서  $r_d''$ 로 움직일 것이다.

企業負債에 대한 새로운 供給 및 需要曲線  $r_s''$  및  $r_d''$ 에 의해 형성되는 國民經濟 전체의 總負債의 均衡은  $B''$ 로서 現行 稅制下에서의  $B^*$ 보다 낮아지고 企業資金調達에 있어 自己資本 選好도가 높아질 것으로 예상된다. 이와 같이 企業部門의 總負債水準(aggregate debt

level)이 감소할 때 金融的 危險度(financial risk)도 줄어들어 國民經濟 전체의 安定性を 높 이게 될 것으로 기대할 수 있겠다.

## V. 企業財務構造 改善을 위한 基本政策方向

과거 持續的 高度成長을 위한 實物資本形成에만 政策的 努力이 傾注되어 金融은 이러한 實物資本形成을 위한 수단으로만 認識되어 왔다. 그러나 資本形成(capital formation)과 資源配分(resource allocation)의 效率성은 實物部門과 金融部門의 적절한 相互作用에 의해서 달성될 수 있으며, 따라서 이러한 實物과 金融의 相互作用 關係에 대한 再認識은 앞으로 우리 경제의 보다 效率的 發展을 위해서 필요 하다 하겠다.

뿐만 아니라 지금까지 金融을 實物計劃의 附隨의 手段으로만 인식하여 資本形成의 金融의 側面, 특히 資本形成過程에서 企業의 과다한 負債依存에 따르는 外部效果에 대한 再認識이 필요하다. 企業의 과다한 負債依存에 따라 企業의 不實化뿐만이 아니라 銀行 등 金融機關, 기타 債權者, 나아가 政府 및 궁극적으로는 國民經濟 전체의 金融的 危險이 높아졌다. 과거 수차례에 걸친 大企業 그룹의 沒落과 海運·海外建設分野 등 企業의 不實化에 따라 銀行이 岌岌危殆된 막대한 규모의 不實債權, 銀行 收益性 惡化, 救濟金融 등은 과거 누적된 實物部門의 非效率性和 企業財務構造 惡化의 영향이 金融的 側面에서 示顯되는 것이라고 볼 수 있다.

企業의 財務構造改善, 體質強化는 企業不實

化를 最小化하기 위해서, 또 金融機關의 不實化 防止를 통해 金融自律化를 원활히 추진하기 위해서 필요한 先決課題가 된다. 뿐만 아니라 企業이 과다하게 負債에 의존하는 한 金利自律化에도 한계가 있다는 점에서도 企業財務構造 改善은 더욱 절실하게 요구된다. 金融自律化가 추진되어 銀行의 貸出과 金利가 企業의 信用도와 財務的 健全성에 의해 결정된다고 할 때 負債에 과다하게 의존하는 企業일수록 貸出이 어렵게 되고 金利 또한 높아져 직접적인 타격을 받게 된다. 따라서 金融 自律化가 추진될수록 企業은 스스로 財務構造를 改善하여 企業信用도를 높이는 것이 필요하다.

金融環境 變化에 따라 企業이 自律的으로 負債依存도를 줄여 財務構造를 改善하는 노력을 쏟아야 할 뿐만이 아니라 政府는 企業의 이러한 노력을 誘導하고 지원하기 위한 公共政策 手段을 講究해야 할 것이다. 政府는 우선 第6次 5個年 計劃上에서 企業財務構造 改善을 力點事業의 하나로 하여 政府의 강력한 政策意志를 반영하고 效果的이며 實質的인 政策手段을 講究할 것이 요청된다.

企業의 財務構造 改善을 강력히 誘導하기 위한 政策方向을 크게 두 가지 代案으로 나눌 수 있겠다. 첫째는 企業의 資金調達(financing)上的 特惠를 없애고 投資 및 生産 등 實物活動에 대해서만 「인센티브」를 부여하는 方案, 둘째는 企業의 資金調達에 대한 우대를 지속하되 지금까지 借入 위주의 優待政策을 自己資本調達 優待로 전환하는 방안을 들 수 있다.

첫번째 方案으로서 自己資本이나 他人資本 등 資金調達面에서의 差等的 대우를 剝奪하고 대신 實物投資分에 대해서만 「인센티브」를 확대함으로써 資本形成을 촉진시킬 수 있다. 즉

지금까지는 實物投資分에 대해 投資稅額 控除, 加速償却制度 등의 投資誘因을 위한 「인센티브」가 주어졌고 한편 金融面에서는 低利의 公金融과 利子の 損費認定 등을 통해 借入資金 優待措置를 택해 왔다. 그러나 이러한 實物部門 「인센티브」에 附加한 金融面에서 借入에 대한 差別的 優待措置는 投資促進 效果 외에 부작용 또한 매우 심각하였다. 즉 企業은 과다하게 借入에 의존하여 財務構造가 악화되었고, 뿐만 아니라 資金의 轉用性(money fungibility)에 의해 特惠的 金融資金이 實物資本形成에 투입되지 않고 不動產 投機, 相互出資 등을 통한 系列擴張 등에 이용되는 부분도 많아 社會的 問題로 되기도 하였다. 따라서 소망스러운 수준의 投資를 촉진시키되 金融面에서의 歪曲을 最小化하기 위해서는 과거의 金融의 「인센티브」分을 實物投資에 대한 「인센티브」에 포함시키고 金融의 「인센티브」는 철폐함으로써 實物投資 增大를 誘導하면서 동시에 金融의 부작용을 경감시킬 수 있을 것이다. 이러한 措置를 통해 企業의 負債選好도는 完化되고 財務構造가 改善되어 企業과 國民經濟 전체의 金融의 危險도가 감소될 수 있을 것이다. 또한 他人資本優待가 제거됨에 따라 銀行借入등 貸出市場에 대한 需要가 完化되어 市場金利水準의 下落效果를 얻을 수도 있겠다.

그러나 현실적으로 볼 때 企業活動을 촉진하기 위한 「인센티브」賦與方案이 전적으로 減價償却이나 投資稅額控除의 擴大 등 實物部門에만 의존하기에는 한계가 있을 것이다. 設備投資 외에 運轉資金도 生産활동에 직접적인 영향을 미치나 이에 대해서는 「인센티브」를 고려하기 어려우며 또 減價償却이나 投資稅額 控除 등을 통해 實物投資에 대해서만 「인센티브」를

부여할 경우 資本集約도가 다른 產業間 資源配分の 歪曲現象을 招來할 수 있다.

다음에는 企業의 負債選好性向을 自己資本選好性向으로 전환시키기 위한 두번째의 方案을 검토해 본다. 과거 低利의 公金融 등을 통해 企業의 借入資本에 대해 막대한 補助를 제공하였던 것처럼, 向後 一定期間(例, 6次計劃期間) 동안 自己資本調達이나 供給에 대해 金融, 稅制面에서의 劃期的 誘因政策을 마련하는 方案을 생각해 볼 수 있다.

企業의 自己資本調達을 우대하는 稅制上の 方案으로서의 增資所得控除制度의 擴大와 紙上配當稅制의 撤廢, 配當支給의 稅額控除, 投資機關 등 法人의 受取配當의 免稅措置 등을 들 수 있다. 또 個人投資者の 株式投資를 촉진시키기 위해서는 利子所得에 비해 配當所得을 稅制上 優待하는 措置 등이 검토될 수 있다.

지금까지 企業財務構造 改善을 誘導하기 위해 8.3 措置, 資本市場活性化措置 및 與信管理 등의 方案들이 간헐적으로 또 단편적으로 施行·推進되었으나 그 效果는 미미하였고 오히려 財務構造는 악화되어 왔다. 따라서 앞으로는 이러한 各種制度를 有機的으로 結合하여 강력히 추진함으로써 自己資本調達과 供給을 크게 확대할 필요가 있다.

최근 미국의 稅制改革案이 施行될 경우 企業의 自己資本調達을 擴大하고 企業金融 패턴을 크게 변화시킬 수 있을 것으로 기대되고 있다. 또 프랑스가 Monory and Delors Reforms에 의해, 벨지움이 De Clercq-Cooreman Act 등을 추진하여 企業의 自己資本調達에 대해서, 또 投資者の 株式投資에 대해서 稅制上の 劃期的인 「인센티브」를 마련함으로써 企業財務構造改善效果가 컸음을 우리의 政策選擇의 指

針으로 삼을 수 있다.

[附錄 B]에서는 企業財務構造改善을 위해 企業의 自己資本調達을 촉진하기 위한 각종의 租稅制度的 裝置를 보다 구체적으로 검토하고 있다. 이들 方案 중에는 이미 政策當局이 推進中인 부분도 있으나 본 연구의 包括性을 위해 論議에 포함시켰다. 또 제시된 方案들이 모두 동시에 推進될 수 있는 것이 아니라 일부는 相互補完的으로, 또 일부는 選擇的으로 고려되어야 할 것이다.

## Ⅵ. 結 言

지금까지 高度成長을 위한 實物投資 擴大에 對한 政策的 努力이 집중됨에 따라 資本形成의 金融의 側面에 대한 인식이 소홀하여 企業金融 行態는 借入 위주로 흐르게 되었다. 本稿에서는 企業의 負債依存도가 높을 때 國民經濟의 金融의 危險도가 增大하고 投機的 投資 또는 過剩投資에 따른 資源配分의 效率性 저하, 그리고 金融偏重과 經濟力 集中에 따른 社會的 衡平의 破壞 등 企業金融의 外部效果에 대해 논하였다.

우리 경제가 高度成長이 필요하였고 또 그것이 가능하였던 기간에는 借入에 의한 投資 擴大가 불가피하였고 이에 따른 부작용도 어느 정도 감수하지 않을 수 없었다. 그러나 우리 경제의 成長與件이 변화하고 政府의 政策도 安定的 成長, 民間主導經濟運用, 金融의 自律化方向으로 推進되고 있다.

흔히 企業財務構造가 큰 문제가 되지 않는다는 주장을 듣게 된다. 물론 企業의 投資所 要資金을 自己資本에만 의존할 수 없으며 또

輸出, 內輸 등 實物部門이 활발하게 움직일 때 負債를 적절하게 사용함으로써 資金調達의 원활화를 도모하고 投資資本에 대한 收益性을 높일 수 있다. 또한 負債에 과다하게 의존하는 企業이 景氣惡化와 金融梗塞을 겪고 倒産할 危機에 처했을 때 政府가 銀行을 통한 救濟金融으로 企業의 倒産危險을 해소해 주며 外資導入時 政府나 銀行이 支拂保證(loan guarantee)을 제공하고 借入金을 不動産에 투자하여 인플레이所得을 얻을 수 있는 환경에서는 企業의 입장에서는 가능한 한 많은 負債를 얻는 것이 유리하다고 하겠다.

그러나 과다한 負債依存에 따른 企業의 私的利益(private interest)이 國民經濟의 公的利益(public interest)과 일치하지는 않으며 오히려 社會的費用(social cost)을 수반하는 企業金融의 外部效果를 고려할 때 企業財務構造는 결코 소홀히 인식될 수 없는 것이다. 또한 企業의 財務構造가 문제가 되는 것은 앞에서 말한 經濟基調가 高度成長에서 安定成長으로 定着되며 金融의 自律化와 國際化가 추진되어 企業金融環境이 변화하고 低利의 公金融이 축소되며 企業의 信用度에 따라 銀行借入의 規模와 利子が 결정될 때, 그리고 企業의 倒産危險을 政府나 國民이 아닌 企業 스스로가 부담하여야 하는 새로운 金融秩序下에서는 企業財務構造가 더욱 중요한 문제로 浮刻될 것이다.

새로운 환경 속에서 企業은 스스로 體質強化를 위해 노력해야 할 것이나 政府는 金融 및 租稅政策手段을 동원하여 企業의 이러한 노력을 강력히 誘導해야 할 것이다. 自己資本의 供給과 調達을 적극 장려하는 政策을 통해 證券市場을 활성화할 때 貯蓄增大를 통한 內資調達の 擴大가 가능하고 資源配分의 效率性이 提

高될 것이다. 한편으로는 負債依存度の 감소로 企業金融의 外部效果가 크게 완화되며 또 株式投資 底邊이 擴大될 때 企業危險의 분산이 가능하여 企業이 보다 장기적인 成長戰略을 追求할 수 있을 것이다.

企業金融의 健實化를 위해서는 金利自律化를 포함하는 金融의 自律化가 무엇보다 중요하나 企業金融에 대한 稅制의 역할도 크다. 本稿에서는 企業의 負債依存性向을 自己資本 選擇性向으로 逆轉시키기 위한 稅制上的 諸側面을 검토하고, 向後 일정기간(例, 6次5個年計劃期間) 동안 企業財務構造 改善을 政府의 主要政策課題의 하나로 할 것을 提案하였다.

지금 輸出不振, 投資「마인드」의 低下 등으로 인해 우리 經濟가 不況의 고통을 겪고 있는 이때 企業財務構造 改善을 주장하는 것은 성급한 것이 될지 모른다. 그러나 우리 企業의 體質強化問題는 오늘의 課題만은 아니다. 長期的으로 企業財務構造 改善이 추진될 때 景氣適應力이 강화되며 輸出競爭力도 높아지고 또한 보다 안정적이며 높은 수준의 成長을 유지할 수 있을 것이다.

## 〈附錄 A〉

### 美國 稅制改革案의 主要骨字

企業金融行態에 稅制上的 要因이 크게 작용한다는 점에서 1985年 5月 美國 政府가 제시한 稅制改革案의 主要骨字 중 企業金融과 관련된 부분을 간략히 살펴본다.

#### 法人稅率 引下

改正案에서는 法人所得稅 最高限界稅率을

46%에서 33%로 引下하고 累進構造도 現行의 6단계에서 4단계로 단순화하였다. 法人稅率을 下向調整함으로써 企業의 稅負擔을 경감시켜 投資를 촉진코자 하는 의도를 갖고 있다. 또한 法人稅率이 낮아짐에 따라 企業의 借入金에 대한 利子費用 損費惠澤(interest tax shield)의 規模가 줄어 資金調達에 있어 他人資本이 불리해지고 반면 自己資本調達이 보다 유리하게 되어 企業財務構造 改善效果가 클 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 企業의 과다한 他人資本 依存性向이 완화될 때 借入金 등 負債에 대한 수요가 줄어 利子率의 下落을 가져올 수 있을 것으로 기대된다.

#### 利子費用 控除限度 設定

現行 稅制下에서 利子費用控除, 減價償却費控除, 投資稅額控除 등 각종의 控除制度에 의해 企業이 高收益을 내고도 거의 納稅를 하지 않는 경우가 많다. 이와 같은 高所得—低納稅의 경우를 줄이고 企業의 投資, 生産活動이 순수한 經濟的 效率性보다는 節稅目的으로 운용되는 것을 방지하기 위해 企業의 最低法人稅(minimum tax)를 산출할 때 利子費用의 일부를 企業所得에 還入토록 하고 있다. 다시 말하면 利子費用 및 기타 稅額控除後에 부담하게 될 企業의 法人稅가 일정수준 이하일 때에는 控除된 利子費用의 25%까지를 企業所得에 다시 合算하여 最低法人稅를 算定토록 하는 새로운 規定을 導入하였다.

이것은 減價償却費 控除를 통해 企業投資에 대해 稅制惠澤을 부여하고 있음에도 불구하고 다시 他人資本으로 調達된 投資資金에 대해 무한정 利子費用控除를 인정하는 경우 他人資本 資金調達에 대해 差別的 惠澤을 부여하는 것이

지 이것이 資本形成을 促進하는 효과는 크지 않기 때문이라는 데 根據를 두고 있다. 따라서 借入金에 대한 利子費用의 一定限度를 損費認定에서 제외함으로써 負債依存도가 높은 企業이 高收益을 얻고도 納稅를 회피하는 사례를 막아 課稅의 衡平을 維持하기 위한 것이다.

### 配當에 대한 二重課稅 緩和

借入金 등 他人資本에 대한 利子費用은 法人稅 課稅對象所得에서 控除되고 個人的 利子所得에 대해서만 課稅되는 점과 비교할 때 株主의 配當所得은 企業과 個人에게 二重課稅(double taxation)된다. 이와 같이 負債와 自己資本에 대한 稅制上的 差別待優로 인해 企業의 財務, 投資 및 利益配分政策이 歪曲되고 他人資本이 상대적으로 저렴하게 되어 負債依存도가 높아진다.

改正稅法案에서 이러한 配當所得의 二重課稅를 전면 제거하지는 않고 있으나 配當支給額의 10%를 法人所得에서 控除(dividend paid deduction)하므로 二重課稅를 일부 완화코자 하고 있다. 또 企業의 株主가 다른 企業일 경우 現行 稅制에서는 前者는 支給配當分の 所得에 대해, 後者는 受取配當에 대해 課稅되고 또 後者の 企業이 個人株主에게 지급하는 配當은 個人所得 次元에서 課稅되어 동일한 所得源이 重複課稅되고 있다. 따라서 改正案에서는 企業間 配當授受에 대해서는 重複課稅를 제거하고 企業收益이 個人投資者에게 최종적으로 배분될 때에 한해 課稅되도록 하는 受取配當控除(dividend received deduction) 裝置를 마련하고 있다.

配當에 대한 美國의 이러한 改正稅法案은 二

重課稅를 부분적으로 개선하는 데 그치고 있으나 영국, 프랑스, 서독, 일본, 캐나다 등多數의 국가들이 配當所得의 二重課稅를 경감 또는 제거시키기 위해 보다 효과적인 租稅制度를 택하고 있으며 支給配當控除率은 국가에 따라 다르나 38%~100%의 범위에 있다. 그러나 美國의 이와 같은 새로운 支給配當 및 受取配當控除制度는 企業의 自己資本코스트를 낮추어 財務構造改善에 寄與할 수 있을 것으로 기대되고 있다. 또 配當支給을 촉진함으로써 法人所得이 非效率的인 企業에 잡기는 lock-in-effect를 완화하여 金融資源의 效率的 配분에 기여할 수 있을 것으로 보고 있다.

## 〈附錄 B〉

### 租稅政策을 통한 企業財務構造改善 誘導方案

#### 增資所得 控除制度의 擴大

增資所得 控除制度는 自己資本調達分에 대해 法人稅를 경감시켜 줌으로써 企業의 財務構造改善을 촉진하기 위한 措置이다. 企業이 新株發行 등으로 증가된 資本金의 一定比率(현행 12%)을 增資가 일어난 課稅年度의 所得金額에서 控除하여 企業의 增資分에 대한 調達코스트를 낮추어 自己資本調達을 增大시키는 直接的이고 效果的인 手段이 된다. 그러나 企業의 自己資本調達 擴大를 지속적으로 誘導하기 위해서는 이 制度의 補完이 필요하다.

첫째, 현재 이 制度의 有效期間이 1985年 12月 31日까지로 되어 있어 그 이후의 資本金 增大分은 所得控除惠澤을 받을 수 없게 된다.

그러나 아직도 企業의 自己資本比重이 극히 낮은 수준에 있어 自己資本調達에 대해 계속적인 誘因을 부여하기 위해서는 이 制度의 기간 연장이 바람직하다.

둘째, 現制度에서는 원칙적으로 資本金 增大에 따른 所得控除에 제한을 두고 있으나 控除期間을 延長할 필요가 있다. 예를 들어 1985年 중에 일어난 增資분에 대해 1985年뿐만 아니라 그 이후 수년간 控除해 줌으로써 自己資本調達에 대해 보다 큰 誘因을 마련하는 것이 될 것이다. 만약 동일한 投資事業에 소요되는 資金을 增資가 아닌 借入金으로 調達하였다면 借入金에 대한 利子費用은 매년도 所得控除되는 데 반해 自己資本調達분에 대해서는 增資분의 一定比率(12%, 금리수준)만을 해당연도에 한정하여 費用認定하는 것은 自己資本調달을 差別的으로 불리하게 대우하는 것이다. 특히 配當의 損費認定이 許容되지 않는 상황에서는 增資所得控除의 年度를 3~5年 이상으로 늘리는 것이 바람직하겠다. 다만 各控除年度別로 控除率은 遞減토록 하는 方案을 생각해 볼 수 있다.

세째, 現行制度에서는 增資所得控除를 增資가 일어난 當該課稅年度에 한해서 받도록 하고 있다. 그러나 일반적으로 增資는 新規設備投資 등의 필요에 의해 일어나는데 投資의 懷妊期間이 길수록 장기간 所得이 발생하지 않거나 所得水準이 낮아 增資所得控除 惠澤을 받을 수 있는 폭이 줄어든다. 따라서 비록 現行 所得控除率이 12%이나 實際課稅所得 수준이 所得控除額에 미달하는 경우에는 실질적인 增資所得控除率은 法定의 12%보다 줄어든다. 그러므로 所得이 낮은 年度에 增資所得控除 惠澤을 다 받지 못할 경우에는 다음 課稅年度로

移越(carry forward)할 수 있도록 함으로써 本制度의 效率性を 높일 수 있을 것이다.

### 借入利子の 損費認定 制限

借入金의 利子費用은 損費認定됨에 따라 企業의 他人資本 選好도가 높아져 財務構造의 脆弱化를 초래한다. 만약 A. Harberger(1984)가 주장하는 바와 같이 法人稅 制度를 폐지하고 個人所得稅와 통합한다면 資本調達形態에 따른 稅制上の 差別待優는 자연히 해소된다. 그러나 현실적으로 法人稅의 廢止는 經濟的 要因뿐만이 아니라 政治的 抵抗과 稅務行政上の 效率性 問題 등으로 인해 시행상의 어려움이 크고 또 法人稅의 廢止論議는 企業金融의 側面에서만 論議될 수 있는 것은 아닐 것이다. 그러나 法人稅 制度를 존속시키되 資金調達形態에 따른 稅制上の 差別待優를 해소하면 企業의 지나친 負債選好는 크게 완화될 것이다. 그 방법의 하나로 借入利子の 損費處理를 제한하는 것을 생각해 볼 수 있다.

E. Han Kim(1985)는 利子費用의 損費處理를 認定하지 않는 대신 總法人稅收가 유지되도록 稅率을 하향 조정한다고 할 때 實效法人稅率은 現行의 40% 수준(法人稅+防衛稅+住民稅)에서 8% 수준까지 낮출 수 있을 것으로 推定하고 있다(1982年 上場法人 기준). 이 경우 負債依存도가 높은 企業은 法人稅負擔이 크게 增大할 것이며 반면 自己資本比重이 높은 企業은 節稅效果가 크게 나타날 것이다. 또 負債依存도가 平均水準인 企業의 경우는 稅負擔에 있어 변화가 없을 것이다.

利子費用의 損費處理 不許와 함께 法人稅率을 8% 수준으로 대폭 하향 조정한다면 企業의 과다한 負債依存性向을 바꿀 수 있을 뿐만 아

니라 다음과 같은 附隨的 效果도 기대할 수 있다. 즉 稅率이 낮을 경우 脫稅(tax evasion)의 動機가 크게 줄어들 수 있다. 稅率이 40%인 경우 企業이 100원의 利益規模를 過小計上한다면 40원의 脫稅가 가능하나 稅率이 8%인 경우는 脫稅效果가 8원으로서 稅率이 낮을수록 企業의 脫稅動機를 크게 줄일 수 있다. 뿐만 아니라 企業의 不要不急한 經費支出에 대한 稅補助效果도 크게 축소되어 낭비요소를 줄일 수 있으며 또 投資稅額控除制度 등 實物資本形成에 대한 稅制誘因政策이 보다 유효하게 될 수 있다.

그러나 負債依存도가 높은 企業이 많은 현실에서 기존의 負債에 대한 借入利子を 損費不認定할 때 이들 企業의 實質金融費用 부담이 크게 상승하여 收益性 惡化와 企業活動의 萎縮을 초래하게 될 것이다. 이러한 충격을 줄이기 위해서는 利子の 損費處理를 認定하되 현재의 40% 수준의 法人稅率을 대폭 낮추어 企業의 稅後收益을 높여 內部留保 能力을 提高시킴으로써 自己資金調達擴大를 圖謀할 수 있다. 또 法人稅率이 引下될 경우 借入費用의 稅節減效果(interest tax shield)가 줄어들어 企業의 他人資本 選好도가 完化되는 效果가 있다. 稅率引下에 따라 總法人稅收가 단기적으로는 감소될 것이나 財務構造改善에 의해 企業經營이 正常化되고 不實化가 줄어들 때 오히려 稅收는 늘어날 수도 있으며, 또 지금과 같이 대규모 不實化에 따른 수천억원에 이르는 救濟金融 등 資源의 浪費는 크게 줄일 수 있을 것이다.

이외에도 제한적인 方案으로는 利子費用의 損費不許措置를 總利子費用의 一定比率이나 新規借入分에 대해서만 적용하는 方案, 또는 負

債의 規模나 負債比率이 一定限度를 초과하는 부분에 대해서만 적용하는 方案 등도 講究해 볼 수 있다. 특히 借入資金이 生産目的으로 투입되지 않고 不動產投資 등 非生産的으로 轉用되는(fungibility) 것을 방지하기 위해서는 이들 部門에 투입된 資金에 대해서는 利子を 損費認定하지 않도록 하는 措置는 지나친 借入依存과 公金融의 濫用防止를 위해 타당하다고 보겠다.

### 配當의 損費認定 方案

自己資本費用인 配當支給에 대해서도 借入利子和 마찬가지로 損費處理를 認定함으로써 資金調達形態에 따른 差等待優를 제거할 수 있다. 그러나 만약 配當支給 전액을 損費認定한다면 自己資本調達費用을 낮추어 新株發行을 增大시키는 效果는 있으나 반면 企業의 內部留保利益에 대해서 差等的으로 高率課稅하는 結果가 되어 오히려 企業利益의 留保를 통한 內部金融擴大를 저해할 수 있다. 또 配當支給에 대해 무조건 惠澤을 줄 경우 負債依存도가 높은 企業이 高率의 配當을 통해 現金을 流出시킴으로써 企業의 資產價値를 저하시켜 債權者의 權益을 손상시킬 수도 있다.

따라서 이러한 부작용을 最小化하기 위해서는 自己資本比率이 일정수준 이상인 부분에 대한 配當金を 損費認定하는 方案도 생각해 볼 수 있다. 이 方案에 의하면 財務構造가 건전한 企業의 配當支給에 대해 稅額을 경감시키는 것으로서 企業의 財務構造改善 노력을 誘導할 수 있고, 또 과도하게 負債에 의존하는 企業이 過配當을 하는 폐단을 방지할 수도 있다.

최근 美國의 稅制改革案에서 제시된 配當의 二重課稅를 完化하기 위한 支給配當控除制度는

支給配當의 10%를 所得控除토록 하고 있으나 우리나라의 경우는 企業의 財務構造改善을 보다 效果的으로 誘導하기 위해서는 支給配當控除率을 自己資本比率에 연결시키는 것이 타당한 것으로 보인다. 또 自己資本과 他人資本調達에 대한 差別待優를 완화하기 위해서는 配當의 부분적 損費認定과 利子の 部分적 損費不許를 결합하는 方案도 생각할 수 있다.

### 配當所得稅率의 引下

配當所得이나 利子所得 등 金融資産所得은 綜合課稅인가 또는 分離課稅對象인가에 따라 稅負擔이 크게 달라진다. 1981년 현재 利子所得의 總課稅 捕捉金額 중 33.4%가 非課稅되며 64.5%가 低率로 分離課稅되고 綜合課稅額은 겨우 2.1%에 지나지 않는다. 반면 配當所得은 전부 課稅對象이 되며 그중 59%가 綜合所得에 合算되어 高率로 課稅된다.

配當所得에 대한 稅率은 總所得水準에 따라 다르나 1961년의 5.0%에서 1983년에는 27.0%로 높아졌으며(綜合所得稅率의 中位數 基準) 附加稅인 防衛稅, 住民稅를 포함할 때 1983년의 실질적인 配當所得 稅率은 綜合課稅의 경우 약 34%에 이른다. 반면 利子所得稅率은 1961년에서 1974년까지는 配當所得稅率과 같았으나 1975년부터 配當所得稅率보다 현저히 낮은 수준으로 引下調整되었고 1983년 현재의 分離課稅時의 利子所得稅率은 17.75%(基本稅率 10%+教育稅 5%+防衛稅 2%+住民稅 0.75%)로서 配當所得稅率에 비해 매우 낮다. 특히 年金, 基金 등의 機關投資家の 利子所得은 免稅되나 配當所得은 課稅對象이 되고 있다. 이러한 配當所得에 대한 差別的 重課稅로 인해 企業의 自己資本 供給에 큰 역할을 할 수

있는 金融資産家들이 株式投資보다는 銀行預金이나 會社債 및 私債, 또는 不動產投機를 選好하게 되었다. 따라서 株式投資를 장려하기 위해서는 配當所得稅率을 대폭 引下할 필요가 있겠다.

막대한 金融資産所得을 얻는 金融資産家들이 그에 相應하는 納稅를 해야 하는 것은 당연하나 配當所得에 대한 差別的 重課는 시정되어야 하며, 또 우리나라 企業의 自己資本이 稀少한 상황에서 配當所得稅率을 대폭 낮추어 自己資本 供給에 대한 「인센티브」를 확대하는 것이 필요하다. 만약 이미 보유하고 있는 株式으로부터의 配當所得에 대한 稅輕減이 稅收 확보의 측면에서 어렵다면 일정기간 이상 보유하는 新規 株式投資분에 대한 配當所得에 대해서는 그 규모에 관계없이 低率로 分離課稅하는 방안도 가능하다.

### 紙上配當稅 制度의 廢止

現行稅法에서 非公開企業이 社內留保하는 利益의 일정부분을 配當된 것으로 간주하여 株主의 綜合所得에 合算課稅하고 있다. 이것을 紙上配當稅制度라고 하는데 그 목적은 公關法人的 實際配當에 대한 株主의 個人所得稅 負擔과 課稅上的 衡平을 도모하고 企業의 不當한 留保防止, 그리고 非公開企業의 株主가 所有株式의 讓渡를 통해 企業의 留保所得을 회수함으로써 稅負擔을 회피하는 것을 방지하는 데 있다.

그러나 이 制度의 目的의 하나로 지적되는 企業의 不當한 利益留保防止는 그 타당성이 있는가 하는 데 문제가 있다. 外國의 경우에도 社內留保분이 일정기준을 초과하는 부분에 대해 課稅하는 制度가 있다. 企業收益의 社內留

保가 지나치게 많을 경우 企業의 資金이 配當으로 社外에 流出되어 資本市場을 통해 效率性이 보다 높은 產業部門으로 再分配되지 못하고 非效率的인 企業에 잡기게 되는 lock-in-effect가 발생하여 國民經濟全體의 金融資源配分이 非效率的이 될 수 있다. 이러한 점에서 利益의 社內留保가 많은 나라에서 社內留保分에 대해 稅金을 賦課함으로써 企業利益의 社外配分을 誘導하여 金融資源을 效率的으로 再配分하는 목적을 얻을 수 있다.

그러나 우리나라의 경우는 企業 收益性이 저조하여 社內留保의 비중이 매우 낮은 상황에서 紙上配當稅制度는 利益의 內部蓄積을 통한 財務構造의 健全화를 制度的으로 沮害하게 된다. 또 우리나라 企業이 급속히 성장하는 과정에서 만성적으로 資金不足을 겪어 借入에 과다하게 의존하지 않을 수 없는 상황에서 企業利益의 社內留保에 따른 lock-in-effect는 지금

의 단계에서 심각한 문제가 될 수 없고 오히려 紙上配當稅를 폐지함으로써 企業의 資金壓迫을 완화하고 內部資金調達을 政策的으로 장려해야 할 것이다.

紙上配當稅의 두번째 목적인 株主의 稅負擔 回避防止는 租稅行政의 效率的 運用 등을 통해 紙上配當稅가 아닌 방법으로도 충분히 달성할 수 있다. 紙上配當稅制度가 이러한 목적을 이유로 도입·실시됨에 따라 企業의 自己資金 調達이 沮害되어 企業財務構造의 健全性이 더욱 나빠지고 投資者의 株式投資意慾을 저하시키게 되었다. 非公開企業이 內部留保의 擴大로 資本健實化가 이루어질 때 企業公開도 또한 용이해질 것이다. 이와 같이 볼 때 紙上配當稅制度를 廢止하고 株主가 株式을 讓渡하여 留保所得을 인출할 때 讓渡所得稅 課稅方式으로 전환코자 하는 것은 企業의 財務構造改善과 公開促進을 위해서 바람직하다.

## ▷ 參 考 文 獻 ◁

- 南相祐, 「二重金融構造下的 企業財務構造」, 『韓國開發研究』, 韓國開發研究院, 1984 가을호.
- 崔 洸, 「企業財務政策과 稅制」, 『韓國稅制의 主要政策課題와 改善方向』, 韓國開發研究院, 1984.
- 崔 洸·河泰亨, 「韓國企業 財務構造 決定要因에 關한 理論 및 實證的 考察」, 『韓國開發研究』, 韓國開發研究院, 1984 여름호.
- Friedman, Benjamin M., *Financing Capital Formation In The 1980s: Issues for Public Policy*, National Bureau of Economic Research (NBER) working paper #745, September 1981.
- Harberger, Arnold C., "The State of the Corporate Income Tax: Who Pays It? Should It Be Repealed?", *New Directions in Federal Tax Policy for the 1980s*, ed. by Charles E. Walker and Mark A. Bloomfield, Ballinger Publishing Company, 1984.
- Kim, E. Han, *Causes and Possible Consequences of the Corporate Financial Structure in Korea: Some Suggestions for Reform in the Credit Allocation Policy and the Tax Reform*, January 1985.

- Kuroda, I. and Y. Oritani, "A Reexamination of the Unique Features of Japan's Corporate Financial Structure: A Comparison of Corporate Balance Sheets in Japan and the United States", *Japanese Economic Studies*, Summer 1980.
- Michel, A and I. Shaked, "The Case of Japanese Leverage: Myth or Reality?", *Financial Analyst Journal*, Summer 1984.
- Miller, Merton H., "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, May 1977.
- Modigliani, F. and Richard A. Cohen, "Inflation, Rational Valuation and the Market", *Financial Analyst Journal*, March/April 1979.
- Modigliani, F. and Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, June 1963.
- Myers, Stewart C., "Determinant of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977.
- Pechman, Joseph A., "Another View of the Corporate Income Tax", *New Directions in Federal Tax Policy for the 1980s*, *ibid.*, 1984.
- Symms, Steven D. "Political Reality and the Corporate Income Tax", *New Directions in Federal Tax Policy for the 1980s*, *ibid.*, 1984.
- Taggart Jr., Robert A., Secular Patterns In Corporate Finance, *NBER*, working paper #810, December 1981.
- \_\_\_\_\_, Have U.S. Corporations Grown Financially Weak?, *NBER Working Paper* #1523, December 1984.
- Business Week*, "Corporate Finance Would Never Be the Same", June 17, 1985.
- The President's Tax Proposals to the Congress for Fairness, Growth, and Simplicity*, U.S. Government Printing Office, May 1985.