韓國企業의 財務構造와 資本코스트

南　相　祐

▷ 目　次 ◁

Ⅰ. 序　論
Ⅱ. 韓國企業의 適正 財務構造
Ⅲ. 韓國企業의 資本「코스트」
Ⅳ. 結　論

Ⅰ. 序　論

韓國의 企業들은 財務構造가 脆弱하다고 한다. 自己資本에 비해 상대적으로 많은 負債를 保有하고 있음을 가리켜 하는 말이다. 그러나 주어진 金融市場構造下에서 기업은 그 나름대로 最適의 財務構造를 유지하려 할 것이다. 그 最適化의 결과가 상대적으로 많은 負債를 보유하게 된 것이라고 하면 거기에는 그만한 理由가 있을 것이다.

물론 企業環境은 부단히 變化하는 것이다. 따라서 단순히 過去의 짧은 經驗이나 惰性, 혹은 樂觀的인 豫想에 기초하여 財務構成上의 決定을 내렸을 때, 그 豫想이 事後的으로 크게 빗나가게 되면 일부 기업들은 적지 않은 損害를 보거나 支給不能이 되어 破産을 하기에 이르기도 한다. 그러나 經濟全體로 볼 때는 이러한 財務構成上의 잘못된 決定은 무시할 수 있을 것이다.

또한 財務構造는 기업의 資本「코스트」(cost of capital)와 밀접한 관계에 있다. 우리의 金融市場은 完全競爭市場과는 거리가 먼 여러가지 不完全市場 要素를 갖고 있으며 따라서 資金調達源 여하에 따라 資本「코스트」가 변화할 것으로 생각되고 있다. 資本「코스트」는 投資事業의 妥當性檢討에 있어서 중심적인 역할을 하여야 한다. 어떤 投資事業이 이 事業에 適正한 資本「코스트」보다 높은 收益率이 예상되면 그 사업은 추진될 가치가 있다.

이 資本「코스트」는 投資事業의 實物面의 危險度와 財務構成 여하에 따라 결정된다. 實物面의 危險度란 그 事業이 완전히 自己資本만으로 資金調達이 이루어진다고 할 때 전망되

筆者：韓國開發研究院 首席研究員

는 事業收益의 安定性 정도를 가리키는 것이다. 「샤프」(Sharpe, 1964), 「린트너」(Lintner, 1965) 등에 의하면 資本市場이 고도로 발달된 完全競爭市場에서는 事業收益의 標準偏差와 같은 總體的·絕對的 安定性이 문제되는 것이 아니고 市場全體의 平均收益에 대한 敏感度가 중요하다고 한다. 市場收益과 無關한 그 投資事業에 특유한 收益의 不確實性은 資本市場에서 投資多邊化를 기하는 投資者들의 資產構成에 있어서 서로 相殺되어 버리기 때문이다. 그러나 本稿에서는 經濟全體의 평균적인 資本「코스트」에 관심을 갖고 있으므로 個別 投資事業의 資本「코스트」에 대해서는 생각하지 않기로 한다.

다음 第Ⅱ章에서는 韓國的인 市場의 不完全性下에서의 理論的인 適正財務構造에 관하여 고찰하고 資料가 허용하는 한 우리나라 企業의 財務構造를 살펴보기로 한다. 第Ⅲ章에서는 財務構造와 資本「코스트」와의 關係를 설명하고 우리나라 企業의 평균적인 資本「코스트」를 試算해 보기로 한다.

Ⅱ. 韓國企業의 適正 財務構造

1. 市場不完全性과 適正 財務構造 理論

企業活動의 目標가 무엇인가 하는 데서부터 適正 財務構造 論議를 시작하는 것이 옳을 것이다. 企業의 目標는 企業價額(firm value)의 極大化라고 假定하자. 經濟學에서 흔히 가정되고 있는 利潤極大化는 누구의 利潤을 極大化하려는 것인가. 그리고 極大化 目標의 計劃期間(time horizon)은 短期인가 長期인가. 長期란 얼마나 긴 期間인가 하는 등의 어려운 問題點들을 提起하는 데 반해서 企業價額의 極大化는 이러한 문제를 회피할 수가 있다. 企業價額의 極大化가 반드시 株主의 利益極大化와 一致하지 않을 수도 있다. 그러나 韓國에서와 같이 會社債 流通市場이 未發達하여 企業經營上의 決定이 企業負債의 價額에 거의 영향을 주지 않는 경우에 있어서 두 極大化 目標는 크게 相衝하지 않을 것이다.

「모디글리아니」와 「밀러」(Modigliani and Miller, 1958, 1963)는 일찌기 資本市場이 完全競爭的이라고 하면 一定 投資, 生產의 實物計劃이 주어진 一企業의 財務構造 如何는 企業의 價額에 아무런 영향을 주지 않는다는 것을 보여주었다. 企業의 市場價額은 企業의 收益 및 危險度에 따라서 결정되며 財務構造의 差異는 이 收益이 株主와 債權者들 사이에 어떻게 配分되는가 하는 문제일 뿐이다. 完全競爭的인 資本市場에서는 投資家들의 裁定(arbitrage)에 의해서 自己資本과 負債를 합한 企業의 市場價額은 財務構造의 差異에 무관하게 유지된다는 것이다.

「스티글리츠」(Stiglitz, 1969)는 「모디글리아니—밀러」 定理가 完全競爭的 資本市場보다 훨씬 더 一般的인 條件에서도 成立함을 보여주었다. 가장 결정적인 條件은 企業이나 個人이 市場에서 同一한 條件(利子率등)으로 借入할 수 있으며, 企業의 倒產은 그 自體의 事實로 해서 追加的인 損失을 가져오지 않는다는 것이다.

그러나 現實의 市場은 여러가지 不完全性을 內包하고 있어서 財務構造 여하는 企業價額에

영향을 미치고 있다. 市場에서 資金을 借入하는 데 있어서 個人이 企業보다 不利한 위치에 있는 것을 제외하고도 주요한 市場不完全性의 要素들로는 다음과 같은 것을 들 수 있다.

가. 租稅

租稅가 企業 財務構造와 관련하여 주요한 市場不完全性의 要因이 되고 있는 것은 企業의 借入에 따르는 支給利子를 기업의 經費로 취급하여 課稅所得計算에서 差減해 주는 데 반하여 기업의 自己資本에 대한 收益(營業利潤)에 대해서는 課稅를 한다는 점이다. 따라서 기업은 負債調達에 따른 稅輕減을 위해서 되도록이면 負債比率을 높이려 할 것이다. 負債 D를 保有함에 따른 未來의 稅輕減의 흐름을 現在價値로 合하면,

$$\frac{t_c r D}{1+r}+\frac{t_c r D}{(1+r)^2}+\cdots\cdots+\frac{t_c r D}{(1+r)^{\infty}} = t_c D \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (1)$$

여기서 t_c : 法人稅率

r : 借入金利,

그리고 未來에 法人稅率이나 利子率의 變更이 없고 稅輕減의 흐름을 借入金利로 割引하는 것이 適切하다고 가정하였다.

그러나 모든 借入에 대해서 稅輕減 惠澤을 받을 수 있는 것은 아니다. 대부분의 私債去來는 陰性去來되기 때문에, 또 陽性化되어 所得稅가 納付되고 法人稅輕減이 이루어져도 利子制限法의 制約 때문에 위와 같은 稅輕減이 완전히 實現되지는 못한다.

나. 不渡 및 破産危險

기업이 負債償還의 滿期日이 되어서 不渡를 내게 되면 여러가지 어려운 問題點과 損失을 초래하게 된다. 기업으로서는 不渡를 메우기 위한 資金 마련을 위해서 계획된 投資를 中斷하는 등 投資調整이 필요하게 되며, 不渡에 따른 從業員의 業務遲延, 能率의 低下와 當社 株式價格의 暴落에 따른 株主의 損失, 또 실제로 債務全額의 償還이 불가능하여 破産되었을 경우의 여러 法的 節次에 따른 費用發生이 불가피하여진다. 기업의 負債依存이 클수록 이러한 支給不能의 危險은 커지는 것이므로 어느 정도의 自己資本 充實化가 요구되는 것이다. 근래에 經濟安定化를 위한 金融緊縮의 추진에 따라 不渡를 내는 기업이 續出하는 것은 支給不能에 따른 損失을 충분히 인식하여 資本構成을 健實化시키지 못한 데서 기인하는 것이다.

다. 金利補助的 借入機會

우리나라처럼 會社債와 私債 등 비교적 市場에서 자유로이 결정되는 金利와 銀行을 위시한 公金融機關借入, 外國借款 등 金利補助的 性格이 큰 金利가 共存하고 있는 市場에 있어서 기업의 適正 財務構成은 借入源의 構成如何에 따라 영향을 받게 마련이다. 즉, 기업은 金利補助의 혜택 때문에 負債比率이 높아지는 위험을 甘受하면서라도 公金融機關借入이나 外國借款을 가능한 한 많이 調達하려고 노력할 것이다.

위와 같은 점들을 감안하여 우리나라 現實에서 企業의 市場價額 V는 다음과 같이 표시할 수 있을 것이다.

$$V=V_0+t_c\cdot(D-U)+Sub(OFI,\ FL)-Def(D/E) \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (2.1)$$

但, $D=OFI+FL+U+OB$

여기서 V_0 : 기업이 완전히 自己資本만으로 構成되었다고 가정할 때의 企業의 市場價額

D : 負債總額

U : 私債借入額

Sub : 公金融機關借入 및 外國借款에 따른 金利補助가 企業價額에 미치는 效果

OFI : 公金融機關 借入額

FL : 外國借款額

Def : 기업의 支給不能危險으로 인한 企業價額의 減少

E : 기업의 自己資本 市場價額

OB : 公金融機關借入, 外國借款, 私債를 제외한 기타 負債

企業의 目標는 기업의 市場價額 V를 極大化하는 것이라고 가정하였는 바, 이를 위한 適正 財務構造를 유도하기 위해 V의 總負債 D에 관한 1次 導函數를 0로 놓으면,

$$\frac{\partial V}{\partial D}=\begin{cases} t_c-Def'\cdot\dfrac{\partial(D/E)}{\partial D}+Sub'=0 \\ \quad (OFI,\ FL\text{에 대해서}) \\ t_c-Def'\cdot\dfrac{\partial(D/E)}{\partial D}=0 \\ \quad (OB\text{에 대해서})\cdots\cdots\cdots(2.2) \\ -Def'\cdot\dfrac{\partial(D/E)}{\partial D}=0 \\ \quad (U\text{에 대해서}) \end{cases}$$

Def' 및 Sub'는 각각 Def'와 Sub'의 1次 導函數를 가리킨다.

즉, $Def^*=Def'\cdot\dfrac{\partial(D/E)}{\partial D}$라 하면 借入源이 OFI나 FL일 경우에는 $Def^*=t_c+Sub'$, 다시 말하여 限界支給不能危險損(Def^*)이 租稅輕減 및 金利補助의 合計(t_c+Sub')와 같게 될 때까지 負債를 증가시킬 것이며, 借入源 OB에 대해서는 $Def^*=t_c$, 즉 限界支給不能危險損이 租稅輕減分과 같을 때까지만 借入할 것이다. 한편 私債는 $Def^*=0$, 즉 負債保有가 아주 적어서 限界支給不能危險損이 微微한 限度內에서만 이용할 것이다. 그러나 $Def^*=0$이라 할지라도 OFI, FL, OB 등의 借入源이 이용가능하면 私債에 優先하여 이들 借入源을 選好할 것이다. 이들 借入源에 대해서 $\partial V/\partial D>0$일 것이기 때문이다.

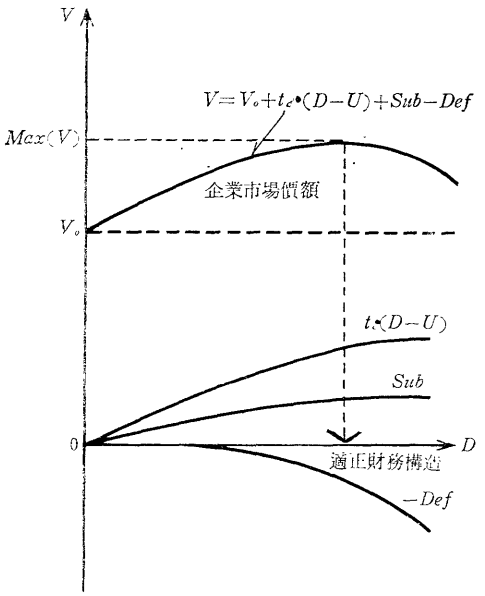
위의 分析에서 類推할 수 있는 것은 公金融機關이나 海外로부터 쉽게 借入할 수 있는 大企業은 일반적으로 負債比率이 높고, 약간의 金融機關借入과 私債借入이 고작인 中小企業은 負債比率이 상대적으로 낮을 것이다.

〔圖 1〕에서 보는 바와 같이 기업의 適正 財務構造는 일부 借入의 金利補助, 私債를 제외한 대부분의 借入에 있어서의 租稅輕減, 그리고 負債保有에 따른 支給不能危險損이 반영된 기업의 市場價額이 極大化되는 點에서 결정된다.

實物計劃이 固定되지 않고 自己資本의 制約이 있는 경우

위에서 제시한 모델은 기업의 實物計劃이 이미 확정되어 있어서 資金의 總需要가 결정되었을 뿐만 아니라 自己資本이 충분하여 資金不足이 문제되지 않는 경우의 財務構造를 논하였다. 그러나 現實의 企業活動이 엄밀히 이러한 狀況에서 이루어지는 경우는 거의 없을 것이다. 물론 公開企業의 경우에는 항상 有償增資나 新株公募를 통해 필요한 自己資本을 擴充할 수 있는 것은 사실이나 이를 위해서는 적지 않은 計劃·準備期間이 필요하기 부때문에

〔圖 1〕 企業의 適正財務構造



단히 變更되어가는 實物計劃 혹은 예기치 못했던 긴급한 資金需要에 즉각 對處하기 위한 資金源으로는 불충분한 경우가 허다하다.

이러한 現實的인 投資 및 財務行態를 설명하기 위해서는 위의 모델을 약간 修正하지 않을 수 없을 것이다. 短期的으로 기업의 自己資本 調達規模가 이미 어떤 수준($\bar{E}^b$)에 확정되고 수시로 發生하는 각종 資金需要를 借入을 통해 조달하는 狀況下에서 기업은 自己資本 市場價額의 極大化를 목표로 投資 및 財務決定을 한다고 가정할 수 있을 것이다[1].

즉,

$$Max\ E=V_r(\bar{E}^b+D^b)-D+t_c\cdot(D-U)+Sub(OFI,FL)-Def(D/E)\cdots(3.1)$$

여기서 E^b와 D^b는 각각 실제로 調達되어 기업활동에 사용된 帳簿價額의 自己資本 및 負債이며, V_r은 總資金調達規模($\bar{E}^b+D^b$)의 변화에 따른 순전히 實物的인 收益性에 기초한 企業價額이다.

편의상 限界借入에 있어서 帳簿價額과 市場價額이 同一하다고 가정하고, D^b에 대한 1次導函數를 0로 놓으면,

$$\frac{\partial E}{\partial D^b}=\begin{cases}(V_r'-1)+t_c+Sub'-Def^*=0 \\ \quad (OFI\text{나 }FL\text{의 경우}) \\ (V_r'-1)+t_c-Def^*=0 \\ \quad (OB\text{의 경우})\cdots\cdots\cdots\cdots(3.2) \\ (V_r'-1)-Def^*=0\ (U\text{의 경우})\end{cases}$$

여기서 V_r'은 장기적인 財務計劃下에서는 規模의 變化에 따른 實物投資 收益率의 차이에서 오는 企業의 限界市場價額이고, 예기치 못했던 긴급한 資金需要發生의 경우에는 이 資金需要를 충족시켰을 때와 못했을 때의 實物側面에서의 企業價額의 差異라고 할 수 있다.

企業 특히 大企業이 私債를 이용하는 것은 많은 경우에 있어서 企業活動中에 긴급한 資金需要가 발생하여 그 효과적인 充足與否가 기업의 實物的 投資收益性에 큰 영향을 미쳐서, 즉 $(V_r'-1)$이 매우 커서, 支給不能危險損(Def^*)을 相殺하고도 남기 때문일 것이다. 租稅輕減이나 金利補助要素가 없는 높은 「코스트」의 私債를 쓸 수밖에 없는 것은 緊急한 資金需要를 公金融機關의 短期借入으로 조달하기가 힘들기 때문이다. 그러므로 보통 金融機關으로부터 餘裕 借入能力(idle debt capacity)을 보유하고 있는 優良 大企業에 비해 中小企業 등이 私債依存度가 높을 것은 自明하다고 하겠다.

1) 앞에서는 實物計劃, 즉 總資金需要가 이미 결정된 後이기 때문에 企業價額의 極大化가 合理的인 企業의 目標가 될 수 있으나, 總資金調達額 자체가 變數인 경우에는 自己資本 市場價額(E)의 極大化가 타당할 것이다.

2. 韓國企業의 財務構造

위의 分析에서 類推할 수 있는 바와 같이 企業의 財務決定은 기업의 市場價額이나 自己資本 市場價額에 기초를 두어야 한다. 帳簿價額은 의미가 없다. 기업으로서 極大化할 것은 企業이나 自己資本의 市場價額이며 기업의 支給不能危險도 自己資本 市場價額과 관련되어 있다. 만일 支給不能이 발생하여 기업을 처분함으로써 負債를 淸算하는 경우에 문제되는 것은 市場價額이기 때문이다.

따라서 企業 財務構造 適正與否의 判定은 어디까지나 市場價額에 기초하여야 한다. 그런데 韓國과 같이 資本市場의 歷史가 日淺하여 公開株式 種目數가 제한되어 있는 경우에 많은 非公開企業의 市場價額을 算定하는 것은 쉬운 일이 아니다. 여기서는 株式市場에서 거래되는 種目들의 業種別 資本金의 市場價額/帳簿價額 比率이 同一한 業種의 非公開企業에도 비슷하게 적용될 수 있다고 가정하여 業種別로 自己資本의 市場價額 推定을 시도하였다[2].

自己資本의 帳簿價額은 資本金뿐만 아니라 利益剩餘金 및 資本剩餘金을 包含한다. 이들 剩餘金은 資本金의 帳簿價額과 市場價額의 差異를 설명하는 주요한 要素의 하나이다. 剩餘金의 蓄積이 많으면 無償增資 등의 期待로 株價가 상승하여 帳簿價額의 資本金은 不變함에도 市場價額의 資本金(自己資本)은 증가하는 것이다.

〈表 1〉에서 보는 바와 같이 非公開企業은 公開企業에 비해서 利益剩餘金, 資產再評價積立金, 기타 資本剩餘金의 資本轉入에 의한 無償增資를 많이 하고 있는 것으로 나타나고 있다. 그러므로 非公開企業의 資本金 帳簿價格은 公開企業에 비해 低評價되어 있다고 볼 수 있으

〈表 1〉 韓國法人企業의 有無償增資
(1965~77年 合計)

(단위 : 10億원)

	有償增資	無償增資	
		金 額	(對有償增資比率, %)
合 計	2,194.1	691.5	(31.5)
非金融法人	1,950.3	653.2	(33.5)
金融機關	243.8	38.3	(15.7)
公開法人	650.0	318.8	(49.0)
非公開法人	1,544.1	372.7	(24.1)

資料 : 韓國銀行, 『韓國의 資金循環』, 1978.
韓國證券去來所, 『證券統計年報』, 1978.

2) i産業의 上場企業 自己資本 總市場價額
$=\sum_{k=1}^{n}$(資本金 帳簿價額)$_k\times\left(\frac{\text{株式時價}}{\text{株式額面價}}\right)_k$
k는 i産業의 上場企業을 가리킴($k=1, 2, \cdots\cdots n$).
i産業의 自己資本 總市場價額
$=i$産業 資本金의 總帳簿價額 $\times$ i産業 上場企業의 $\left(\frac{\text{自己資本 總市場價額}}{\text{資本金의 總帳簿價額}}\right)$

〈表 2〉 産業別 自己資本 比率(1977年末)

(단위 : %)

	〔自己資本+負債[1]〕對比		〔自己資本+借入金〕對比	
	帳簿價額	市場價額	帳簿價額	市場價額
水産業	4.3	4.7	5.8	6.5
鑛業	33.0	39.0	45.4	51.8
製造業	24.1	27.9	30.5	34.8
(大企業)	(24.0)	(27.3)	(30.3)	(34.1)
(中小企業)	(25.6)	(33.4)	(32.0)	(40.7)
電氣業	43.1	34.6	45.7	37.1
建設業	32.8	53.0	46.9	67.1
都小賣·宿泊業	23.9	27.9	37.5	42.5
運輸·倉庫業	18.5	25.0	28.6	37.0
不動産業	20.1	—[2]	45.6	—[2]
서비스業	42.1	43.3[3]	51.3	52.6[3]

註 : 1) 負債中 買入債務(支給어음 및 外上買入金)는 賣出債權을 差減한 純買入債務임.
2) 公開法人이 없음.
3) 公開法人數가 적고 同産業을 代表한다고 보기가 힘들어서, 全産業 平均 資料에 기초하여 推定.

資料 : 韓國銀行, 『企業經營分析』, 1978; 東洋證券, 『投資分析』, 1978; 서울經濟新聞, 1977.12.

며 따라서 資本金에 대해 公開企業과 同一한 市場價額/帳簿價額 比率을 적용하여 自己資本市場價額을 구했을 때 상당히 過小評價될 여지가 있을 것이다.

1977年末 現在 産業別 上場企業數와 帳簿價額의 自己資本中 資本金의 比率 및 上場資本金의 市場價額/帳簿價額 比率은 〈附表 1〉 및 〈附表 2〉에 나타난 바와 같다. 예컨대 製造業의 경우 帳簿價格에 의한 自己資本比率(賣出債權을 差減한 總負債)은 24.1%이고 이 중 資本金은 그 67.8%인 16.3%, 資本金의 市場價額/帳簿價額 比率은 1.80, 따라서 自己資本의 市場價額/帳簿價額 比率은 1.22〔=0.678×1.80〕, 그러므로 市場價額에 의한 自己資本比率은 27.9%〔=0.241×1.22/(1+0.241×0.22)〕가 된다.

〈表 2〉에서 볼 때 自己資本比率이 높은 産業은 帳簿價額으로는 ①電氣業 ②「서비스」業 ③鑛業 ④建設業의 順이나, 市場價額으로는 ①建設業 ②「서비스」業 ③鑛業 ④電氣業의 順이다. 〈附表 1〉이 보여 주는 바와 같이 自己資本의 市場價額/帳簿價額 比率이 가장 높은 産業은 ①建設業 ②運輸·倉庫業 ③製造業 ④鑛業의 順이며, 電氣業(韓國電力)만이 市場價額이 帳簿價額을 미치지 못하고 있다.

〈附表 3〉에 나타난 바와 같이 製造業 中에서는 帳簿價額으로 ①石油·化學 ②종이·印刷 ③非金屬鑛物 등이 自己資本比率이 높고, 市場價額으로는 ①金屬·機械 ②石油·化學 ③非金屬鑛物 ④1次金屬이 높게 나타나고 있다. 〈附表 2〉에서 볼 수 있듯이 自己資本 市場價額/帳簿價額 比率은 ①金屬·機械 ②製材·家具 ③非金屬鑛物의 順으로 높고 ①종이·印刷 ②飮·食料品 ③纖維·衣服은 市場價額이 帳簿價額에 미치지 못하고 있다.

〈表 3〉은 産業別 綜合貸借對照表를 基本資料로 하여 財務構造가 總借入金의 借入源別 構成比에 따라 어떻게 영향을 받는가를 最小自乘法에 의해 回歸分析한 結果이다. 表의 說明變數에서,

δ_{bk}, δ_{fl}, δ_{bd}, δ_0 : 각각 總借入金中 銀行借入, 外國借款, 社債, 기타 借入의 比率(%)

D_s : 製造業의 경우 9個 業種別, 企業規模別 資料中 中小企業「더미」變數(이들 中小企業 1, 기타 0)

〈表 3〉 産業別 自己資本比率의 回歸分析 結果(係數)

從屬變數 / 說明變數	自己資本/(自己資本+負債), %				自己資本/(自己資本+借入金), %			
	帳簿價額		市場價額		帳簿價額		市場價額	
δ_{bk}	.200	.148	.153	.155	.258	.216	.234	.236
δ_{fl}	.339	.398	.422	.406	.343	.390	.425	.406
δ_{bd}	.317*	.418*	.102*	.732	.552*	.632*	.226*	.938
δ_0	.612	.616	.950		.867	.870	1.18	
D_s	—	5.84*	7.93	8.84*	—	4.66*	6.40*	7.43*
R^2	0.120	0.190	0.245	0.189	0.176	0.212	0.233	0.178
σ/μ	8.8/27.7	8.6/27.7	10.9/32.0	11.0/32.0	9.5/35.6	9.5/35.6	12.4/40.3	12.5/40.3

註 : σ/μ=推定方程式의 標準偏差/平均値
*는 係數가 信賴度 95% 水準에서 有意性이 없는 것을 나타냄.

回歸分析의 標本은 9個 産業中 上場企業이 同産業을 代表하기 힘들 것으로 생각되는 水産業과 上場企業이 全無한 不動産業을 제외시키고, 製造業은 9個 業種別, 企業規模別(大企業 및 中小企業)로 分類된 資料로 구성되었으며, 따라서 標本數는 24個이다.

回歸分析 結果를 보면 統計的 有意性이 없는 δ_{bd} 係數를 무시하면,

δ_{bk}係數$<\delta_{fl}$係數$<\delta_0$係數이며, 借入源 構成比가 同一하다 하더라도(統計的 有意性은 높지 않으나 一貫性있게) 中小企業의 自己資本比率이 大企業보다 높은 것으로 나타나고 있다. δ_{bd}의 係數가 특히 市場價額의 自己資本比率 方程式에서 낮은 것은 이 變數가 어떤 産業이 上場企業 혹은 大企業(借入能力이 큰)을 포함하는 정도와 밀접히 관련되어 있기 때문인 것으로 보인다. 中小企業의 自己資本比率이 높은 것은 같은 δ_0라 할지라도 그중 私債의 比重이 높거나 支給不能危險損이 規模의 經濟性을 나타내기 때문인 것으로 보인다. 大企業이 상대적으로 複合企業(conglomerate)의 성격이 크다고 할 것 같으면 投資多邊化에 의한 支給不能危險의 分散效果가 있을 것은 쉽게 예상할 수가 있다.

銀行借入보다 外國借款이 一貫性있게 큰 係數를 보여주고 있는 것은 ①外國借款의 金利補助要素가 銀行借入의 그것보다 작거나 ② 外國借款 導入을 많이 許容받기 위해서는 自己資本의 充實이 하나의 條件이 되고 있기 때문인 것으로 보인다. 名目金利面에서 外國借款은 일반적으로 銀行借入보다 유리하지만 實際로는 導入節次의 複雜性과 時間所要, 導入資本財가 國內的 必要와 반드시 일치하지 않는 데서 오는 浪費, 잠재적으로 상당한 換「리스크」, 供給者信用에 따른 不利한 購入價格 등으로 말미암아 매우 높은 實效金利를 부담해야 하는 경우가 적지 않은 것으로 알려지고 있다.

Ⅲ. 韓國企業의 資本「코스트」

1. 財務構造와 資本「코스트」

한 企業이나 어떤 投資事業에 있어서의 資本「코스트」(cost of capital)는 理論的으로 그와 비슷한 정도의 危險度를 가진 他企業 혹은 他投資事業으로부터 얻을 수 있는 機會收益率이라 할 수 있다. 다시 말하면 그 기업이나 사업이 證券投資家들에게 매력이 있기 위한 最小限의 收益率이라 할 수 있다. 危險度가 클수록 資本「코스트」는 높아지게 된다. 이 資本「코스트」보다 높은 收益率을 얻을 수 있는 投資事業을 가진 기업의 市場價額은 上昇하게 되며 따라서 이러한 投資事業은 추진되어야 할 것이다. 물론 資本이 限定된 기업의 경우에는 資本「코스트」對比 가장 높은 投資收益率을 가진 事業부터 추진되어야 할 것이지만.

「모디글리아니」-「밀러」(Modigliani-Miller, 1963)가 보여준 바와 같이 市場이 完全한 경우 앞으로 每年 一定 收益을 無限定 創出하는 投資事業의 資本「코스트」 ρ는 다음과 같이 표시할 수 있다[3].

3) $V \equiv D+E=\bar{X}/\rho$에다 $E=(\bar{X}-i\cdot D)/k$, 즉 $\bar{X}=i\cdot D+k\cdot E$를 代入하여 導出. 여기서 $\bar{X}$는 投資事業이 매년 계속적으로 創出하는 年間收益.

$$\rho = i \cdot \frac{D}{V} + k \cdot \frac{E}{V} \quad \cdots\cdots (4.1)$$

여기서 i : 負債利子率

k : 自己資本「코스트」

위의 式을 다시 쓰면 自己資本「코스트」 k는 아래와 같이 表示된다.

$$k = \rho + (\rho - i) \cdot D/E \quad \cdots\cdots (4.2)$$

즉, 自己資本「코스트」는 이 投資事業이 완전히 自己資本만으로 추진될 경우의 資本「코스트」(ρ)에다 負債를 調達함에 따른 財務構成上의 危險을 補償하는 收益$(\rho - i) \cdot D/E$으로 構成됨을 보여주고 있다.

式(4.1)에서 借入利子率 水準 i가 직접 資本「코스트」 ρ에 영향을 미치는 것으로 생각하는 것은 잘못이다. 만일 $i < k$라 하여 自己資本 대신 借入을 더한다고 하면 式(4.2)에서 보는 바와 같이 財務構造面의 증대된 危險性을 감안하여 自己資本에 대해 요구되는 「코스트」 k가 그만큼 높아지게 되어 總體的 資本「코스트」는 종전과 변함이 없게 되는 것이다.

그러나 現實의 不完全市場에서 資本「코스트」는 財務構造와 無關할 수가 없다. 借入에 따른 租稅輕減과 支給不能危險 및 일부 借入의 金利補助效果를 고려하면 投資事業의 추진 與否를 결정하는 分岐點이 되는 資本「코스트」 ρ^*와 自己資本「코스트」 k^*는 다음과 같이 된다[4].

$$\rho^* = (1 - t_c) i \cdot \frac{D}{V} + k^* \left(\frac{E - Sub + Def}{V} \right) \quad \cdots\cdots (5.1)$$

$$k^* = \rho^* \left(1 + \frac{Sub - Def}{E'} \right) + (\rho^* - (1 - t_c) i) \times \frac{D}{E'} \quad \cdots\cdots (5.2)$$

但, $E' = E - Sub + Def$

한편, 財務構造의 差異에 따른 資本「코스트」의 변화를 全額 自己資本만에 위해 추진하는 投資事業의 資本「코스트」와 직접 比較하면, 投資事業이 매년 계속 一定 收益을 創出하는 경우 다음과 같이 된다[5].

$$\rho = \left(1 - \frac{t_c D + Sub - Def}{V} \right) \rho_0 \quad \cdots\cdots (6)$$

ρ_0는 投資事業이 완전히 自己資本만으로 조달된다고 할 때의 資本「코스트」이다. 위의 式을 다시 $\rho = \left(\frac{V_0}{V} \right) \rho_0$로 表示하면 쉽게 알 수 있듯이 資本「코스트」를 最小化하는 財務構造는 바로 기업의 市場價額의 極大化를 의미한다.

2. 韓國企業의 資本「코스트」 試算

韓國企業의 평균적인 資本「코스트」는 대략 어떤 수준인가. 投資收益率이 어느 정도 되어야만 借入利子를 支給하고 租稅를 부담하고 株主에게 충분한 收益을 보장함으로써 株價를 上昇하게 할 수 있을까, 어떤 投資事業의 資金調達을 위해 新株를 發行하고 新規借入을 계획한다고 하자. 만일 그 投資收益性이 借入利子의 支給 및 비슷한 危險度를 가진 他企業의 株主들이 받는 만큼의 機會收益率을 보장하지 못할 것으로 投資家들이 생각한다면 既存株主들은 이 투자사업으로 인하여 앞으로 오히려 株當 配當收益이 減少(이 投資事業을 추진하

4) $V \equiv D + E = \bar{X}/\rho^*$에다 一部 社債는 제외하고 債務證書가 流通市場에서 거의 去來되지 않고 있는 現實에서 借入에 따른 租稅輕減, 金利補助要素 및 支給不能危險損은 모두 株主에게 귀속한다고 가정하여
$E = [\bar{X} - (1 - t_c) i \cdot D]/k^* + Sub - Def$
즉, $\bar{X} = k^*(E - Sub + Def) + (1 - t_c) i \cdot D$를 代入하여 導出

5) $V_0 = \bar{X}/\rho_0$와 $V = V_0 + t_c D + Ssb - Def = \bar{X}/\rho$로부터
$\rho V = (V - t_c D - Sub + Def)\rho_0$
따라서 $\rho = (1 - [t_c D + Sub - Def]/V)\rho_0$

지 않는 경우와 비교하여)할 것으로 예상하여 株式을 賣却하려 할 것이기 때문에 株價는 下落할 것이고 株主들은 損失을 입게 된다.

그러므로 株主나 經營陣은 投資事業의 期待收益率이 資本「코스트」를 충분히 「커버」할 수 있는지에 관심을 가지게 되는 것이다. 따라서 이 章에서는 우리나라 기업의 平均的인 資本「코스트」를 推定함으로써 投資事業의 妥當性 分析에 하나의 參考가 되고자 한다.

가. 自己資本「코스트」

式(4.2) 및 (5.2)에서 보는 바와 같이 自己資本「코스트」는 總體的 資本「코스트」와 借入利子率 및 負債/自己資本 比率 등에 따라서 변화한다. 그러나 總體的 資本「코스트」는 먼저 自己資本「코스트」를 推定하지 않고는 알 수가 없다.

1) 配當收益率을 이용한 推定

먼저 理論的인 株價의 決定 方程式에서 출발하자. 현재의 株價 P_0는 다음과 같이 決定되는 것으로 볼 수 있다.

$$P_0=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{(1+k_t)^t} \quad \cdots\cdots (7)$$

여기서 D_t : t期에 期待되는 配當支給額,

k_t : t期의 期待配當을 現在價値로 換算하는 데 있어서 適用되는 割引率

즉, 株價는 앞으로 支給받을 것으로 예상되는 모든 配當金의 흐름을 現在價値로 換算하여 合한 것이라 할 수 있으며, 이 換算過程에서 投資家들이 適用하는 割引率(k)이 바로 自己資本「코스트」인 것이다.

株式市場 全體로 株價가 長期的으로 上昇하는 것은 企業成長과 物價上昇 등의 요인으로 名目配當金 支給이 증가하기 때문이라고 할 수 있다. 그러나 短期的으로 혹은 數年間 株價가 하락할 수도 있는 것은 景氣의 沈滯에 따른 企業利潤의 減少로 配當金支給이 감소할 것으로 豫想되거나 또는 高金利 등으로 割引率 k가 상

〈表 4〉 上場企業의 有無償增資 및 配當推移

(단위 : 10億원)

	總資本金(年末)	無償增資	有償增資(公募除外)	500원 當時價 株當時價 (年末, 원)		配當收益率(%)	年平均株價上昇率(%)
1965	23.2	0.0	0.1	313	503	17.3	−10.9
1966	32.5	0.0	0.4	301	454	15.2	5.6
1967	50.1	16.3	1.3	417	647	13.2	47.9
1968	97.8	22.7	20.3	361	560	11.9	34.3
1969	121.8	12.0	6.0	361	614	13.4	26.1
1970	137.8	3.9	6.2	365	616	17.0	1.3
1971	145.1	3.2	2.1	385	639	18.4	14.8
1972	177.3	6.3	12.9	705	1,173	13.8	60.9
1973	261.5	13.4	33.6	847	1,397	7.4	90.3
1974	392.9	52.3	37.0	682	1,093	13.2	−1.7
1975	663.0	51.2	107.0	718	1,110	13.7	11.1
1976	1,170.2	118.8	196.5	635	907	12.7	22.8
1977	1,520.8	18.7	226.6	780	1,110	14.2	5.6
1978	1,964.1	34.1	314.4	738	977	12.9	31.3

資料 : 韓國證券去來所, 『證券統計年報』, 1978 및 『株式』, 各月分.

승하기 때문이다.

만일 配當金이 每年 100 g % 증가할 것으로 期待되고 k_i가 時間 t에 따라 不變하다고 가정하면 위의 式(7)에서

$$P_0=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t}=\frac{D_0(1+g)}{k-g}\quad(k>g)$$

즉, 配當收益率 $\frac{D_0}{P_0}=\frac{k-g}{1+g}$

혹은 自己資本「코스트」

$$k=(1+g)\frac{D_0}{P_0}+g\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots(8)$$

위에서 보는 바와 같이 自己資本「코스트」를 推定하기 위해서는 株式配當 增加率을 알아야만 한다. 配當의 增加는 株當 配當額의 증가뿐만 아니라 有無償增資를 통한 株式數의 증대를 통해서 이루어지는 바가 크다. 無償株의 分配는 그대로 株式數의 증가가 되고, 額面價로 舊株主에게 配定되는 有償增資에 있어서는 時價의 「프리미엄」率 만큼 株式數가 증가하는 것으로 볼 수 있다. 株當 配當額은 配當收益率(株當配當金／株價)에 株當時價(時價總額／上場株式數)를 乘함으로써 구할 수 있다[6].

즉, 配當增加率은 다음과 같은 方式으로 추정되었다.

配當增加率＝無償增資率＋有償增資率×時價「프리미엄」率＋株當配當增加率

＝[無償增資＋有償增資{(500원當時價/500)－1}]/前年末 總資本金＋株當配當增加率

〈表 4〉를 보면 1971年까지와 그 以後에 500원當 時價가 뚜렷한 差異를 나타내고 있는데, 有償增資 株式의 時價／額面價 比率이 上場株式 전체의 同比率과 동일하다고 가정하고 〈表 4〉의 資料에 기초하여 이 兩期間 중에 있어서의 配當增加率 및 自己資本「코스트」를 구하면 〈表 5〉 및 〈表 6〉과 같다.

〈表 5〉 配當 增加率의 推定

(年間增加率)

	1965～71	1972～77
無償增資率(複利)	14.5%	10.5%
有償增資率(複利, %)	7.8	19.6
×時價「프레미엄」率	×－0.285	×0.456
＝有償增資에 의한 株式數 增加率	－2.2%	8.9%
株當配當增加率	11.7%	0%
合 計(配當增加率)	24.0%	19.4%

資料：韓國證券去來所, 『證券統計年報』, 1978.

〈表 6〉 配當推移를 이용한 自己資本「코스트」 推定

(단위：%)

	1965～71	1972～77	1965～77
配當增加率(g)	24.0	19.4	21.9
配當收益率(D_0/P_0)	15.2	12.5	14.0
自己資本「코스트」(k)	42.8	34.3	38.9

註：式(8)에 의거하여 推定

1965～71年 中에는 年間 配當增加率이 24.0%, 配當收益率이 15.2%로서 自己資本「코스트」는 42.8%로 높게 추정되고 있으며, 1972～77年中에는 配當增加率이 年間 19.4%로 鈍化되고 配當收益率도 12.5%로 낮아져서 自己資本「코스트」는 34.3% 수준인 것으로 나타나고 있다. 全期間(1965～77年)에 걸쳐서 自己資本「코스트」는 38.9%로 추정되었다.

2) 長期的인 株式市場 平均 收益率

가장 간단한 自己資本「코스트」 推定方法으로는 每年의 株式市場 收益率을 長期에 걸쳐 平均하는 것이다. 株式市場은 短期的으로는 매우 變動이 심한 市場이므로 상당히 長期에 걸친 株式收益率을 감안해야 할 것이다. 그러나

6) 그러나 公表되는 配當收益率은 前年度 配當支給額의 今年 株價에 대한 比率이므로 이렇게 하여 얻은 配當額은 前年度의 株當配當額이 됨.

이 방법은 어디까지나 過去의 平均 株式收益率을 가리켜 줄 뿐 그것이 어떻게 결정된 것인가 보여주고 있지 않으므로 未來의 自己資本「코스트」를 算定하는 데에는 어려움이 있다고 하겠다.

株式의 收益率 r_e는 株式의 資本利得(價格上昇, ΔP_0) 및 配當收入(D_0)의 前期 株價에 대한 比率로 構成된다.

$$r_e=\frac{\Delta P_0+D_0}{P_{-1}} \quad \cdots\cdots (9)$$

〈表 4〉가 보여주고 있는 바와 같이 1965~77年에 있어서 年間 平均 株價上昇率($\Delta P_0/P_{-1}$)은 23.7%에 달하였다. 이 期間中 年平均 配當收益率(D_0/P_0)은 14.0%였다. 따라서,

$$\frac{D_0}{P_{-1}}=\frac{D_0}{P_0}\cdot\frac{P_0}{P_{-1}}=14.0\%\times 1.237$$
$$=17.3\%$$

그러므로 平均 株式收益率 혹는 期待收益率을 이용한 自己資本「코스트」 k는

$$k=E(r_e)=E\left(\frac{\Delta P_0}{P_{-1}}\right)+E\left(\frac{D_0}{P_{-1}}\right)$$
$$=23.7+17.3=41.0(\%)$$

로 推定되고 있다.

나. 借入「코스트」

〈表 7〉에서 보는 바와 같이 企業의 負債는 銀行借入, 海外債務, 社債, 기타 借入金, 買入債務, 기타 負債로 구성되어 있다. 이들중 銀行借入 및 기타 公金融機關借入은 國內의 低金利政策에 따라 그 名目金利가 實勢를 反映하지 못하고 있으며, 海外債務의 名目金利는 國際金利에 약간의 「프리미엄」을 加算한 수준에서 유지되고 있다.

그에 반해서 私債는 물론이려니와 社債도

〈表 7〉 主要借入金利(年末)

(단위 : 年利, %)

借入源	1976	1977	1978
銀行			
一般貸出(3年 以內)	17.0	15.0	18.5
輸出金融	8.0	8.0	9.0
短資(銀行支保割引어음)	18.7	19.4	20.7
生命保險(擔保貸出)	22.0	21.0	21.0
相互信用金庫(180日)	28.5	28.5	28.5
私債	41.4	34.1	43.1
會社債	21.7	19.6	2.6

資料 : 韓國銀行, 『經濟統計年報』, 1979 및 韓國銀行 內部資料.

〈表 7〉에는 나타나지 않고 있으나 近來에는 先利子支給 및 때에 따라서는 割引賣出을 통해서 어느 정도 자유롭게(30% 가까운 水準에서) 收益率이 形成되고 있다. 買入債務 및 기타 負債는 明示的인 費用負擔이 없더라도 그 상당분에 대해 높은 暗默的 費用을 지급하지 않으면 안되는 경우가 있다.

外國借款이 供給者信用의 형태로 도입됨에 따른 여러 浪費와 換「리스크」로 인해서 때로는 높은 實效金利를 부담해야 한다는 것은 이미 언급하였다. 名目金利보다 훨씬 높은 實效金利를 甘受해야 하는 것은 公金融機關借入에서도 마찬가지인 경우가 많다. 아래에서는 公金融機關을 통한 가장 代表的인 두가지 類型의 金融去來를 살펴보기로 한다.

1) 銀行貸出에 따른 對應預金殘高(compensating balance) 要求

₩L의 銀行借入을 하는 企業에 대하여 銀行이 ₩$b\cdot L$에 해당하는 銀行預金殘高(compensating balance)를 추가로 보유하도록 함으로써 은행은 실제로 ₩$(1-b)L$의 資金負擔으로 ₩$b\cdot L$의 預金高와 ₩L의 貸出實績을 올릴 수 있다. 이 경우 實效貸出金利를 구하면,

— 純貸出額 : $(1-b)L$

— 貸出收益(借入費用) : $(r_b-b\cdot r_d)L$

r_b는 貸出金利, r_d는 對應預金殘高에 적용되는 預金金利

— 따라서 實效貸出金利 : $\frac{r_b-b\cdot r_d}{1-b}$ …(10)

이 實效貸出金利는 $r_b>r_d$인 한, 즉 銀行金利體系가 逆「마진」이 아닌 한 名目貸出金利 r_b보다 높다. 金利가 낮은 水準에 固定되어 銀行資金에 超過需要가 존재할 때 銀行은 貸出과 관련하여 對應預金殘高를 요구함으로써 總可用資源에 대한 實效貸出收益을 증대시킬 수 있다.

實效貸出金利가 對應預金殘高比率 b의 變化에 따라 어떻게 달라지는가 보기 위하여,

$$\frac{\partial}{\partial b}\left(\frac{r_b-b\cdot r_d}{1-b}\right)=\frac{r_b-r_d}{(1-b)^2}$$

즉, $r_b>r_d$인 한 對應預金殘高 比率을 높일수록 實效貸出金利가 높아지며, 따라서 名目貸出金利 r_b가 固定되어 있는 경우에 그 대신 對應預金殘高比率 b가 自律的인 金利의 역할을 할 수 있을 것이다.

〈表 8〉에서 보는 바와 같이 韓國의 法人企業은 銀行借入規模의 40% 가까운 貯蓄性預金을 보유하고 있다. 그 대부분이 銀行借入에 따른 對應預金殘高의 형태로 보유되고 있다고 보아도 크게 무리가 없을 것이다. 〈表 9〉의 例示에서 볼 수 있듯이, 예컨대 借入額의 50%에 해당하는 對應預金殘高를 通知預金으로 보유한다고 할 때 實效借入金利는 對應預金要求가 없을 경우의 年利 19.0%에서 28.0%로 상승하게 된다.

〈表 8〉 法人의 銀行借入 및 貯蓄性預金

年末	法人의 銀行借入 및 貯蓄性預金(10億원)			總貯蓄性預金中	定期預金中
	借入(A)	貯蓄性預金(B)	B/A(%)	一般法人預金(%)	1年 미만 滿期(%)
1970	513	138	26.9	25.8	19.5
1972	848	252	29.7	27.5	13.8
1974	1,795	467	26.0	31.3	29.4
1976	2,782	934	33.6	40.9	43.1
1977	3,440	1,345	39.1	39.7	46.5
1978	5,236	1,941	37.1	34.4 (7月)	47.2 (7月)

資料 : 韓國銀行, 『韓國의 資金循環』, 1978 및 『貯蓄總覽』, 1978.

〈表 9〉 對應預金殘高 要求에 따른 實效貸出金利의 上昇(例示)

(단위 : 年利, %)

	對應預金殘高 預置計定	
	3個月 滿期 定期預金 (r_d=15%)	通知預金 (r_d=10%)
1. 對應預金 要求 없을 때	r_b=19.0	
2. b=0.3일 때	20.7	22.9
3. b=0.5일 때	23.0	28.0

2) 融資條件附 銀行 혹은 短資預置

金融緊縮에 따라 公金融市場에서 제대로 資金을 조달하기가 어렵게 되자 私債를 구하는 기업이 많아져 私債金利가 上昇하고 그나마 倒産하는 기업의 續出로 信用狀態가 良好한 기업이 아니고서는 私債조차 쓰기가 어렵게 되었다. 이러한 상황에서 融資條件附 銀行貯蓄性預金 혹은 短資預置는 金融機關, 預金者 및 借入企業에게 모두 만족스러운 金融去來로서 그 利用度가 급격히 늘어났다.

이것은 私債業者가 特定企業에 融資條件附로 銀行 定期預金 혹은 通知預金을 들거나 短資會社에 預置를 하고 그 企業으로부터는 私債金利와 銀行預金金利 혹은 短資金利의 差를 裏面決濟 받는 金融機關을 통한 僞裝私債去來이다. 銀行이나 短資會社로부터 貸出을 받는

기업이 對應預置(보통 借入額의 50%에서 때로는 100%에 이르기도 함)—'資金造成'이라 불리우는—要求를 받고 私債業者로 하여금 이 預置를 대신하도록 하고 私債金利와 金融機關預置 利子率의 差를 支給하는 것이다.

이 去來는 銀行의 입장에서는 貸出運用에 있어서 통상적인 對應預金殘高要求와 다를 것이 없다. 借入者와 對應預置者가 同一人이 아니라는 점을 제외하고는. 그러나 바로 이 점이 이 去來의 魅力의 하나이다. 즉, 利子所得에 대해 비교적 높은 稅率(法人稅率)을 적용받는 企業 대신 稅負擔이 적은(銀行 및 短資 利子에 대해 각각 5%와 10%의 分離課稅) 私債業者로 하여금 對應預置를 하도록 하고 兩者間에 裏面決濟하는 것이 유리할 것이다. 아래에서는 이러한 金融去來에 따른 私債業者 및 企業의 利子率을 계산해 보기로 한다.

가) 私債業者

私債利子率을 r_p, 金融機關預置 利子收入에 대한 稅率을 t_d, 法人稅率을 t_c, 銀行 혹은 短資 借入額을 L, 對應預置比率을 b라고 하자.

— 銀行 혹은 短資 預置額 : $b \cdot L$

— 利子收入(稅後)

i) 對銀行 혹은 短資會社 : $r_d(1-t_d)b \cdot L$

ii) 對企業 : $(r_p-r_d)b \cdot L$

合　計 : $(r_p-t_d \cdot r_d)b \cdot L$

— 따라서 稅後利子 收益率 : $r_p-t_d \cdot r_d$ …(11)

즉, 私債利子率 r_p를 거의 전부 받을 수 있으면서($t_d \cdot r_d$는 微微) 私債貸出 全額이 自己名義의 金融機關 預置金으로 안전하게 運用되고 있으므로 危險性이 완전 排除되는 利點이 있다.

나) 借入企業

— 總借入額 : L

— 借入費用

i) 對 銀 行 : $r_b \cdot L$

ii) 對私債業者 : $(r_p-r_d)b \cdot L$

合　計 : $[r_b+b(r_p-r_d)]L$

— 따라서 綜合 借入利子率 : $r_b+b(r_p-r_d)$ …(12.1)

私債借入分에 대해서는 陰性去來이므로 租稅輕減이 없는데 반하여 公金融市場 借入利子率은 法人稅法上 費用으로 看做된다.

— 따라서 稅後 綜合 借入利子率 : $(1-t_c)r_b+b(r_p-r_d)$ …(12.2)

다. 總體的 資本「코스트」

마지막으로 남은 작업은 앞에서 생각해 본 自己資本「코스트」와 借入源別「코스트」를 財務構成에 따라 加重平均함으로써 總體的 資金「코스트」를 추정하는 일이다. 大企業과 中小企業의 資金調達能力 및 行態의 差異를 감안하여 각각의 資本「코스트」를 계산해 보기로 한다. 帳簿價格에 의한 製造業의 企業規模別 財務構造는 〈表 10〉과 같다. 그러나 〈表 10〉의 財務構造는 自己資本을 市場價額으로 再評價하는

〈表 10〉 製造業體의 財務構造(1977年末)

(단위 : 構成比, %)

	大企業	中小企業
負債 및 資本	100.0	100.0
負債合計	78.7	77.7
銀行借入	27.4	37.9
外國借款	14.0	2.9
社債	2.7	0.6
其他借入	4.9	5.9
買入債務	11.8	13.9
其他負債	17.9	16.5
自己資本	21.3	22.3
資本金	14.1	18.0
剩餘金	7.2	4.3

資料 : 韓國銀行, 『企業經營分析』, 1978.

것은 물론이고 負債構成에 있어서도 實物投資事業 推進에 있어서의 진정한 資本「코스트」가 될 수 있도록 再調整하는 것이 필요할 것이다.

첫째, 이미 언급한 바와 같이 銀行借入에 따른 對應預金殘高 유지 요구로 인하여 銀行借入全額이 기업의 利用可能한 資金이 되지 못한다. 따라서 對應預金殘高 比率만큼 銀行借入依存度를 축소시켜야 할 것이다, 여기에서는 大企業의 경우 對應預金殘高 比率이 30%, 中小企業의 경우 40%로 보고 調整하였다.

둘째, 買入債務는 營業上 發生하는 短期的 債務로서보다 長期的인 構造構成計劃과 큰 關聯이 없는 것으로 생각된다. 또한 그 絕對規模보다는 賣出債權을 差減한 純買入債務가 보다 의미있을 것으로 보아 이를 사용하였다.

세째, '기타 債務'는 先受金, 負債性 充當金, 기타 流動 및 固定負債를 포함하고 있는 바, 이 중 많은 부분은 明示的으로나 暗默的으로라도 費用을 부담하지 않는 것이 많으며, 投資事業推進에 직접 寄與하는 것으로 보기 힘든 경우도 많다. '기타 流動負債'(流動負債中 각종 短期借入金, 買入債務 및 先受金 除外)中 關係會社, 株主, 任員 및 從業員으로부터의 短期借入등 일부 項目만이 실질적인 「코스트」를 부담하고 있는 바, 大企業에 대해서는 이 '기타 流動負債'의 1/3, 中小企業에 대해서는 1/2만을 財務構成에 포함시켰다.

이렇게 하여 企業規模別로 財務構成이 정해진 후에는 各資金別로 「코스트」가 適用되어 總體的 資本「코스트」가 算出된다.

① 銀行借入 : 對應預金殘高 要求가 있는 경우의 實効借入金利(=〔$r_b-b\cdot r_d$〕/〔$1-b$〕)는, 市中銀行의 名目貸出金利 平均이 14~15%이므로 大企業에 대해 $r_b=14\%$, $b=0.3$, 中小企業에 대해 $r_b=15\%$, $b=0.4$, 그리고 對應預置計定의 預金金利를 通知預金金利인 10%라고 하면, 大企業의 경우 15.7%, 中小企業의 경우 18.3%가 된다. 法人稅率이 모두 30%라고 가정하면 稅後 借入「코스트」는 각각 11.0%와 12.8%가 된다.

그러나 이미 설명한 것처럼 銀行貸出에는 融資條件附 僞裝私債의 預置에 기초를 둔 貸出이 포함되어 있다. r_b가 大企業 35%, 中小企業 40%라고 하면 이 경우의 稅後 實効借入金利〔$=(1-t_c)r_b+b(r_b-r_d)$〕는 각각 17.3% 및 22.5%가 된다. 企業의 純銀行借入額 중에서 僞裝私債預置와 관련된 貸出은 大企業의 경우 10%, 中小企業의 경우 25%, 나머지는 순수한 對應預金殘高에 기초한 貸出이라고 가정하였다.

② 外國借款 : 外國借款의 名目金利는 10~12%가 보통이지만 여러 浪費와 換「리스크」 등을 감안하여 稅後 借入金利를 年利 10.0% 되는 것으로 가정하였다.

③ 社債 : 社債 收益率이 最近 30% 內外가 되고 있으므로 稅後 借入金利를 21.0%로 보았다.

④ 기타 : 기타 借入金, 純買入債務 및 기타 流動性負債의 一部(大企業 1/3, 中小企業 1/2)에는 非銀行金融機關 借入, 私債借入, 私債와 맞먹는 默示的 費用을 요하는 負債項目 등이 分離하기 어려운 상태로 혼합되어 있다. 私債의 경우 80%가 陰性去來이고 20%만이 陽性去來이며, 陽性去來의 경우에도 金利制限法의 規制로 인하여 稅目的上 年利 25%의 金利로 報告되고, 이에 따라 法人稅 輕減이 이루어진다고 하면 稅後 平均私債金利는 大企業의 경우,

〈表 11〉 製造業體의 企業規模別 資本「코스트」

	大企業		中小企業	
	構成比(%)	稅後「코스트」(年利%)	構成比(%)	稅後「코스트」(年利%)
負債合計	63.9	13.4	54.9	18.9
銀行借入	27.3	11.6	31.6	15.2
(對應預置要求分)	(24.6)	(11.0)	(23.7)	(12.8)
(僞裝私債關聯)	(2.7)	(17.3)	(7.9)	(22.5)
外國借款	19.9	10.0	4.1	10.0
社債	3.8	21.0	0.8	21.0
其他	12.9	20.0	18.4	27.0
自己資本	36.1	34.3	45.1	39.3
總體的 資本「코스트」 稅後		20.9		28.1
總體的 資本「코스트」 稅前		29.9		40.1

$$0.8r_p+0.2(r_p-25t_c)$$
$$=0.8(35)+0.2(35-25(0.3))=33.5\%,$$

中小企業의 경우는,

$$0.8(40)+0.2(40-25(0.3))=38.5\%$$

에 이른다. 非銀行金融機關 借入費用은 이보다 훨씬 낮을 것이므로 '기타' 負債의 稅後 平均「코스트」를 大企業의 경우 20%, 中小企業의 경우 27%가 되는 것으로 보았다.

〈表 11〉은 이와 같은 假定들을 감안한 製造業體의 企業規模別 財務構成과 各 資金源에 대한「코스트」및 이들에 기초하여 算出된 總體的 資本「코스트」를 보여주고 있다[7]. 財務構成에 있어서 自己資本은 市場價額으로 評價된 것으로서 大企業이 36.1%, 中小企業이 45.1%를 占하는 것으로 나타나고 있다.

負債의 稅後「코스트」는 大企業이 年利 13.4%, 中小企業이 18.9%로 算出되었으며, 自己資本「코스트」는 大企業의 경우 〈表 6〉에 推定된 바의 配當推移를 이용한 1972~77年의 自己資本「코스트」年利 34.3%를 적용하였고 中小企業은 이보다 5.0%「포인트」가 높은 39.3%가 되는 것으로 보았다. 이렇게 하여 製造業의 稅後 總體的 資本「코스트」는 大企業이 年 20.9%, 中小企業이 28.1%, 稅前「코스트」로는 각각 年 29.9% 및 40.1%가 되는 것으로 推定되었다.

Ⅳ. 結 論

本稿에서는 韓國의 金融市場 現實에서 企業의 財務構成面의 行態分析과 資本「코스트」의 推定을 試圖하였다. 近代的인 企業金融論理에 기초하여 實物投資事業 分析에 적용할 수 있는 平均的인 資本「코스트」를 계산하는 것이 本稿의 目的이었다. 實物投資의 推進與否를 결정하는 基準은 投資收益率이 株主와 債權者의

7) 現實的인 資本「코스트」의 계산은 式(5.1)에 의존해야 하는 바, 이를 위해서는 自己資本 市場價額中〔*Sub-Def*〕(負債의 金利補助要因과 支給不能危險이 企業價額에 미치는 純效果)의 상대적 크기를 알아야 한다. 負債比率이 크게 높지 않으면서 銀行借入이나 外國借款등 金利補助的 借入에 주로 의존하는 企業일수록〔*Sub-Def*〕의 상대적 중요성이 클 것으로 생각할 수 있으나 여기서는 이를 무시하기로 한다.

綜合 機會收益率인 資本「코스트」보다 높은가 낮은가에 두어져야 하며, 이때 적용되는 自己資本構成 및 自己資本「코스트」는 市場價額에 기초한 株式市場에서의 期待收益率이 되어야 할 것이다.

期待된 바와 같이 銀行借入, 外國借款 등 金利補助的 借入의 惠澤을 많이 받는 기업일수록 負債依存度가 높게 나타나고 있으며, 같은 財務構造를 갖고 있다 하더라도 보다 높은 倒産危險 등의 要因에 의해 中小企業의 自己資本 構成이 높게 나타나고 있다. 公金融機關 貸出 및 外國借款 金利의 低水準 및 公金融市場 借入費用에 대한 租稅輕減으로 인하여 이들의 稅後 借入金利와 私債金利는 현저한 隔差를 보이고 있으며, 따라서 公金融市場 成長의 制約은 물론이려니와 私債가 公金融機關을 통해 仲介되는 등 金融秩序가 교란되고 있다.

中小企業은 外國借款, 社債 등의 調達能力이 미약하여 銀行을 위시한 金融機關借入, 私債 및 自己資本의 依存度가 높은데, 金融機關貸出에 따른 높은 對應預置要求, 不利한 私債金利, 상대적인 危險度를 반영한 높은 自己資本「코스트」로 인하여 大企業에 비해 약 10% 「포인트」 높은 稅前 資本「코스트」를 나타내고 있다. 中小企業의 이같이 높은 資本「코스트」는 이 部門의 投資를 위축시킴으로써 生必品, 流通部門 등의 원활한 供給 및 生産性向上을 저해하여 經濟全般의 安定化를 危脅하는 要因이 되고 있다.

經濟全體의 中小企業 一般은 本分析上의 中小企業 標本「그룹」보다 훨씬 公金融의 惠澤을 받지 못하고 있을 것을 미루어 볼 때 問題의 심각성은 더욱 크다고 하겠다. 制限된 資源의 配分을 보다 效率化하고 所得分配의 向上을 기하기 위해서도 中小企業의 지나치게 不利한 資本「코스트」는 是正되어야 할 것이다. 이를 위해서는 무엇보다도 自律的인 金融市場의 育成이 중요한 課題라 하겠다. 金利가 實勢水準에서 자유로이 결정되도록 하여 公金融市場 規模의 擴大를 꾀함으로써 中小企業의 私債依存脫皮를 誘導하고, 大企業과 中小企業이 보다 公正한 條件에서 均衡있게 成長할 수 있는 風土가 造成되어야 할 것이다.

本稿에서의 資本「코스트」 推定은 資料事情

〈附表 1〉 産業別 自己資本의 市場價額／帳簿價額 比率(1977年末)

	上場企業數	帳簿價格의 (資本金/自己資本) (A)	上場企業 資本金의 (市場價額/帳簿價額) (B)	自己資本의 (市場價額/帳簿價額) (A×B)
水 産 業	4	1.22	0.92	1.13
鑛 業	5	0.85	1.53[1]	1.30
製 造 業	96	0.68	1.80	1.22
電 氣 業	1	0.66	1.06	0.70
建 設 業	26	0.48	4.83	2.32
都小賣·宿泊業	28	0.64	1.92	1.23
運輸·倉庫業	12	0.61	2.39	1.46
不 動 産 業	0	0.61	—	—
서 비 스 業	4	0.67	1.56	1.05

註：1) 大韓重石 除外

으로 인하여 극히 初步的인 데에 머물렀으며 誤差의 範圍가 작지 않을 것으로 보인다. 特定 投資事業의 妥當性檢討를 위해서는 個別企業 財務資料의 分析에 기초하여 投資事業의 危險度와 資本構成을 동시에 고려한 資本「코스트」의 算定이 필요할 것이다.

〈附表 2〉 製造業體 規模別 自己資本 市場價額／帳簿價額 比率(1977年末)

	上場企業 資本金의 (市場價額/帳簿價額) (B)	大企業		中小企業	
		帳簿價格의 (資本金/自己資本) (A′)	自己資本의 (市場價額/帳簿價額) (B×A′)	帳簿價格의 (資本金/自己資本) (A″)	自己資本의 (市場價額/帳簿價額) (B×A″)
飮·食料品	1.28	0.60	0.77	0.70	0.89
纖維·衣服	1.23	0.74	0.91	0.86	1.05
製材·家具	1.36	0.94	1.28	1.15	1.57
종이·印刷	1.10	0.70	0.77	0.76	0.84
石油·化學	1.78	0.67	1.19	0.69	1.23
非金屬鑛物	2.14	0.56	1.20	0.75	1.61
1次金屬	2.08	0.58	1.20	0.72	1.49
金屬·機械	2.49	0.68	1.70	0.51	1.27
기타	1.80[1]	0.69	1.24	0.81	1.46

註：1) 製造業 全體의 平均 比率

〈附表 3〉 製造業 業種別 自己資本 比率(1977年末)

(단위：%)

業種	企業規模	〔自己資本+負債[1]〕對比		〔自己資本+借入金〕對比	
		帳簿價額	市場價額	帳簿價額	市場價額
飮·食料品	大	23.3	18.9	32.9	27.4
	中小	24.1	22.1	39.8	37.1
纖維·衣服	大	17.5	16.1	23.8	22.0
	中小	15.7	16.4	20.8	21.6
製材·家具	大	17.2	21.0	23.6	28.4
	中小	13.7	19.9	15.5	22.3
종이·印刷	大	30.0	24.8	32.3	26.9
	中小	36.2	32.4	42.4	38.2
石油·化學	大	30.2	34.1	37.9	42.1
	中小	37.5	42.5	42.1	47.2
非金屬鑛物	大	27.3	30.9	33.4	37.4
	中小	43.4	55.2	55.0	66.2
1次金屬	大	25.0	28.7	29.8	33.9
	中小	32.5	41.9	40.9	50.9
金屬·機械	大	25.1	36.3	30.2	42.5
	中小	29.6	47.9	36.9	56.1
기타	大	19.3	22.9	28.6	33.3
	中小	23.8	31.2	34.0	42.7

註：1) 負債中 買入債務는 賣出債權을 差減한 純買入債務

▷ 參 考 文 獻 ◁

東洋證券, 『投資分析(1978)』, 1979.

서울經濟新聞, 1977. 12.

韓國銀行, 『經濟統計年報』, 1979.

_____, 『企業經營分析』, 1978.

_____, 『貯蓄總覽』, 1978.

_____, 『韓國의 資金循環』, 1978.

韓國證券去來所, 『株式』, 各月分.

_____, 『證券統計年報』, 1978.

Fama, E. and M. Miller, *The Theory of Finance,* New York: Holt, Rinehart and Winston, 1972.

Farrar, D.E. and L.L. Selwyn, "Taxes, Corporate Financial Policy and the Return to Investors," and Myers, S.C., Comment, *National Tax Journal,* Vol. 20, No.4 (December 1967), pp.442~462.

Linter, J., "Security Prices, Risk and Maximum Gains from Diversification," *Journal of Finance,* Vol.20, No.4. (December 1965), pp.587~616.

Modigliani, F. and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review,* Vol. 48, No.3(June 1958), pp. 261~297.

_____, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review,* Vol. 53, No. 3 (June 1963), pp.433~443.

Sharpe, W.F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance,* Vol.19, No.3(September 1964), pp.425 ~442.

Stiglitz, J., "A Reexamination of the Modigliani-Miller Theory," *American Economic Review,* Vol. 59, No.5 (December 1969), pp.639~655.