

# 韓國企業財務構造 現況과 金融 및 稅制改革의 必要性

金 應 漢\*

## 〈目 次〉

- I. 序論
- II. 資本費用과 道德的 危害(Moral Hazard) 問題
- III. 實證的 分析
- IV. 財務構造의 脆弱要因
- V. 財務構造 改善 方案과 그것이  
企業投資에 미치는 영향
- VI. 要約 및 結論  
參考文獻

## I. 序 論

한국기업들이 他人資本에 지나치게 의존하고 있다는 것은 경제학자, 정책수립자, 그리고 기업가들간의 共通關心事 中の 하나이다. 기업의 他人資本依存度가 과다하게 높고 이것이 한국경제에 惡影響을 미치고 있다는 데 대해서는 대체적으로 의견을 같이 하고 있다. 그러나 일본기업도 他人資本依存度가 높다는 점을 들어 한국기업의 他人資本依存度가 그렇게 과도한 것만은 아니라고 주장하는 사람들도 있다. 이들은 負債의 平均費用이 自己資本費用보다 낮다는 점을 지적하면서 일본기업은 많은 부채를 사용하여 資本費用을 낮춤으로써 세계시장에서 競爭優位를 갖게 되었다고 주장하고 있다.

\* 미시간 대학교 경영학과. 이 論文은 1985년 1월 KDI 방문시 행한 연구가 계기가 되어 시작된 것으로 원래는 英語로 쓰여진 것을 서울大學校 김영진 教授가 한글로 翻譯해 준 것이다. 英語로 쓰여진 原文은 韓國經濟學會의 「第2次 國際韓國人經濟學者學術大會」(1986. 8. 18~19) 全体會議에서 발표되었다.

먼저 韓國企業의 財務構造에 관한 수많은 討論을 통해 나의 견해를 정리하는데 도움을 많이 준 KDI 이영기 博士에게 깊은 감사를 표한다. 또한 도움이 된 의견을 제시해 준 서울大 김영진 教授와 美미시간大 Stanley Kon 教授에게 사의를 표한다. 미시간大의 김상범, David Sauer 및 Sarabjeet Seth 조교와 KDI의 김명균씨는 資料蒐集과 컴퓨터작업에 있어 큰 도움을 주었다. 특히 김명균씨는 이 原稿作成에도 많은 도움을 주었다.

本稿에서는 이러한 주장을 理論 및 實證의 根據에서 反駁하고자 한다. 第2章에서는 資本費用을 낮추기는 커녕 오히려 과다한 부채의 사용은 자금 사정이 곤란할 경우 기업으로 하여금 長期的인 收益性을 포기하고 순수한 投機目的의 투자를 조장하는 이른바 道德的 危害(moral hazard) 문제를 야기시킨다는 것을 보이도록 하겠다. 이러한 주장은 현대재무관리론에 근거를 두고 있으며 기업의 과다한 부채사용에 대해 일반적으로 갖고 있는 거부감의 이유를 설명해 준다.

第3章에서는 1979년부터 1985년까지 韓國證券去來所에 上場된 法人(金融業 제외)의 平均自己資本比率(自己資本/總資本)을 제시하고 이를 일본과 미국기업의 自己資本比率과 비교하였다. 비교결과는 自己資本比率이 帳簿價額을 기준으로 산출될 경우 미국기업이 가장 높고 그 다음은 일본기업, 한국기업의 순이다. 미국기업과 일본기업간의 차이는 일본기업과 한국기업간의 차이보다 훨씬 크다. 그러나 帳簿價額을 기준으로 국가간 비교를 할 경우 오해를 불러 일으킬 素地가 있다. 왜냐하면 일본의 경우 帳簿價額은 실제가치에 비하여 過小評價되어 있는 반면 한국의 경우에는 帳簿價額이 실제가치에 비해 過大評價되어 있기 때문이다. 그 원인은 일본기업의 경우 제2차대전 이후 대부분의 자산들에 대해 資産再評價를 하지 않은 반면 한국기업의 경우는 빈번한 자산재평가를 해 왔다는 데 있다. 특히 중요한 점은 한국의 경우 與信管理制度에서 은행의 대출이 帳簿價額에 기준을 둔 負債比率을 고려하여 결정되기 때문에 실제가치가 帳簿價額보다 작은 기업은 자산재평가를 하지않고 실제가치가 帳簿價額보다 높은 기업들만 자산재평가를 해왔다. 帳簿價額을 기준으로 할 경우 생기는 이러한 문제점을 해결하기 위해 自己資本의 市場價值를 기준으로 하여 자료를 분석해 보았다. 市場價值를 기준으로 하여 계산할 경우 한국기업은 일본기업에 비해 훨씬 낮은 自己資本比率을 보이고 있으며 또한 일본기업의 自己資本比率은 미국기업의 경우보다 낮지 않음을 보여주고 있다. 즉 1977~85년의 9년간 한국기업의 平均自己資本比率은 15.8%이었던 반면 일본기업과 미국기업의 平均自己資本比率은 40~50% 사이를 보이고 있다. 한국기업의 財務構造는 1979년과 1980년 사이에 극도로 脆弱하게 되었으며 1979년 이래 平均自己資本比率은 13%를 넘지 못했다.

한국의 자료를 좀 더 자세히 살펴보면 自己資本比率과 기업의 規模間에는 매우 有意의인 逆의 關係가 있음을 보여준다. 특히 대기업들의 財務構造가 가장 나빴으며 실질적으로는 0에 가까운 自己資本比率을 보이는 대기업도 꽤 많았다. 예를 들어 1985년 韓國證券去來所에 上場된 30大 法人(金融業 제외) 중 15개기업의 自己資本比率이 5.76% 이하였으며 3%를 넘지않는 기업도 8개나 되었다.

第4章에서는 한국기업들이 많은 부채를 보유하게 된 經濟的 理由들을 밝혀 보고자 하였다. 그 이유로는 물론 과거 성장위주의 산업정책과 外債依存度를 들 수 있지만 그 밖에도 중요한 3가지 요인을 제시할 수 있다. 첫째 요인으로 정부가 과거에 대기업에게 수많은 救濟金融을 해 주었다는 것을 들 수 있는데 이러한 救濟金融은 經濟적으로 자립할 수 없는 기업들의 수명만 연장시키는 결과를 초래했다. 이러한 救濟金融措置는 대기업으로 하여금 잘못되면 救濟金融이 있을 것이라는 기대를 하게 하여 無責任한 投機를 조장했으며 동시에 이미 금융 및 조세정책에서 조성된 타인자본 의존의 유인요소를 더욱 확대하는 결과를 초래했다.

둘째 요인은 設備投資에 대한 補助金의인 低金利 貸出과 은행에서 부과할 수 있는 利率 및 支給保證料의 上限이다. 실제로 이러한 上限은 債務不履行 危險이 높은 기업에게 暗示的인 利率補助를 제공하는 것이다. 이와 같이 明示的 내지 暗示的 利率補助는 기업으로 하여금 타인자본사용을 극대화하게 하는 유인을 제공해 주고 있다.

또한 중요한 요인이라고 할 수 있는 셋째 요인은 기업이나 개인의 입장에서 稅制上 自己資本에 비해 타인자본이 보다 유리하게 취급되어진다는 점이다. 稅制로 인해 타인자본사용은 촉진되었고 資本市場의 성장은 억제되었다.

기업이 그들의 財務構造를 개선하도록 하기 위해서는 이상에서 제시된 요인들을 제거하거나 그것의 영향을 줄이기 위한 과감한 改革이 필요하다. 第5章에서는 과다한 타인자본비용에 대한 유인들을 감소시키기 위해 필요한 개선책을 개략적으로 나열하고 이들이 기업의 투자 및 경제에 미칠 영향에 대해 살펴보고자 한다. 마지막 章에서는 지금까지의 내용을 要約하고 結論짓고자 한다.

## II. 資本費用과 道德的 危害(Moral Hazard) 問題

### 1. 負債依存도와 資本費用

他人資本費用이 自己資本費用에 비해 낮기 때문에 他人資本을 보다 많이 사용하면 資本費用이 낮아진다는 생각은 근본적으로 잘못된 것이다. 自己資本으로부터 기대되는 수익이 他人資本으로부터 기대되는 수익보다 더 위험하기 때문에 自己資本費用이 더 높은 것이며 두 비용간의 차이는 투자자로 하여금 普通株를 보유하게끔 하기 위해 필요로 하는 危險프리미엄이다. 만약 기업이 타인자본을 많이 사용하면 自己資本으로부터

기대되는 수익의 위험은 더 높아지게 되어 自己資本費用은 증가하게 될 것이다. 이러한 自己資本費用은 낮은 他人資本費用을 相殺시킬 것이다. 資本費用은 他人資本費用과 自己資本費用의 加重平均이기 때문에 타인자본을 많이 사용한다고 해서 반드시 資本費用이 작아지지는 않을 것이다. Modigliani & Miller(MM) 는 그들의 유명한 1958년 논문에서 財務構造의 변동은 기업의 全體資本費用에 영향을 미치지 않는다는 것을 보여주고 있다.

이어진 MM 定理의 확장에서 Kraus & Litzenberger(1973), DeAngelo & Masulis(1980), Modigliani(1982), 그리고 本人[Kim, (1978), (1982), (1986)] 등은 기업의 最的資本構造가 존재하며 資本費用은 最的資本構造에서 최소화된다는 것을 보여주고 있다. 따라서 과도하게 他人資本을 사용함으로써 最的資本構造이상으로 부채를 사용하면 資本費用은 증가하게 될 것이다.

## 2. 脆弱한 財務構造가 기업의 투자결정에 미치는 逆效果

과도한 負債依存度는 資本費用을 증가시킬 뿐만 아니라 기업의 투자결정에도 惡影響을 미친다. Jensen & Meckling(1976)은 많은부채를 사용하는 기업은 金融梗塞(financial distress)에 처할 경우 안전한 投資案 보다 위험한 投資案을 選好하게 된다는 것을 보여주고 있다. 이와 같은 위험에 대한 선호로 인하여 기업이 眞의 기대수익을 갖는 위험한 投資案을 받아 들이게 될 수도 있다. 즉 과도한 타인자본사용은 기업이 投資案의 經濟的 價値보다는 投機的 내지 賭博的 側面에 優先權을 두게 하는 잘못된 유인을 제공해 준다.

이러한 잘못된 유인은 株式會社의 有限責任에 기인한다. 有限責任은 株主의 上向 潛在力에 대해서는 제한을 두지 않으면서 下向危險(down-side risk)에 대해서는 0으로 제한해 준다. 기업이 타인자본에 크게 의존하고 있는 기업이 金融梗塞에 처하게 된 경우에는 投資案의 기대수익이 투자를 정당화시키지 못한다고 하더라도 위험이 큰 投資案을 채택하는 것은 株主의 利害와 附合되는 경우가 있다. 이것은 투기에서 실패하면 잃는 것이 거의 없으나 투기에서 성공하면 그로부터 얻을 수 있는 것은 크기 때문이다.

Myers(1977)는 타인자본을 많이 사용하는 기업이 金融梗塞에 처할 경우 投資案이 너무 안전하다면 수익성이 높다고 하더라도 그 投資案을 기각하는 것이 株主의 利害와 附合되는 경우가 있다는 것을 보이고 있다. 이의 논리를 설명하기 위해 正의 純現

價(Net Present Value)를 갖는 수익성은 매우 높으나 위험이 작은 投資案을 생각해 보자. 분명히 金融梗塞에 처해 있지 않은 기업이라면 이 投資案을 채택하여야만 하고 또한 채택될 것이다. 그러나 기업이 金融梗塞에 처해 있어서 債務不履行可能性이 높아 현존해 있는 부채에 적용되는 할인율이 높다면 株主들은 이러한 投資案을 채택하는 것이 그들의 利害와 相置되는 경우를 발견할 수 있다. 이것은 채권자가 株主에 비해 기업의 현금흐름에 대한 優先權을 갖고 있기 때문이다. 즉 채권자들은 債務不履行 危險의 감소로 인해 이 投資案으로부터의 수익의 대부분을 차지할 수 있기 때문이다. 그러나 이 投資案에 대한 댓가를 치르는 것은 바로 株主들이다. 債權者의 債務를 지불한 후 남은 부분의 가치가 투자에 필요한 支出을 초과하지 않는 投資案을 채택하는 것은 株主에게 가치가 없는 것일 것이다. 예를 들어 債務不履行可能性을 낮춤으로써 생기는 既存負債의 價值增加가 投資案의 純現價보다 크게 하는 投資案은 株主의 持分減少를 의미한다. 왜냐하면 價值保存의 定理(Value Conservation Theorem)에 의해 株主와 債權者의 請求權의 價值가 변화한 것을 합치면 그 값은 投資案의 純現價와 같기 때문이다.

本人과 Andrew Chen이 같이 쓴 論文(1979)에서 위험한 負債의 存在로 인하여 金融梗塞에 처한 기업이 負의 純現價를 갖는 投資案을 채택하고 正의 純現價를 갖는 안전한 投資案은 기각하게 되는가를 보다 엄밀하게 이론적으로 다루어 보았다. 이러한 歪曲된 투자결정은 기업과 경제에 犧牲을 가져오는 것이다. 經濟學에서는 이를 道德的 危害(Moral Hazard) 問題라 하며 現代財務理論에서는 負債의 代理費用 (Agency Cost)이라고 한다.

道德的 危害問題로 인하여 선택되는 잘못된 투자는 기업이 건전한 財務構造를 갖고 있고 金融梗塞에 처해 있지 않은 경우에는 발생하지 않는다. 危險을 위해 수익성을 희생하는 것이 株主의 利害와 附合될 수 있는 경우는 기업이 他人資本에 크게 의존하고 있으며 金融梗塞에 처해있을 때 뿐이다. 수익성이 낮으면 이익이 감소하며 따라서 財務構造를 더욱 악화시킨다. 이는 다시 道德的 危害問題를 더욱 가중시킨다. 즉 他人資本에 크게 의존하는 회사는 일시적 低收益性에 의해 資金梗塞에 처하게 되면 궁극적으로는 倒産하게 될 惡循環에 빠지게 된다.

한국기업의 상당수가 이러한 惡循環에 빠져 있거나 빠지고 있는 것으로 판단된다. 타인자본을 많이 사용하는 기업은 수익성이 높은 長期投資보다 投機에 더 관심을 갖고 있다고 비난받곤 한다. 이러한 비난이 사실이라면 기업행동의 많은 부분이 과도한 타인자본의존으로 인하여 나타나는 道德的 危害問題로 설명될 수 있을 것이다.

### Ⅲ. 實證的 分析

韓國企業部門에서 얼마나 타인자본을 사용하고 있는가를 조사하기 위해 1977년부터 1985년까지 證券去來所에 성장된 법인(금융업체외)의 自己資本比率[自己資本/(自己資本+他人資本)]을 계산해 보았다. 新規上場, 上場廢止, 合併, 倒産, 그리고 不完全한 情報로 인해 표본크기는 最低 274개(1977년)부터 最高 293개(1980년)까지 다양하다.

自己資本比率을 계산할 때 自己資本의 크기를 계산하기 위해 두가지의 기준치를 사용하였다. 하나는 帳簿價額을 기준으로 한 것이며 다른 하나는 市場價値를 기준으로 한 것이다. 自己資本의 市場價値는 회계년도말의 株式數에 그 해의 平均株價를 곱한 값으로 定義한다. 기업부문전체의 財務構造를 파악하는 것이 목적이기 때문에 먼저 각 기업의 가치에 따라 加重하여 平均을 계산하였다.

〈표-1〉에 한국기업의 加重平均自己資本比率이 나타나 있다. 또한 같은 표에 일본과 미국기업의 平均自己資本比率이 표시되어 있는데 이것은 1977~81년까지 기간에 대해 Michel & Shaked(1985)가 미국의 130개 제조기업과 이에 대응되는 일본의 130개 기업을 대상으로 單純平均에 의해 계산한 것이다.<sup>1)</sup>

〈표-1〉의 처음 세列은 帳簿價額基準의 平均自己資本比率을 나타내고 있다. 이를 살펴보면 1977년에 한국과 일본의 平均自己資本比率은 거의 같은 것으로 나타났으며 시간이 지남에 따라 한국의 平均自己資本比率은 일본의 경우보다 낮아지고 있다. 또 일본과 미국을 비교해 볼 때, 1977~1981년 동안 일본은 미국보다 負債依存度가 훨씬 높았다.

그러나 帳簿價額基準의 自己資本比率은 誤解의 여지가 있다. 이는 기업의 미래수익에 대한 성과를 반영하는 것이 아니라 取得原價를 반영한다. 올바른 自己資本比率은 기업의 미래수익의 現在價値인 기업의 實質價値에 기준을 두어야 한다. 일본에서

1) Michel & Shaked는 마·일본의 自己資本比率 計算을 위해 10개의 산업으로부터 각각 13개 기업을 추출하였음. 두사람이 계산한 마·일본의 自己資本比率은 單純平均에 의한 것이고 한국의 경우는 加重平均에 의한 比率임. 따라서 비교의 容易를 위해 본인은 보다 많은 標本數를 이용하여 加重平均基準 自己資本比率을 계산하여 〈表2〉에 제시하였음

帳簿價額은 2차 대전 이후 대부분의 기업자산들이 재평가 되어지지 않았기 때문에 實質價値에 비해 過小評價되는 경향이 있다. 결론적으로 일본의 帳簿價額基準 自己資本比率은 實質自己資本比率보다 낮게 계산된 것이다.

반면 한국기업들은 그들의 자산에 대해 많은 再評價를 하여 왔다. 한국의 與信管理制度에 의한 대출정책은 기업의 帳簿價額에 기준을 둔 負債率에 따라 실시해 왔다. 과거 人爲的으로 낮게 책정된 銀行利率下에서 이러한 與信管理制度는 실질가치가 帳簿價額을 초과하는 기업들로 하여금 자산을 재평가하도록 유도했다. 그러나 동시에 실질가치가 장부가액보다 적은 기업들은 자산을 재평가하지 않았다. 이 때문에 한국기업들의 平均帳簿價額은 平均實質價値를 過大評價하고 있어 帳簿價額에 기준을 둔 自己資本比率은 實質自己資本比率을 過大評價하고 있다고 볼 수 있다.

實質自己資本比率을 보다 정확히 계산하기 위해 株式의 時價資料를 사용했다. 株價는 기업의 미래수익에 대한 시장의 기대치를 반영한다. 시장의 기대치가 偏倚가 없

〈表-1〉 韓・日・美의 平均 自己資本比率

(단위: %)

	帳 簿 價 額 基 準			市 場 價 値 基 準		
	韓 國*	日 本**	美 國**	韓 國*	日 本**	美 國**
1977	29.7	27.6	48.1	27.7	40.6	43.1
1978	22.3	28.5	46.3	28.2	47.1	42.4
1979	21.6	29.1	46.6	17.4	44.1	44.9
1980	17.3	30.1	46.5	11.0	45.4	49.4
1981	18.1	31.7	47.1	11.3	43.8	46.6
1982	19.2	N / A	N / A	10.2	N / A	N / A
1983	19.8	N / A	N / A	11.2	N / A	N / A
1984	19.9	N / A	N / A	12.4	N / A	N / A
1985	N / A	N / A	N / A	12.8	N / A	N / A
평 균	21.0	29.4	46.9	15.8	44.2	45.3

\* 韓國證券去來所의 모든 資料를 가진 上場會社(金融業 제외)의 加重平均 自己資本比率

표본수는 1977년 최저 274개부터 1980년 최고 293개임.

\*\* 미국은 130개 제조업 기업(金融業 제외), 일본은 미국과 대응되는 130 기업(금융업제외)의 단순평균 자기자본비율임. Michel & Shacked(1985) 참조.

다면, 時價에 기준을 둔 自己資本比率은 實質自己資本比率의 不偏推定値라 할 수 있다. 〈表-1〉의 마지막 세列은 時價에 기준을 둔 平均自己資本比率을 나타낸다. 이 결과는 帳簿價額을 사용한 平均自己資本比率과 매우 대조적이다. 市場價値로 평가하면 일본의 平均自己資本比率은 크게 높아져 미국의 경우와 큰 차이가 없다. 이 사실은 일본 기업들의 負債依存度가 높다는 일반적인 인식과는 相反된다. 일본의 경우와는 달리 한국의 平均自己資本比率은 자가자본의 時價가 사용될 경우 많이 감소된다.

한국에 있어 市場價値를 기준으로 한 平均自己資本比率을 살펴 보면 財務構造가 1979년과 1980년에 급격히 부실해져서 그 이후 개선이 거의 이루어지지 않았다는 것을 알 수 있다. 이러한 사실에 대한 하나의 이유는 1979년 「오일 쇼크」와 그에 따른 불황 동안의 低收益에서 찾을 수 있다(1980년에 한국 실질 GNP는 負의 성장을 하였다). 그러나 「오일 쇼크」는 미국 경제에도 역시 매우 나쁜 영향을 주었다. 하지만 일본의 실질 GNP성장율은 하락하지 않으면서 「오일 쇼크」를 극복하였다. 따라서 만약 「오일 쇼크」와 그에 따른 不況이 1979년과 1980년에 한국의 平均自己資本比率 下落을 설명해 줄 수 있다면, 미국에 있어서도 이와 유사한 自己資本比率 下落이 관찰되어야 한다.

미국 기업들에 대한 보다 완전한 자료를 제공하기 위하여 筆者는 1977~1984년까지 COMPUSTAT File에 포함되어 있는 모든 法人(금융업체외)에 대한 加重平均(value-weighted)에 의한 自己資本比率과 單純平均(equally-weighted)에 의한 自己資本比率을 계산했다.<sup>2)</sup> 본 표본기업들이 〈表-1〉에서 살펴 본 기업보다 훨씬 더 미국 기업을 대표한다고 볼 수 있다. 標本 크기는 최저수준 1,674個(1977년)로부터 최고수준 1,874個(1983년)까지 이다. 〈表-2〉의 처음 네列은 한국과 미국의 市場價値基準의 加重平均 自己資本比率을 나타내고 있다. 본 자료는 1979년 「오일 쇼크」이후 계속된 불황이 미국 기업들의 自己資本比率에 아무런 영향도 미치지 않았다는 것을 보여 준다.

2) REIT(Real Estate Investment Trusts)와 같은 부동산 관련 기업들은 금융기관과 극히 비슷하기에 이 표본에서 제외시켰음. COMPUSTAT File에 內藏되어 있는 資料중 이 연구시설에서 이용가능한 가장 마지막 연도의 資料가 1984年度의 것이기 때문에 標本期間은 1984년까지로 한정하였음. 自己資本比率을 계산하는데 있어 優先株은 분모와 분자에서 모두 제외했음. 왜냐하면 이는 負債와 自己資本의 성격을 동시에 가진 複合證券(hybrid securities)이기 때문임. 優先株의 제외가 나타난 결과에 실질적인 영향을 미치는지의 여부를 검토하기 위하여, 먼저 優先株을 株式으로 보고 平均比率을 산출해 보고 다음에는 會社債로 보고 平均比率을 산출해 보았으나 각 경우에 있어서 自己資本比率은 아무런 質의差異를 가져다 주는 결과를 초래하지 않았고 약 1% 정도의 변화만이 있었음.



이러한 사실로 1979년과 80년에 한국기업의 自己資本比率의 급격한 하락은 한국 경제만이 가지고 있는 독특한 요인에 의한 것이라는 사실을 나타낸다.

自己資本比率의 하락은 1979년과 80년에 한국 기업이 지불한 높은 配當과 관련이 있을 수도 있다. 同期間동안 年平均配當收益率은 15.75%였다. 이것이 1976~1978년 동안의 配當收益率(平均:13.3%)보다 많이 높지 않을지라도 이는 미국의 年平均 配當收益率보다는 훨씬 높은 것이다. 筆者와 Kenneth Eades, Patrick Hess(1984, 1985)의 共同著述에서 나타난 결과의 하나는 지난 20年 동안의 미국 普通株에 대한 年平均配當收益率은 단지 4%정도에 불과했다는 사실이다.

〈表-2〉韓國과 美國의 平均自己資本比率(市場價值基準)

(단위: 개, %)

	企業數*	加重平均 自己資本比率			單純平均 自己資本比率	
		한 국	企業數**	미 국	한 국	미 국
1977	274	27.65	1,674	48.62	30.13	46.45
1978	275	28.17	1,700	44.76	29.56	44.74
1979	290	17.41	1,728	43.73	20.57	45.91
1980	293	10.98	1,755	45.73	14.00	48.49
1981	281	11.34	1,796	45.04	14.25	48.82
1982	281	10.23	1,856	44.79	14.03	49.27
1983	275	11.24	1,874	48.15	15.02	51.90
1984	284	12.40	1,820	48.37	17.82	51.54
1985	282	12.82	N/A	N/A	18.43	N/A
평균	282	15.80	1,775	46.15	19.31	48.39

\* 韓國證券去來所의 모든 資料를 가진 上場會社(금융업 제외)

\*\* 모든 資料를 가진 COMPUSTAT에 포함된 會社(금융업 제외)

한국 기업의 높은 配當率은 利益留保가 적었다는 사실을 의미하며 이는 自己資本比率이 낮아지는 것을 의미한다. 1983년에 정부는 主去來銀行制度를 통해 배당을 줄이도록 기업에 압력을 가하기 시작하였으며 이에 따라 기업의 배당도 급격히 줄었다. 즉 최근 3년간(1983~1985년) 年平均 配當收益率은 4.9%로 떨어졌다. 하지만 〈표-2〉에서 同期間의 加重平均 自己資本比率은 약간 증가하는 데 그쳤다.

〈表-2〉의 마지막 2個列은 한국과 미국의 單純平均 自己資本比率을 나타낸다. 이

比率을 加重平均 自己資本比率들과 비교해 보면 財務構造에 있어서 橫斷面 變動(cross-sectional variation)에 대한 흥미있는 사실을 얻을 수 있다. 1977~1985년 사이 한국의 單純平均比率은 加重平均比率보다 일관성 있게 높았다. 大企業들은 單純平均比率에 비해 加重平均比率에 있어 더 많이 加重되므로 이 차이는 규모가 큰 기업은 부채를 더 많이 사용하고 있다는 사실을 나타낸다.

1983~1985년 사이 한국의 單純平均比率은 加重平均比率에 있어서 보다는 재무구조 개선이 어느 정도 이루어지고 있다는 사실을 나타낸다. 다시 말해서 1983년에 主去來銀行制度를 통한 정부의 配當統制가 小企業에는 財務構造를 개선하는데 어느 정도 효과를 보였으나 大企業의 경우는 그렇지 못하다는 것을 알 수 있다.

이 추측을 보다 면밀히 검토하기 위하여 한국기업을 크기에 따라 十等分하였다. 〈表-3〉은 1977~1985년간 각 等分位에 속하는 기업들의 單純平均 自己資本比率을 나타내는데 매년 기업의 규모가 클수록 平均自己資本比率이 낮아진다는 것을 보여준다. 특히 上位 20%의 대기업(decile 9와 10)은 극히 낮은 自己資本比率을 보이고 있어 1980~1985년의 이 기업들에 대한 平均自己資本比率은 단지 9.5%에 불과하다. 더구나 上位 10% 기업들은 財務構造上 아무런 개선의 징후가 보이지 않는 반면 나머지 기

〈表-3〉 韓國上場法人(金融業제외)의 規模別\* 단순평균 자기자본비율

(단위: %)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1 (下位10%)	43.889	36.081	32.115	22.811	21.603	23.249	26.057	25.811	27.544
2	33.387	32.441	26.083	17.650	17.915	19.409	18.324	23.366	25.590
3	29.210	29.510	22.032	16.634	19.291	16.927	16.239	18.736	22.792
4	28.338	27.019	22.127	15.206	13.867	12.057	16.781	21.338	17.295
5	29.564	26.140	24.139	15.819	11.871	12.861	13.855	18.123	19.478
6	34.679	35.380	13.368	9.070	13.463	13.836	13.701	18.106	20.279
7	27.594	29.174	17.781	13.738	11.706	11.076	12.063	15.930	15.302
8	28.451	28.099	17.163	9.739	12.651	13.678	15.020	17.429	15.079
9	22.454	21.646	13.506	10.294	9.297	7.829	8.435	10.080	10.567
10 (上位10%)	23.971	29.946	17.366	9.153	10.617	9.033	9.759	9.399	9.960
Total	30.129	29.562	20.572	14.003	14.254	14.028	15.018	17.821	18.426

\* 전체 상장법인(금융업 제외)을 규모가 작은 순서로 10등분하여 등위 측정

업들은 1983년이나 1984년부터 財務構造上 개선을 보여주고 있다. 1983년에 실시된 정부의 配當抑制政策이 上位 10% 기업을 제외하고는 대다수의 기업들에게 어느 정도의 플러스의 영향을 미쳤다고 볼 수 있다.

上位 10%以外の 기업들의 財務構造의 차이를 살펴보기 위해 <表-4>에 上位 10%의 기업들과 나머지 기업들을 분류하여 그 중에서 5% 미만의 自己資本比率을 가진 기업들의 비중을 표시하였다. 이 결과는 다소 놀랄만한 것이었다. 표에 의하면 1980~1985년까지 上位 10%의 기업들의 29%, 나머지 기업들의 11%가 5% 미만의 自己資本比率을 보이고 있다. 그리고 이 추세는 점점 더 악화되어 1985년에 上位 10%의 기업들 중에서 41%가 自己資本比率이 5% 미만이고 나머지 기업들은 단지 6%만이 이처럼 낮은 比率을 보이고 있다.

마지막으로 負債依存度와 企業規模의 관계를 다음과 같은 回歸方程式으로 검토해 보았다.

$$\text{自己資本比率}_i = a + b \cdot \ln(\text{規模}_i) + e_i$$

여기서 規模  $i$ 는 기업  $i$ 의 總資本이다.

<表-5>는 한국과 미국에 대한 回歸結果를 나타낸다. 예측했던 대로 한국 기업에 있어 기업 규모와 自己資本比率의 관계는 심한 負의 관계를 보여 8개년은 0.0001 보다 더 낮은 수준에서 有意하며 나머지 1년은 0.07 수준에서 有意하다. 미국에서도 역시 負의 관계를 보이고 있어 8개년중 6개년에 0.04 이상의 수준에서 有意한 것으로 나타났다. 그러나 規模의 回歸係數의 크기는 한국 기업이 미국 기업보다 훨씬 더 크다. 더 나아가 두 표본 사이의 決定係數( $R^2$ )의 커다란 차이는 기업의 규모가 미국 기업의 自己資本比率의 변동보다 한국 기업의 自己資本比率이 변동을 훨씬 더 많이 설명해 준다는 것을 나타낸다. 따라서 규모가 財務構造에 미치는 영향이 한국 기업의 경우가 미국 기업의 경우보다 훨씬 더 컸다는 결론이 내려진다.

#### IV. 財務構造의 脆弱要因

앞 절에서 제시된 결과에 의하면 한국 기업의 財務構造는 독특하며 과다한 負債依存度는 한국 특유의 요인에 의한 것이라는 것을 알 수 있다. 이 章에서는 한국 기업의 과다한 負債依存度の 원인을 한국 경제의 構造的 特質에서 규명해 보기로 한다.

〈表 - 4〉 上位 10% 기업과 나머지 90% 기업에 있어서  
自己資本比率이 5% 미만인 기업의 比重

(단위: 개, %)

	전체 상장법인		上位 10% 기업	上位 10% 이외의 기업
	企業數*	比 重		
1977	274	1.46	0.	1.69
1978	275	2.18	0.	2.43
1979	290	2.07	10.34	1.15
1980	293	11.95	30.00	9.89
1981	281	14.23	25.00	13.04
1982	281	15.30	21.43	14.62
1983	275	10.91	17.86	10.12
1984	284	13.03	37.93	10.20
1985	282	9.57	41.38	5.93

\* 한국증권거래소의 모든 자료를 가진 상장법인 (금융업 제외)

〈表 - 5〉 韓國과 美國企業 (금융업 제외)의 自己資本比率과 企業規模와의 關係\*  
自己資本比率 =  $a + b \cdot \ln(\text{企業規模}) + e_i$

	韓 國				美 國			
	企業數	a	b	R <sup>2</sup>	企業數	a	b	R <sup>2</sup>
1977	274	67.415 (7.944)	- 3.9491 (- 4.425)	.06714	1674	45.187 (30.515)	.25658 (.940)	.00053
1978	275	46.037 (5.155)	- 1.6787 (- 1.858)	.01249	1700	46.267 (31.433)	- .33055 (- 1.238)	.00090
1979	290	60.587 (9.124)	- 4.0013 (- 6.066)	.11329	1728	48.896 (32.096)	- .67107 (- 2.493)	.00359
1980	293	46.240 (7.833)	- 3.1416 (- 5.497)	.09408	1755	51.673 (31.103)	- .60378 (- 2.115)	.00255
1981	281	41.522 (7.077)	- 2.6098 (- 4.679)	.07276	1796	52.453 (31.287)	- .75676 (- 2.665)	.00394
1982	281	47.893 (7.965)	- 3.2122 (- 5.671)	.10334	1856	55.966 (34.267)	- 1.1928 (- 4.3242)	.00999
1983	275	50.156 (8.761)	- 3.2842 (- 6.178)	.12265	1874	58.531 (35.447)	- 1.0868 (- 3.976)	.00837
1984	284	57.978 (9.368)	- 3.6855 (- 6.529)	.13132	1820	55.900 (33.861)	.75609 (- 2.812)	.00433
1985	282	66.291 (10.796)	- 4.3434 (- 7.845)	.18017	N/A	N/A	N/A	N/A

( )은 t값임.

## 1. 대기업에 대한 救濟金融(Bail-out)

과거의 不實大企業에 대한 정부의 救濟金融은 한국 기업의 國際的 名聲의 保護뿐만 아니라 失業者 발생의 억제를 위하여 행해졌다. 이러한 救濟金融은 經濟的 自立이 곤란한 많은 기업들을 延命시켜 왔다. 기업의 가치는 미래수익의 現在價值이므로 이 기업들은 낮은 自己資本價值를 가지며 따라서 취약한 財務構造를 갖게 되는 것이다.

과거의 빈번한 救濟金融은 대기업들로 하여금 支給不能狀態에 처한 경우 救濟金融을 받을 수 있다는 기대를 갖게 하였다. 이러한 기대는 그들 사업의 下向危機(down-side risk)을 0이상으로 하게 하였고 第2節에서 설명한 道德的 危害(Moral Hazard) 問題를 더욱 심화시켰다. 道德的 危害의 근원은 소유자의 下向危險이 0이하가 되지 않도록 하는 기업의 有限責任制度에 있다는 것은 지적되었다. 下向危險이 0이상으로 상승될 때 道德的 危害問題가 훨씬 더 증가한다. 따라서 金融梗塞에 처한 대기업들의 이익은 훨씬 더 낮아질 것이며 이것은 낮은 利益留保와 脆弱한 財務構造의 惡循環을 가져온다.

企業救濟金融과 이에 대한 기대는 대기업으로 하여금 그들의 資本費用보다 낮은 가격으로 자금조달을 가능하게 하였다. 이것은 차입에 대한 稅制上的 혜택과 더불어 대기업의 차입을 극대화시켰다. 다음에서 한국의 금융부문이 어떻게 위험한 기업들로 하여금 그들의 資本費用보다 낮은 가격으로 자금조달을 가능하게 했는가 하는 문제와 한국의 稅制가 自己資本보다 부채를 선호하게 하는 원인을 살펴볼 것이다.

## 2. 利子補助와 非價格的 與信割當

### (1) 人爲的으로 낮게 책정된 利率

특정산업을 육성하기 위하여 정부는 市場機構에 개입하거나 해당산업의 시설투자에 필요한 자금을 낮은 利率로 제공해 주었다. 시설투자촉진을 위한 利子補助의 有效性에 대해서는 論難의 여지가 매우 많다(V-2節참조). 다만 한가지 분명한 것은 그러한 利子補助는 기업의 財務構造를 악화시키는 데는 큰 역할을 해 왔다는 것이다.

### (2) 利率 上限과 은행 대출

破産危險이 높은 기업들은 非價格的 與信割當에 의해 다른 종류의 보조를 받는다. 이러한 보조형태는 暗示的인 것이고 은행이 破産危險을 충분히 반영한 利率을 부과하지 못함으로써 생겨난다. 최근 정부는 은행의 差等利率 적용을 허용했으나 그 허용된 범위가 너무 작아 破産危險의 差異를 적절히 반영할 수 없다. 與信割當이 非價格的으로 이루어질 때 利率에 대한 上限으로 인해 국내은행들은 資本費用 보다 낮은 期待收益率로 대출하는 경우가 많다.

예를 들어, 대출에 대한 이자가 최소한 10%가 돼야 損益分岐점에 도달할 수 있는 은행을 생각해 보자. 또 기업은 5%의 倒産確率을 갖고 있다고 하고, 倒産될 경우 은행은 대출액의 20%만 회수가능하다고 가정하자. 만약 은행이 利子率을 자유로이 설정할 수 있다면 은행은 적어도  $[(1+.1)-(.)(.05)] / (1-.05) - 1 = 14.7\%$ <sup>3)</sup> 利子率을 요구할 것이다. 만약 이 利子率이 은행에게 허용된 利子率 上限을 초과한다면 이 은행은 당연히 貸出要請을 거부할 것이다. 그러나 은행은 대출을 해야만하고 은행이 부과할 수 있는 最大利子率은 11.5%라 하자. 이 約定된 利子率下에서 기업이 은행에 대해 지불하리라고 期待되는 利子率은 다음과 같다.

$$(1+.115)(.95) + (.2)(.05) - 1 = 6.925\%$$

따라서 貸出 1원에 대해 은행은 3.075%의 損失을 보게 된다. 즉 기업은 은행으로부터 3.075%의 暗示的인 利子補助를 받는 것이 된다.

### (3) 支給保証料(Loan Guarantee Fee)의 上限

支給保証料의 上限은 利子率의 上限이 갖는 효과와 동일한 효과를 갖는다. 예를 들어 기업이 은행대출 대신에 지급보증을 요구해 왔다고 하자. 支給保証節次上的 비용을 무시하면 은행 損益分岐의 최소한의 保証料는  $(1-.02)(.05) / (1-.05) = 4.2\%$  이다.<sup>4)</sup> 그러나 보증수수료에 대한 上限이 1.5%이고 은행은 지급보증을 해야 한다고 가정하자. 그러면 은행은 보증 1원에 대해  $.015(1-.05) - (1-.2)(.5) = -2.575\%$ 를 잃게 된다.

요컨대 與信의 非價格的 割當과 더불어 利子率이나 支給保証料의 上限設定은 위험이 높은 기업들이 資本機會費用以下の 期待利子率로 자금을 얻을 수 있도록 함으로써 그들에게 暗示的인 利子補助金을 지급하게 된다. 이는 위험한 기업들이 가능한 한 자금을 많이 차입하려는 유인을 제공한다.

3)  $R =$  借入者의 破産危險을 반영하는 約定利子率

$P =$  破産確率

$d =$  破産時 回收可能部分 비중

$R_{be} =$  銀行 損益分岐의 平均期待收益率

은행의 損益分岐의 約定利子率  $R$ 은

$$R = [(1 + R_{be}) P * d] / (1 - P) - 1$$

4)  $g$ 를 차입에 대한 支給保証料라고 하자. 만약 보증기업이 파산하지 않는다면 은행은  $g$ 를 벌고, 만약 기업이 파산한다면 은행은  $(1-g)$ 만큼 잃게 됨(符號의 定意에 대해서는 脚註 3참조). 따라서 은행의 損益分岐를 위해서는  $g$ 는 다음 방정식에 만족해야만 함.

$$g(1 - P) = (1 - d) P$$

$$g = (1 - d) p / (1 - p)$$

### 3. 法人 및 個人所得稅制

稅制는 위에서 지적한 利子補助制度에 못지 않게 한국기업으로 하여금 취약한 財務構造를 갖게 하였다. 法人稅制度는 기업으로 하여금 더 많은 차입을 하도록 유도하였고 個人稅制度는 투자자들로 하여금 普通株 보다는 負債證券(debt securities)을 더 선호하게 만들었다. 따라서 稅制는 自己資本(equity capital)에 대한 공급과 수요를 동시에 감소시켰으며 그 결과 證券市場의 발전을 저해하였던 것이다. 필요한 自己資本을 공급해 주는 證券市場의 발전없이는 企業財務構造를 개선시키기는 어려울 것이다.

#### (1) 法人의 支給利子에 대한 損費處理制度

법인이 지급하는 利子額에 대해서는 損費處理가 인정되나 株主의 所得에 대해서는 損費處理가 허용되지 않는다. 이자에 대한 損費處理는 부채에 대한 稅後費用을 저렴하게 한다. 이러한 自己資本과 부채에 대한 不公平한 稅制는 기업부채에 대한 稅制上的 利點을 가져다 준다. 다만 이러한 稅制惠澤은 한국뿐만 아니라 미국에서도 인정되고 있으며 따라서 법인들의 관점에서는 차이가 없다. 두 나라 稅制의 차이는 個人稅制面에 있다.

#### (2) 利子所得 및 株式所得에 대한 個人稅制

미국에서는 株式投資受益의 1/3은 配當이며 나머지는 資本利得(capital gain)이다.<sup>5)</sup> 이자나 배당은 공히 一般所得稅率로 課稅되는 반면 資本利得에 대해서는 證券을 賣却하였을 때에만 일반소득세율의 40%에 해당하는 세율을 적용하고 있다. 또한 資本利得에 대한 세금은 延期할 수 있기 때문에 貨幣의 時間的 價値를 고려하면 實效稅率은 일반세율의 40%보다도 더 적게 된다고 볼 수 있다. 더군다나 투자자가 죽을 때까지 株式를 매각하지 않거나 非課稅機關에 贈與할 경우에는 세금이 부과되지 않기 때문에 實效稅率은 0이 된다. 따라서 配當稅率과 資本利得稅率의 加重平均인 株式 個人稅率은 利子所得稅率보다 작게 된다. 이것은 負債證券을 갖는 것보다 株式를 더 선호하게 하는 결과를 가져오게 한다. 부채에 대한 個人稅制上的 불이익은 부채에 대한 수요를 감소시키게 되어 부채의 가격을 하락시키게 된다. 부채의 가격이 낮다는 것은 수익율이 높다는 것을 의미하며 결국 부채의 稅前費用이 높아야 한다는 것을 의미한다.

負債市場의 균형에 대한 個人稅制의 영향을 분석하기 위해 Miller(1977)는 부채가

5) 普通株 및 債券의 收益率(1926~1984년)은 *Stocks, Bonds, Bill, and Inflation: 1985 Year Book* 參照.

위험이 없다고 가정하였다. Miller는 個人稅制上의 불이익으로 인한 負債費用上昇은 기업의 利子損費處理制度에서 오는 부채의 稅金惠澤效果를 相殺시킨다는 것을 보였 다. Miller 모델을 더욱 확장하면서 DeAngelo와 Maslis(1980), 필자(1982, 1986), Ross(1985)는 다음과 같은 점을 지적한 바 있다. 기업수익이 매우 低調하여 세금효과를 享有하지 못하게 되는 점과 부채사용과 관계된 비용들(破産費用, Moral Hazard Problems, 契約費用 등)을 기업의 負債發行過程에 감안시키면 부채에 대한 공급은 Miller의 결론보다 감소되게 된다. 공급이 작아지면 부채의 가격은 높아지며 따라서 Miller의 균형보다는 부채에 대한 稅前費用이 낮게 된다. 따라서 이러한 이론들은 부채에 대한 稅金惠澤效果가 個人稅制를 감안하면 많이 감소되나 역시 稅制上으로 부채가 자기자본보다 유리하다는 것을 보여주고 있다.

한국의 法人稅制에서는 미국의 경우 같은 相殺效果를 찾아볼 수 없다. 지난 10년간(1976~1985) 한국증권거래소에 상장된 법인들은 年平均 10.4%의 배당을 지급했으며 平均 6.0%의 株價上昇이 있었다. 비록 한국에서는 資本利得은 非課稅되고 있지만 배당은 70%까지의 高稅率이 적용된다(防衛稅 및 住民稅 포함). 높은 배당율을 감안해 볼때 부유한 투자자들이 주식으로부터 얻은 소득에 대한 平均稅率은 이자소득에 대한 實效稅率보다 상당히 높은 것이다. 이자소득에 대해서는 1985년 1월 현재 源泉課稅, 防衛 및 住民稅를 모두 포함하여 13%에 불과하다. 따라서 미국의 경우와는 다르게 한국상장기업의 大株主 및 非上場企業의 株主는 주식보다 예금이나 負債證券에 투자할 경우 개인세면에 훨씬 유리한 것이다.

한국과 미국의 기업財務構造에 대한 稅制의 차이점을 비교하기 위하여 1985년 1월 현재 미국과 한국에서 법인 및 개인소득에 대해 최고의 세율을 적용받는 투자자를 예로들어 살펴보기로 하자. 또한 지난 10년간 주식으로부터의 소득중 配當所得과 資本利得의 구성비가 매년 일정했다고 가정하자. 이러한 가정에 입각해서 <表-6>은 한국과 미국에서 기업이 1원의 稅前利益에 대해 법인세 및 개인소득세를 모두 공제한 후 최종적으로 남은 금액이 각각 얼마인가를 보여주고 있다. 한국에서 그 1원이 주주에게 갈 때는 .34원만이 남으며, 債權者에게 갈 때는 .87원이 남게 된다. 따라서 負債證券에 비해 주식의 稅金惠澤效果는  $(.34 - .87) / .87 = -.61$ 이다. 다른 말로 하면 주식에 비해 부채에 대한 세금혜택은 61%나 많다는 결론이 내려진다. 미국에서는 그 1원이 주주에게 갈 때 .42원이 남으며 채권자에게는 .50원이 남았다. 따라서 주식의 부채증권에 대한 세금혜택효과는  $(.42 - .50) / .50 = -.16$ 이다. 즉 주식에 비해 부채에 대한 세금혜택은 16%가 많다는 결론이 내려진다. 기업은 最適資本構造를 결정할 때 부채의 세금효과와 金融硬塞(financial distress)을 비교하여 결정한다. 바꿔말하면 기업은 부채의



세금효과와 限界利益과 재무적 곤경의 限界費用이 동일할 때까지 차입을 할 것이다. 필자는 1982년에 最適條件에 대한 정확한 定意를 도출했으며 1986년 논문에서 그것을 좀 더 일반화한 바 있다.<sup>6)</sup>

〈表-6〉負債와 自己資本의 稅制效果 比較

	韓 國	美 國
法人稅率 : $t_c$ -----	.40	.46
利子所得稅率 : $t_i$ -----	.13	.50
配當所得稅率 : $t_d$ -----	.70	.50
미래 資本利得稅의 現在價值 : $t_g$ -----	0	.10
株式所得 中 配當所得 比重 : $x_d$ -----	.63	.33
平均株式所得稅率 : $t_{ps} = t_d * X_d + t_g(1 - X_d)$ -----	.44	.23
주주의 法人·個人所得稅後 收益 : $(1 - t_c)(1 - t_{ps})$ -----	.34	.42
이자의 所得稅後 收益 : $(1 - t_i)$ -----	.87	.50
自己資本에 比한 부채의 減稅效果 : $[(1 - t_i) - (1 - t_c)(1 - t_{ps})] / (1 - t_i)$ -----	.61	.16

註) 最高限界所得稅率은 1985년 1월 기준

• 미래 資本利得稅의 현재가치가 자본이득세의 1/2이라고 가정. 즉  $50\% (.40) / 2 = 10\%$ .

• Miller(1977) 또는 Kim(1982) 참조.

한국의 경우 부채의 限界稅金效果는 미국의 경우와 비교하면 거의 4배(.61/.16)에 달한다. 그것은 한국기업의 最適資本構造는 부채의 비중이 훨씬 크다는 것을 의미한다. 특히 대기업이 支給不能狀態에 處해도 정책적인 이유로 救濟될 수 있다는 가능성을 증권시장에서 인정하게 되는 경우 대기업일수록 차입의 依存度를 더욱 높게 하는 결과를 가져오게 되는 것이다. 政策的 救濟의 가능성이 높다는 것은 負債依存度에 비해 支給不能의 가능성이 작다는 것을 의미하는 것이다. 따라서 기업이 부채를 많이 사용함으로써 나빠지는 財務構造에 상응하는 높은 利率을 지불하지 않아도 되게 된다. 이렇게 부채의존도를 견제할 수 있는 요소가 救濟金融政策 및 利率과 支給保證料의 上限制度로 인해 없어지는 것을 간주할 때 한국기업의 財務構造脆弱은 조금도 놀라운 사실이 아니다.

6) 最適財務構造에 대한 본 논문을 뒷받침하는 實證分析에 대해서는 Bradley Jarrell and Kim (1984) 및 Buser and Hess(1986) 참조.

## (3) 紙上配當稅

과거에 주식보다 부채를 선호하게 하는 또 하나의 이유로서는 非上場企業의 留保利益에 대해 배당된 것으로 간주하여 課稅하는 制度를 들 수 있다. 이러한 稅制는 非上場企業들로 하여금 利益留保를 감소시키며 더욱 부채에 의존하게 만드는 것이다. 정부에서는 이러한 점을 우려하여 紙上配當稅를 폐지할 계획으로 있다.

## V. 財務構造 改善方案과 그것이 企業投資에 미치는 영향

앞에서 필자는 한국기업의 負債依存性向에 대한 세가지 요인을 언급하였다. 本節에서는 그러한 性向을 바꿀 수 있는 개선방안을 제시하려 한다. 그러나 그러한 개선방안이 기업의 투자욕을 감소시켜 大量 失業事態를惹起시킨다면 오히려 得보다 失이 클지도 모른다. 따라서 本節에서는 그러한 개선안이 기업투자에 미치는 영향도 살펴볼 것이다.

## 1. 대기업의 救濟金融에 대한 期待 斷絶

대기업의 財務構造改善을 위해서는 救濟金融에 대한 기대를 斷絶해야 한다. 이를 위해서 정부는 아무리 큰 기업이라도 市場原理에 違反되는 特惠를 주지 않는다는 意志를 보여야 할 것이다. 그러면 대기업들도 自己資本확충을 위해 노력하게 될 것이고 그 결과 道德的 危害問題도 감소될 것이며 따라서 기업투자행태에 좋은 영향을 미치게 될 것이다.

대기업의 破産이 대량실업을 惹起할 것이라는 우려는 생각과 같이 심각한 것은 아니다. 만약 破産할 기업이 最惡의 사태에 직면하기 전에 合理的으로 整理만 된다면 이익이 있는 부문은 다른 기업이 인수함에 따라 실업은 발생되지 않을 것이다. 이익이 없는 부문은 閉鎖될 것이며 그것은 국가전체 자원의 最適配分에 도움을 줄 것이고 장기적으로 보면 고용증가를 가져올 것이다. 1986년 筆者와 John Schatzberg가 共同執筆한 논문에서는 미국에서 自發적으로 解散한 기업의 경우 34% 정도 기업의 가치가 증가되었다는 것이 밝혀졌다. 그러한 현상은 解散된 기업의 자원이 더 효율적인 부문으로 轉換된 데에 基因한 것이다.

## 2. 利子補助制度의 폐지

人爲的인 낮은 수준의 대출이자는 정상적인 기업에게 明示的으로 利子補助를 해주는 것이 되며 利子率 및 保證料의 上限은 危險企業에 대해 默示的으로 利子補助를

해주는 것이라고 볼 수 있다. 이러한 利子補助는 財務構造改善을 위해서 반드시 제거되어야 한다. 利子補助가 기업의 資本費用을 낮추어 설비투자를 증가시키며 그 결과 고용을 증대시킬 것이라는 견해들이 있다. 그러나 기업의 資本費用이 보조에 의해서 낮아지게 되면 기업들로 하여금 수익율이 낮은 설비투자보다는 수익율이 높은 投機資産에 투자하게 하는 유인을 제공하게 되는 것이다. 그 결과 利子補助는 설비투자를 증가시키는 데 실패할 것이며 投機資産(예를 들면 金融資産이나 不動産)에 대한 투자는 증가할 것이다. 이러한 投機資産에 대한 투자는 고용증대에 도움을 줄 수 없는 것이다. 이런 점을 증명하기 위해 전형적인 기업의 투자결정의 과정을 나타내는(圖-1)을 살펴 보기로 하자.

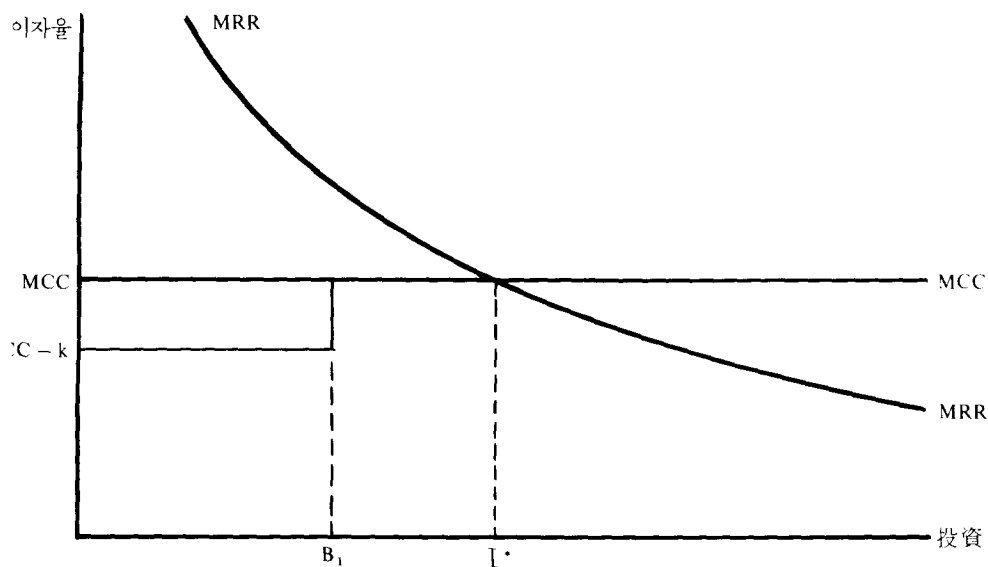
(圖-1)은 자본의 限界費用曲線(MCC)과 資本의 限界收益率曲線(MRR)을 나타내고 있다. 기업의 규모가 자본시장규모보다 극소하면 그 기업은 price taker가 됨으로써 자본의 限界費用은 일정하며 설비투자로부터의 限界收益率 曲線은 右下向하는 형태를 갖고 있다고 가정하자. 이러한 경우 利子補助가 없다면 기업은 자본의 限界費用과 限界收益率이 동일한  $I^*$  점까지 투자할 것이다.

이때 기업이  $k$ 만큼의 利子補助가 있는 대출을  $B_1$  만큼 받았다고 가정하자. 그러면 그 기업의 資本費用은  $B_1$  점까지는  $k$ 만큼 낮아지게 될 것이다. 만약  $B_1$  이  $I^*$  점보다 적다면  $I^*$ 에서의 限界資本費用에 영향을 주지 않을 것이며 그 결과 투자를 증가시키지 못할 것이다. 利子補助는 기업의 설비투자수준을 증가시키지는 못하면서 그 기업소유자에게  $k \cdot B$ 만큼의 利得을 가져다 줄 뿐이다.

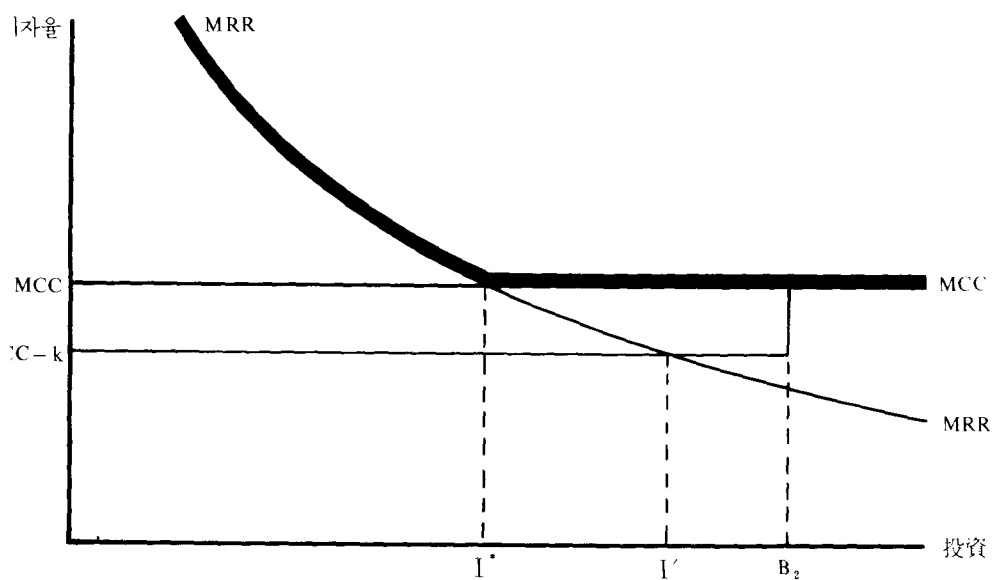
(圖-2)는 利子補助가 있는 貸出이  $I^*$ 보다 큰  $B_2$ 인 경우를 나타내고 있다. 이 경우에 있어서도 기업은 투자수준을 늘리지는 않을 것이다. 資本費用은 기업소유주의 機會費用인 것이며 따라서 限界資本費用曲線은 기업소유주가 부동산이나 금융자산에 투자할 때의 投資機會集合을 의미하기도 하는 것이다. 결과적으로 기업소유주의 最適投資決定은  $I^*$ 점까지는 설비투자를 하고 나머지는 부동산이나 금융자산에 투자하는 것이다. 그 결과 投資曲線은 (圖-2)에서 굵게 표시된 線인 것이다. 따라서 利子補助는 설비투자를 증가 시키지 못하고 단지 企業所有主의 富만 증가시키는 결과를 초래하게 되는 것이다.

만약 이 경우 설비투자수준을  $I^*$  이상으로 확대하여  $I'$ 점까지 증가시키고자 한다면 정부에서는 利子補助를 주는 대신 기업들이 다른 데에 투자하는 것을 막고 오직 설비투자만을 하도록 強要·監視하여야 하는 것이다. 그러나 기업의 투자과정을 監視한다는 것은 매우 어려운 일이다. 利子補助를 통하여 설비투자를 증가시키려는 정책은 다음의 두 가지 조건이 동시에 先行되어야 實效를 거둘 수 있다. (1) 기업의 資本費用보

〈圖-1〉特惠金融이 設備投資에 미치는 영향 :  $B_1 < I^*$  인 경우



〈圖-2〉特惠金融이 設備投資에 미치는 영향 :  $B_2 > I^*$  인 경우



다 낮은 수익율을 가진 특정한 설비에만 대출한 자금이 쓰일 수 있다는 조건아래서 (2) 貸出金の 執行을 완전히 監視할 수 있다. 첫번째 조건은 기업이 僞裝을 통하여 특정 설비에 대한 투자를 적게 하고 投機資産에 대한 투자증자를 助長하고 두번째 조건은 情報技術上의 制約으로 實現하기가 불가능할 것이다. 그것이 가능하다고 하더라도 監視費用이 莫大하게 들어갈 것이다. 더군다나 이러한 두가지의 조건은 企業과 監視當局과의 談合을 가져오게 될 가능성이 크다. 따라서 利子補助는 설비투자를 증가시키지 못하고 不作用만 초래하는 제도라고 할 수 있다.

### 3. 부채에 대한 稅制上 惠澤의 縮小

한국기업의 財務構造를 개선시키는 효과적인 방법은 부채에 대한 稅制上의 惠澤을 축소하는 것이다. 稅制上의 惠澤은 이자지급에 대한 稅金控除때문에 기업수준에서 우선 나타나며, 또한 大株主들이 주식으로부터의 소득보다 이자소득에 더 낮은 有效稅率을 적용받기 때문에 개인차원에서 더 확대되어 나타난다. 부채의 稅制上 惠澤의 축소는 大株主들이 주식을 소유할 때 個人稅 面에서 불리한 것을 줄이고 기업의 이자지급에 대한 稅金控除를 축소함에 의해 달성될 수 있다.

#### (1) 特定 企業利子에 대한 損費處理 不認定

기업수준에서 이루어질 수 있는 몇가지 대안을 보면 다음과 같다.

- 1) 配當金 지급에 대한 稅金控除 허용
- 2) 이자지급에 대한 稅金控除를 금지
- 3) 總利子支給중 一定比率에 대한 稅金控除를 금지
- 4) 최소한의 自己資本 比率을 규정하고 未達部分의 利子에 대한 稅金控除 금지

첫번째 代案은 기업이 과도하게 배당금을 지불하게 함으로써 利益留保가 감소되어 財務構造를 더욱 脆弱化시킬 우려가 있으므로 바람직스럽지 못하다. 현재의 代案을 보면 上場法人에 대해서 배당에 비해 利益留保를 보다 유리하게 취급하여 上場法人이 이익을 留保해 자본을 축적할 중요한 誘因을 제공한다. 배당에 대해 稅金控除를 허용하는 것은 이익을 留保할 유인을 없애 결과적으로는 훨씬 더 脆弱한 財務構造를 誘發할 것이다.

나머지 3가지 代案은 기업의 이자로 인한 減稅(tax shields)를 축소시키기 위해 考案되었다는 점에서 유사하다. 이러한 대안들은 모든 기업으로부터의 總稅金收入이 변하지 않도록 法人稅率을 동시에 낮춘다면 기업투자에 中立的 效果가 있을 것이다. 法人稅率을 동시에 인하하지 않는다면 이자지급에 대한 稅金控除의 축소는 기업투자에 逆

效果를 가져 올 것이다. 왜냐하면 이자지급에 대한 税金控除를 부분적으로 인정하지 않는다면 이는 부채의 稅後費用을 증가시킬 것이며 따라서 資本費用을 증가시키기 때문이다. 資本費用에 대한 이러한 증가를 相殺시키기 위해서는 동시에 법인세율은 낮추어 기업에 대한 稅後 현금흐름을 증가시켜야만 한다.

## (2) 大株主가 株式投資로써 오는 個人稅上의 不利點 제거

大株主의 株式所有에 따른 個人稅制上 불리한 점을 제거하기 위해서는 配當金의 最高稅率을 낮추고 利子所得에 대한 最高稅率을 높여야 한다. 또한 필요한 個人稅率 변화의 크기는 기업수준에서 이루어진 변화에 따라 결정되어야 한다.

法人稅 制度의 변화는 부채와 自己資本에 대한 相對的인 供給에 영향을 미치는 반면, 個人稅 制度의 변화는 相對的인 需要에 영향을 미친다. 법인세와 개인세의 稅制改革은 供給曲線과 需要曲線을 移動시키므로 기업투자에 대한 結合效果를 면밀히 분석한 후에야 이루어져야 한다. 政策決定者가 어떤 稅制改革을 결정하든지 중요한 것은 稅制變化가 總稅金收入과 이에 따른 기업투자에 中立的인 影響을 미치도록 해야 한다.

## VI. 要約 및 結論

본 논문은 한국기업의 財務構造의 현황과 他人資本依存度가 높은 이유를 이론적으로 설명하고 財務構造改革의 필요성을 지적하면서, 과도한 부채사용에 대한 유인을 줄일 수 있는 一連의 구체적인 변화를 概括하고 있다. 또한 財務構造改革이 기업의 實物投資에 미칠 수 있는 영향도 검토하고 있다.

한국의 財務構造를 적절한 방법에 의해 계산하면 全上場法人의 平均自己資本比率은 과거 6년간(1980~1985) 13%를 상회한 경우가 없다. 이러한 사실은 미국과 일본의 平均 自己資本比率이 49~50% 범위내에 있다는 사실과는 극히 對照的인 現象이다.

더욱 우려되는 사실은 大企業의 財務構造가 보다 더욱 脆弱하다는 것이다. 1980~1985년 사이의 上位 20%의 대기업 平均自己資本比率은 9.5%에 불과하고, 이들을 除外한 全體企業의 平均은 17.1%이었다. 대다수의 대기업들이 사실상 自己資本을 거의 보유하고 있지 않다. 1980~1985년 사이 上位 10%의 대기업중 29%가 5% 미만의 自己資本比率을 보유하고 있었는데 이러한 현상은 점점 더 심화되어 가고 있는 경향이 있다. 1984년과 1985년에는 上位 10%의 대기업중 40%나 5%미만의 自己資本比率을 보이고 있다. 가장 놀라운 것은 1985년에 韓國證券去來所에 상장된 30대 대

기업중 3% 미만의 自己資本比率을 유지하고 있는 기업이 8개나 된다는 사실이다.

이와 같이 기업의 他人資本依存度가 높다는 사실은 한국경제와 관련하여 위협스런 縮小的 意味를 內包하고 있다. 이것은 경제를 불안정화시키는 영향을 준다. 왜냐하면 景氣沈滯期에 長期的 高收益性事業을 포기하고 投機的事業을 추구하는 道德的 危害問題가 발생하기 때문이다. 이렇게 投資戰略이 歪曲될 경우 平均收益性이 낮아져 財務構造의 脆弱性을 유도하고, 財務構造의 취약은 또 投機的 事業을 추구하는 유인을 증가시킨다. 따라서 景氣沈滯期에 일시적인 低收益이 他人資本依存度가 높은 기업으로 하여금 이와 같은 악순환에 빠지게 하면 그 기업은 金融自律化下에서는 궁극적으로 파산하게 된다.

한국의 경우 이와 같은 惡循環에 빠진 대기업이 많다. 우리나라 경제에서 대기업역할의 비중을 고려할 때 대기업들이 이와 같은 악순환에 빠져든다면 경제에 미치는 역할은 매우 심각할 것이다. 따라서 當面問題의 원인을 파악하고 처방을 내리는 것이 필요하다.

현재의 취약한 財務構造는 1979년과 1980년으로 거슬러 간다(1980년의 平均自己資本比率은 1978년의 28%수준에서 11%수준으로 떨어졌다). 財務構造가 악화된 원인을 1979년의 오일쇼크와 잇따른 경기침체로 돌리기 쉽지만, 한국과 비슷한 충격을 받은 미국과 비교할 때, 오일쇼크前 수준으로 自己資本比率이 개선되지 못한 데에는 한국 경제에 특유한 構造的 要因이 있다는 것을 알 수 있다.

他人資本依存度가 극히 높아진 원인은 成長爲主經濟政策 이외에도 다음과 같은 세 가지 요인으로 설명이 된다.

#### 1) 과거 대기업에 대한 정부의 救濟金融

#### 2) 政策産業에의 低金利貸出 특혜 및 利率率과 支給保證料 上限을 통한 暗示的 보조

#### 3) 기업과 개인부문에서 負債에 대한 稅制上 優待措置

대기업에 대한 정부의 救濟金融은 한국기업의 국제적 명성을 유지하고 失業事態를 막기 위한 것이었다. 이러한 特惠措置는 경제성이 없는 많은 기업을 존속시켰고 따라서 財務構造의 취약은 불가피한 것이었다. 더욱 중요한 것은 과거의 계속된 救濟金融은 미래 救濟金融에 대한 기대를 형성하여 道德的 危害問題와 장기적인 수익성을 희생할 수 있는 誘因要素를 증가시켰다. 또한 救濟金融에 대한 기대감은 금융과 세금구조에서 오는 負債依存 유인요소를 더욱 확대시켜 많은 대기업들이 부채에 全的으로 의존하는 경향을 초래했다.

따라서 미래 救濟金融에 대한 기대를 불식하는 것이 필요하다. 이러기 위해서는 정

부는 아무리 큰 기업일지라도 市場原理에는 例外가 없다는 확인을 주어야 한다. 이와 같은 정부의 행동은 財務構造改善 뿐만 아니라 道德的 危害問題를 줄여 기업투자에도 긍정적인 영향을 줄 수 있다.

대기업의 破産이 대량실업을 유발할 가능성을 우려하는 것은 당연하나 기업의 市場原理에 따라 清算節次를 거치면 수익성이 있는 사업도 다른 經營陣이 인수함에 의해 失業事態를 防止할 수 있다. 한편 수익성이 없는 사업은 閉鎖될 것이고 이는 자원배분의 효율성을 높여 장기적인 면에서의 고용을 증가시킬 것이다. 筆者와 Schatzberg의 공동연구(1986)에서 보는 바와 같이 미국에서의 自發的인 清算節次는 기업가치를 平均 34% 向上 再評價시키는데 그 원인은 清算企業의 자원을 좀 더 효율적으로 再配分시키는 효과에서 온다.

정책산업에의 低金利貸出은 정부가 육성하고자 하는 산업에 속한 기업의 他人資本依存度を 증가시켰다. 은행이 부과할 수 있는 利率과 支給保証에 대한 上限制度 역시 低利率 形態의 補助金으로 큰 영향을 미치고 있다. 非價格的 與信割當과 함께 이와 같은 上限線은 은행으로부터 위험기업으로의 富의 移轉을 초래한다. 정부가 支給不能인 은행의 破産을 막기 위해 구제 조치를 하지 않을 수 없는 현실에서는 기업에 대한 이와 같은 暗示的인 利率 形態의 보조는 궁극적으로 納稅者들이 부담하게 된다.

이와 같이 利率 形態의 보조금은 財務構造의 악화에 크게 기여하고 있다. 따라서 정책금융과 利率 및 지급보증에 대한 上限規制는 철폐되어야 한다. 이렇게 되면 非價格的 與信割當이 줄어들어 중소기업에 대출의 혜택도 늘 수가 있을 것이다. 또한 은행경영의 자율화와 私的 所有에 필요조건인 국내은행의 지불능력이 개선될 것이다.

그러나 대부분의 사람들은 低利率형태의 보조가 설비투자를 증가시켜 總雇傭을 증가시킬 수 있다고 알고 있으나 현대 財務理論에 기준을 두어 검토해 보면 低利率형태의 보조는 거의 설비투자를 증가시키지 않는다는 것이 밝혀지고 대신에 利差(arbitrage)機會를 제공함으로써 投機性 資産에 기업의 투자를 助長시킨다.

한국기업에 있어서 차입에 대한 税金誘因(tax incentive)은 이자지급이 損費로 인정되어 기업부문에서 발생하고 개인부문에서 그 유인은 더욱 확대된다. 왜냐하면 財務構造를 결정하는 기업주 및 大株主의 이자소득에 대한 實效稅率이 주식보유로 인한 소득에 대한 세율보다 월등히 낮기 때문이다. 개인부문에서의 차입에 대한 稅金惠澤은 이자소득을 주식보유로 인한 소득보다 重課하는 미국의 경우와는 정반대이다. 1985년 1월의 稅率에 기초해서 筆者가 推算한 결과에 의하면 한국의 부채에 대한 限界純稅金惠澤이 미국의 4배나 된다. 세금혜택이 부채에 대해 이와 같이 크다는 점에서 한



국기업이 미국기업에 비해 부채의존도가 훨씬 높다는 것은 놀라운 일이 아니다.

차입의 租稅誘因을 감소시키기 위해서는 기업과 개인수준에서의 稅制改革이 필요하다. 財務構造를 개선시키기 위한 방법에는 (1) 이자지급에 대한 稅金控除의 폐지 (2) 總利子支給 일부에 대한 稅金控除의 不認定 (3) 최소한의 自己資本比率을 규정하고 그 未達部分의 利子支給에 대해서는 稅金控除를 불인정하는 등의 방법이 있다. 이러한 변화는 모든 기업으로부터의 總租稅收入의 변화가 없도록 법인세율의 인하가 수반된다는 조건하에서 이루어져야 한다. 만약 법인세율의 인하가 수반되지 않는다면 이자지급에 대한 稅金控除의 감소는 기업의 투자를 감소시킬 뿐 아니라 破産하면 안될 회사도 破産시키는 결과를 초래할 수 있다.

개인부문에서의 차입의 租稅誘因을 감소시키기 위해서는 財務構造를 결정하는 기업주 및 大株主들의 주식보유에 따른 개인소득세상의 不利益을 없애야 한다. 이를 위해서는 배당에 대한 最高稅率을 낮추고 이자에 대한 最高稅率을 높여야 한다. 이러한 조치는 財務構造를 개선뿐만 아니라 證券市場이 다른 경제부문과 균형적으로 발전하기 위해서도 필요하다. 현행의 稅制는 주식에 대한 수요와 공급을 억제함으로써 證券市場의 성장을 가로막고 있다. 個人稅制面에서의 변화는 負債와 自己資本에 대한 相對的인 需要에 영향을 주고 企業稅制의 변화는 供給에 영향을 줄 것이다. 이러한 변화는 전반적인 경제의 資本費用을 변화시킴으로써 설비투자수준에 영향을 줄 수 있다. 따라서 지속적인 경제성장을 유지하기 위해서는 稅制改革이 資本市場 均衡에 미치는 潜在的인 영향을 세밀히 분석한 후에 이루어져야 한다.

## 參考文獻

1. Bradley, M. G.A. Jarrell, and E.H. Kim, 1984, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance* 39, July, 857-878.
2. Buser, S.A. and P.J. Hess, "Empirical Determinants of the Relative Yields on Taxable and Tax-Exempt Securities," *Journal of Financial Economics* (forthcoming).
3. Chen, A.H. and E.H. Kim, 1979, "Theories of Corporate Debt Policy: A Synthesis," *Journal of Finance* 34, May, 371-384.
4. DeAngelo, H. and R. Masulis, 1980, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* 8, March, 3-30.
5. Eades, K.; P. Hess and E.H. Kim, 1984, "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period," *Journal of Financial Economics* 13, March, 3-34.

6. Eades, K. P. Hess and E.H. Kim, 1985, "Market Rationality and Dividend Announcements," *Journal of Financial Economics* 14, December, 581-604.
7. Jensen, M.G. and W.H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, May, 305-360.
8. Kim, E.H., 1978, "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity," *Journal of Finance* 33, March, 45-64.
9. Kim, E.H., 1982, "Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles and Optimal Capital Structure," *Journal of Finance* 37, May, 301-318.
10. Kim, E.H., 1986, "Optimal Capital Structure in Miller's Equilibrium," *Advances in Financial Economics: Vol.I(theory)*, S. Bhattacharaya and G. Constantinides, ed., Roman and Allenhead Publishers (forthcoming).
11. Kim, E.H.; W.G. Lewellen, and J.J. McConnell, 1979, "Financial Leverage Clienteles: Theory and Evidence," *Journal of Financial Economics* 7, March, 83-110.
12. Kim, E.H. and J.D. Schatzberg, 1986, "Voluntary Corporate Liquidations," under revision for *Journal of Financial Economics*.
13. Kraus, A. and R. Litzenberger, 1973, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance* 28, September, 911-922.
14. Michel, A. and I. Shaked, 1985, "Japanese Leverage: Myth or Reality," *Financial Analysts Journal* 41, July/August, 61-67.
15. Miller, M., 1977, "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32, May, 261-275.
16. Modigliani, F., 1982, "Debt, Dividend policy, Taxes, Inflation and Market Valuation," *Journal of Finance* 37, May, 255-274.
17. Modigliani, F. and M. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, June, 267-297.
18. Myers, S., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, November, 147-175.
19. Ross, S.A., 1985, "Debt and Taxes and Uncertainty," *Journal of Finance* 40, July, 637-656.
20. *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: 1985 Yearbook*, Chicago: Ibbotson Associates, 1985.