

最近 企業의 金融機關借入 鈍化 原因과 政策課題

姜宗求*

이 연구내용은 집필자의 개인의견이며 당행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 「한국은행 금융경제연구원」 및 「집필자명」을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

* 금융경제연구원 금융연구실장(전화: 02-759-5414, e-mail: jongku@bok.or.kr)

< 차 례 >

I. 연구배경 1

II. 기업의 자금조달행태에 관한 이론적 논의 8

III. 기업의 자금조달행태 결정요인에 관한 실증분석 13

IV. 최근 기업의 금융기관차입 둔화 원인 19

V. 결론 및 시사점 29

<부록1> 32

<부록2> 33

<참고문헌> 34

최근 기업의 금융기관차입 둔화 원인과 정책과제

최근 저금리 기조가 지속되는 가운데 금융시장내 유동성은 풍부함에도 불구하고 기업의 금융기관차입은 둔화되고 있다. 한편 기업의 자금조달추이를 보면 총자금조달 규모는 내부자금과 주식을 통한 자금조달 확대에 힘입어 증대되고 있으나 금융기관차입, 회사채 등 부채를 통한 자금조달은 축소되고 있다. 이러한 점을 감안할 때 최근 기업의 금융기관차입 둔화는 자금조달행태의 변화에 큰 영향을 받은 것으로 보인다. 본고는 기업의 자금조달행태 결정과 관련한 이론을 활용하여 금융기관차입이 어떠한 요인에 의해 둔화되었는지를 실증 분석하고 정책적 시사점을 모색하였다.

분석 결과 최근 기업의 자금차입이 부진한 것은 내수부진, 미래 수익성 저하, 전문경영자의 대리인비용 상승 등의 영향으로 기업의 투자지출이 위축되어 차입수요가 둔화되고 기업의 수익성 호전으로 내부유보가 늘어나면서 외부자금 수요가 축소된데다 주주이익을 중시하는 경영관행 확산, 기업수익의 변동성 확대, 전문경영자의 대리인비용 상승 등으로 기업이 부채보다는 주식을 통한 자금조달을 늘린데 주로 기인한 것으로 보인다.

이러한 분석 결과에 비추어 금융기관의 기업대출이 확대되기 위해서는 먼저 주식시장의 수요기반 확충, 회계의 투명성 제고 등을 통해 기업의 시장가치가 제대로 평가받도록 하고 FTA체결 확대 등으로 판매시장의 다양화를 도모할 필요가 있겠다. 다음으로 적정 수준의 배당 유도, 배당소득세 회피목적의 자사주매입 제한 등을 통해 지나친 주주이익중시 경영관행을 개선하는 한편 대주주 경영권을 보호하는 방안을 강구하고 경영자에 대한 적절한 보상 등을 통해 대리인비용을 낮추어 나갈 필요가 있다. 아울러 수익성이 안정적인 지식 및 기술 기반 기업에 대한 지원 확대 방안을 강구하고 부동산가격 및 임금 안정 등을 통해 고정영업비 부담을 축소하여 기업수익의 변동성을 완화하는 것이 바람직하다.

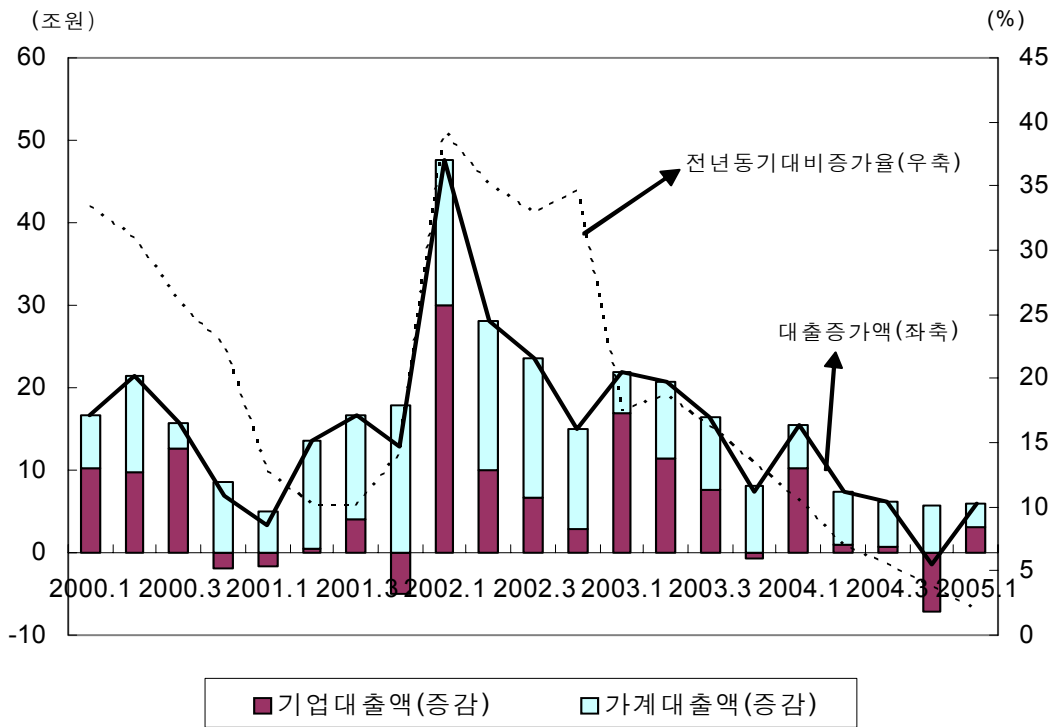
핵심주제어: 은행대출, 기업자금조달, 금융기관차입

경제학문헌목록 주제분류: E52, G21, G32

I. 연구배경

예금은행의 대출금 추이를 보면 2003년 1/4분기 이후 기업대출이 축소되면서 증가세가 둔화되고 있다.<그림 1> 참조) 기업대출중 대기업 대출은 2002년 이후 지속적으로 감소하는 추이를 보이고 있고 중소기업 대출은 최근 들어 증가세가 대폭 둔화되었다.<그림 2> 참조) 한편 가계대출의 경우 주택담보대출을 중심으로 높은 증가세가 지속되고 있다.

<그림 1> 예금은행 대출 증가액¹⁾ 및 증가율

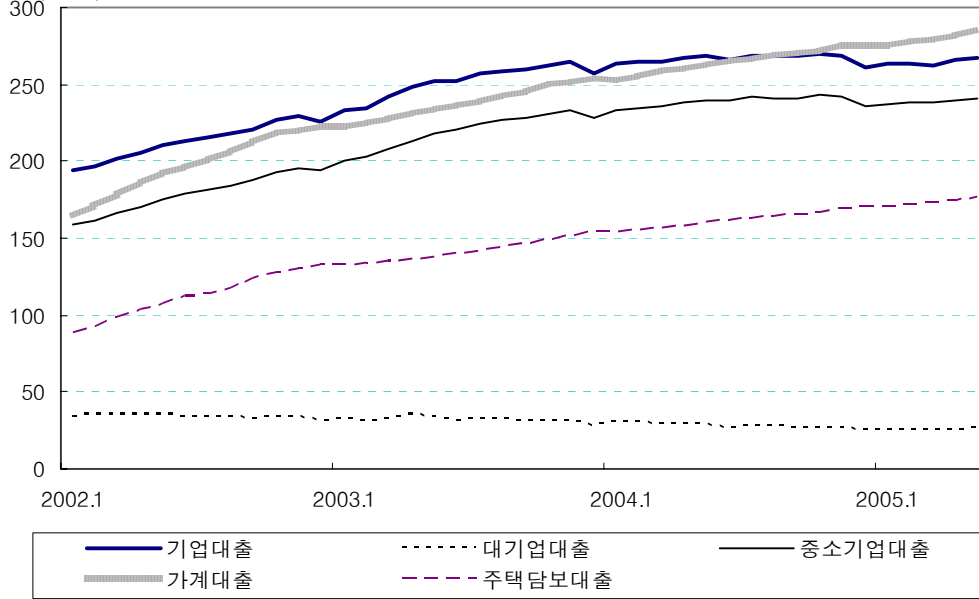


주: 1) 전분기말대비 증감, 말잔기준
 자료: 한국은행 조사통계월보 각호

<그림 2>

예금은행 차주별 대출규모¹⁾

(조원)

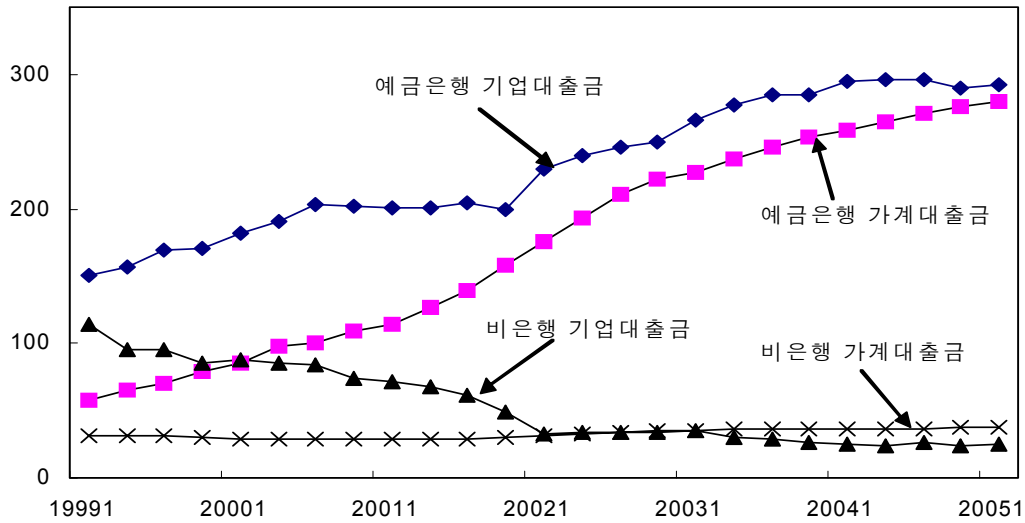


주: 1) 말잔기준
 자료: 한국은행 금융시장 월보, 신탁계정 포함

<그림 3>

은행과 비은행 금융기관의 대출¹⁾

(조원)

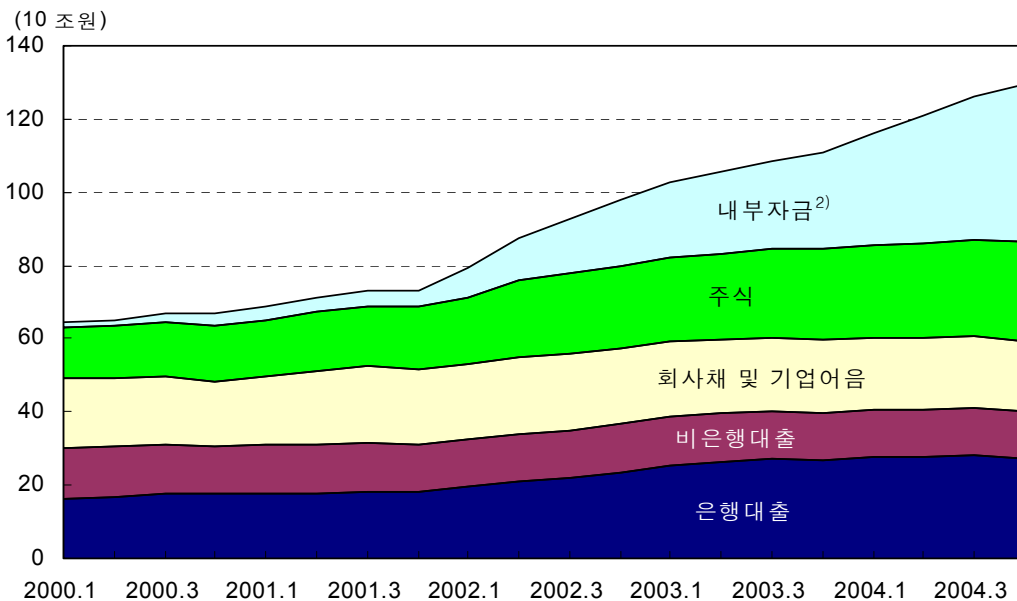


주: 1) 말잔기준
 자료: 한국은행 조사통계 월보

한편 비은행 금융기관의 기업대출도 지속적으로 감소하는 추이를 보이고 있는 점에 비추어(<그림 3> 참조) 은행의 기업대출 위축이 비은행의 기업대출 확대에 기인하지 않은 것으로 보인다.

최근 기업의 자금조달 추이를 보면 총자금조달은 증가하고 있으나 외부자금의 비중과 외부자금중 부채의 비중이 하락하고 있다. 실제로 <그림 4>를 보면 2002년 이후 기업의 내부자금조달은 크게 증가하고 있으나 외부자금조달은 증가폭이 크지 않으며 기업의 외부자금 중에서는 주식을 통한 자금조달은 지속적으로 증가하고 있으나 회사채, 은행대출 등 부채를 통한 자금조달은 최근 들어 증가세가 대폭 둔화되었음을 알 수 있다. 이러한 점은 기업의 자금조달구조의 변화가 기업대출위축의 주된 요인으로 작용하였음을 시사한다.

<그림 4> 기업의 자금조달 잔액¹⁾



주: 1) 분기말잔기준, 2) 기업경영분석의 내부자금과 외부자금비율을 이용하여 추정
 자료: 한국은행 자금순환표, 기업경영분석

기업의 부채를 통한 자금조달비중이 하락하는 과정에서 차입 조건도 악화된 것으로 보인다. 기업의 부채 중 단기부채의 비중을 보면 최근 대기업의 경우 동 비중이 하락하고 있으나 부채규모가 많은 중소기업의 경우 상승 추이를 보임에 따라 전체 기업의 단기부채 비중도 높아졌다. 이는 중소기업을 중심으로 차입구조가 악화되었음을 간접적으로 시사한다.

<표 1> 기업의 「단기부채/장기부채」 비율

(단위:%)

	2000	2001	2002	2003	2004
기업전체	116.26	78.27	94.03	121.15	122.24
대기업	109.20	61.09	71.95	89.98	84.55
중소기업	143.33	164.84	173.24	205.46	216.34

자료: 기업경영분석 각호

한편 우리나라 기업의 부채비율이 외환위기 이후 급속히 하락하여 주요 선진국에 비해서도 낮은 수준을 유지하고 있다. 이러한 점을 감안할 때 국내 기업이 경영여건 변화에 대응하여 자발적으로 부채비율을 낮춘 것으로 보인다.

<표 2> 주요국 기업(제조업)의 부채비율

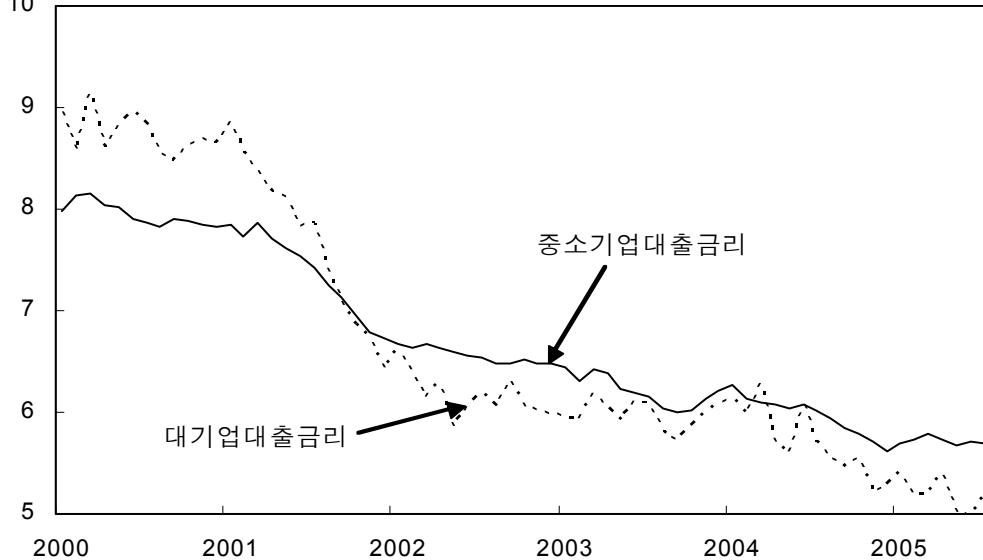
(단위:%)

	2000	2001	2002	2003	2004
한 국	210.6	182.2	135.5	123.4	104.2
일 본	—	162.5	156.2	145.4	—
미 국	157.5	159.4	167.3	154.8	141.2

주: 부채비율 = 부채/자기자본
 자료: 한국은행 기업경영분석 보도자료

최근 기업대출이 축소되고 있는 가운데 기업대출금리는 하락하고 있다. <그림 5>를 보면 2000년 이후 대기업대출 금리뿐만 아니라 중소기업대출 금리도 지속적인 하락세를 보이고 있다. 이러한 점을 감안할 때 금융기관의 자금공급보다는 기업의 자금차입수요 감소가 기업대출 위축 등 최근 기업의 자금조달행태 변화의 주된 요인으로 작용하였을 가능성이 있다. 이는 일반적으로 대출공급이 감소(대출공급곡선이 좌상방으로 이동)하는 경우 대출금리가 상승하면서 대출규모가 축소되거나 대출수요가 감소(대출수요곡선이 좌하방으로 이동)하면 대출금리가 하락하면서 대출규모가 축소되는 현상이 나타나기 때문이다.

<그림 5> 예금은행의 기업대출금리
(%)



자료: 한국은행 조사통계월보

아울러 은행 등 금융기관이 대출공급을 축소할 경우 일반적으로 기업의 부채를 통한 자금조달 중 금융기관 부채의 비중이 하락하게 될 것으로 예상할 수 있으나 (Kashyap · Stein · Wilcox(1993), Oliner · Rudebusch(1995)) 최근 대기업과 중소기업의 「금융기관부채/금융부채」 비율은 하락하지 않은 것으로 나타나고 있다.(<표 3> 참조) 이러한 점을 감안할 때에도 최근 기업의 차입둔화 등 자금조달행태의 변화는 기업의 자금차입 수요감소가 주된 요인으로 작용하였을 가능성이 있다.

<표 3> **기업의 「금융기관부채/금융부채」 비율**

(단위:%)

	2000	2001	2002	2003	2004
기업전체	58.98	59.50	59.38	63.65	65.38
대기업	50.95	51.75	47.75	49.68	49.55
중소기업	85.45	83.28	85.63	87.14	88.44

자료: 기업경영분석 각호

기업이 금융기관차입을 통한 자금조달을 줄이면 은행 등 금융기관의 자금중개기능이 약화되고 단기 부동산금이 확대되는 동시에 통화정책의 유효성이 저하되는 문제점이 초래될 가능성이 있다. 은행의 경우 기업의 자금수요가 감소하면 자금운용에 어려움을 겪게 되고 이로 인해 예수금 등 자금조달을 줄임에 따라 예금금리가 하락하면서 단기부동산금이 증가하게 된다. 아울러 금융기관의 경우 규모의 경제 등으로 인해 일반적으로 자본시장의 투자자들보다 기업관련 정보생산과 감시를 원활하게 할 수 있으나 기업의 금융기관차입이 감소하면 금융기관에 의한 정보생산 및 감시 기능이 위축될 수 있다. 이러한 점에서 금융기관의 기업대출이 감소하면 기업 감시 및 정보생산이 약화됨에 따라 금융중개기능이 약화될 수 있다. 한편 기업의 경우

금융기관차입대신 주식을 통한 자금조달을 확대하면 주주이익보호에 치중하는 관행이 강화될 수 있음에 따라 단기 수익성 위주의 경영이 이루어질 가능성이 있다. 이 밖에도 기업의 차입수요가 부진할 경우 정책금리를 인하하여도 기업대출이 확대되지 않음에 따라 통화정책의 유효성이 저하되는 부작용이 초래될 수 있다.

본고에서는 기업의 자본조달행태 결정요인과 관련한 이론을 활용하여 최근 우리나라 기업의 자본조달행태가 어떠한 요인에 의해 결정되었는지를 실증적으로 검정하고 이를 바탕으로 금융기관의 기업대출이 감소한 원인을 분석하였다. II장에서는 기업의 자금조달행태 결정에 관하여 기존이론을 중심으로 논의하였으며 이러한 이론적 논의를 기초로 III장에서 기업의 「외부자금/총자금조달」, 「부채/외부자금」, 「금융기관부채/부채」의 비중 등 자본조달행태를 반영하는 변수들이 실제로 어떠한 요인에 의해 변화하였는지를 패널 자료를 사용한 실증분석을 통해 살펴보았다. IV장에서는 III장의 실증적 분석을 바탕으로 최근 기업대출이 축소된 원인을 규명하였으며 V장에서 결론 및 시사점을 도출하였다.

II. 기업의 자금조달행태에 관한 이론적 논의

1. 기업의 수익성

기업은 투자 및 기타 영업활동에 필요한 자금을 기업 내부 또는 외부에서 조달하는데, 기업이 소요자금을 이익잉여금을 통해 조달한 것을 내부자금이라 하고 부채 및 주식발행 등을 통해 조달한 것을 외부자금이라 한다. 기업의 수익성이 높을 경우 내부유보 증대로 내부자금조달이 원활해져 기업의 총자금조달증 부채 등 외부자금 의존도가 하락한다.(Grinblatt · Titman(1998))

2. 기업 수익의 변동성

수익의 변동성이 높아 파산 가능성이 큰 기업일수록 부채보다는 주식을 통한 자금조달을 선호하는 것으로 알려져 있다.(Kraus · Litzenger(1973), Scott(1976)) 일반적으로 기업이 부채를 확대하면 「부채/자기자본」의 비율인 재무레버리지(financial leverage)가 상승하는 한편 매출액 및 영업이익이 감소하는 시기에도 이자지급부담은 줄어들지 않으므로 기업 순수익의 변동성이 확대되고 파산확률이 높아진다. 이러한 점을 감안하여 기업은 높은 영업이익의 변동성 등으로 인해 파산가능성이 큰 경우 부채대신 주식을 통한 자금조달을 확대한다. 한편 기업 영업이익의 변동성은 총영업비용대비 고정영업비용의 비율인 영업레버리지¹⁾(operating leverage)와 매출액의 변동성이 높을수록 확대된다고 볼 수 있다.

1) 총영업이익 = 「매출액 - 변동영업비용 - 고정영업비용」의 관계식에서 매출액에 상관없이 매기 일정액이 지출되어야 하는 고정영업비용의 비중이 총영업비용에서 차지하는 비중이 높을수록 영업이익의 변동성이 확대된다.

3. 미래 수익성에 관한 기업과 자금공급자간 정보의 비대칭성

기업과 자금공급자간에 기업의 미래수익에 관한 정보의 비대칭성이 존재하는 경우 기업은 외부자금보다 내부자금을, 외부자금중에서는 부채를, 부채중에서는 금융기관부채를 선호한다.(Myers(1984)) 자금공급자가 기업의 미래 수익성을 낮게 평가할 경우 기업은 외부자금을 통한 자금조달의 비용이 높아지므로 내부자금을 더 선호한다.

아울러 자금공급자의 경우 기업의 미래수익성을 직접 측정할 수 있는 정보가 부족한 경우 기업의 자금조달행태를 참고로 하여 미래수익성을 간접적으로 평가하는 경향이 있다. 기업은 일반적으로 장래에 수익성이 낮아 파산위험성이 높을 것으로 예상하면 주식발행을 선호하고 반면 수익성이 높을 것으로 예상하면 부채를 통한 자금조달을 확대한다. 자금공급자는 이러한 기업의 행태를 감안하여 기업이 주식발행을 통해 자금을 조달하면 기업의 파산위험이 높을 것으로, 부채를 통해 자금을 조달하면 미래수익성이 높을 것으로 예상한다. 따라서 자금공급자와 기업간 기업의 미래수익에 관한 정보의 비대칭성이 존재하는 상황에서 기업이 주식을 발행하면 자금공급자가 자금공급을 기피하여 기업의 자금조달비용이 상승하는 반면 부채를 발행하면 자금조달비용이 크게 높아지지 않으므로 기업은 부채를 통한 자금조달을 선호한다.(Blazenko(1987))

기업과 자금공급자간에 정보의 비대칭성이 확대되면 기업은 부채를 통한 자금조달중 채권발행보다 금융기관차입을 더 선호할 것으로 보인다. 기업관련 정보를 생산하는 비용이 높은 경우 일반적으로 일반투자자보다는 금융기관이 보다 효율적으로 기업에 자금을 공급할 수 있다.(Kidwell(1988), Diamond(1984, 1991), Berlin · Loeyes(1988)) 이는 금융기관의 경우 규모의 경제를 바탕으로 자본시장의 일반투자자들에 비해 정보생산비용이 상대적으로 낮기 때문이다. 이러한 점에서 기업관련 정보생산비용이 높아 기업과 자금공급자간 정보의 비대칭성이 큰 경우 기업의 입장에서 일반투자자를 통한 자금조달보다 금융기관을 통한 자금조달이 더 유리하게 된다.

4. 투자활동

기업이 투자를 확대할 경우 일반적으로 내부자금으로는 부족하므로 외부 자금조달을 확대한다. 이 과정에서 기업은 부채의 세금경감효과, 자금공급자와 투자수익 기대에 대한 격차 등의 영향으로 주식보다 부채를, 부채중에서는 금융기관차입을 선호하게 된다.

기업의 경우 부채를 통해 자금을 조달하여 차주에게 이자를 지급할 경우 비용으로 처리되므로 법인세 과세대상 순이익을 줄이는 효과가 있어 법인세가 경감되나 주식을 통해 자금을 조달하여 주주에게 배당금을 지급할 경우 비용으로 처리되지 않음에 따라 부채를 통해 자금을 조달한 경우에 비해 세금부담이 크다.

기업이 투자를 실행하면서 미래에 높은 수익을 예상하나 자금공급자는 정보의 부족 등으로 일반적으로 기업 투자의 수익성에 대한 기대치가 기업에 비해 낮다. 한편 기업이 투자를 확대하면서 주식을 통해 자금을 조달할 경우 자금공급자는 기업의 성공가능성을 더욱 낮게 평가할 것으로 예상할 수 있다. 아울러 자금공급자 중에서는 일반투자자가 금융기관에 비해 정보면에서 더 부족하므로 기업의 성공확률을 더 낮게 평가할 것이다. 이러한 점들을 감안하여 기업은 투자를 확대하면서 주식보다는 부채발행을, 부채중에서는 채권발행보다 금융기관 차입을 선호한다.(Blazenko(1987))

5. 주주이익중시 경영행태

기업이 주주의 이익을 보호하기 위해 안정적인 배당금 지급을 중시하면 부채보다는 주식을 통한 자금조달을 확대하며 부채중에서는 금융기관차입보다 채권발행을 더 선호하게 된다.(Levy · Sarnat(1999)) 기업이 주주이익에 대한 보호를 강화하면서 배당금을 매기 안정적으로 지급하기 위해서는 순수익 흐름이 안정적이어야 하므로 부채보다는 주식을 통한 자금조달을 확대하게 된다.

한편 일반투자가에 비해 기업경영에 미치는 영향력이 큰 금융기관의 경우 대출원리금 회수가능성을 높이기 위해 대출기간중 기업의 배당금 지급 확대를 기피하는 것이 일반적이다. 이러한 점을 감안하여 기업이 주주의 이익을 중시할 경우 배당확대를 기피하는 금융기관과의 이익상충을 피하기 위해 부채 중 금융기관차입의 비중을 낮추게 된다.

6. 대리인비용

기업의 주주가 경영자를 감시하는 비용인 대리인비용(agency cost)이 클수록 경영자는 부채차입보다 주식발행을 통한 자금조달을 선호한다.(Jensen · Meckling(1976)) 경영자는 경영사정이 악화되면 해고될 위험성이 높아진다는 점을 고려하여 주주에 비해 안정적인 수익흐름을 선호하는 경향이 있다. 따라서 주주가 경영자를 감시하기 어려운 경우 경영자는 주주의 이해에 반하여 부채보다는 주식을 통한 자금조달을 확대하여 순이익의 변동성을 줄이려는 노력을 기울인다. 한편 일반적으로 대주주 지분율이 낮아 기업의 소유구조가 분산되어 있을 경우 기업경영자에 대한 감시가 어려우므로 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 것으로 볼 수 있다.

7. 대주주의 경영권 안정성

기업이 부채를 통한 자금조달을 확대하면 도산할 확률이 상승하여 대주주가 경영권을 상실할 위험성도 높아지므로 낮은 지분율 등으로 경영권이 안정적이지 않은 대주주의 경우 기업도산 확률을 낮추기 위해 부채를 통한 자금조달을 줄이는 경향을 보일 수 있다. 한편 이 경우 대주주는 외부자금 조달이 필요할 경우 주식중 의결권이 없는 주식(우선주)의 발행을 확대할 것으로 예상된다.

8. 투자기회의 다양성

기업의 경우 다양한 투자기회의 확보 등으로 인해 차주와 이익상충의 위험이 클수록 부채발행보다는 주식발행을, 부채중에서는 금융기관차입보다 채권발행을 선호한다. 기업이 차입을 통해 자금을 조달한 경우 기업 투자수익의 불확실성(수익률의 분산)이 클수록 기업의 순수익 기대치는 높아지는 반면 차주의 순수익 기대치는 낮아진다.(<부록 1> 참고) 따라서 투자기회가 다양한 기업일수록 차주의 이익에 반하여 위험한 투자안을 선택할 가능성도 높아진다. 이러한 점을 감안하여 차주들은 투자기회가 다양한 기업에 자금을 제공하면서 높은 금리를 요구하거나 기업경영에 대한 감시를 강화하려는 경향을 보인다. 이러한 점에서 투자기회가 다양한 기업은 부채를 통한 자금조달의 비용이 높기 때문에 주식을 통한 자금조달을 확대한다.(Jensen · Meckling(1976)) 아울러 다양한 투자기회를 갖고 있는 기업의 경우 금융기관의 견제로 인해 바람직한 투자안을 실행시키지 못할 위험을 줄이기 위해서도 부채중 금융기관차입대신 채권발행을 선호하는 것으로 볼 수 있다.(Hoshi · Kashyap · Scharfstein(1993))

Ⅲ. 기업의 자금조달행태 결정요인에 관한 실증분석

1. 추정방정식 설정

최근 기업의 자금조달행태가 어떠한 요인에 의해 변화하였는지를 실증적으로 검증하기 위해 상장기업²⁾과 해당기업 주거래은행의 연간 패널자료를 사용하여 추정하였다. 추정기간은 최근 부채를 통한 자금조달 비중이 크게 하락하였음을 감안하여 2001년 이후부터 2004년까지로 설정하였다. 아울러 종속변수와 설명변수의 시점이 같을 경우 종속변수가 설명변수에 영향을 미치는 내생성 문제를 완화하기 위하여 설명변수는 종속변수와 1년의 시차를 두었으며 Fixed Effect Model³⁾을 이용하여 추정하였다. 이를 반영하여 추정함수식을 다음과 같이 설정하였다.

$$D_{i,t} = \sum_{k=1}^m \alpha_{(k)} FM_{(k)i,t-1} + \sum_{k=1}^n \beta_{(k)} BK_{(k)i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

* 여기서 $FM_{(k)i,t}$ 및 $BK_{(k)i,t}$ 는 각각 t 기 i 기업의 k 번째 기업관련 및 해당 기업의 주거래은행관련 설명변수임

기업의 자금조달구조를 나타내는 종속변수($D_{i,t}$)는 「외부자금/총금융자금조달」, 「부채/외부자금」, 「금융기관부채/총부채」의 비율을 각각 사용하였다.⁴⁾ 설명변수로는 기업의 경영 행태와 은행의 자금공급 여건의 변화를 나타내는 변수를 사용하였다. 기업의 특성을 나타내는 설명변수($FM_{(k)i,t}$)로는 기업의 자금조달행태를 설명하는 이론을 반영하여 다음과 같은 대리변수를 사용하였다.

2) KSE와 KOSDAQ에 상장된 1,388개 기업의 재무자료를 이용하였다.

3) Fixed Effect Model을 사용한 경우 중요한 설명변수가 누락된 경우에도 불편추정치(unbiased estimator)를 얻을 수 있는 장점이 있다.

4) 여기서 외부자금은 「총금융자금조달-이익잉여금」으로 구하였다.

<표 4> 추정방정식에 사용된 기업관련 설명변수

기업 경영 여건 및 행태	설명변수
수익성	ROA 5년간 평균치
수익의 변동성	ROA의 표준편차
투자활동	고정자산/총자산 ¹⁾
정보비대칭성	무형자산/고정자산
주주이익중시	배당성향
대리인비용	소액주주 지분율 ²⁾
신용도	한신평 신용등급

- 주: 1) 기업규모에 비해 투자가 원활한 기업의 경우 고정자산이 총자산에서 차지하는 비중이 높다는 점을 반영
 2) 소액주주 지분율이 높을 경우 대주주가 전문경영인을 감시하기가 어려워짐에 따라 전문경영인이 주주의 이익을 반영하여 행동하지 않을 가능성을 감안

기업에 대한 은행의 자금공급여건 변화를 반영하기 위해 다음과 같은 기업의 주거래은행 특성과 관련된 설명변수($BK_{(k)i,t}$)를 사용하였다.⁵⁾

<표 5> 추정방정식에 사용된 주거래은행관련 설명변수

주거래은행 경영 여건 및 행태	설명변수
안정성	자기자본비율
주주이익중시	배당성향
자산 건전성	고정이하여신비율
수익성	ROA
겸업화 정도	이자수익/총수익

5) 실증분석관련 기초통계량은 <부록 2>를 참조

2. 실증분석 결과

상장기업과 해당기업 주거래은행의 연간 패널자료를 사용한 실증분석결과 기업의 자금조달행태는 주거래은행의 경영환경보다는 기업의 경영상황 변화에 더 큰 영향을 받는 것으로 나타났다. 즉 기업의 투자지출 위축, 수익성 호전, 수익의 변동성 확대, 주주이익을 중시하는 경영관행 확산, 전문경영자의 대리인비용 상승 등으로 인해 기업이 금융기관차입 등 부채보다는 내부자금과 주식을 통한 자금조달을 늘린 것으로 분석되었다.

기업의 총자금조달중 외부자금의 비중은 수익성이 낮을수록, 투자활동이 활발할수록, 주거래은행의 자기자본비율이 높거나, 배당성향이 낮을수록 높은 것으로 나타났다. <표 6>을 통해 「외부자금/총자금조달」을 종속변수로 사용한 경우의 실증분석결과를 보면 ROA평균의 추정계수가 유의한 음의 값을 갖는 것으로 나타남에 따라 수익성이 높은 기업의 경우 내부자금을 통한 자금조달이 활발함을 알 수 있다. 「고정자산/총자산」 추정계수가 유의한 양의 값으로 나타난 것은 기업의 투자활동이 활발할수록 외부자금조달이 확대됨을 의미한다. 한국신용평가사 신용등급 추정계수가 유의한 음의 값으로 나타나 신용도가 높은 기업의 경우 내부자금 이용 비중이 높은 것으로 보인다. 주거래은행의 자기자본비율 추정계수가 유의한 양의 값을 갖고 있는 점에 비추어 주거래은행의 안정성이 높을수록 기업은 외부자금조달이 원활함을 알 수 있다. 주거래은행의 배당성향 추정계수가 유의한 음의 값으로 추정되어 거래은행이 수익의 내부유보를 확대할수록 기업은 외부자금을 용이하게 조달할 수 있는 것으로 보인다.

다음으로 기업의 외부자금조달 중 부채를 통한 자금조달 비중은 수익이 안정적일수록, 투자활동이 활발할수록, 주주이익중시 경향이 약할수록, 대리인비용이 낮을수록 높은 것으로 분석되었다.

<표 6>

기업의 자금조달행태에 관한 실증분석 결과

종속변수 설명변수		외부자금/ 총자금조달	부채/ 외부자금	금융기관 부채/ 총부채	
기업의 재무 지표	수익성	ROA 5년간 평균치	-1.631 (0.338)***	-0.109 (0.098)	-0.100 (0.080)
	수익의 변동성	ROA의 표준편차	-0.031 (0.252)	-0.127 (0.060)**	-0.009 (0.049)
	투자활동	고정자산/ 총자산	6.451 (1.640)***	2.736 (0.681)***	2.015 (0.593)***
	주주이익중시	배당성향	-1.426 (2.091)	-1.724 (0.948)*	-2.244 (0.778)***
	정보비대칭성	무형자산/ 고정자산	0.316 (0.418)	-0.178 (0.174)	0.299 (0.146)**
	대리인비용	소액주주 지분을	-0.108 (0.205)	-0.139 (0.083)*	-0.106 (0.068)
	신용도	한신평 신용등급	-0.522 (0.184)***	-0.050 (0.077)	-0.053 (0.063)
주거래 은행의 재무 지표	안전성	자기자본비율	0.905 (0.236)***	0.304 (1.042)	0.028 (0.085)
	주주이익중시	배당성향	-0.308 (0.088)***	-0.016 (0.039)	-0.005 (0.032)
	자산 건전성	고정이하여신 비율	-1.617 (1.121)	-0.513 (0.500)	-0.144 (0.412)
	수익성	ROA	-3.460 (2.696)	0.264 (1.194)	0.214 (0.981)
	겸업화 비중	이자수익/ 총수익	0.019 (0.128)	-0.015 (0.057)	-0.044 (0.047)
R^2/\bar{R}^2		0.63/0.43	0.66/0.48	0.59/0.38	

주: ()내는 표준오차를 나타내며 위첨자 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

<표 6>을 통해 「부채/외부자금」을 종속변수로 사용한 경우의 실증분석결과를 구체적으로 보면 ROA의 표준편차 추정계수가 유의한 음의 값을 갖는 것으로 나타난 점에 비추어 기업 수익성이 큰 폭으로 변동함에 따라 기업의 부도확률이 높은 기업의 경우 부도 가능성을 낮추기 위해 부채를 통한 자금조달을 줄이는(재무레버리지 축소) 경향이 있는 것으로 보인다. 「고정자산/총자산」 비율의 추정치가 유의한 양의 값으로 나타나 투자활동이 원활한 기업의 경우 부채를 통한 자금조달을 확대함을 알 수 있다.⁶⁾ 배당성향 추정계수가 유의한 음의 값을 갖는 것으로 나타난 점에서 주주 이익보호를 중시하는 기업일수록 안전경영을 선호하여 부채확대를 기피하는 경향이 있는 것으로 보인다. 소액주주 지분율 추정치가 유의한 음의 값으로 나타나 대주주 지분율이 낮은 기업의 경우 안전경영을 선호하는 기업경영자 및 외부주주의 영향력이 확대됨에 따라 부채를 통한 자금조달 비중도 낮은 것으로 보인다. 한편 거래은행의 재무지표 설명변수 추정치는 유의하지 않은 것으로 나타났는데 이는 기업이 은행으로부터 자금공급을 원활하게 받을 수 있으면 신용도가 제고되어 주식시장을 통해서도 자금을 용이하게 조달할 수 있음에 따라 「부채/(부채+주식)」의 비율은 크게 변화하지 않는데 기인한 것으로 보인다.⁷⁾

끝으로 기업의 부채중 금융기관차입 의존도는 투자활동이 활발할수록, 주주이익중시 경향이 약할수록, 기업과 자금공급자간 기업의 미래수익에 관한 정보비대칭성이 높을수록 상승하는 것으로 분석되었다. <표 6>을 통해 「금융기관부채/총부채」를 종속변수로 사용한 경우의 실증분석결과를 구체적으로 보면 「고정자산/총자산」 비율의 추정계수가 유의한 양의 값을 갖고 있어 기업의 투자활동이 원활할수록 금융기관차입이 확대되는 것으로

6) 기업과 외부자금공급자와 정보의 비대칭성이 존재하면 기업은 장래 높은 수익성을 예상하여 투자를 확대할 경우 주식보다는 부채를 통한 자금조달을 확대한다. 한편 투자액/총자산 비율을 설명변수로 사용한 경우에도 동일한 결과가 나타났다.

7) 은행의 특정 기업에 대한 대출은 금융시장에서 해당 기업의 신용도가 높다는 신호로 받아들여짐에 따라 주가를 높이는 요인으로 작용한다.(Fama(1985))

보인다. 배당성향계수의 추정치가 유의한 음의 값으로 나타나 주주이익을 중시하는 경향이 강할수록 금융기관보다 채권발행을 통한 자금조달을 선호함을 알 수 있다. 「무형자산/고정자산」 추정계수가 유의한 양의 값으로 추정되어 자금공급자와 기업간 기업의 미래수익에 관하여 정보의 비대칭성이 확대될수록 기업은 채권발행보다 금융기관을 통한 차입을 선호하는 것으로 보인다.

IV. 최근 기업의 금융기관차입 둔화 원인

1. 기업 투자수요의 부진

앞서 실증분석 결과에 비추어 볼 때 기업의 금융기관 차입금 증가세 둔화에 가장 큰 영향을 미친 것은 투자부진인 것으로 보인다. <표 7>에서 나타난 바와 같이 2001년 이후 총고정투자 및 설비투자 증가율이 낮은 수준에 머물고 있어 최근 기업의 투자활동이 원활하지 못함을 알 수 있다. 이와 같이 외환위기 이후 기업의 투자수요가 급속하게 위축됨에 따라 외부자금조달 수요가 감소한 가운데 외부자금중에서는 주식보다 부채를 통한 자금조달이, 부채중에서는 채권발행보다 금융기관차입 수요가 더욱 축소된 것으로 보인다.⁸⁾

<표 7> 고정투자 증가율¹⁾ (%)

	90~96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04
총고정투자	19.4	4.0	-16.0	7.1	14.3	2.2	8.3	8.9	5.9
설비투자	16.7	-4.8	-32.5	34.2	36.3	-8.1	4.5	-2.7	3.7

주: 1) 전년대비 증가율
자료: 한국은행 국민계정

한편 본고에서는 기업의 투자지출이 어떠한 요인에 의해 결정되는 지를 살펴보기 위해 상장기업 패널자료를 이용하여 실증분석을 수행하였다.⁹⁾ 투자활동관련 실증분석에서 종속변수는 「고정자산/총자산」 및 「투자액/총자산」 비율을 각각 사용하였고 설명변수로는 투자결정이론인 토빈의 q이론,

8) 이자비용의 세금감면효과, 정보비대칭성의 존재 등으로 인해 일반적으로 기업의 경우 금융기관 차입을 통한 자금조달이 유리하므로 투자수요의 위축으로 외부자금조달 수요가 부진할 때 금융기관 차입을 통한 자금조달이 더 축소된다.

9) 실증분석 수행방법 및 자료는 앞서 기업자금조달 결정요인에 관한 실증분석의 경우와 동일하다.

매출액 가속도이론, 신고전파이론 등을 감안한 변수와 기업의 지배구조 및 경영행태를 반영하는 변수를 사용하였다. 즉 토빈의 q이론, 매출액 가속도이론, 신고전파이론을 반영하여 「시가총액/순자산」 비율, 매출액 증가율(3년평균), 차입금 평균금리를 설명변수로 각각 사용하였다.¹⁰⁾ 아울러 기업의 지배구조 및 경영행태를 나타내는 배당성향, 소액주주 지분율, 외국인 지분율, 자사주매입비율, 수출액 비중, ROA 등을 설명변수에 포함하였다.

실증분석 결과 기업의 투자활동은 미래수익성(토빈의 q), 제품 수요(매출액 증가율), 판매시장 다변화 정도(수출액 비중) 등이 높을수록, 대리인 비용(소액주주 지분율)과 자금조달비용(차입금리)이 낮을수록 활발한 것으로 나타났다. <표 8>을 통해 「고정자산/총자산」 비율을 종속변수로 사용한 경우 실증분석결과를 구체적으로 살펴보면 토빈의 q 추정계수가 유의한 양의 값으로 나타나 설비투자의 기대이윤이 설비자금의 조달비용보다 높은 기업의 경우 투자가 확대됨을 알 수 있다. 매출액 증가율 추정계수가 유의한 양의 값을 갖고 있어 매출액 가속도 이론에 따라 매출액 증가가 투자확대로 연결될 수 있는 것으로 분석되었다. 소액주주 지분율 계수가 유의한 음의 값으로 추정되어 소액주주 지분율이 낮을수록 투자활동이 원활한 것으로 보인다. 이는 소액주주 지분율이 높은 경우 안전경영을 선호하는 전문경영인 및 외부 주주의 기업경영에 대한 영향력이 확대되어 투자가 부진할 수 있는 데 기인하는 것으로 보인다. 「수출액/매출액」 비율 추정계수가 유의한 양의 값으로 나타나 기술 경쟁력 확보 등을 통해 수출액의 비중이 높은 기업일수록 투자가 활발한 것으로 나타났다. 한편 「투자액/총자산」 비율을 종속변수로 사용한 경우 매출액 증가율과 수출액 비중이 높을수록, 소액주주 지분율이 낮을수록 투자가 원활한 것으로 분석되었다.

10) 토빈의 q이론에 따르면 기대이윤이 설비자금 투자비용에 비해 높을수록 투자가 활성화되는 것으로 보며 토빈의 q는 일반적으로 주식의 시가총액을 순자산으로 나누어 산출한다. 매출액 가속도이론에 따르면 매출액 증가분의 일정비율만큼 투자가 이루어지며 신고전파이론에서는 자본재서비스의 가격이 낮을수록 투자가 활성화되는 것으로 본다.

<표 8>

기업 투자활동에 관한 실증분석 결과

종속변수 설명변수		고정자산/총자산	투자액/총자산
미래수익성	토빈의 q	3.975 (1.476)***	-0.103 (4.485)
제품수요	매출액 증가율	0.801 (0.346)**	0.227 (0.105)**
자본조달비용	차입금 평균금리	-8.379 (4.093)**	0.874 (1.244)
노동비용	종업원평균임금	0.996 (0.651)	-2.668 (1.978)
주주이익중시	배당성향	1.096 (2.631)	-0.128 (0.799)
대리인비용	소액주주 지분율	-4.572 (2.726)*	-0.334 (0.082)***
외국인영향력	외국인 지분율	-2.204 (2.397)	0.245 (0.728)
수익성	ROA평균	1.700 (1.679)	-0.809 (0.510)
시장다변화	매출액중 수출비중	3.224 (1.712)*	0.915 (0.520)*
R^2/\bar{R}^2		0.93/0.90	0.42/0.06

주: ()내는 표준오차를 나타내며 위첨자 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

앞서 기업의 투자지출에 영향을 미치는 요인에 관한 실증분석결과에 비추어 최근 기업의 투자활동이 부진한 것은 미래수익성의 저하, 제품수요의 부진, 대리인 비용의 상승 등에 기인한 것으로 보인다. 토빈의 q이론에 따르면 기업의 미래 수익성을 반영하는 주식가격이 자산형성비용에 비해 높을수록 투자가 활발하나 1999년 이후 토빈의 q가 하락하는 추이에 있음에 따라 투자부진 요인으로 작용하였다.<표 9> 참조) 한편 1999년 이후 토빈의 q하락은 국내 기업의 주가가 수익성에 비해 낮게 유지된 데다 지가의 상

승 등으로 자산형성비용이 대폭 증가한데 기인한 것으로 보인다. 다음으로 매출액 가속도이론에 따르면 매출액증가분의 일정비율만큼 투자가 이루어지나 최근 기업의 매출액 증가율이 외환위기 이전에 비해 둔화됨에 따라 기업투자도 부진한 것으로 나타났다. 아울러 외환위기 이후 소액주주 지분율이 상승한 동시에 소액주주권리 보호도 강화됨에 따라 안전경영을 선호하는 기업경영자 또는 외부주주의 영향력이 확대된 점도 투자가 부진한 원인으로 작용한 것으로 보인다.¹¹⁾

<표 9> 기업의 각종 재무지표 추이

		1999	2000	2001	2002	2003	2004
미래수익성	토빈 q 평균 ¹⁾	2.34	1.62	1.05	1.62	0.93	0.81
제품수요	매출액증가율	23.17	40.91	31.35	25.69	15.54	15.02
대리인비용	소액주주지분율	64.61	64.66	64.24	64.17	65.11	66.10

주: 1) 한국신용평가 DB를 이용하여 기업별 시가총액/순자산의 비율을 평균한 것임
 자료: 한국신용평가

2. 기업 수익성의 상승

최근 기업의 수익성 상승도 금융기관 차입을 둔화시킨 요인으로 작용한 것으로 보인다. <표 10>을 보면 실제로 2002년 이후 기업의 수익성이 크게 상승함에 따라 수익의 내부유보가 확대되었음을 알 수 있다. 기업의 경우 수익의 내부유보가 활발하면 외부자금조달 필요성이 낮아지므로 금융기관 차입에 대한 수요도 감소할 것으로 예상할 수 있다.

11) 기업경영자는 주주와는 달리 기업경영사정 악화시 해고될 것을 우려하여 안전한 경영을 선호하며, 외부주주의 경우 내부주주에 비해 기업내부 경영상황에 대한 정보가 부족하므로 수익의 불확실성이 높은 투자를 기피하는 경향이 있다.

<표 10>

기업의 ROA¹⁾

(%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
당기순이익/ 총자산	-1.52	-0.81	0.51	4.89	3.96	5.91

주: 1) 전산업기준

자료: 한국은행 기업경영분석

3. 기업 수익의 변동성 확대

최근 기업의 경영여건 등이 변화하면서 수익의 변동성이 확대됨에 따라 기업들이 순이익의 변동성을 낮추기 위해 기업들이 외부자금 중 부채를 통한 자금조달을 기피하는 대신 주식발행을 통한 자금조달을 선호하였으며 이 과정에서 기업의 금융기관차입도 감소한 것으로 보인다. 실제로 기업 ROA 표준편차의 변동 추이를 <표 11>을 통해 보면 2002년 이후 기업 수익의 변동성이 확대된 것으로 나타나고 있다.

<표 11>

기업 수익의 변동성¹⁾

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ROA 표준편차	7.14	9.28	9.51	11.27	11.00	12.07

주: 1) 한국신용평가 DB를 이용하여 상장기업을 대상으로 과거 5년간 ROA 변동의 표준편차로 산출

한편 본고는 기업 수익의 변동성이 어떠한 요인에 의해 결정되는 지를 살펴보기 위해 상장기업 패널자료를 이용하여 실증분석을 수행하였다.¹²⁾ 기

12) 실증분석 수행방법 및 자료는 앞서 기업자금조달 결정요인에 관한 실증분석의 경우

업 수익의 변동성관련 실증분석에서 종속변수는 1999~2004년간 ROA의 표준편차를 사용하였고 설명변수로는 「고정영업비/영업비」, 「무형자산/총자산」, 「연구개발비/영업비용」, 「수출액/매출액」의 비율과 자산규모를 사용하였다.

<표 12> 기업의 수익 변동성에 관한 실증분석 결과

종속변수 설명변수		ROA 표준편차
영업레버리지	고정영업비용/영업비용	0.273 (0.102)***
기술 및 정보 보유 수준	무형자산/총자산	-0.282 (0.052)***
	연구개발비/영업비용	-0.074 (0.432)
시장다변화	수출액/매출액	0.024 (0.145)
통제변수	자산규모	-6.002 (0.556)***
R^2/\bar{R}^2		0.97/0.95

주: ()내는 표준오차를 나타내며 위첨자 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

실증분석 결과 기업 수익의 변동성은 고정영업비의 비중이 높을수록, 총자산 중 지적자산의 비중이 낮을수록, 기업규모가 작을수록 높은 것으로 나타났다. <표 12>를 통해 실증분석 결과를 구체적으로 보면 「고정영업비용/영업비용」 비율의 추정계수가 유의한 양의 값으로 나타나 매출액과 관계없이 변동하는 고정영업비의 비중이 높을수록 기업수익의 변동성이 높음을 알 수 있다. 「무형자산/총자산」 비율의 추정계수가 유의한 음의 값으로 갖고 있어 지식 및 기술에 기반한 기업의 경우 제품시장에서 독점적 경쟁력을 확보하고 있음에 따라 수익의 변동성이 낮은 것으로 보인다. 자산규모와 동일하다.

추정계수가 유의한 음의 값으로 나타나 자산규모가 클수록 높은 수익구조의 안정성 등으로 인해 수익의 변동성이 낮은 것으로 보인다.

이러한 추정결과와 최근 기업의 영업레버리지(고정영업비용/영업비용)가 상승한 점에 비추어 기업 영업이익의 변동성이 확대된 것은 주로 영업레버리지의 상승에 기인한 것으로 보인다.(<표 13> 참조) 한편 2000~2004년 중 고정영업비의 상승은 경상연구개발비(145%), 급여(66%), 임차료(45%) 등의 상승률이 높았던데 주로 기인하는 것으로 나타났다.

<표 13> 국내 기업의 영업레버리지(고정영업비용/영업비용)

(단위:%)

	2000	2001	2002	2003	2004
대기업	5.29	5.51	5.94	7.59	7.30
중소기업	6.36	6.93	6.86	8.58	8.05

주: 고정영업비용에는 급여, 퇴직급여, 임차료, 감가상각비, 접대비, 광고선전비, 경상연구개발비, 보험료, 무형자산상각비, 지급수수료 등을 포함하였음

자료: 한국은행 기업경영분석

<표 14> 주요 업종별 매출액 표준편차 및 산업생산지수(2000=100)

계정항목	매출액 표준편차	산업생산지수				
		2001	2002	2003	2004	2005/04
제조업평균	31.03	100.2	108.4	113.8	126.0	131.5
전자부품, 통신장비 등	49.82	102.4	131.2	158.7	212.6	230.6
자동차 및 트레일러	36.01	98.9	107.3	114.3	129.5	145.8
기타 운송장비	37.14	121.8	119.4	127.5	145.2	182.1

주: 「표준편차/평균매출액」 비율은 99-04년간 각 기업의 「매출액표준편차/평균매출액」 비율을 업종별로 평균한 것임

자료: 한국은행 조사통계월보

이 밖에도 최근 매출액의 변동성이 높은 업종의 비중이 상승한 점도 기

업수익의 변동성을 높이는 요인으로 작용한 것으로 보인다. <표 14>를 보면 산업생산에서 차지하는 비중이 높아진 전자부품 및 통신장비, 자동차 및 트레일러, 기타 운송장비 업종의 경우 매출액의 변동성도 높은 것을 알 수 있다.

4. 주주이익을 중시하는 경영관행 확산

소액주주권 행사요건 완화, 외국인 지분율의 상승 등을 통해 기업경영에 외부주주의 영향력이 확대되면서 외부주주가 안정적 배당수익흐름을 선호함에 따라 기업이 부채보다는 주식을 통한 자금조달을 확대한 것으로 보인다. 실제로 <표 15>를 보면 1999년 이후 기업의 배당성향(배당금/당기순이익)이 상승하는 추이를 보인 점에 비추어 기업경영자가 외부주주의 이해에 부응하여 경영하는 관행이 강화된 것으로 볼 수 있다.¹³⁾

<표 15> 기업의 배당성향¹⁾

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
기업전체	22.96	25.11	26.4	26.31	25.97	25.03
대기업	25.68	28.79	30.93	24.95	28.98	23.91
중소기업	20.02	21.84	22.87	27.44	23.58	25.89

주: 1) 상장 제조업 대상
자료: 한국신용평가 DB

5. 대리인비용의 상승 및 대주주 경영권 안정성 저하

최근 대주주 지분율이 하락(<표 9> 참조)하면서 기업경영에 대한 대주주의 영향력이 축소되는 반면 전문경영인의 영향력은 확대됨에 따라 부채를

13) 한편 2004년중 대기업의 배당성향이 전년에 비해 크게 감소한 것은 배당금규모의 축소가 아닌 당기순이익의 대폭적인 증가에 기인한다.

통한 자금조달이 확대된 것으로 보인다. 전문경영인의 경우 기업경영실적 악화시 해고될 위험성이 높으므로 이를 감안하여 안정적인 수익흐름을 선호한다. 이러한 점에서 전문경영인은 재량권이 확대되거나 주주의 감시가 약할 경우 주주의 이해에 반하여 부채보다 주식을 통한 자금조달을 더욱 확대할 것으로 예상된다.

한편 대주주 지분율이 하락하는 과정에서 대주주가 경영권을 안정적으로 확보하기 위해 부채를 통한 자금조달을 축소하였을 가능성도 있다. 즉 기업이 부채를 통한 자금조달을 확대하면 도산할 확률이 상승하여 대주주가 경영권을 상실할 위험성도 높아지므로 경영권이 안정적이지 않은 대주주의 경우 기업도산 확률을 낮추기 위해 부채를 통한 자금조달을 줄이는 경향을 보인다.

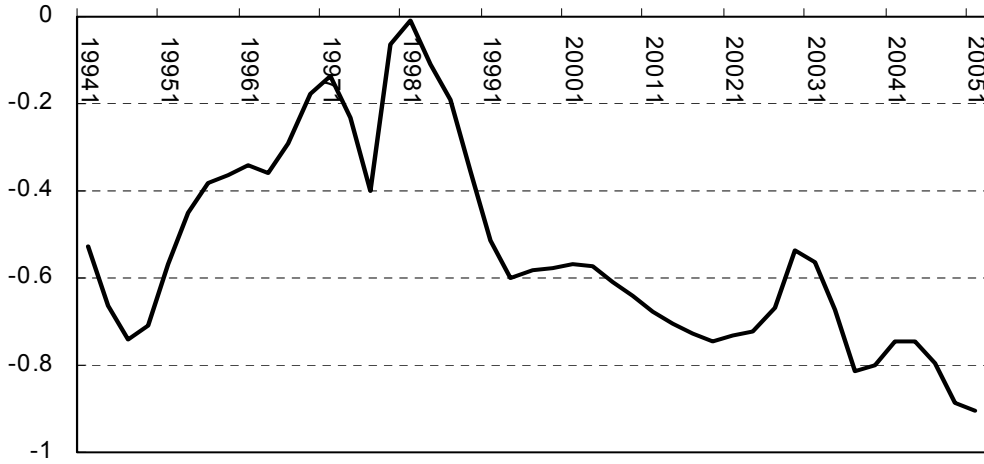
6. 기업 영업손실과 금융비용간 상관관계 강화

이 밖에도 최근 기업의 영업손실과 금융비용간 상관관계가 강화된 점도 순이익의 변동성을 확대시켜 기업이 부채를 통한 자금조달을 줄이는 요인으로 작용한 것으로 보인다. 매출액 감소 등으로 기업의 영업이익이 악화되는 시기에 시장금리가 상승하면 순이익이 크게 낮아져 기업이 파산할 위험이 높아진다. 기업은 이러한 점을 감안하여 영업이익과 시장금리간 부(-)의 상관관계가 강화되면 파산확률을 낮추기 위해 부채를 통한 자금조달을 축소할 것으로 예상할 수 있다. 실제로 산업생산지수와 회사채금리와의 상관계수를 보면 1990년 1분기~1994년 4분기 중 -0.53에서 2001년 1분기~2005년 1분기 중 -0.90으로 감소함으로써 기업의 영업이익과 금융비용간 부(-)의 상관관계도 확대되었을 가능성이 높은 것으로 보인다. 한편 이러한 부의 상관관계 확대는 금융기관의 신용위험에 대한 민감도 증대와 기업에 대한 관계형대출(relationship lending)¹⁴⁾의 축소 등에

14) 관계형 대출은 금융기관이 기업과 장기 고객관계를 유지하면서 모니터링 등을 통해 획득한 사적 정보를 바탕으로 대출이 이루어짐에 따라 기업의 경영상황이 일

기인한 것으로 볼 수 있다.

<그림 6> 산업생산지수와 회사채 금리간 상관관계¹⁾의 변화



주: 1) 과거 5년간의 산업생산지수와 회사채 금리간 상관관계를 산출한 것임
자료: 한국은행 조사통계월보

시적으로 악화되어도 자금공급이 안정적으로 이루어지는 반면 거래형 대출(transaction lending)은 재무제표 등 공개된 정보를 바탕으로 표준화된 대출계약을 통해 대출이 이루어짐에 따라 기업의 경영상황 변화는 자금차입조건에 즉시 영향을 미친다.

V. 결론 및 시사점

앞서 분석결과 최근 기업의 자금차입이 부진한 것은 내수부진(매출둔화), 미래수익성 저하(토빈 q 하락), 대리인비용 상승(소액주주 지분율 상승) 등의 영향으로 기업의 투자지출이 위축되어 차입수요가 둔화되고 기업의 수익성 호전으로 내부유보가 늘어나면서 외부자금 수요가 축소된데다 주주이익을 중시하는 경영관행 확산, 기업수익의 변동성 확대, 대리인비용 상승 등으로 부채보다는 주식을 통한 자금조달을 늘린데 주로 기인한 것으로 보인다. 이러한 점을 감안하여 본 장에서는 기업의 금융기관차입 확대를 위한 정책적 방안을 모색해 보았다.

앞서 분석 결과 기업의 투자활동이 부진이 금융기관차입 둔화에 가장 큰 영향을 미친 것으로 나타났으므로 주식가치의 안정, 금융비용 경감, 제품시장 다변화, 구조조정 활성화 등을 통해 기업 투자가 원활하게 이루어지도록 할 필요가 있겠다. 먼저 토빈의 q (기업의 시장가치/순자산)가 높을수록 투자도 활발한 것으로 나타났으므로 주식시장의 수요기반을 강화하는 한편 정보의 투명성 제고 등을 통해 기업가치가 제대로 평가받을 수 있도록 유도하여야 하겠다. 이를 위해 적립식 펀드나 장기 증권저축에 대한 세제 혜택을 강화하고 기업회계의 투명성을 제고할 필요가 있는 것으로 보인다. 다음으로 매출액 중 수출액 비중이 높을수록 투자가 원활한 것으로 나타난 점에 비추어 기업의 수출기반이 강화될 수 있도록 정책적 지원을 강화하여야 하겠다. 이를 위해 FTA체결을 확대하는 한편 환율변동의 안정성과 중소기업에 대한 해외시장관련 정보를 더욱 효율적으로 제공하는 방안을 검토할 필요가 있다. 또한 차입금리가 낮은 기업일수록 투자활동이 원활한 것으로 나타났으므로 금융기관의 금융중개기능 강화, 채권시장 활성화 등을 통해 금융시장의 효율성을 제고하여 기업의 차입비용이 절감될 수 있도록 유도하여야 하겠다.

기업 수익의 안정성이 낮을수록 부채를 통한 자금조달을 축소함으로써 은행의 금융중개기능이 저하될 수 있는 점에 비추어 기업의 영업비중 고정

영업비 비중의 하락, 기술기반 기업의 성장 지원, 중소기업의 구조조정 활성화 등을 통해 수익의 안정성이 제고되도록 할 필요가 있겠다. 최근 인건비 및 임차료의 상승이 고정영업비의 상승에 큰 영향을 미친 것으로 나타난 점을 감안하여 부동산 가격과 임금 안정을 지속적으로 추진할 필요가 있다. 한편 인건비의 경직성을 완화하기 위해 기업의 수익에 연동하여 임금을 탄력적으로 조정하는 방안도 검토할 수 있겠다. 은행의 경우 중소기업의 재무관리를 지원하여 외환 및 투자 관련 손실이 낮아질 수 있도록 유도함으로써 기업수익의 변동성 완화에 기여할 수 있는 것으로 보인다. 아울러 지식 및 기술에 기반한 기업의 경우 수익의 변동성이 상대적으로 낮은 것으로 나타난 점에 비추어 기업의 지식 및 기술 개발과 신제품의 판로개척 등에 대한 정책적 지원을 강화할 필요가 있겠다. 이를 위해 한국은행 총액한도 배분시 금융기관의 지식 및 기술 기반 중소기업에 대한 대출비중을 반영하는 방안을 고려할 수 있는 것으로 보인다. 이밖에도 기업의 수익구조 개선을 위한 구조조정이 원활하게 이루어지도록 기업구조조정전문회사(CRC)를 활성화하는 동시에 보증기관의 중소기업에 대한 금융자금지원을 해당 중소기업의 구조조정과 연계하는 방안도 검토할 필요가 있겠다.

대주주 지분율이 낮아 기업경영자와 주주간 이해상충의 위험이 높거나 대주주의 경영권이 안정적이지 않을수록 금융기관차입이 부진한 동시에 기업투자도 활발하지 않을 수 있는 것으로 나타났으므로 경영자에 대한 적절한 보상 및 적대적 M&A에 대응한 경영권보호 강화를 검토할 필요가 있는 것으로 보인다. 기업 경영자에 대한 보상이 기업의 장기 실적을 반영하여 이루어질 있도록 스톡옵션을 설계하는 것이 바람직하며 대주주의 경영권보호를 강화하기 위해 차등의결권제도 및 이사시차선임 제도¹⁵⁾ 등을 강화하는 방안도 적극 검토할 수 있는 것으로 보인다.

기업의 주주이익보호 경향이 강할수록, 부채를 통한 자금조달이 축소되는

15) 차등의결권제도는 경영권을 확보한 대주주에게 1주당 다수의 의결권을 부여하는 제도이며 이사시차선임제도는 모든 이사를 일괄적으로 바꾸지 못하게 금지하는 제도이다.

것으로 나타난 점에 비추어 기업 배당성향 하락을 유도하는 동시에 배당소득세를 회피하기 위한 자사주매입¹⁶⁾에 대한 규제를 강화하는 방안도 검토할 필요가 있겠다. 즉 배당세율을 인상하거나 기업이 내부유보를 확대할 경우 세금감면을 제공하는 한편 총발행주식의 일정비율 이내에서 자사주매입이 가능하도록 규제하는 방안을 도입할 수 있는 것으로 보인다.

아울러 최근 기업의 영업손실과 금융비용간 상관관계가 높아진 점도 기업이 부채를 통한 자금조달을 줄이는 요인으로 작용할 수 있으므로 기업의 손실이 확대되는 시기에 금융부담이 완화될 수 있도록 통화정책의 신축적 운용이 바람직한 것으로 보인다.¹⁷⁾

기업의 자금차입이 확대될 수 있도록 은행도 일정부분 역할을 할 수 있는 것으로 보인다. 주거래은행의 자기자본비율이 높을수록, 배당성향이 낮을수록 기업의 외부자금조달이 원활할 수 있는 것으로 나타난 점을 감안하여 정책당국은 은행수익의 내부유보 확대 등을 통해 은행의 자기자본비율이 제고될 수 있도록 유도할 필요가 있겠다.

16) 자사주매입은 현금배당의 대체수단으로 이용될 수 있다. 즉 현금배당을 지급할 자금으로 시장가격에 주식을 재매입하면 주주의 부는 동일한 상태에서 배당소득을 자본이득으로 대체시켜서 주주들의 배당소득세를 절감할 수 있다. 이러한 점을 감안할 때 자사주를 매입하면서 지배주주가 주식을 매각하는 경우 배당소득세 회피용 자사주매입으로 볼 수 있다.

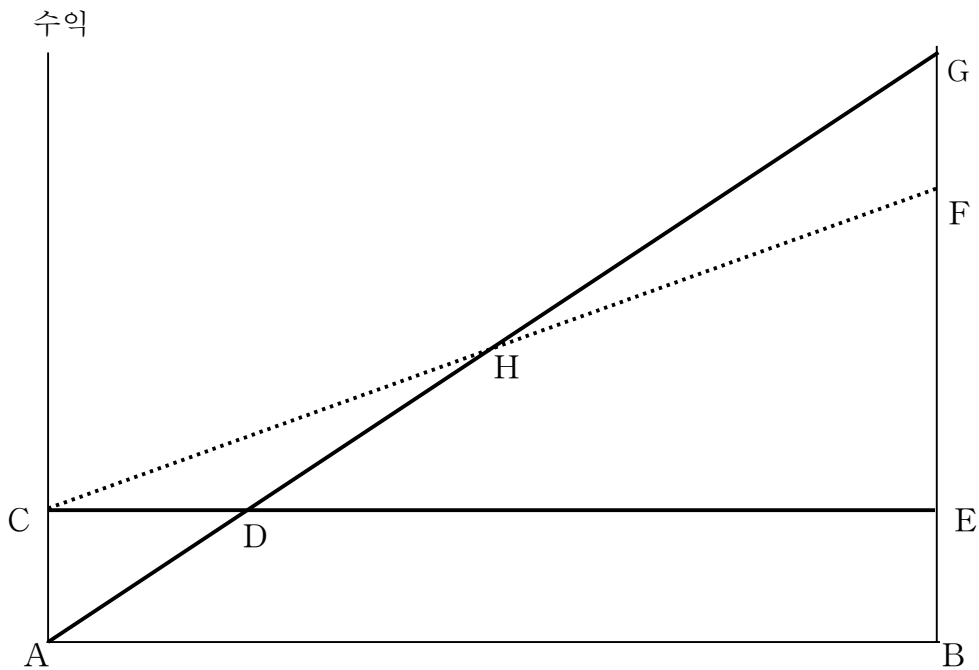
17) 한편 신축적으로 통화정책을 수행하는 과정에서도 통화정책이 신뢰성을 갖고 있을 경우 기업이 안정적으로 경영활동을 할 수 있다는 점을 감안할 때 재량적 또는 임의적 통화정책보다는 준칙에 입각한 통화정책을 지속적으로 수행할 필요가 있겠다.

<부록 1>

기업이 부채를 차입한 경우 수익의 변동성에 따른 기대이익의 변화

발생가능한 상황(state)이 A에서 B까지 동일한 확률로 분포되어 있으며 각 상황에 따른 기업의 수익은 수익의 변동성이 높은 경우 AG선에 따라 실현되며 수익의 변동성이 낮은 경우 CF선에 따라 실현되는 것으로 가정한다. 총 수익의 기대치는 수익의 변동성과 관계없이 동일하다고 가정하면 AG와 CF선은 중간지점(H)에서 만난다. 기업이 차주에게 지급해야 하는 원리금은 상황에 관계없이 일정하므로 CE선으로 표시할 수 있다.

수익의 변동성이 높은 경우, 즉 기업의 수익이 AG선에 따라 실현될 경우 차주의 수익은 면적 ADEB이며 기업의 수익은 면적 DEG이다. 수익의 변동성이 낮은 경우, 즉 기업의 수익이 CF선을 따라 실현될 경우 차주의 수익은 면적 ACEB이며 기업의 수익은 면적 CEF이다 여기서 ADEB의 면적이 ACEB의 면적보다 작고, DEG의 면적이 CEF의 면적보다 크기 때문에 기업 수익의 변동성이 낮(높)아지면 기업의 수익은 축소(증대)되는 반면 차주의 이익은 증대(축소)된다.



<부록 2>

실증분석에 사용된 변수의 기초통계량

사용변수	연도별 평균			표준 편차/ 평균	최대값	최소값
	2001	2002	2003			
외부자금/금융자금조달 ¹⁾	72.26	73.23	70.83	0.842	598.01	0.00
부채/외부자금 ¹⁾	36.75	36.47	33.98	0.866	99.71	0.00
금융기관부채/총부채 ¹⁾	21.61	22.09	19.57	1.097	99.83	0.00
단기부채/장기부채 ¹⁾	64.01	66.96	69.33	0.530	100.00	0.00
고정자산/총자산 ¹⁾	33.27	32.83	32.33	0.585	95.31	0.00
투자액/총자산 ¹⁾	14.55	24.91	10.95	20.912	20600.3	-298.9
ROA 표준편차	9.51	11.27	11.00	1.044	55.71	0.06
수출액비중	24.83	24.78	25.87	1.224	100.00	0.00
한신평 신용도	64.54	64.44	65.19	0.199	97.00	17.50
연구개발비 비중	0.15	1.22	1.42	2.939	51.68	0.00
1대주주지분율	27.79	27.06	26.47	0.560	100.00	0.00
외국인지분율	4.63	4.33	5.97	2.338	99.90	0.00
총자산 로그	8.59	8.59	8.61	0.742	10.75	6.37
무형자산 비중	2.66	2.79	2.71	2.097	65.55	0.00
고정영업비/영업비	13.04	13.14	13.65	0.991	93.35	0.04
차입금평균금리	8.68	7.30	6.89	0.495	26.21	0.50
종업원평균임금	21,671	22,459	23,249	1.920	1,345,442	170
ROA 3년평균	5.52	4.26	2.29	2.938	63.70	-57.59
ROA 5년평균	3.96	3.74	3.66	2.743	58.14	-71.12
매출액증가율 3년평균	42.11	31.99	16.04	2.046	517.19	-57.72
토빈 q	1.05	1.62	0.93	1.968	95.68	0.02
배당성향	12.03	12.74	13.59	1.494	99.86	0.00
은행배당성향	15.22	16.84	19.60	1.237	79.27	0.00
은행이자수익비율	60.55	73.78	76.13	0.183	159.80	43.46
은행고정이하여신비율	3.16	2.29	2.57	0.466	10.47	1.13
은행자기자본비율	11.05	10.57	10.45	0.091	13.26	8.66
은행ROA	0.76	0.56	0.27	1.257	1.42	-1.48

주: 1) 동 변수들의 기초통계량은 2002, 2003, 2004년을 대상으로 산출

<참고문헌>

- 강준구·박경서 (1999), “아시아 금융위기하에서 한국기업의 경영적 특성이 자본구조 변화에 미친 영향,” 「경영저널」, 1999.5
- 곽세영·한광환 (1999), “자본조달 및 투자결정에서 내부자금의 역할,” 「증권·금융연구」 제5권 제1호, 1999.7
- 국찬표·박영석·이정진 (1997), “한국 기업집단의 투자결정과 자본비용,” 「재무연구」 제 13호, 1999.5
- 남준우 (2002), “재무적 제약하에서의 기업투자에 관한 연구,” 「서강경제논집」
- 김필규 (1999), “기업의 부채조달원 선택에 관한 연구,” 「재무연구」 제12권, 1999.5
- 김현정 (2003) “외환위기 이후 기업대출 위축의 원인과 정책과제,” 「금융경제연구」 제146호, 2003.3
- 송태정 (2002), “기업투자 결정요인 변화와 향후 전망,” LG경제연구원, 2002.4
- 이병기 (2000), “기업투자의 현금흐름 민감성에 대한 실증분석,” 「산업조직연구」 제8집 제1호
- 윤봉한 (1994), “기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구,” 「재무연구」 제7권, 1994.2
- 장익환·윤여준 (2004), “레버리지 분석에 의한 국내 조조기업의 재무의사결정 행태 분석,” 「재무관리연구」 제21권 제1호, 2004.6
- 조삼용·신선우·이훈현 (2004), “레버리지가 기업투자결정에 미치는 영향 : System-GMM을 이용한 상장제조기업 패널분석,” 「재무연구」 제10권 제2호, 2004.8
- 최선호 (1990), “기업의 자본조달행태 분석을 통한 자본구조이론과 자본조달이론의 재조명,” 「재무연구」 제3권, 1990.12
- 황선웅·김종대 (1996), “우리나라 기업의 투자결정유형이 자본구조에 미치는 영향에 관한 실증분석,” 「경영학연구」 제25권, 1996.11

- Blazenko, George W. (1987), "Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure," *The Journal of Finance*, Vol. 42 No. 4, September 1987, pp.839-862
- Copeland, T. E. and J. F. Weston (1992), *Financial Theory and Corporate Policy*, May 1992, Addison-Wesley Publishing Company.
- Demirguc-Kunt, A., L. Laevan and R. Levine (2003), "Regulations, Market Structure, Institutions, and The Cost of Financial Intermediation," *NBER Working Paper* 9890.
- Flannery, M. J. (1986), "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice," *Journal of Finance* 41.
- Grinblatt, M. and S. Titman (1998), *Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw-Hill International Editions
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1975), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure," *Journal of Financial Economics*, October 1976, pp.305~360.
- Kashyap, Anil K., Jeremy C. Stein and David W. Wilcox (1993), "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance," *American Economic Review* 83, March 1993, pp.78~98.
- Kraus, A. and H. R. Litzenberger (1973), "A State-preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, September 1973, pp. 911~922.
- Levy, H. and M. Sarnat (1999), *Capital Investment and Financial Decisions*, Biddlest Ltd.
- Myers, Stewart C. (1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 39, July 1984, pp. 575-592.
- Myers, Stewart. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175.

- Myers, Stewart C. and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp. 187-221.
- Oliner, Stephen D. and Glenn D. Rudebusch (1995), "Is There a Bank Lending Channel for Monetary Policy?," *Economic Review*, FRB of San Francisco, 1995, pp.3~20.
- Scott, Jr., J. H. (1976), "A Theory of Optimal Capital Structure," *Journal of Finance*, Spring 1976, pp.33~54.