

# 내실 경영을 위한 자기 자본 비용의 산출과 이해

김명익 · 현대경제연구원 연구위원 연구원

최근 우리나라는 국내 기업의 부도가 줄을 잇고 금융 기관이 부실화되며, 국가의 대외 신인도가 하락하여 중국에는 IMF 구제 금융을 받는 등 최악의 경제 위기 상황에 처해 있다. 이같은 경제 위기 상황의 근저에는 국내 기업들이 수익률을 도외시한 외형 중심 경영과 높은 부채 비율에 의존한 방만한 경영 관행이 존재한다. 기업의 내실 경영만이 현재의 국가 경제 위기를 슬기롭게 극복할 뿐 아니라, 치열한 국제 경쟁 사회에서 다시 한 번 한국 경제의 도약을 보장하는 방법이 될 것이다. 기업의 수익성 위주 경영을 재무 관리적 측면에서 본다면 자본에 대한 수익률을 주주들이 기대하는 수익률 이상으로 끌어올리는 것이다. 주주들의 기대 수익률이란 자기 자본 비용을 의미한다. 자기 자본 비용의 측정을 위해 서구에서는 주로 자본 자산 가격 모형을 이용하는데, 국내 기업의 경우도 국내 시장의 특수성을 반영한 자기 자본 비용을 산출해야 한다. 중요한 것은 기업이 지금까지 낮은 수준으로 인식했던 자기 자본 비용이 다른 금융 비용보다도 높다는 사실을 새로이 인식하고, 이를 기업 경영에 적용할 때 진실한 의미의 수익성 위주의 내실 경영이 뿌리내릴 것이다.

## 최근의 금융 위기와 기업이 나아가야 할 방향

금년 들어 대기업의 연속적인 부도 사태는 한국의 대외 신인도를 떨어뜨렸다. 더욱이 해외 금융 기관들이 한국을 동남아 국가들과 같이 차입을 통해 방만한 사업 확장을 해온 과잉 투자국으로 인식하면서 대외 신인도는 더욱 떨어지게 되었다. 부채 비율이 높은 기업의 경우 성장세가 둔화되면 과도한 금융 비용 부담으로 부도 위험이 높는데, 해외 금융 기관들은 국내 기업들의 이같은 점을 우려해왔다. 이러한 분

위기에 편승하여 국제 투기 세력들이 원화와 국내 선물 시장을 공격하고, 국내 증시에 투자한 해외 자본들이 한국의 장기적 침체와 원화 가치 하락을 염려하여 주식 시장을 빠져나갔고, 원화를 방어하려는 한국은행의 외환 보유고가 감소되자 원화 가치와 대외 신인도는 크게 하락하게 되었다. 대외 신인도 하락이 막바지에 이르러 해외 자금 조달이 불가능해지자, 정부는 급기야 IMF에 구제 금융을 신청하는 사태에 이르게 되었다.

이제 한국이 해외 구제 금융을 통해 금융 난국을 통과해야 하는 극도의 긴축시대에 접어들면서 기업은 차입 경영은 고사하고 기존의 사업 계획조차도 취소해야 하며, 내수 경기도 위축되는 시기를 맞게 되었다. 긴축과 불황의 시대에 살아남고 성장할 수 있기 위해서 기업은 과거의 외형 성장 위주 경영에서 수익성 위주의 내실 경영 위주로 전환해야 한다. 수익성 위주의 내실 경영을 위해서는 무엇보다도 자본 수익률을 제고해야만 한다. 자본 수익률이 개선되어야 증시를 통한 자금 조달이 원활해지고 재무 구조도 개선할 수 있다. 기업의 재무 구조 개선은 저성장 속에서도 부도를 면할 수 있게 해주는 방파제가 될 뿐 아니라, 더 나아가 높은 자본 수익률은 기

업 성장에 필요한 해외 자금을 다시 국내 증시와 자본 시장으로 유인하여 안정된 환율 하에 장기적인 성장을 약속하는 요인이 되는 것이다.

### 기업의 부채 비율과 금융 위험의 관계

일각에서는 국내 실물 경제는 건전하나 대외 신인도가 추락한 것은 단순히 외부 요인에 의하여 야기된 금융 위기로만 이해함으로써 최근의 금융 사태는 곧 진정될 것으로 예측하기도 했다. 이러한 전망은 그동안 눈부신 고도 성장을 이룩하여 아시아의 기적을 만들어낸 한국인의 자긍심을 드러내는 일이기도 했다. 그러나 국내 기업이 최근에 급속히 수익력이 약화되고 부도로 이어지고 있는 이유를 재무 구조 측면에서 본다면, 자본 수익률을 도외시한 방만한 경영과 세계적으로 높은 수준을 유지하고 있는 부채 비율때문이다. 이러한 재무적 특징은 성장이 둔화되는 시기에는 금융 위기와 급격한 대외 신인도 하락으로 이어진다.

일반적으로 기업의 매출이 증가하면 증가할수록 영업 이익은 증가하는 반면, 금융 비용은 높은 자본 회전을때문에 크게 늘어나지 않는 경향이 있다. 다시 말해, 매

출 증가는 기업의 수익률을 더 빠른 속도로 증가시키므로 자기 자본 비율이 낮은 (또는 부채 비율이 높은) 기업일수록 자기 자본 수익률이 더 높아지게 된다. 그러므로 고도의 경제 성장 하에서의 기업은 차입을 통한 경영 확장을 선호하게 되는 것이다. 이는 높은 성장률이 유지되는 한 매출 증가를 통해 금융 비용을 쉽게 지불할 수 있고, 수익률 제고라는 별도의 노력없이도 주주들에게도 높은 자기 자본 수익률을 안겨줄 수 있기 때문이다.

그러나 매출 증가율이 하락하게 되면 상황은 그 반대가 된다. 매출 증가세가 줄면 자본 회전율이 떨어지며 영업 수익도 하락한다. 반면에, 금융 비용은 크게 하락하지 않기 때문에 수익률의 하락 폭은 더 크게 된다. 결과적으로, 기업은 금융 비용을 지불하기가 힘들어지고, 성장률 둔화 기간이 길어지면서 부도로까지 이어지게 된다. 최근 많은 국내 기업이 연속적으로 부도를 냄으로써 금융 위기로까지 치닫게 된 것은 원천적으로 차입 위주 경영의 레버리지 효과때문이라고 할 수 있다.

## 자본 수익률 제고와 원활한 자금 조달을 위한 투자자의 기대 수익률 이해

기업이 자기 자본 비율을 높이게 되면 레버리지 효과가 줄어 매출 감소가 수익률에 주는 부정적 효과의 폭을 줄일 수 있다. 기업이 자기 자본을 늘리기 위해서는 자기 자본 수익률이 주주가 해당 기업으로부터 기대하는 수익률보다 높아야 주식 시장에서 자금을 원활히 모집할 수 있다. 그렇지 않을 경우 큰 폭의 시가 할인 방식의 증가가 불가피하며, 이는 기존의 주주로부터 신규 주식 소유자들에게로 富의 이전을 불러 일으킨다. 따라서 유상 증자를 통하여 재무 구조 개선을 원하는 기업은 우선 투자자들이 해당 기업으로부터 기대하는 기대 수익률을 올바르게 파악할 필요가 있다.

경영자가 자기 자본 수익률을 제고하려면 먼저 자본 비용을 제대로 파악해야 한다. 그럼으로써 기업 경영자는 올바른 경영 평가 지표를 제시하게 되고, 이를 신규 투자자의 잣대로 사용하며 사업별 실적을 평가할 수 있게 되어 종업원들을 독려할 수 있다. 자본 비용을 제대로 파악하기 위해서는 타인 자본 비용뿐만 아니라 자기 자본 비용도 올바르게 측정해야 하는데, 자기 자본 비용은 바로 투자자들의 기대 수익률

을 의미한다.

### 기대 수익률의 측정 방법

어떤 기업에 대한 주주들의 기대 수익률은 위험 정도가 같은 다른 투자 대상으로부터 얻을 수 있을 것으로 기대하는 수익률이므로, 해당 기업이 임의로 정할 수 있는 것이 아니라 시장 조건에 의해 결정되는 것이다. 회계상 당기 순이익이 흑자를 기록한 기업이라도 주주들의 높은 기대 수익률을 감안하여 자기 자본 비용을 제하고 나면 실질적으로는 적자인 경우가 허다하다. 그러므로 기업 경영자나 사업 부서장들은 가능한 한 자사의 실적과 가치가 높게 나타나도록 기대 수익률을 자의적으로 낮추려는 경향이 있다. 기대 수익률이 객관성을 잃을 경우 이를 근거로 한 기업 가치 평가는 의미가 없어지고 경영자와 주식 시장에 도리어 그릇된 정보를 주게 된다. 따라서 보다 객관적인 기대 수익률의 측정이 요구된다.

기대 수익률 측정에는 자본 자산 가격 모형(CAPM: Capital Asset Pricing Model)이 널리 사용되고 있다. 이 모형은 선진국의 주식 시장에서 주식이나 회사의 가치를 평가하기 위하여 널리 사용되고 있

으며, 이 모형을 사용하기 위해서는 주식 시장에 상장된 주식 전체의 평균 기대 수익률과 해당 기업의 주가가 주식 시장에 반응하는 정도를 나타내는 베타, 그리고 정부 발행 채권의 수익률인 무위험 수익률이 주어져야 한다. CAPM 공식은 다음과 같다.

$$CAPM = R_f + \beta(R_e - R_f)$$

$R_f$ : 무위험 수익률

$\beta$ : 기업 베타

$R_e$ : 평균 기대 수익률

기업 베타는 해당 기업의 주가 수익률이 경기 변동의 각 단계에서 주식 시장의 평균 수익률과 어떠한 상관 관계를 가지고 변하는가를 나타내는 지수로서, 해당 기업의 시장 위험도를 나타낸다. 즉, 해당 기업 주가 수익률이 주식 시장 평균 수익률과 같은 방향·동일한 정도로 변동을 했을 때 베타는 1이 되고, 반대 방향으로 움직이되 동일한 정도의 수익률 변동을 보일 때는 베타가 -1이 되며, 같은 방향으로 움직이되 평균 기대 수익률 변화량의 반 정도만 따라 움직이면 베타는 0.5의 값을 가지게 된다.

## CAPM 모형을 사용한 국내 기업의 기대 수익률 측정

효율적인 주식 시장 하에서는 주식의 예상 수익률을 측정할 때 CAPM 모형을 주로 사용하는데, CAPM 모형에 필요한 변수인 주식 시장의 평균 기대 수익률과 개별 주식의 기대 수익률을 측정하기 위해 주로 과거의 데이터를 이용한다. 그러나 국내 주식 시장에서는 정부의 잦은 증시 정책과 종합주가지수의 주식 시장 비대표성 및 과도한 투기적 매매 등으로, 시장이 비교적 비효율적이기 때문에 시장 수익률은 기대 수익률의 적절한 기준치가 될 수 없다. 따라서 국내 기업의 기대 수익률을 측정하기 위하여 CAPM 모형을 사용할 경우에는 일부 수정된 모형을 이용해야 한다. 여기서는 국내 기업의 베타를 추정하는 수정된 CAPM 모형을 제시해보고자 한다.

### 1) 시장 평균 기대 수익률의 산출

위험 프리미엄의 측정이 용이할 때는 위험 프리미엄과 무위험 수익률을 이용하여 시장 평균 기대 수익률을 산출할 수 있다. 미국과 일본을 비교할 때 채권 수익률

에는 큰 차이가 있으나, 주식 시장에서의 위험 프리미엄은 양 국가 모두 약 6% 정도인 것으로 밝혀졌다. 위험 프리미엄을 결정하는 주요 변수는 주주들의 투자 성향과 종합주가지수의 변동성이다. 주주들의 투자 성향이 장기적이고, 주가지수의 변동성이 큰 변화없이 안정적일수록 위험 프리미엄은 낮다고 할 수 있다. 그러나 국내 투자자들의 경우 단기적 투자 성향이 있고 종합주가지수의 변동성이 선진국에 비해 높다는 것을 고려할 때, 우리나라 기업의 위험 프리미엄은 최소한 6% 이상이 될 것으로 추정된다. 따라서 비효율적인 주식 시장에서의 지표인 종합주가지수를 이용하지 않고도 국내 무위험 수익률에 6% 정도의 위험 프리미엄(risk premium)을 가산함으로써 CAPM 모형에 필요한 시장 평균 기대 수익률을 간접적으로 산출할 수 있다.

### 2) 무위험 수익률의 선정

무위험 수익률은 유동성 프리미엄이 가장 낮은 정부 발행 채권 수익률을 사용할 수 있다. 통화안정증권은 최근 유동성이 떨어져 있기 때문에 무위험 수익률에 유동성 프리미엄이 가산되었다고 볼 수 있다.

은행 보증 회사채의 경우도 은행의 대외 신인도마저 떨어지는 현 상황에서 무위험 수익률의 대표치로 사용하기가 적절치 않다. 그러므로 국내 무위험 수익률을 대표할 만한 채권으로는 정부 발행 국공채 가운데 유동성 프리미엄이 가장 낮은 국민주택채권 1종에 대한 수익률이 가장 적절하다고 할 수 있다.

### 3) 기업 베타의 측정

일반적으로 기업 베타는 특별한 수정없이 종합주가지수 수익률과 해당 기업의 수익률을 회귀 분석(regression)하여 측정하는 경향이 있다. 베타는 경기 순환의 각 단계에서 종합주가지수와 상관 관계를 갖되, 그 관계가 안정적일 때 베타로서의 의미가 있다. 그러나 국내 기업들의 베타는 측정 시점에 따라 달리 측정되어 안정성을 갖지 못한 것으로 알려져 있다. 베타가 변동한다는 것은 주주의 기대 수익률이 변하고 기업의 가치도 변화한다는 것을 의미한다. 베타가 유동적일 경우에는 어떠한 원인에 의해서 변동되는지 점검해볼 필요가 있다. 그러나 아무런 근거없이 베타가 움직인다는 것은 시장이 비효율적이라는 것을 의미한다.

회귀 분석을 통하여 측정된 베타가 유동적일 때 베타의 변화가 합당한 근거가 있는지를 파악하는 데 참고가 되는 항목은 재무 구조(capital structure)의 변화, 운용 위험(operating risk)의 변화, 전략 위험(strategic risk)의 변화 및 자산 관리(asset management) 및 기업 규모(firm size) 정도 등이다. 기업의 베타는 이들 항목들에 의해 영향을 받는 바, 베타의 변화 방향과 이들 항목들의 변화 방향과는 정합성을 보여야 할 것이다. 또한 이들 항목들은 비상장 기업들의 베타를 측정하는 데도 사용할 수 있다.

#### ○ 재무 구조(capital structure)

부채 비율이 높을수록 기업의 수익은 경기 변화에 더 많이 영향을 받게 된다. 따라서 부채 비율이 높아질수록 베타는 높아지게 된다.

#### ○ 운용 위험(operating risk)

세전 또는 세후 이익, 영업 수익 및 운전 자금, 자산 증가율 등도 경기 순환상 기업 수익의 변동성 정도를 나타내는 지표들이다. 이들 기업 수익의 변화 정도가 클 때

해당 기업의 베타는 동일 산업의 타 기업보다 높게 나타난다.

○ 전략 위험(strategic risk)

기업이 수익을 현재보다 미래에 더 많이 만들어낼 것으로 기대될 때 해당 기업의 베타는 높게 된다. 이는 주주들이 미래 수익이 실현되지 않을지 모른다는 두려움을 갖기 때문이다. 따라서 미래에 높은 잠재 수익이 주가에 반영되어 주가 수익률(PER)이 높은 기업의 베타는 높게 된다. 따라서 매출 증가율과 자산 증가율이 높은 기업은 전략 위험이 높은 기업이다.

○ 자산 관리(asset management)

어떤 자산을 소유하고 어떻게 관리하는냐는 경기 변동 각 단계의 수익성에 영향을 주며, 베타에도 영향을 준다. 즉, 운전 자본의 수준, 자본 집약형인가 또는 노동 집약형인가의 여부, 생산 설비의 연도수, 생산 설비의 경제적 수명에 관한 사항 등이 기업 베타에 영향을 주게 된다.

○ 기업 규모(firm size)

기업 규모가 클수록 의사 결정 능력의 우수성으로 인해 규모가 작은 기업보다 위험이 낮다. 따라서 동일 산업 내에서 규모가 작은 기업이 규모가 큰 기업보다 베타가 높다. 또한 수익원이 지역적으로 다양하게 분산되어 있을 때는 기업의 수익은 다각화되어 이들 기업의 베타는 낮게 된다.

위의 항목들과 기업 베타의 변동성이 부합하지 않을 때는 산업 베타에 상기 항목들을 감안하여 기업의 베타를 추정해야 한다. 즉, 산업에 대한 베타는 개별 기업의 베타에 비해 안정적이므로 산업 베타를 구한 후 여기에 해당 기업의 부채 비율을 감안하여 베타를 산출할 수 있다.

4) 국내 기업의 자기 자본 비용

국내 기업의 자기 자본 수익률 즉, 자기 자본 비용의 산출을 위해서는 CAPM 모형을 사용하되, 무위험 수익률은 국민주택 채권 1종의 수익률을 사용하고, 시장 평균 기대 수익률과 무위험 수익률의 차이인 위험 프리미엄을 6%로 가정하고, 주가와 종합주가지수를 이용하여 통계적으로 도출

된 해당 기업의 베타를 이용해야 한다. 해당 기업의 베타가 변동적일 때는 동일 산업의 베타에 산업의 자기 자본 비율을 곱한 후 여기에 다시 기업과 산업간의 부채 비율 차이를 곱한 후 이 숫자에 산업 베타를 더하여 이를 기업 베타로 사용할 수 있다. 이들 요소를 CAPM 모형에 대입하여 기업의 기대 수익률을 산출하는 것이 국내 증권 시장의 현실에 부합한다고 할 수 있다.

<p>자기 자본 기대 수익률(%) = <math>R_f + \beta_i \times 6\%</math>  <math>R_f</math>: 국민주택채권 1종 수익률  <math>\beta_i</math>: 기업 베타</p>
--

### 높은 자기 자본 비용에 대한 경영자의 이해 확대

이상과 같은 방법으로 국내 기업의 자기 자본 비용인 기대 수익률을 계산할 경우 기업마다 다르겠지만 약 연 17~19%의 수준을 보일 것이다. 이제까지 자기 자본 비용을 기껏해야 배당금 수준 정도로 여겨오던 기업인에게는 이와 같이 높은 자기 자본 비용에 대한 개념을 수용하기가 어려울지 모른다. 그러나 앞으로는 이 정도 이상의 자기 자본 수익을 올리는 기업

만이 개방화된 주식 시장에서 원활히 자금을 조달할 수 있을 것이다. 기업들은 자기 자본 비용이 이와 같이 높다는 사실을 외면하고 계속해서 배당금이나 채권 수익률 정도의 낮은 수익률로 여긴다면, 외국인 투자자는 물론이고 국내 투자자들도 이들 기업의 주식을 매도하고 떠날 것이기 때문이다.

또한 각 사업과 부서의 영업 실적을 평가하는 데 있어서도, 자기 자본 비용을 감안하여 평가하고 보상하게 될 때 사업 기업 가치의 극대화를 이루게 될 것이다. 따라서 각 기업의 경영자는 높은 자기 자본 비용을 사업 책임자들에게 인식시킴으로써, 과거 외형 성장 중심의 경영에서 명실공히 수익률 중심의 내실경영체제로 전환하여 자본의 효율성을 제고하게 될 것이다. 