

신경제 시대의 기업경영 : 자금조달 및 운용

윤 봉 한*
중 앙 대 학 교
경 영 대 학 교 수

필자는 자율적 투자 결정과 그 결과의 위험을 기업 자신들이 전담해야 하며 자금조달에 있어서도 내부로부터는 경영합리화를 통한 유보이익, 외부로부터는 낮은 자기자본 비용의 주식자본 조달에 힘써야 한다고 강조한다. 특히 투자는 기업 재무구조의 건실성에 영향을 주어, 앞으로 크게 중요시될 금융기관의 대출 결정 평가시에 관련기업은 유리한 입장에 서게 될 것이다.

달라진 기업환경

우리나라 경제는 지난 5년 남짓 노사
우분규와 집단이기주의, 부동산 투기
열풍과 땅값 폭등, 고금리와 고임금, 불
로소득과 과소비의 만연, 우유부단한 경

* 필자는 현재 한국증권학회 부회장을 맡고 있으며 "자본비용과 투자함수의 추정에 관한 연구", "자본 시장에 있어서 비대칭정보의 역할" 등의 논문을 발표하였으며, 「금융학 원론」, 「재무관리원론」 등의 저서를 출간하였다.

제정책 등으로 말미암아 국가경쟁력을 상
실하게 되었다. 그 결과 경상수지는 1990
년 이후 적자 기조에서 벗어나지 못하고
있으며, 1991년 1월부터 경기는 수축국
면에 접어들어 장기침체가 지속되고 있
다. 경기침체의 심각성은 당장 실업률의
증대와 설비투자의 부진이라는 단기적인
문제뿐만 아니라 장기적으로 국가의 성장
잠재능력을 축소시킨다는 점에 있다.

지난 2월에 출범한 문민정부는 그동안 정경유착 차단, 공직자의 재산공개 및 사정, 정부규제의 철폐 또는 완화, 금융실명제의 실시, 금리자유화의 시행 등 여러 가지 개혁조치를 단행하였다. 이러한 조치들은 과거의 독재정권하에서는 말로만 무성하였을 뿐 실천에 옮겨질 수 없었던 것이기에 문민 정부의 쾌거라 아니할 수 없다. 이제 혼란과 무질서, 집단이기주의 및 불공정 게임의 악순환으로부터 벗어나 새로운 질서 위에 경제를 활성화시켜야 한다는 국민적 공감대가 형성되고 있는 것으로 보인다. 경제주체인 기업, 정부, 근로자 및 일반 국민들은 새로운 질서를 정립하고 이에 적응하여 합리적으로 행동함으로써 국가경쟁력을 강화시켜야 할 절호의 시점이다. 위와 같은 변화와 개혁의 와중에서 기업의 경영 환경은 구체적으로 어떻게 달라지고 있는가?

첫째, 정경유착의 고리가 단절됨으로써 재벌기업주는 권력층과의 유착관계를 통한 특혜를 기대할 수 없게 되었다. 과거 기업주의 주요 임무는 권력층에게 정치자금을 제공하고 그 대가로 금융·세제상의 혜택, 시장독점 등을 이끌어내는 것이었다. 기업주는 굳이 경영합리화를 위해 애쓰기보다는 로비를 통한 준지대의 취득에 치중하였다. 이제 정경유착의 차

단은 이러한 준지대의 취득기회가 대폭 축소된다는 것을 의미한다.

둘째, 기업의 자유로운 경제활동을 억누르던 정부규제가 철폐 내지 완화될 것이다. 과거 정부규제는 유치 산업을 육성하고 기존 기업을 보호한다는 차원에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있었다. 그러나 경제의 개방화 및 국제화는 국내에서는 물론 해외에서도 기업간의 경쟁을 불가피하게 하였고, 과거의 정부규제는 경쟁을 제한함으로써 기업의 효율성을 떨어뜨리는 장애요인으로 작용하게 되었다. 이제 관료주의의 타성에 젖어 정부규제를 고집하는 일부 관료의 저항을 물리치고 기업 효율성의 관점에서 불필요한 정부규제를 과감히 정비해 나가야 할 것이다. 특히 진입관련 규제와 토지와 금융 등에 대한 규제를 대폭 완화하고, 규제 방법도 사전적 규제보다는 사후적 규제로 전환되어야 한다.

셋째, 신경제의 정책 목표는 형평과 복지의 구현에 두고 있으며, 형평을 달성하기 위한 제도적 개혁의 핵심은 금융실명제이다. 금융실명제는 불공정한 거래 관행, 과세의 불공평, 불로소득과 비리성자금의 횡행에 쐈기를 박고 자원 배분의 효율성과 형평성을 제고시킬 것이다. 금융실명제의 실시로 말미암아 사채, 투기

자금 등 비생산적이거나 불건전한 부문으로의 자금 흐름이 차단되고, 정치자금, 뇌물 등 음성적 거래를 단절시킴으로써 자원 배분의 효율성이 제고될 것이다. 또한 대부분의 소득이 양성화되어 탈세방지 및 공평한 조세부담을 기함으로써 형평성이 제고될 것이다.

기업환경은 어떻게 달라지고 있는가? 재벌기업주는 권력총과의 유착관계로 특혜를 기대할 수 없고, 경제활동을 억누르던 정부규제는 철폐 내지 완화될 것이다. 금융실명제 실시로 비생산적이며 불건전하고 음성적인 자금 흐름은 차단될 것이다.

마지막으로 위와 같은 제도 개혁이 효과를 발휘하도록 하기 위하여 모든 경제주체에 대한 의식 개혁이 요구되고 있다는 점이다. 일반 국민은 자기몫만 챙기거나 일확천금을 노리기보다는 땀흘려 열심히 일하려는 근로정신을 함양하여야 하며, 정부는 지시나 통제에 의해 거시경제 목표 달성에 집착하기보다는 민간부문의 참여와 창의가 최대한 발휘되도록 시장경제 원리를 창달하여야 한다. 그리고 기업은 정부의 지원과 보호, 불공정한 거래관행, 부동산투기, 불법적인 환경오염 등에

의해 돈을 벌기보다는 생산성 향상, 품질개선, 기술개발, 마케팅 등을 통해 정당한 이윤을 추구하려는 기업가 정신을 함양하여야 할 것이다.

자금조달 및 운용상의 여건변화

우리나라 기업부문의 자금조달 구조상의 특징을 보면, 첫째 내부자금의 조달비중이 상대적으로 낮고 외부자금에 대한 의존도가 높다는 점이다. 그 주된 이유는 1970년대 이후 고도성장 과정에서 기업부문이 높은 투자율을 유지하여 왔으며, 자본축적이 빈약한 상태에서 내부자금의 대종을 차지하고 있는 감가상각비의 절대규모가 작았기 때문이다. 이 당시 기업부문은 높은 인플레이션하에서 외부 부채를 사용하는 것이 유리하였고, 그 주요 재원은 금융기관 차입과 해외차입이었다. 1980년대에 들어와 인플레이션이 진정되면서 내부자금 조달 비중이 높아지고 있지만, 우리나라 기업부문의 내부자금 조달 비중은 1980~86년의 기간 중 평균 29.7%로서 일본의 48.55, 미국의 67.2% 및 대만의 40.3%에 비하여 여전히 낮은 수준에 머물러 있다(한국은행, 1989).

둘째, 외부자금 조달의 구성이 간접금

용으로부터 직접금융으로 이행되어 왔다 는 점이다. 총외부자금에 대한 간접금융 의 비중은 1980~87년 기간중 44.5%로 서 미국의 1980~86년 기간의 평균

내부자금 조달 비율이 낮고 직접금융 의존도가 높으나 실질금리가 경쟁국 에 비해 높은 수준에 있다. 금리가 가격기능을 제대로 발휘하지 못해 그 해결 방안으로 정책금융, 금융통제 가 일반화되어 왔으나, 1991년 이후 정책당국은 금리자유화 조치를 실시 하여 금융부문에 경쟁체제를 도입하 였다. 기업투자 위험도 지금까지는 정부와 은행이 분담해 왔으나 이제는 기업의 자율적 판단으로 그 결과의 위험을 기업이 전담하는 체제로 바뀌 었다.

38.4%와 대만의 1980~86년 기간의 평 균 21.5%보다 훨씬 높았다. 일본의 경 우, 예외적으로 금융기관 위주의 금융관 행과 독특한 금융구조로 인하여 간접금융 의 비중이 1980~86년 기간중 평균 80.5 %에 이르고 있었다. 그러나 우리나라 기 업부문의 간접금융 의존도는 1970년대 전 반기의 45.7%에서 후반기에는 42.5%로, 그리고 1980년대 전반기에는 41.7%로 감

소하는 추세를 나타내었다. 더욱이 1986 년부터 1988년까지 시장의 호황을 반영하 여 유가증권 발행이 크게 늘어난 결과 간 접금융의 비중이 저하되었는데, 1989년 이후로는 간접금융과 직접금융의 비중이 40% 내외로서 거의 대등한 자금조달원이 되고 있다(한국은행, 1993).

셋째, 우리나라 기업의 자금조달 비용 이 주요 선진제국 및 경쟁 상대국에 비해 매우 높다는 점이다. 높은 기대 인플레이 션으로 말미암아 우리나라의 명목금리가 상대적으로 높은 것은 당연하다고 하겠으 나, 시장금리에서 소비자물가 상승률을 뺀 실질금리 역시 최근 7.2%에 달하여 미 국(1.4%) 일본(2.5%) 및 대만(4.8%) 에 비해 월등히 높은 수준에 있다.

넷째, 금융운영면에 있어서도 우리나 라에서는 금리가 가격기능을 제대로 발휘 하지 못하고, 이로 인한 자금수급 불균형 을 해결하기 위한 방안으로서 정책금융과 같은 자금배분, 금융기관에 대한 경영관 여 등 금융통제가 일반화되어 왔다(윤봉 한 1993). 우리나라의 정책당국은 경제 규모의 확대와 더불어 금융부문의 자유화 와 경쟁조치를 실시할 필요성을 느끼게 되었고, 시중은행의 민영화, 신금융상품 의 도입, 금리자유화, 금융국제화 등 각 종 조치를 단속적으로 실시하였다. 금리

자유화 조치는 1991년에 제1단계 조치에 의거, 여신면에서는 당좌대출과 상업어음 대출 등에 대한 금리 그리고 수신면에서는 CD, 거액RP, 3년 이상 만기 정기예금 등에 대한 금리를 자유화하였다. 1993년 11월 1일부터는 제2단계 조치에 의거 정책금융을 제외한 대출금리와 2년 이상의 장기수신 금리를 자유화하였다.

다섯째, 과거에는 저금리의 정책자금 및 인플레이션으로 말미암아 자금을 조달하기만 하면 자금조달 비용을 증가하는 유리한 투자 기회가 얼마든지 존재하였다. 따라서 기업들은 자금의 이용 가능성이 문제였고 자금조달 비용에는 별 관심을 두지 않았다. 또 기업의 투자 및 자본조달 정책이 잘못되어 기업이 부실화되는 경우에도 정부의 구제금융 및 지시금융에 의존하여 기업주로서의 특권을 향유할 수 있었다. “기업은 망해도 기업주는 살진다”라는 유행어가 풍미하였듯이 대리인 문제가 심각한 상황에서 기업부실의 부담은 종국적으로 국민에게 전가되었다. 이제 기업들은 정경유착의 단절과 정부규제의 완화로 인해 자금조달이나 시장보호와 같은 정부로부터의 혜택을 기대할 수도 없고, 부동산 투기 등과 같은 인플레이션 이득도 기대할 수 없게 되었다. 과거 기업투자의 위험을 정부와 은행이 분담해

오던 체제가 기업의 자율적 판단에 의해, 그 결과의 위험을 기업이 전담하는 체제로 바뀌었다.

기업의 대응전략

위와 같은 자금조달 및 운용 상의 여건 변화에 대응하여 기업들은 어떤 전략을 채택하여야 할 것인가?

기업들은 정부정책을 최대한 활용하면서 경영합리화를 통하여 충분한 유보이익을 확보하는 데 힘써야 하며, 재무구조의 건실화를 위하여 기업공개 및 유상증자를 통해 주식자본을 적극적으로 조달하는 동시에, 자기 자본 비용 상승을 방지하기 위하여 주주 및 잠재적 투자자들에게 기업정보를 적시에 공시하여야 할 것이다. 건실한 재무구조의 기업은 금융기관 외의 대출 결정 평가시에도 유리한 입장에 서게 된다.

첫째, 우리나라의 기업들도 투자재원의 조달에 있어서 내부자금의 조달비중이 더 높아질 것이고, 내부자금의 조달여부가 기업의 성장을 좌우할 것이다. 정부는 감가상각제도, 유보이익에 대한 과세제도

등을 통하여 내부자금의 확충을 위한 정책을 한층 강화하여야 할 것이며, 기업들은 이러한 정부의 정책을 최대한 활용하는 동시에 종국적으로 경영합리화를 통하여 충분한 유보이익을 확보하는 데 힘써야 할 것이다.

둘째, 과거처럼 낮은 금리로 차입하여 차입 그 자체가 특혜로 간주되던 시대는 지나갔다. 일부 재벌기업들은 권력층과 결탁하여 또는 상호지급보증 등을 통하여 상당부분의 대출금을 집중적으로 보유하여 왔고, 정부는 이들 기업에 대한 여신편중을 억제하기 위하여 여신관리제도를 실시하여 왔다. 앞으로 여신관리제도가 점진적으로 완화될 전망이고, 금리자유화도 실시되고, 금융기관의 경영 자율성이 확보되면 금융기관들은 기업의 수익성, 성장성, 경영위험, 재무위험 등을 종합적으로 평가하여 자율적 판단에 따라 대출결정을 내릴 것이다. 합리적인 투자정책에 의해 수익성과 성장성을 제고시키고 재무구조를 건실히 유지하는 기업만이 낮은 이자율로 부채자금을 조달하고 높은 가격으로 주식을 발행할 수 있을 것이다. 기업의 경영자는 재무구조의 건실화를 위하여 기업공개 및 유상증자를 통해 주식자본을 적극적으로 조달하는 동시에 정보비대칭에 따른 자기자본 비용의 상승을

방지하기 위하여 주주 및 잠재적 투자자들에게 기업정보를 적시에 공시하여야 할 것이다.

또한 기업들은 가장 유리한 방법으로 적기에 자금을 조달할 수 있도록 자금조달의 '타이밍'을 중요시해야 하며, 특정은행과의 자금거래를 집중함으로써 안정적이고도 유리한 대출조건을 확보할 수 있어야 한다. 자금조달원과 단기 운용자산의 다양화는 기업을 이자율 위험 및 환위험에 노출시킬 것이므로 자산부채종합관리(ALM)에 의해 이러한 위험을 적절히 관리하지 않으면 안된다. 이와 함께 실물거래의 위험을 방지하기 위해 금융거래 기법을 활용하여야 할 것이다.

셋째, 금리자유화 및 금융기관 간의 경쟁으로 인하여 기업의 자금조달원은 과거의 은행차입 위주에서 비은행차입 및 증권 발행으로 다양화될 것이다. 기업들은 장기적 자금수요를 예측하여 가장 유리한 방법으로 적기에 자금을 조달하여야 할 것이다. 자금조달의 타이밍이 기업의 자본비용을 결정하는 데 중요하게 되므로, 기업들은 주식가격이 상대적으로 높은 시

기에 주식자금을 조달하고 금리가 낮은 시기에 장기부채를 조달하는 전략이 요구될 것이다. 또한 은행들은 기업의 위험뿐만 아니라 은행에 대한 기여도를 감안하여 대출 한도 및 금리 조건 등을 결정할 것이므로 기업들은 특정 은행과의 자금거래를 집중함으로써 평소의 고객관계를 유지하고 유리한 조건의 대출자금을 안정적으로 확보하여야 할 것이다.

넷째, 기업들은 자금조달과 자금운용을 연계하는 자산부채종합관리(ALM)를 도입하여야 할 것이다. 자금조달원과 단기운용자산의 다양화는 기업을 이자율 위험 및 환위험에 노출시킬 것이므로 자산부채종합관리에 의해 이러한 위험을 적절히 관리하지 않으면 안된다. 기업의 경우 실물거래에서 수익을 극대화하고 위험을 최소화하는 것이 목적이므로 실물거래의 위험을 방지(hedge)하기 위한 금융거래기법을 활용하여야 할 것이다. 이러한 금융거래기법으로는 스왑거래, 선물, 옵션 등이 있는데, 그 이용 방법을 숙지시키기 위한 인재의 양성이 요구됨은 물론이다.

마지막으로 새로운 경제환경에서는 인플레이션으로 인한 부동산으로부터의 투기 이득을 기대할 수 없고 투자위험이 전적으로 기업자신에 의해 부담되며, 정부규제의 완화, 경제의 개방화 및 국제화로

말미암아 생산물 시장에서의 경쟁도 격화되고 있다. 따라서 기업들은 시장수요, 기술수준, 임금, 금리, 땅값 등을 면밀히 분석하여 투자계획을 합리적으로 수립하고 집행하여야 할 것이다. 기업의 투자결정이 잘못되면 기업주는 시장원리에 의해 기업과 함께 도태되는 운명에 처할 것이다. 기업가는 자신의 능력 한계를 인식하여 유망사업보다는 자기가 잘 할 수 있는 사업을 선택하고 시대의 움직임을 통찰하여 업종 및 투자 규모를 취사선택할 수 있어야 한다. 이러한 능력의 소유자만이 시장경제의 원리에 의해 살아남고 성공을 거둘 수 있게 될 것이다. ♣

참 고 문 헌

윤봉한. 1993. 「금융학원론」, 서울 : 법문사.
 한국은행. 1989. 「주요국의 금융구조」, 서울 : 한국은행
 한국은행. 1993. 「1992년 자금순환」, 통계분석자료 93-21. 서울 : 한국은행.