

金利變動과 企業經營戰略

張 榮 光

(成均館大學校 經營學科 教授)

I. 머리말

政府는 그동안 계속되어 온 經濟不況을 克服하고 經濟活性化를 통한 國民經濟의 安定化와 成長을 爲해 지난 6月 28日 대폭적인 金利 및 法人稅率의 引下를 단행하였다.

이번 政府 措置의 主要内容은 銀行 貸出金利를 現行 年 14%에서 10%로 1年滿期定期預金 金利를 年 12.6%에서 8%로 引下함과 同時에 現行 法人의 形態 및 課稅標準에 따라 20~38%이던 法人稅率을 20%로 統一하여 適用하는 것 등을 골자로 한다.

이번 經濟措置의 背景으로는 우선 國內物價面과 國際取支面에서 볼 수 있는데, 지난 81年末 以後부터 安定세를 보이기 시작한 物價는 年末까지 단지 5~6%의 上昇만을 보일 것으로 豫상되며, 國際取支面에서도 상당히 改善되어 今年 5월말까지 5억달러의 경상수지 적자를 나타내어, 지난 해 同期間보다 무려 20억달러나 改善되었다.

그러나 이러한 物價安定 및 國際取支의 개선에도 불구하고 經濟成長이 부진하고, 고용면에서도 문제점이 야기되었는데, 그 이유는 世界景氣의 회복의 지연에도 기인하지만, 國內企業의 허약한 財務構造에도 問題가 있었기 때문이다. 즉, 自己資本比率이 너무 낮고, 他人資本比率이 相對的으로 높은 우리나라 企業은 金融費用의 부담이 賣出額에 비하여 상당액을 차지하고, 그 比率이 점차 增加함으로써 收益性이 떨어지고, 또한 投資가 위축되어

경제 全體의 침체를 지연시키는 요인이 되었다.

巨視的 測面에서 보면, 이번 政府의 金利引下 및 法人稅率引下는 우선 企業投資와 件을 改善하여 投資意慾을 높일 뿐 아니라, 企業의 金融費用 負擔을 경감시켜 줌으로써 企業의 收益性과 國際競爭力을 회복시키고 輸出을 늘려 지속적 성장을 뒷받침하려는 期待에서 취해진 조치인 것이다.

그러나 한편 否定的인 見解로는, 國際高金利 狀況에서 國內低金利는 外資確保를 어렵게 할 것이며, 金利引下는 國內貯蓄의 둔화를 초래할 것이고, 待機性資金이 金融資産 選擇을 기피하는 결과를 초래할 것으로 전망할 수 있다.

企業의 立場에서 보면, 금번 대폭적인 金利引下와 擴大金融 措置는 일단 화급한 金融負擔을 경감시켜 주는 效果를 주었다고 볼 수 있지만, 根本的으로 韓國企業이 안고 있는 脆弱點이 과중한 他人資本 의존의 財務構造를 지니고 있다는 點 以外에도 生産性이나 産業構造上의 競爭力弱화 要因等에 있었다는 點을 想起한다면, 차제에 根本的인 評價와 代案이 必要한 것이다. 더욱이 政府의 政策추진 方向이 金融을 擴大하고, 財政은 緊縮하는 것으로서, 조만간 다시 金利를 引上하지 않을 수 없는 二律背反의인 性格을 띠고 있으므로, 企業環境은 매우 不確實한 것이다.

이러한 視點에서 本稿에서는 金利變動이 企業에 어떠한 影響을 미치는지 分析해보고, 不

確實한 經濟狀況에서 企業이 대처해 나가야 할 財務政策과 나아가서는 包括的인 長期經營戰略 問題를 다루고자 한다.

II. 金利引下가 企業에 미치는 영향

企業의 價値는 미래의 持续的인 利益흐름(earning flow)을 적절한 資本還元率(capitalization rate)로 할인한 現在價値라 할 수 있다. 또한 미래의 利益흐름은 賣出額에서 諸原價와 費用을 減한 것이므로 아래 式처럼 表示할 수 있다.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{(S_t - C_t)(1-T)}{(1+k)^t} \dots\dots\dots(1)$$

여기서 V_0 = 기업의 총가치

S_t = t期の 賣出額

C_t = t期の 原價 · 費用

T = 법인세율

k = 자본 환원율

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{q_0(1+g)^t \cdot P_t \cdot \text{SOM}_t \cdot M_t}{(1+k)^t} \dots\dots\dots(2)$$

여기서 q_0 = 기준년도의 市場(産業) 賣出量

g = 成長率

P_t = 판매단가

SOM_t = 지장점유율

M_t = 매출액 순이익율

(1) 利益흐름(earnings flow)

먼저 金利 및 法人稅率 引下가 기업의 利益흐름에 어떠한 영향을 미칠 것인가를 살펴보자.

앞의 式(1)에서 보는 것처럼, 利率과 法人稅率의 引下는 곧 그 만큼의 부채 비용과 法人稅의 減少를 意味하고, 이는 곧 企業利益흐름의 增加를 意味하는 것이다. 물론 法人稅率의 引下로 인한 法人稅 절약(tax shelter)의 역효과도 있으나, 전반적으로 企業의 利益흐

름의 增加를 보여준다. 이러한 企業利益의 增加는 該當業種과 企業의 事情에 따라 다르다. 여기서 企業利子負擔의 輕減이 어느 정도 投資需要를 유발할지는 미지수이지만, 일단 景氣回復의 局面에 進入한다고 볼 수 있으므로 價格 · 所得彈力性이 높은 製品이나, 固定費比重이 많은 企業에는 相乘的인 利益增加를 期待할 수 있을 것이다. 더욱이 그 業種이 成長産業이거나 非價格競爭을 하는 경우, 더욱 利益增加가 클 것이다.

未來 利益흐름의 成長率은 企業의 期待利益을 어떻게 配分하느냐에 따라 달라진다. 投資機會에 따라 社內留保를 增加시켜 再投資하게 되면 企業 성장을 도모할 수도 있다. 이는 새로운 投資機會에 대한 期待收益率이 資本코스트를 상회하는가의 여부에 달려 있으며 또한 企業所有主의 態度에 따라 다르겠지만, 現在 우리 나라의 경우에는, 대부분의 企業이 資金不足의 狀態에 있으므로, 이러한 收益의 增加는, 배당의 增加보다는 内部留保를 增加시킴으로써 總資本을 增加시키고, 負債比率를 減少시켜 財務構造를 改善시키는 것이 급선무이다.

(2) 資本還元率

金利 및 法人稅率의 引下는 또한 資本코스트에도 영향을 미침으로써 企業의 投資決定과 資金調達方法, 最適資本構造를 決定하는데, 많은 變化를 가져온다.

資本코스트란 자본의 청구권자 또는 공여자에게支給되는, 資本의 댓가를 가르키는 것으로, 어떤 기업이든 資本을 運用할 때에는, 이 資本코스트보다 높은 收益을 가져와야 하며, 만일 이 資本코스트보다 낮은 수익을 가져 온다면, 이는 企業價値의 低下를 意味하는 것이다.

最適資本構造는 理論的으로 企業의 資本을 構成하고 있는 負債와 自己資本이 最適하게 構

成되어, 가장 낮은 資本코스트를 얻는 資本構造이다. 즉 기업은 最適資本構造下에서, 가장 낮은 資本코스트를 가지므로 企業價值를 극대화시킬 수 있다.

이러한 資本코스트를 構成하고 있는 것중에서, 負債코스트와 自己資本코스트를 중요시 여기는 것은, 이 둘을 加重平均함으로써 資本코스트를 산정하기 때문이다. (우선주나 새로운 株式發行 등이 없음을 가정)

負債코스트(Kb)는 負債 한 단위를 갖는데 必要로 하는 비용으로, 金融費用을 負債總額으로 나누어 구할 수 있다. 그러므로 金利引下는 바로 金融비용을 減少시켜 負債코스트를 下落시킨다. 그러나 法人稅 공제후 부채코스트는 負債로 인한 金融費用에 税金控徐를 고려한 것이기 때문에 法人稅率의 引下는 税金 절약의 效果를 減少시켜 負債코스트를 높게한다.

이러한 예를 다음과 같은 企業을 가정하여 설명한다. 만일 現行 33%(주민세, 방위세등을 포함하면 이를 훨씬 상회할 것이다)의 法人稅率을 適用받는 어떤 企業이 負債를 14%의 利子로 조달해 왔다고 가정할 때, 이자율이 14%에서 10%로, 법인세율이 33%에서 20%로 하락한다면 그 企業의 法人稅控徐後 負債코스트는 9.38%에서 8%로 하락하게 된다(實質적으로 現 租稅體制下의 企業이 負擔하는 稅率은 주민세, 방위세를 포함하여 약 29.75%이다). 이는 이번 6.28 조치로 인한 金利引下는, 法人稅引下로 인한 세금절약의 감소에도 불구하고, 負債코스트를 상당히 下落시켜 주는 예를 보여주고 있다.

自己資本에 대한 코스트는 보통주코스트(k_s)와 잉여금코스트(k_r)로 구분된다. 보통주코스트를 구하는 方法에는 여러 가지가 있지만, 그중에서 가장 實用的이라고 생각되는 것은 예상되는 配当收益率에 成長率을 加算하는 方法이다. 다음과 같은 式으로 表示할 수 있다.

$$k_s = \frac{d_1}{p_0} + g \dots\dots\dots(3)$$

여기서 k_s = 普通株코스트
 d_1 = 당해년도 末의 配当
 p_0 = 株式의 市場價格
 g = 株價의 成長率

예상 配当收益率이 20%이고 成長率이 10%이라면 30%의 보통주코스트를 負擔한다는 이 야기가 된다.

또한 이 方法 以外에도,

$$k_s = R_f + \rho_1 + \rho_2 \dots\dots\dots(4)$$

여기서 R_f = 無危險利子率
 ρ_1 = 營業危險에 대한 프리미엄
 ρ_2 = 財務危險에 대한 프리미엄

$$k_s = R_f + \beta (R_m - R_f) \dots\dots\dots(5)$$

여기서 β = 시장위험에 대한 베타계수
 R_m = 시장전체의 期待收益率

에 의해서도 구할 수 있다.

그럼 과연 金利와 法人稅率의 引下が 이 普通株코스트에 대해 어떠한 영향을 미칠 것인가? 이것은 기업이 金利와 法人稅率의 引下로 인해 增加된 利益을 配当과 社内留保中 어디에 配分하는 가에 따라 달라질 것이다. 즉 企業이 配当을 增加시키는데 중점을 둔다면, 株價成長率의 증가와 배당액의 증가로 인해 보통주코스트는 상승할 것이지만, 내부유보에 치중한다면 株式의 市場價格이 상승함으로써 普通株코스트는 下落할 것이다. 現在 우리나라 企業의 경우, 資金이 不足한 狀態이므로 配当보다는 社内留保에 치중하는 企業이 普通株코스트를 下落시킬 것이다. 企業의 維持可能 成長率(sustainable growth rate)는 다음과 같이 구할 수 있다.

$$g = br + (r - i) b / E \dots\dots\dots(6)$$

여기서 b = 이익유보율
 r = 期待利益率(總資本營業利益率)
 i = 利子率
 b/E = 타인자본비율

여기서 구해지는 成長率은 自己資本費用에 영향을 미치게 된다.

또한 식 (4)와 (5)에서, 金利 및 法人稅率의 引下는 R_f (無危險證券의 收益率) 수준을 下落시키고, 經濟 전반적인 面에서 企業危險에 대한 프리미엄을 下落시킴으로써 K_s 를 下落시킬 것이다.

지금까지 구한 負債코스트와 自己資本 코스트를 負債와 自己資本比率로 加重平均하여 加重資本코스트를 구하면 다음과 같다.

$$K = W_1 \cdot C \cdot C = W_1 K_1 + W_2 K_2 + W_3 k_r \dots (7)$$

여기서 W_1 = 負債比率

W_2 = 自己資本比率

W_3 = 잉여금 비율

이러한 加重資本코스트는, 위에서 설명한 바와같은 負債코스트와 自己資本코스트의 下落으로, 加重平均할 때에 下落하게 된다.

加重資本코스트의 下落이 意味하는 바는, 첫째, 企業의 投資決定에 있어서 비교적 낮은 期待收益率의 投資機會에 대해서도 投資할 수 있게 함으로써 投資機會을 더욱 增加시킬 것이다. 즉 投資로 인해 유입되는 現金흐름의 할인율을 낮게 함으로써, 현금흐름의 순현재가치를 높이는 것이다. 둘째로, 資金調達面에서 자본코스트가 下落함으로써, 특히 負債코스트가 下落함으로써, 비교적 낮은 코스트로 많은 負債를 借入하여 資金을 擴大시킬 수 있다. 이때에 물론, 財務構造面에서의 惡化가 기업의 財務危險을 加重시킨다는 것을 고려해야 한다. 셋째, 이러한 資本코스트의 下落은 企業 價値를 높여준다는 것이다. 企業價値는 資本코스트와 역함수 관계에 있으므로 資本코스트의 下落은 企業의 價値를 상대적으로 높여 준다.

위에서 說明한 內容을 다음과 같은 예를 들어 說明하기로 한다. 즉 X기업은 金利引下前과 後의 規模가 같으며 普通株와 長期負債에 의해서만 資金을 調達한다고 가정한다. 이러한 가정下的 이 企業의 I/S를 통한 現金흐름

의 變化는 다음(表 1)과 같다.

(表 1) 金利와 法人稅率의 變化에 따른 利益의 變化

單位: 百萬元

區 分	金利 및 法人稅率引下前	金利 및 法人稅率引下後
負 債	90	90
普通株	60	60
總 資 本	150	150
EBIT (NOI)	30	30
利子支給額 (14%→10%)	12.6	9
EBT	17.4	21
法 人 稅 (33%→20%)	5.45	4.2
純利益 (NI)	11.95	16.8

위의 (表 1)에서 보는 바와 같이 다른 모든 條件이 同一하다면, 金利 및 法人稅率引下 後의 이 企業의 利益은 상당한 增加를 보이고 있다. 즉 損益計算書를 통한 動的의 高찰에 의해서 살펴보면, 이번 措置로 인해, 한 企業이 받는 利益흐름에 대한 영향은 상당히 긍정적임을 알 수 있다.

또한 企業의 資本調達面에서 資本 코스트를 살펴보면, 다음과 같다. 金利 및 法人稅率引下前의 普通주에 대한 코스트가 20%이면, 이 企業의 加重資本코스트는 13.6%이고 金利 및 法人稅率引下後의 加重資本코스트는 12.8%이다. 즉 자본코스트가 0.8% 下落함으로써 企業에 긍정적인 영향을 준 것에는 틀림이 없다. 그러나 만일 이 企業의 負債코스트가 11% 이었다고 가정한다면 문제는 달라질 것이다. 즉 이번에는 이 企業의 加重資本코스트가 12.42%에서 12.8%로 0.38% 상승함으로써 오히려 企業에 대해 否定的인 영향을 미치는 것이다. 이러한 現象은 세금절약요인(tax shelter factor)인 (1-T)의 영향으로 일어난다. 그러나 이러한 역현상이 일어날 수 있는 경우는, 한 企業

의 利子率이 약 11.94% 이하였던 경우에 限하는 것임을 생각할 때, 實際로 이러한 현상은 일어나지 않을 것이다. 왜냐하면 금리인하前的 銀行貸出金利가 적어도 13.5% 이었음을 생각할 때, 11.94% 이하의 利子率을 부담했던 会社는 없었을 것이기 때문이다.

(表 2), (表 3), (表 4)는 負債依存度, 金融費用 負擔정도, 負債코스트에 대한 資料를 지난 3年間に 걸쳐 酒類工業과 製造業 平均과 比較한 것이다. 앞서 例示한 資本코스트의 事例와 比較하면 金利變動으로 인한 影響을 評價할 수 있을 것이다.

〈表 2〉 自己資本 및 負債比率

單位：%

區 分	製造業(綜合)			蒸溜酒 및 合成酒業			麥酒 및 麥芽業			釀 醉 酒 業		
	'79	'80	'81	'79	'80	'81	'79	'80	'81	'79	'80	'81
自己資本比率	21.0	17.0	18.1	9.0	17.3	15.2	17.2	18.4	17.8	13.9	19.4	19.7
負債比率	377.1	487.9	451.5	1,015.0	478.6	557.4	480.7	443.0	461.1	617.9	414.4	407.9
流動負債比率	235.4	305.8	287.2	958.1	412.3	444.8	303.2	245.2	292.1	582.7	289.3	322.3
固定負債比率	141.7	182.1	164.3	56.9	66.3	112.6	177.5	197.8	169.0	35.1	125.1	85.7

〈表 3〉 金融費用負擔

單位：%

區 分	製造業(綜合)			蒸溜酒 및 合成酒業			麥酒 및 麥芽業			釀 醉 酒 業		
	'79	'80	'81	'79	'80	'81	'79	'80	'81	'79	'80	'81
金融費用 對 總 費用	5.93	7.09	7.78	6.00	4.80	7.06	6.90	13.32	17.80	1.81	6.75	13.27
金融費用對 賣 出 額	5.95	7.39	8.01	6.05	4.92	7.14	6.57	14.13	18.65	1.78	7.30	13.49

〈表 4〉 負債費用

單位：%

區 分	製造業(綜合)			蒸溜酒 및 合成酒業			麥酒 및 麥芽業			釀 醉 酒 業		
	'79	'80	'81	'79	'80	'81	'79	'80	'81	'79	'80	'81
金融費用對 負債比率	9.07	11.25	11.60	10.40	9.62	10.63	6.36	10.16	11.23	5.88	10.56	14.54

〈資料〉 韓國銀行刊, 企業經營分析 1982年

Ⅲ. 財務政策 (Financing Policy)

(1) 資金調達政策 (Financing Decision)

우리 나라 대부분의 企業들은 심한 資金難에 허덕이고 있으며 당장 닥친 어려움을 解決하기에 급급한 狀況에서 應急措置式의 資金調達과 資金運用을 하고 있는 것이 事實인데, 이는 資本코스트, 혹은 最適資本構成의 構成이라는 次元에서 보면 바람직한 經營管理일 수가 없다. 실제 요사이 많은 企業들은 金利引下와 함께 취해진 一連의 銀行與信業務에 對한 措置에 힘입어 될수 있으면 많은 資金을 얻도록 勞力하고 있는 것이 事實이다.

資金調達源으로서의 負債는 저렴한 코스트에 損益擴大裝置 (amplifier)로서 長點을 期待할 수 있지만, 倒産危險을 포함한 財務的危險의 增大라는 否定的 測面을 지니고 있다. 한편 普通株는 資本코스트는 相對的으로 높지만 未來 成長을 僞한 安定裝置 (cushion)로서의 長點을 지니고 있다. 따라서 負債와 普通株의 配合는 長期的인 觀點에서 그 나라의 資本市場의 与件과 企業의 內的 強·弱點을 充分히 고려에 넣은 兪후에 行해져야 할 意思決定인 것이다.

여기서 企業이 새로운 負債를 使用할 경우 長期負債와 短期負債중 어느 것을 使用할 것인가 하는 問題가 提起된다. 利率이 계속 下落할 것으로 전망되는 狀況이면 企業은 加급적 短期借入을 늘리는 것이 有利하겠으나 債權者의 入場에서는 長期債를 選好할 것이므로 그때 債權市場의 与件에 따라야 할 것이다. 한편, 利率이 上昇할 것으로 展望된다면 正반대의 論理가 成立한다.

短期負債를 많이 使用하고 있는 경우 만약 그 企業이 어떤 예상치 않은 理由로 收益에 減少가 發生했다면 그로 인해 그 企業의 利率報償比率 (interest coverage ratio)이 떨어지게 되고 또한 債權者들은 그 企業의 負債信用度 (credit worthiness)를 再評價하게 되며 增

加된 危險에 對해 더 높은 利率을 要求할 것이고 극단적인 경우에는 貸付를 拒絶하는 경우도 生길 것이다. 그러므로 각 企業은 이러한 利率과 危險과의 關係를 分析하여 적절한 短期負債와 長期負債의 配合으로 問題를 解決해야 한다.

한편 資金의 再調達問題는 元金償還能力 및 利率負擔能力 그리고 投資機會 및 投資의 收益性등과 밀접한 關係를 가진다. 즉, 한 企業이 어떤 投資機會를 가질 때 그 投資에 對한 收益率과 企業의 利率負擔能力은 企業의 必要資金調達時 投資家들의 企業 再評價에 많은 影響을 미칠 것이다. 또한 資本市場에 對한 予測과 自己資本과 他人資本과의 比率維持등의 問題 역시 必須的으로 고려되어야 할 것이다.

(2) 次後 金利再調整 可能性과 인플레이션 效果의 勸案

금번 政府가 취한 措置 自体가 막대한 財政赤字를 甘受하고 상당한 通貨量 擴大를 시도한 것이므로 이는 조만간 인플레이션을 수반하고 멀지 않은 時日內에 金利가 再調整되리라고 予見된다.

金利가 引上된다면 당장 企業이 負擔해야 할 利率負擔이 增加할 뿐 아니라 全體的인 資本에 對한 코스트가 增加할 것이다. 한편 投資收益은 未來의 期待收益이므로 당연히 期待物價上昇率은 投資의 必須收益率이나 資本코스트와 關係를 지닌다.

일찌기 피셔 (Fisher)는 인플레이션의 豫想 增加率이 投資家들의 名目 期待收益率에 반영되어 그 코스트가 決定된다고 하였다. 이것을 피셔效果 (Fisher Effect)라 하는데 구체적인 公式으로 나타내면 다음과 같다.

$$R_n = I_r + r + I_r \cdot r$$

단, R_n 은 名目 期待收益率 (nominal rate of return), I_r 은 物價上昇率 (inflation rate) 그리고 r 은 實際收益率 (real rate of return)

을 각각 나타낸다.

이 공식에서 보는 바와 같이 名目 期待收益率은 期待되어지는 物價上昇率과 投資家들이 要求하는 實際收益率에 依해 決定되어진다. 企業은 인플레이션이 豫想될 때 負債를 많이 使用하는 것이 바람직한 政策인듯 하지만 반드시 그렇지는 않다. 負債를 使用할 것을 決定하기 위해서는 다음의 세가지 事實을 고려해야 한다.

첫째, 名目 期待收益率(R_n)에 반영된 實際收益率(r)과 投資家が 要求하는 均衡 實際收益率(equilibrium real rate of return)의 比較, 이때 만일 r 이 均衡 實際收益率보다 작다면 負債의 使用은 有利하다.

둘째, 負債 使用時 資本 코스트와 投資收益率의 比較, 資本 코스트가 投資收益率보다 낮아야 한다.

세째, 負債 使用外의 다른 資源의 코스트의 고려, 만일 負債 코스트보다 普通株의 코스트가 낮다면 普通株에 의한 調達이 有利할 것이다.

인플레이션이 豫想되어진다면 企業은 負債의 使用을 반드시 생각해 보아야 하지만 실제로 負債를 使用할 것인가의 決定은, 단지 인플레이션 要因만이 아닌, 위에서 보았듯이 여러 가지 細部的인 分析에 의해 決定되어야 한다.

지금까지 살펴본 피서效果는 인플레이션이 대략 어느 정도일 것인가가 豫測되어지는 경우이다. 하지만 實際의 경우 전혀 豫測하지 못했을 경우도 있을 수 있다. 만일 대략 인플레이션이 어느정도 될 것인지 豫測되어진다면 適當한 名目 期待收益率이 산출되어지고 投資家나 企業 양측이 어느 쪽도 不利하거나 有利하지는 않을 것이나 人플레이션이 豫測되어지지 못했다면 負債를 使用하는 企業은 豫測하지 못한 人플레이션에 依해 有利한 立場에 놓이게 될 때가 많다.

또 한가지 고려해야 할 점은 人플레이션이 비록 豫測된다 하더라도 그것의 資本 코스트에 대한 반영은 실제 즉각적인 것이 아니라는 점이다. 그만큼 人플레이션이 利率이나 自己資本 코스트에 즉각 반영이 된다는 것은 完全한 情報 시스템(perfect information system)下에서나 可能한 것이며, 家際의 경우 그러한 情報 시스템은 存在하기 어렵기 때문이다. 이러한 事實들을 고려한다면 다음과 같은 몇가지 事實들을 정리할 수 있다.

첫째, 金利引上和 人플레이션이 豫見되고 그에 따를 收益의 減少에 따라 稼動率을 낮춰야할 것이 豫想된다면 지나친 長期資本으로써의 資金調達은 오히려 逆效果를 發生시킬 것이므로 약간의 危險을 감수하더라도 短期資本의 調達이 有利할 것이다. 둘째, 會社債의 경우 人플레이션에 의한 物價上昇은 企業에게 有利하다 하지만 이것은 現 發行 會社債의 利率이 必要 以上으로 높다면 反對로 有利할 것도 없드시 社債市場의 狀況을 감안해야 할 것이다.

以上에서 살펴 보았듯이 資金調達이라는 問題는 몇가지 明確한 條件下에 決定되어지는 것이 아니라 復雜하고 不確實한 狀況下에서 決定되는 것이므로 더욱 어려운 意思決定이다. 지금까지 資本調達에 있어서 몇가지 問題點은 첫째, 資本市場의 狀況 變動, 둘째, 그 企業의 投資機會와 投資의 收益率, 元金償還 및 利率負擔能力, 세째, 金利再調整에 따른 金利引上和 人플레이션 效果의 고려 등 이었다.

(3) 順次的 資本政策 (Sequencing Financial Policy)

資本調達에 있어서 고려하지 않으면 안될 要因은 負債比率의 變化에 따른 次期資金調達(future financing)의 問題와 株式市場과의 關聯問題이다.

즉, 企業이 社債로써 資金을 調達할 때에는

당시의 株式市場의 狀況에 따른 企業 價值面을 살펴 보아야 하고, 現時点에서의 社債發行이 次期の 資本調達에 미치는 영향을 고려해야 한다.

現在 利子率이 낮고 株式市場이 침체되어 있으며 財務管理者의 입장에서 점점 높은 期待收益率이 豫想된다면 企業은 株式發行을 保留하고 社債를 發行할 것인가? 社債發行은 곧 企業의 財務的인 유연성(financial flexibility)을 喪失하는 것이며, 財務的인 유연성을 喪失한다는 것은 未來의 資金調達 옵션(future financing option)의 制限을 意味하는 것이므로 次期資金調達과의 關聯下에 決定되어야 한다.

예를 들어 利子率이 낮아졌다고 해서 많은 社債를 發行하였는데 企業의 資金事情이 더욱 惡化되어 資金이 必要하게 되었다면, 不利한 條件으로 株式를 發行하지 않을 수 없는 狀況이 되는 것이다. 이러한 狀況下에서는 企業 價值는 크게 떨어질 것이다. 企業은 株式基盤(equity base)을 구축하지 않고, 계속적으로 社債發行만 할 수 없음은 當然한 事實이다.

長期的인 眼目에서 資本市場에서 財務的인 柔軟性を 보존하기 위해서는 現時点에서 株式를 發行하여 未使用 負債能力(used debt capacity)을 保有 하여야 한다. 이럴 때 企業은 次期資金調達時 選擇을 자유롭게 할 수 있는 財務的인 機動性(financial maneuverability)을 갖게 된다.

하지만 利子率이 낮고 企業이 높은 期待收益率을 豫想한다면, 게다가 株式市場이 침체되어 있다면, 이러한 財務機動성을 위한 株式發行은 合理的이지 못하다. 왜냐하면, 새로이 株式를 發行하여 資金을 調達한다면, 負債로 資金調達했을 때보다 더 큰 株式이 發行되므로 株当利益(EPS)은 낮아지게 되고 負債使用으로 因한 레버리지 效果를 잃기 때문이다.

結論의으로, 資金調達は 利子率 變化뿐 아

니라, 売出額水準의 變化와 次期 資本調達 問題, 또한 株式市場과의 關聯下에서 狀況에 알맞게 決定되어야 하겠다.

(4) 投資決定(Investment Decision)

이번에는 利子率 變化에 따라 調達된 資金의 投資決定 問題를 살펴 보고자 한다, 즉, 企業内の 資産構造에 關한 資産 포트폴리오(asset portfolio) 構成의 問題와 多角的인 成長戰略을 重點적으로 살펴 보고자 한다.

資産 포트폴리오란 資産項目들 間的 組合關係를 말하는데, 特別히 流動資産과 固定資産과의 構成比率, 資産構造(asset structure)를 말한다.

利子率이 下落하였을 때, 流動資産과 固定資産中 어느 資産에 어느정도 더 많이 投資해야 할 것인지 定決하기란 쉬운 일이 아니다. 利子率이 낮아지면 短期負債보다는 長期負債가 有利하고, 長期負債로는 固定資産에 投資하는 것이 常識적인 생각이다. 하지만 實際 企業의 投資決定에 있어서, 이러한 常識的인 생각은 아무런 도움도 되지 못한다. 왜냐하면, 資本調達에 있어서도 利子率 以外에 여러가지 要因들이 고려되었듯이, 投資決定에 있어서도 利子率 變動 以外에 여러가지 다른 要因들, 즉 豫想 売出額水準의 變化, 技術水準·産業競争構造의 變化등을 고려해야만 하기 때문이다.

예를 들어 利子率이 크게 下落하였다고 하여, 長期負債로 固定 資産에 많이 投資한 企業은 景氣가 침체되어 売出額이 현저히 낮아졌을 때, 들어오는 收益에 비하여 막대한 固定費만 支給하는 결과가 되므로 커다란 損失을 보게 된다. 하지만 景氣가 활발하여 売出額水準이 크게 높아 졌다면, 營業레버리지(operational leverage) 效果 때문에 固定費 支給을 補償하고도 더 큰 利益의 増加를 기대할 수 있다. 이러한 상황에서는 景氣變動이나 經濟全體의 움직임에 敏感한 功擊的資産(aggressive assets)

을 많이 포함하는 것이 좋다.

결론적으로金利變動에 따른 資産포트폴리오의 再構成은 모든 기업에게 공통 적용할 수 있는 一般論的인 投資政策으로 이루어 질 수 없다. 各 産業別 企業別 特性을 충분히 고려한 후에 決定되어야 하는데, 무엇보다도 産業의 경쟁구조, 價格維持의 安定性, 技術水準, 管理的效率性, 資金力, 安定的인 需要의 確保 등의 測面을 동시에 고려하면서 이루어져야 한다.

IV. 多角的인 企業成長戰略

以上에서는 既存의 營業활동을 계속한다는 假定下에서 金利變動에 關連된 主要 財務政策에 대해서 살펴 보았다.

그러나 競爭力을 強化하고 持續的인 成長을 도모하기 위해서는 變化하는 市場環境에 적응하는 多角的인 經營戰略이 필요하다. 특히 기업이 動員할 수 있는 資金이나 技術等 諸資源이 制約된 與件 속에서 이를 最適配分하기 위해서는 全社的인 觀點에서 既存의 事業(製品이나 市場)과 産業內의 競爭的 地位를 再評價해 보고, 새로운 市場機會를 포착하여 製品포트폴리오를 再構成하는 등의 多角的인 戰略 樹立이 요망된다.

市場機會를 評價하기 위해서는 市場成長率은 물론 市場規模, 市場의 多樣性, 景氣敏感度, 市場集中度, 技術의 複雜性, 레버리지의 크기, 操業度水準 등에 대한 分析이 필요하다. 한편 自社의 競爭的 地位를 評價하기 위해서는 相對的 市場占有率뿐 아니라, 技術水準, 原價優位性, 資金力, 마케팅能力 등을 分析해야 한다. 市場機會와 自社의 相對的 競爭力을 對應시켜 評價한 결과에 따라 投資擴大戰略, 現象維持戰略, 選別投資戰略, 徹収戰略의 선택

이 合理的으로 이룩될 수 있다.

制約된 經濟資源을 全社的 立場에서 最適配分하기 위해서는 成長이 鈍化되지만 상대적 경쟁력이 좋은 事業部門(이를 Cash Cow 事業部門이라 한다)으로부터의 資金을 현재는 競爭力이 뒤지지만 成長展望이 밝은 有望事業(이를 Question Mark 사업부문이라고 한다)에 選別的으로 投資하도록 하는 전략이 기업의 長期的인 成長을 위해서는 필요한 것이다.

酒類産業의 경우도 酒類製品이 이미 成熟期(product life cycle)에 접어든 品目이라는 점에서 보면, 新製品 開發·新市場 開拓의 戰略도 중요하지만, 이에 못지않게 새로운 事業機會에 대한 投資比重을 높이는 戰略이 요망된다. 이렇게 될 때 既存의 事業과 새로운 事業間에 景氣補完的이고, 事業危險을 低減시킬 수 있는 效果를 누릴 수 있다.

V. 맺음말

金利變動과 關連된 기업의 財務政策은 앞서 論議한 것처럼 앞으로의 利率率의 變化 豫測과 景氣變動에 대한 豫測으로부터 마련되어져야 한다. 따라서 利率率 水準뿐 아니라 産業의 經濟的 特性, 投資收益性, 成長戰略이 複合的으로 고려되어야 合理的인 資金調達과 投資決定이 이루어 질 수 있다.

또한 기업이 長期的인 成長을 추구하자면 새로운 事業機會에 대한 投資比重을 늘리고 成長率이 鈍化되는 既存事業은 縮小 調整하는 포트폴리오 戰略이 필요하다. 이러한 長期的인 經營戰略이 뒤따를 때 企業의 資金과 其他 資源은 合理的으로 配分되고, 기업은 安定的인 基調 위에서 持續的인 成長을 期할 수 있을 것이다.