

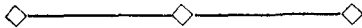
우리나라 企業成長의 虛構性

具 石 謨

〈韓國經濟研究院 研究委員·經博〉

目 次

- I. 머리말
- II. 企業成長과 經濟成長
- III. 韓國企業의 成長과 財務構造
- IV. 맺음말



I. 머리말

1981年 負의 成長을 記錄하기까지 우리나라 經濟는 70年代 後半期(1976~1980)에 年平均 11%의 成長을 이룩하였으며 이러한 高度 成長은 企業成長에 의하여 뒷받침되었다. 同期間 製造業의 成長을 보면 企業總資本은 年平均 31%로 增加하였고 賣出額은 經常價格으로 34%, 不變價格으로 22%의 年率로 伸張하였다. 이와 같이 類例없이 빠른 速度로 “순탄하게” 成長해 오던 企業이 1980年 高度成長軌道를 벗어난 뒤에는 成長力을 잃고 不況의 늪에서 빠져 나오지 못하고 있는 實情이다.

昨今の 不況은 景氣的인 것이라기에는 너무나 심각하다. 構造的인 것으로 보아야 할 것이다. 企業의 活性化를 爲하여 金利는 몇차례에 걸쳐 引下되었으며 流動性(總通貨基準)은 相當한 量이 供給되었다(總通貨 前年同期對比 增加率 26%), 그럼에도 불구하고 企業은 資金逼迫 상태에 있다. 그렇다고 이것이 企業의 旺盛한 投資

需要로 인한 資金需要增大에 緣由한 것은 아니다. 「投資不振—資金逼迫」이 오늘의 現實이라면 이것은 市中資金이 企業으로 흘러들어 가지 못하는 經濟흐름 내지 資金흐름의 「메카니즘」에 잘못된 점이 있는 것이다. 經濟와 企業에 動脈硬化現象이 일어난 것이다. 그 結果 나타난 것이 企業의 不實化, 財務構造의 惡化 등이다. 여기에는 여러가지 經濟的, 社會的, 그리고 國內外的 要因이 있겠으나 여기서는 企業을 中心으로 問題點을 究明하기로 한다.

II. 企業成長과 經濟成長

企業과 經濟와의 關係는 人體를 構成하는 細胞와 人體와의 關係에 比喩할 수 있다. 細胞의 成長에 의해서 人體가 成長하듯이 企業이 成長함으로써 經濟는 成長한다. 만일 細胞가 正常的으로 成長하지 못하고 非正常的인 細胞가 成長하면 이것은 人體에서 종양을 形成하여 人體의 正常的인 成長을 沮止하고 甚하면 生命을 위험함과 마찬가지로 企業이 健全하지 못한 不實成長을 할 경우에는 企業과 經濟는 一時的으로는 成長可能할지라도 종국에 가서는 成長力을 잃고 企業과 經濟는 不實化될 수 밖에 없다. 經濟의 持續的인 成長은 企業의 健全成長의 바탕위에서만 可能할 것이다. 企業과 經濟, 그리고 經濟主體사이의 關係를 形成하는 것은 資金흐름이다. 이는 마치 人體內的 血液循環과 같

아서 經濟內의 資金흐름이 順調롭지 못하면 企業은 成長에 필요한 營養을 供給받을 수 없게 되어 成長力을 잃고 만다.

企業의 健全成長은 무엇을 意味하며 不實成長이란 어떤 類의 成長을 뜻하는가, 企業金融理論의 테두리에서 이 問題들을 究明하기로 한다. 먼저 企業의 本質, 機能 및 目標을 알아 보자. 하나의 단순한 模型을 想定한다. 投資者(同時에 消費者)에게는 一定額의 富가 주어지고 한편으로는 資本市場이라는 投資機會가 주어진다. 다시 말하면 投資者는 주어진 富를 資本市場에서 定해진 利率로 投資할 수 있다. 資本市場의 投資收益率은 주어진 利率과 一致한다. 現在財와 將來財(또는 現在消費와 將來消費)의 交換이 一定한 利率로서 이루어지는 곳이 資本市場이다. 이제 投資者에게는 다른 하나의 投資機會, 즉 productive opportunity set가 賦與된다. 投資者는 주어진 富를 生産單位인 企業에 出資할 수 있으며 企業은 投下된 資源을 生産過程에 投入한다. 다시 말하면 投資者는 企業을 通하여 資本을 生産活動에 投下할 수 있다. 이 경우 企業이 가지고 있는 Productive opportunity set는 資本의 限界收益率遞減의, 法則이라는 屬性을 갖고 있다. 만일 企業이 株式會社의 形態를 갖는다면 投資者와 企業 사이에는 株主와 株式會社라는 關係가 形成되며 株主는 株式買入을 通하여 企業에 投資할 수 있다.

그러면 投資者는 企業에 얼마만큼 投資해야 할 것인가 企業의 立場에서는 株主로부터 供給된 資金을 生産活動에 얼마만큼 投資해야 할 것인가 하는 投資決定問題가 提起된다. 이 경우 最適投資를 決定함에 있어서는 機會費用을 考慮해야 한다. 企業에 投資하기 위해서는 다른 投資機會 즉 資本市場投資에서 얻을 수 있는 利率所得을 포기해야 하기 때문이다. 포기해야 하는 利率所得(정확하게는 利率)이 하나의 機會費用이 되며 이를 企業의 資本「코스트」(cost of capital)라 부른다. 따라서 企業의 最適投資規模는 資本의 限界收益率이 資本「코스트」와 一致하는 點에서 決定된다. 이 均衡條件下에서 投資者(또는 株主)에게 돌아가는 富, 換言하면

企業價値는 極大化된다. 資本의 限界收益率이 資本「코스트」를 超過하는 限, 投資는 擴大되어야 하고 그 反對의 경우에는 投資가 縮少되어야 한다.

이 간단한 模型에서 우리는 企業의 本質과 機能을 찾아 볼 수 있다. 企業金融의 角度에서 볼 때 企業은 不斷히 資本「코스트」보다 높은 收益性を 가진 投資機會를 創出, 발굴하고 이에 대한 投資로 부터 發生된 所得을 投資者에게 되돌림으로써 投資者의 富를 增殖시키는 데에 그 本質과 機能이 있다. 만일 企業이 資本「코스트」보다 낮은 收益率의 投資機會밖에 갖고 있지 못하다면 그 企業은 이미 存在價値를 喪失한 것이므로 企業을 解體하고 投入된 資源을 投資者에게 되돌려야 할 것이다. 이와같이 企業의 本質과 機能이 投資者에게 歸屬되는 富의 增殖에 있다면 企業經營에 있어 目標는 企業價額의 極大化에 두어야 함은 自明하다. 企業의 投資決定이 이 目標에 부합할 경우 이러한 投資는 健全成長이 될 것이요, 그렇지 못한 경우에는 不實成長을 招來할 것이다.

企業의 投資, 成長 그리고 企業價額決定 사이의 關係를 究明하기 위하여 간단한 企業成長模型(firm growth model)을 紹介한다. 이 模型에서 企業은 成長을 위하여 해마다 一定額을 投資하며 이로 부터의 收益率은 一定하다. 그리고 投資의 金額은 企業內部에서 調達된다고 假定한다. 이러한 假定下에서 企業價額(the value of the firm)은 다음 方程式에 의하여 決定된다.

$$V = \frac{X}{k} + \left(\frac{r-k}{k}\right)\left(\frac{I}{k}\right) \dots \dots \dots (1)$$

여기서 V는 企業價額, X는 다음 年度에 期待되는 純利益, I는 年間投資額, r은 投資로 부터의 資本收益率, 그리고 k는 資本「코스트」를 가리킨다. 方程式(1)에 의하면 企業價額, 즉 企業의 市場價額은 두 構成分子의 合으로써 表現된다. 첫째 것은 企業이 現在 保有하고 있는 資産으로부터 産出期待되는 純利益흐름을 資本化(capitalization)한 것이다. 換言하면 投資와 成長이 없을 경우의 純利益흐름을 現在價額

(Present value)으로 轉換한 것이다. 두번째의 構成分子는 企業이 資本市場보다 有利한 收益率로 投資할 수 있는 投資機會를 資本化한 것이다. 다시 말하면 方程式(1)의 第2項은 企業의 成長潜在力(growth potential)을 市場價額으로 表現한 것이며 이 成長潜在力은 資本「코스트」보다 높은 收益率을 實現시킬 수 있는 投資機會에서 찾아 볼 수 있다.

앞의 方程式에서 보면 企業成長의 健全性은 投資收益率과 資本「코스트」와의 關係에 달려 있음을 알 수 있다. 投資收益率이 資本「코스트」를 超過하는 경우 新規投資는 企業價額을 增殖시키는 “眞正한 成長(true growth)”을 가져온다. 만일 投資收益率이 資本「코스트」와 같은 水準에 있다면 投資는 企業規模만 伸張시킬 뿐이고 企業價額은 增殖되지 않는다. 이러한 類의 投資에 의한 成長을 “單純한 伸張(mere expansion)”이라 부른다. 그러면 投資收益率이 資本「코스트」에 未達되는 경우는 어떠한가, 이러한 狀態는 合理的 決定이 支配하는 企業에서는 存在할 수 없지만 굳이 存在한다고 想定한다면 이러한 投資는 企業價額을 오히려 떨어 뜨린다. 企業規模는 伸張하지만 그 經濟價値는 떨어지고 企業은 不實化되는 것이다. 株式價格은 떨어지고 資金은 企業으로 부터 흘러 나가게 된다. 이러한 類의 成長을 “不實成長”이라 부를 수 있다.

企業成長의 「패턴」을 經濟成長과 關聯시켜 생각해 보도록 한다. 企業의 投資는 企業成長을 가져오며, 企業成長은 그것이 어떠한 形態의 成長이든—健全成長(眞正한 成長)이든, 不實

成長이든—企業의 生産擴大를 의미하며 經濟의 擴大再生産을 의미한다. 즉 企業成長은 곧 바로 經濟成長으로 連結된다. 그러면 巨視적으로 經濟成長의 側面에서 볼 때 企業의 健全成長과 不實成長은 어떻게 다른가, 두가지 形態의 企業成長이 모두 經濟의 生産擴大와 所得 및 雇傭增大를 가져온다면 企業成長에 수반된 問題點은 어디에 있는가, 문제는 資金흐름에 있다. 經濟의 持續的인 擴大再生産을 위해서는 企業의 持續된 再投資가 필요하며 이는 資金의 뒷받침없이는 不可能하다. 만일 企業收益率이 資本「코스트」보다 낮은 不實成長의 경우라면 企業으로의 資金흐름은 원활치 못할 것이다. 資本市場을 통한 正常的인 投資資金調達을 期待할 수 없으며 심지어 이미 投資된 企業内部의 自己資本도 보다 높은 收益性을 찾아 企業밖으로 나가는 自己資本逃避現象이 일어날 수 있을 것이다. 따라서 不實成長이 계속될 경우 企業投資는 非正常的인 方法, 즉 所謂 “政策的支援” 形態의 負債資本에 의하여 뒷받침될 수 밖에 없으며 여기에는 企業財務構造의 惡化 등 여러가지 문제들이 따른다. 企業이 健全成長을 할 경우에 한하여 企業의 資金흐름은 순조로우며 經濟는 持續的인 成長을 할 수 있는 것이다.

Ⅲ. 韓國企業의 成長과 財務構造

1. 企業收益率과 資本「코스트」

앞에서 밝혀진 바와 같이 企業에 投下된 資

...의식개혁 없이는 상호신뢰를 회복할 수 없습니다. ...상호신뢰를 위해서는 남을 속이는 사람이나 특권층이 없어야 합니다.

...의식개혁 없이는 사회정화 노력도 要式행위에 불과한 것인만큼 어떠한 희생과 댓가를 치르더라도 이번 기회에 의식개혁을 꼭 이뤄야 합니다.

全斗煥 大統領 월례경제동향 보고회의(82. 4. 16)에서

本의 收益率을 資本「코스트」와 比較함으로써 企業의 經濟的 價値와 成長「패턴」을 究明할 수 있다. 資本「코스트」와 對比함에 있어 가장 適合한 收益性指標은 企業經常利益率이다. <表-1>에서 보면 최근 5年間(1976~1980) 우리나라 製造業의 企業經常利益率は 10.4%로서 借入金平均利率 14.1%에 미치지 못하고 있다. 14%의 金利「코스트」로 調達된 資金이 10% 收益率의 事業에 投資되었음을 나타내며 이는 非效率的 企業經營을 해 왔음을 가르키고 있다.

金利「코스트」, 즉 負債「코스트」는 企業의 資本「코스트」의 一部에 지나지 않는다. 企業의 資本은 두가지 形態, 즉 自己資本과 負債로서 構成되므로 資本「코스트」는 負債「코스트」와 自己資本「코스트」로서 構成된다. 具體的으로 資本「코스트」는 負債「코스트」와 自己資本「코스트」의 加重平均値로서 決定된다. 흔히 自己資本은 cost-free 資本으로 생각하는데, 이것은 잘못된 認識이다. 自己資本은 會計學的 金融費用은 發生하지 않지만 經濟費用, 즉 機會費用을 內包하고 있다. 株主가 한 企業에 株式投資하기 위해서는 다른 投資를 犧牲해야 한다. 이 포기해야 하는 投資收益率이 곧 自己資本「코스트」인 것이다. 다시 말하면 企業이 新規株式發行이나 社內留保利益으로써 調達된 資金을 어떤 事業에 投資할 경우 株主를 위하여 要求되는 最少限의 收益率(minimum required rate of return)을 自己資本「코스트」라고 定義할 수 있다. 이 “最少限의 必要收益率”은 企業이 從事하는 事業의 「리스크」에 따라서 資

本市場에서 決定된다. 「리스크」가 높은 事業일 수록 自己資本「코스트」가 높게 決定되는데 그 理由는 資本市場에서 一般投資者가 risk premium으로써 높은 收益率을 要求하기 때문이다. 따라서 한 企業의 自己資本「코스트」는 當該企業의 株式에 대한 投資收益率로서 指定되며 나아가 株式投資收益率은 配當收益率과 株價上昇에 따른 capital gain으로써 構成된다. 이와 같이 自己資本「코스트」에는 純粹利率(risk-free rate of interest)에 risk premium이 加算되어 있으므로 自己資本「코스트」는 負債「코스트」보다 높은 것이 原則이다. 企業의 新規事業投資, 資金運用과 調達 등 諸般決定에 있어 金融費用=資本「코스트」가 아님을 認識하고 올바른 資本「코스트」를 判斷基準으로써 採擇하여야 한다.

우리나라 企業의 平均 資本「코스트」는 <表-2>에서 볼 수 있는 바와 같이 15.6%이다. 이에 대하여 企業收益率은 10.4%로서 資本「코스트」보다 훨씬 낮은 水準에 있다. 이와 같은 企業收益率과 資本「코스트」사이의 逆關係가 一時的 現象이 아니고 長期的으로 持續되었음을 볼 때 우리나라 企業은 不實成長을 해 왔다고 規定지을 수 밖에 없다. 이것은 企業의 economic failure를 意味하며, 企業金融의 觀點에서 본다면 企業을 解體하고 投下된 資原을 投資者에게 되돌려 주는 것이 最善의 決定이다. 왜냐하면 投資者는 企業에서 보다 높은 收益率의 投資를 資本市場에서 할 수 있기 때문이다.

株主의 立場에서 自己資本純利益率과 自己資本「코스트」를 比較해 보면 이들 간의 逆關係는 더욱 심각함을 알 수 있다. 自己資本「코스

<表-1> 企業의 主要收益率 (단위: %)

	1976	1977	1978	1979	1980	平均
企業經常利益率	10.4	10.8	11.0	10.7	9.1	10.4
企業純利益率	9.0	8.8	8.8	9.3	8.0	8.8
自己資本經常利益率	21.6	21.3	22.9	15.6	-1.3	16.0
自己資本純利益率	14.9	12.3	12.3	8.8	-7.3	8.2
借入金平均利率	11.9	13.1	12.4	14.4	18.7	14.1

우리나라 企業의 資本「코스트」 (1976-1980 平均)

<表-2>

	構成比	資本「코스트」
自己資本	20.5	21.4 ¹⁾
負債	79.5	14.1 ²⁾
總資本	100.0	15.6

註 1) 株式收益率=配當率+株價上昇率
2) 借入金平均利率

트]는 21.4%인데 비하여 自己資本純利益率は 8.8%에 不過하며 이것은 同期間의 定期預金利率 18%보다도 훨씬 낮은 水準이다. 이러한 非正常的인 狀態에서는 資金의 企業逃避와 財務構造의 惡化는 必然的 歸結이다. 企業으로 하여금 自己資本充實化하기를 期待하기는 물이 낮은 곳으로 부터 높은 곳으로 흐르기를 期待하는 것과 무엇이 다를까. 우리나라 企業의 自己資本比率이 20%의 낮은 水準에 있는 財務構造의 脆弱性은 이상과 같은 資本收益率과 資本「코스트」間의 逆關係에서 그 原因을 찾아 볼 수 있다.

逆關係가 存續하는 限 企業의 投資는 企業伸張만 가져올 뿐, 企業價額을 떨어 뜨림으로써 投資者(또는 株主)의 利益에 逆行하는 不實成長을 招來한다. 一時的인 經濟成長은 可能할지라도 擴大再生産을 위하여 必要한 資金흐름이 원활치 못하기 때문에 持續的인 經濟成長은 不可能하다. 지금까지 우리나라 企業成長은 資本市場을 통한 健全한 資金흐름에 依存할 수 없기 때문에 「政策金融支援」이라는 「인플레이」의 間接金融과 높은 利率의 私債金融에 依存할 수 밖에 없었다. 이러한 非正常的인 資金흐름은 오래 持續할 수 없고 動脈硬化를 일으키며 언젠가는 폭발하게 마련이다. 최근의 經濟不況과 私債金融波動도 이러한 觀點에서 解釋할 수 있다.

2. 企業의 金利負擔

企業의 資本「코스트」와 資本收益率 사이의 逆關係는 企業의 非效率的인 資金運用과 政府의 高金利政策에 原因이 있다. 그 結果 企業의 金融費用은 해마다 늘어나 1980년에는 金融費用이 企業所得을 超過하고 있다. <表-3>에서 보면 企業의 附加價值중 金融費用이 차지하는 比重은 1978년에 16%이던 것이 1980년에는 29%로 늘어나 企業利益(28%)를 超過하고 있다. 다시 말하면 年間 企業所得의 金額이 利子費用으로 支拂되기도 不足하였음을 의미한다. 이와같은 利子負擔의 加重은 國內의 不景氣, 國際的高金利 등에도 原因이 있지만 政府의

製造業의 附加價值構成

<表-3>

(단위 : %)

	1978	1979	1980
企業所得(稅前)	31.6	30.5	27.9
純利益(稅前)	15.7	11.3	- 0.8
利子費用	15.9	19.2	28.7
人件費	51.2	50.3	51.0
其他	17.2	19.2	22.1
附加價值總額	100.0	100.0	100.0

高金利政策은 利子負擔을 더욱 加重시켰다. 1980년 1월에 있는 金利引上措置는 景氣對策과 逆行하는, 그리고 企業의 金利負擔能力을 전혀 考慮치 않은 것이다. 우리나라 金利政策은 1965年 金利現實化以來 民間貯蓄을 制度金融으로 誘導함으로써 企業과 經濟의 高度成長을 위한 資金供給에 있어서는 成功的이었다고 하더라도, 企業의 金利負擔을 加重시키고 資本「코스트」를 높임으로써 企業의 不實成長과 財務構造의 惡化를 超來한데 대해서는 責任을 免치 못할 것이다.

IV. 맺 음 말

지금까지 우리는 ①企業의 本質과 機能을 金融面에서 究明하고 ②企業의 資本「코스트」概念을 定義하였으며 ③資本「코스트」와 企業收益率을 對比, 企業의 成長類型을 分析함으로써 우리나라 企業과 經濟의 不實成長 및 이에 따른 歪曲된 資金흐름과 財務構造惡化의 原因을 밝혀 냈다.

이러한 高度成長에 따른 病弊의 一部 原因이 企業을 考慮하지 않은 金融機關 爲主의 金利政策에 있음을 否認할 수 없을 것이다. 앞으로 우리나라 企業의 財務構造를 健實化하고 資金흐름을 正常化함으로써 企業으로 하여금 持續的인 健全成長을 하도록 誘導하기 위해서는 金利政策과 通貨政策의 運用에 있어 企業과 實物經濟의 움직임, 資本의 收益率, 資金흐름의 動向 등을 考慮해야 할 것이다. 微視分析의 基礎가 없는 巨視分析은 沙上樓閣에 지나지 않는다. ♣♣