

金融實名制와 企業 財務政策의 變化 — 資本市場의 側面 —

申 璇 均*

I. 머리말

그동안 우리나라는 經濟開發을 위해 필요한 국내저축의 동원을 극대화하고자 1961년에 「預金 積金등의 秘密保障에 대한 法律」을 제정하여 사실상 非實名去來를 허용하였다. 그 결과 재산축적과정이나 富의 노출을 회피할 수 있는 경로로서 非實名去來가 성행하게 되었으며 이에 따라 地下經濟가 상당한 규모로 성장하였다. 또한 차명거래까지 고려하면 非實名去來의 규모는 상당한 수준으로 이를 통한 음성적인 거래나 핫머니의 유출입은 金融市場의 效率性を 저해하여 왔다.

우리나라 企業들의 資金調達政策의 특징은 필요한 자금을 内部金融보다는 外部金融에 많이 의존한다는 점이다. 製造業의 경우 80년대 중반의 호황에 힘입어 1988년에는 한 때 外部資金의 조달비중이 일시적으로 44.0%까지 하락하였으나 그후 다시 외부자금 비중이 증가하고 있다. 또한 외부자금도 直接金融보다 은행차입등 間接金融, 특히 政策金融에 많이 의존하여 왔다. 이와 같이 우리나라 기업들은 자기자본비율이 낮으며 자금조달면에서 외부자금에 대한 의존도가 높아 金融實名制 실시에 따른 금융시장 변화는 기업의 자금조달에 상당한 부담을 줄 것으로 예상된다.

우리나라 기업들의 資金調達政策중 다른 하나의 특징은 자금에 대한 假需要가 크다는 점이다. 우리나라 기업들은 자금이 필요할 때마다 회사채발행 또는 은행차입으로 충당하기 보다는 필요이상의 자금을 조달하여 여유자금은 단기적으로 운용하고 있다. 이와 같이 기업이 필요이상으로 資金을 조달하기 때문에 기업의 금융비용 부담률이 높아 日本, 대만과 비교할 경우 우리나라 製造業은 金融費用負擔率이 높아

* 韓國證券經濟研究院 院長

수익성이 상대적으로 떨어지는 것으로 나타난다. 따라서 우리나라 企業들은 장기적으로 외부금융의 비중을 낮추고 내부금융의 의존도를 확대하여 財務構造의 改善을 촉진하여 企業의 資本費用을 낮추어야 할 것이다. 그러나 단기적으로는 内部金融의 절대적 비중이 매우 낮은 현실정을 감안하면 직접금융시장에서 增資를 통한 재무구조의 개선이 필요하다고 생각된다.

金融實名制가 정착되면 金融資產으로부터 발생하는 모든 소득에 대한 課稅를 기본으로 하는 자본소득 및 자산관련 稅制가 확립될 것이다. 이러한 金融資產에 대한 과세제도의 도입은 장기적으로 投資者들의 投資行態를 변화시킬 것이며 企業의 財務政策도 변화시킬 것으로 예상된다.

본고에서는 企業의 資本調達政策이 企業價値에 미치는 영향에 대한 이론적인 배경을 개관하고, 우리나라 企業들의 資本調達 實態를 살펴본 후 金融實名制의 도입으로 개인투자자들의 金融資產으로부터 발생하는 소득에 대한 과세제도가 도입될 경우 증권시장의 여건변화와 함께 企業의 財務政策에 어떤 영향을 미칠 것인가에 대해 살펴보기로 한다.

II. 우리나라 企業의 資金調達 및 運用實態

우리나라 企業의 資金調達 행태를 살펴보면 外部資金에 대한 의존도가 높은 편이다. 제조업의 경우 <표 1>에서 보는 바와 같이 1980년대 중반의 높은 경제성장에 힘입어 企業의 수익성이 높아 1988년에는 한때 外部資金의 조달비중이 44.0%까지 하락하였으나, 그후 다시 외부자금 비중이 증가하여 1992년에는 57.9%에 달하고 있다.

한편 外部資金調達중에서 銀行借入등 간접금융 비중이 직접금융보다 높으며 직접금융중에서도 株式發行을 통한 자기자본보다는 負債(회사채발행 포함)로 조달한 비중이 매우 높다.

또한 예금은행 차입금중에서도 금리나 자금배정면에서 특혜를 받는 政策金融의 비중이 1992년말을 기준으로 할 때 총대출금에 대한 비중이 23.1%를 차지할 정도로 매우 높다. 그동안 우리나라의 대표적인 企業들은 政府主導下의 經濟成長政策에 힘입어 대부분 이와 같은 정책금융의 보조하에 성장해 왔다. 그러나 自律化 및 國際化 時代를 맞이하여 정부의 역할은 축소될 수밖에 없어 정책금융도 자연히 축소될 것으로

예상된다.

〈표 1〉 製造業 資金調達 構造 變化推移 (단위 : %)

	'81~85	'86	'87	'88	'89	'90	'91	'92
내부자금	36.0	41.5	37.1	56.0	46.4	31.3	33.6	42.1
내부유보	7.4	13.4	10.7	21.3	18.2	7.1	9.8	10.2
감가상각비	24.9	24.6	22.4	28.7	24.1	21.0	19.8	27.5
충당금	3.7	3.5	4.0	6.0	4.1	3.2	4.0	4.4
외부자금	64.0	58.5	62.9	44.0	53.6	68.7	66.4	57.9
증자 ¹⁾	7.5	5.3	10.7	9.5	7.2	5.4	3.8	4.9
차입	33.2	31.4	25.7	9.6	27.6	42.0	41.4	41.7
기타 ²⁾	23.3	21.8	26.5	24.8	18.8	21.3	21.2	11.3
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

주 : 1) 주식발행 초과금은 제외함. 2) 매입 채무 등.

자료 : 한국은행, 「기업 경영 분석」

〈표 2〉 企業 資金調達 및 運用 (단위 : 10억원, %)

구분	88	89	90	91	92	93.上
자금조달(A)	21,439	38,484	50,748	58,180	52,829	28,200
간접금융	5,188	13,661	19,472	24,343	20,180	8,823
직접금융	11,269	20,716	21,512	22,079	19,866	16,578
주식	7,770	14,669	2,918	2,687	2,350	1,106
회사채	4,244	6,959	11,084	12,741	11,155	8,148
자금부족	9,011	16,920	29,336	32,225	30,396	17,751
금융자산운용(B)	12,428	21,564	21,413	25,955	22,433	10,450
운용/조달(B/A)	58.0	56.0	42.2	44.6	42.5	37.1

자료 : 한국은행, 「자금순환」, 증권감독원, 「증권조사월보」

앞에서 살펴본 바와 같이 우리나라 기업들은 自己資本比率이 낮으며 자금조달면에서 外部資金에 대한 의존도가 높아 금융시장변화에 대한 기업의 대응력이 취약한 실정이다. 특히 金融實名制 실시에 따른 금융시장 변화는 기업의 자금조달에 상당한 부담을 줄 것으로 예상된다.

〈표 3〉 政策金融¹⁾ 推移

(단위 : 10억원, %)

구 분		1989	1990	1991	1992
일 반 은 행	금융자산대출금(A)	34,613	44,396	53,934	60,975
	정책금융(B)	8,736	11,476	11,822	14,882
	B/A(%)	25.2	25.8	22.0	24.4
특 수 은 행	금융자금대출금(C)	23,734	24,862	29,876	35,451
	정책금융(D)	4,916	5,266	6,177	7,395
	D/C(%)	20.7	21.2	20.7	20.9
예금은 행총계	금융자금대출금(A+C)	58,347	69,258	83,811	96,426
	정책금융(B+D)	13,652	16,742	18,059	22,277
	(B+D)/(A+C) (%)	23.4	24.2	21.5	23.1

주 : 1) 무역금융, 중소기업관련자금, 수출산업 설비자금, 산업합리화자금, 투신사 경영정상화 지원자금, 에너지절약 시설자금 등을 포함.

자료 : 금융산업발전심의회, 「금융제도개편연구(축약본)」, 1993, p. 19.

또 하나의 특징은 우리나라 기업들은 자금에 대한 假需要가 크다는 점이다. 우리나라 기업들은 자금이 필요할 때마다 회사채발행 또는 은행차입으로 충당하기 보다는 필요이상의 자금을 조달하여서는 남은 자금을 단기적으로 운용하고 있다. 이러한 사실은 앞의 〈표 2〉에서 보는 바와 같이 1993년 상반기중에도 企業들은 28.2조원을 調達하여 자금부족액 17.75조원을 충당하고 나머지 10.45조원은 金融資産등에 運用하고 있음에서 알 수 있다.

〈표 4〉 韓國·日本·臺灣의 企業金融費用 負擔

	'84~'85	'86~88	'89	'90	'91
	〈금융비용 부담률 (%)〉				
한 국	5.2	4.7	5.1	5.1	5.7
일 본	2.3	1.9	1.7	2.1	—
대 만	2.8	1.7	2.1	2.5	—
	〈자기자본 비율 (%)〉				
한 국	22.5	23.4	28.2	25.9	24.4
일 본	25.1	28.1	30.3	30.6	—
대 만	44.7	52.2	52.4	54.5	—

		〈차입금 명목평균이자율 (%)〉 ¹⁾				
한 국		13.9	12.7	13.6	12.7	13.0
		(14.2)	(13.4)	(15.2)	(16.4)	(18.8)
일 본		7.4	5.6	5.4	6.7	—
대 만		8.9	6.9	8.8	9.1	—
		〈차입금 실질평균이자율 (%)〉 ²⁾				
한 국		11.5	8.4	7.9	4.1	3.7
		(11.8)	(9.1)	(9.5)	(7.8)	(9.1)
일 본		5.3	5.1	3.1	3.6	—
대 만		9.0	6.1	4.4	5.0	—

주 : 1) ()내는 회사채 유통수익률임.

2) 실질이자율은 소비자물가상승률을 사용하였음.

자료 : 한국은행 조사 제2부, 「우리나라 제조업의 수익성현황에 대한 검토」, 1992.6

이와 같이 기업이 필요이상으로 자금을 조달하기 때문에 기업의 金融費用負擔率이 높아 기업의 수익성이 저하되고 있다. 일본, 대만과 비교할 경우 우리나라 제조업은 자기자본비율이 상대적으로 낮으며, 借入金利率은 높아 기업의 금융비용부담률이 높은 것으로 나타나 國際競爭力이 뒤떨어지고 있음을 알 수 있다.

金融費用의 증가에 따라 企業의 收益性이 경쟁대상국인 日本이나 대만에 비해 매우 낮다. 이는 매출액 영업이익률(영업이익/매출액)은 日本이나 대만에 비해 낮지 않으나, 매출액 경상이익률(경상이익/매출액)은 낮은 것을 보면 알 수 있다.

〈표 5〉 製造業, 收益性指標의 國際比較 (단위 : %)

		'86~88	'89	'90	'91	'92
매출액 영업 이익율	한 국	7.3	6.0	6.5	6.5	6.6
	일 본	4.1	5.0	4.8	4.2	—
	대 만	7.2	5.9	7.0	6.4	—
매출액 경상이익율	한 국	3.8	2.5	2.3	1.8	1.5
	일 본	3.7	4.7	4.3	3.4	—
	대 만	5.4	3.8	4.5	4.0	—

자료 : 한국은행, 「기업경영분석」

III. 金融實名制의 波及效果

金融實名制은 법인이나 개인들이 금융기관과 금융거래를 할 때 實名을 사용하도록 하는 제도 또는 금융관행을 말하지만, 궁극적으로는 金融資産으로부터의 이자나 배당에 대한 과세, 나아가서 金融資産의 讓渡差益에 대한 과세제도가 확립되어야 명실공히 정착될 수 있다.¹⁾ 따라서 金融實名制이 證券市場에 미치는 영향은 金融市場의 效率化로 인한 거시적인 영향과 金融資産으로부터 발생하는 利子 配當所得 등에 대한 綜合課稅 및 讓渡差益에 대한 課稅의 도입으로 예상되는 投資者들의 投資行態 및 企業의 財務政策의 변화에 따른 직접적인 영향으로 나누어 생각할 수 있다.

1. 金融市場의 效率性 提高

金融實名制은 금융거래의 투명성을 높여 장기적으로 證券市場의 선진화를 촉진할 것이다. 이와 함께 金融實名制에 따라 금융거래가 정상화되면 사채시장 이 위축될 것이며, 이에 따라 私債市場과 연계된 금융거래가 어려워져 은행, 단자 등 금융기관의 금융거래 관행이 정상화될 것으로 예상된다.

金融實名制의 실시로 私債市場이 퇴장하게 되면 證券市場은 기업의 直接金融의 장으로서의 기능을 한층 더 강화할 수 있을 것이다. 그동안 中小企業들은 제도권 금융의 지원을 제대로 받지 못해 私債市場에 부분적으로 의존하는 경우가 대부분이었다. 金融實名制 실시 이후 金融去來가 正常化되면, 기업의 단기자금은 間接金融市場에서 그리고 장기자금은 直接金融市場에서 조달하는 관행이 정착될 것이다.

金融實名制로 私債市場이 퇴장하게 되면 결국 기업의 자금조달도 제도권에서 이루어질 수 밖에 없고, 예금자들의 저축의욕이 단기적으로는 저하될 것으로 예상됨에 따라서 間接金融보다 直接金融의 역할이 점차 증대할 것으로 예상된다. 직접금융의 역할 증대는 신경제 5개년계획, 자본시장개방 등의 영향으로 더욱 가속화될 전망이다. 예를 들어, 政策金融의 점진적 축소로 大企業의 資金調達 行態가 변화하여 주식 또는 회사채 발행을 통한 直接金融市場에의 의존도가 증가할 것이다.

1) 하지만 이번에 실시된 긴급명령에서는 利子 配當所得 등에 대한 綜合課稅를 1996년 이 후부터 단계적으로 실시할 예정이라고 밝히고, 株式讓渡差益에 대한 課稅는 신경제 5개년계획기간(1993-1998)중에는 실시하지 않을 것이라고 밝히고 있다.

이와 같이 金融實名制의 도입으로 금융시장의 효율성이 증대하면 기업의 간접금융비용뿐만 아니라 직접금융비용도 낮아져 결국 기업의 平均資本費用을 감소시킬 것으로 예상된다.

2. 金融資産에 대한 選好度 變化

金融實名制가 실시되는 다른 나라의 경우에는 모두 金融資産으로부터 발생하는 소득에 대하여 綜合課稅를 원칙으로 하고 있다. 우리나라도 金融實名制의 궁극적인 목적을 달성하기 위해서는 金融資産으로부터 발생하는 모든 소득에 대한 과세를 기본으로 하는 자본소득 및 자산관련 세제를 개편할 것으로 예상된다. 따라서 證券市場에서는 단기적으로는 종합과세나 자본이득과세의 영향은 없겠지만 장기적으로는 金融資産에 대한 과세제도의 도입은 개인투자자들의 투자행태에 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 韓國開發研究院(1990)이 저축자 367명, 금융기관종사자 787명을 대상으로 실시한 설문조사에 의하면 金融實名制는 家計貯蓄率 및 財産構成에 영향을 미칠 것으로 예상하고 있다.²⁾

課稅를 전제로 할 경우 장기적으로는 투자자들의 金融資産에 대한 選好度가 개별 투자자의 限界所得稅率과 讓渡差益에 대한 資本利得稅率에 따라 변화할 것으로 예

2) 韓國開發研究院의 금융실명제가 家計貯蓄率 및 財産構成에 미치는 영향에 대한 설문조사에 따르면 평균적으로는 금융실명제로 인하여 가계저축률이나 재산구성에 미치는 영향이 별로 없을 것으로 응답하였다. 그러나 보유중인 金融資産의 規模에 따라 빈도가 다른데 5천만원 미만의 저축자들은 금융실명제 실시후 가계저축률이 별로 변화하지 않을 것으로 예상하고 있고, 1억원이상의 저축자들은 다수가 감소할 것으로 예상하고 있다. 또한 5천만원이하의 저축자들은 금융실명제 때문에 財産構成에 큰 변화가 없을 것으로 예상한 반면, 1억원이상의 고액 저축자들은 재산구성에 변화가 있을 것으로 예상하고 있다.

한편 財産構成을 변화시킬 때에 選好하는 자산형태로는 不動産이 53%로 가장 높고 다음으로 주식·수익증권등의 有價證券으로 나타나고 있다. 株式에 대한 讓渡差益課稅의 도입에 대해서는 응답자들의 평균 66.4%가 주식투자의 매력을 감소시켜 주식시장을 위축시킬 것으로 예상하고 있다. 그러나 그 영향에 대해서는 단기적으로 주식시장을 위축시켰다가 안정될 것이라는 견해가 52%, 상당기간 심각한 위축을 가져올 것이라는 견해가 43%이다.

상된다. 만약 자본이득세율보다 한계소득세율이 높은 개인투자자들은 配當收益率은 낮지만 대신 資本利得이 클 것으로 예상되는 기업을 선호하게 될 것이다. 또한 높은 配當收益率을 갖는 주식을 보유하는 투자자는 낮은 配當收益率의 주식을 보유하는 투자자들보다 한계소득세율이 낮을 것으로 예상할 수 있다.

金融實名制 실시이후 資本利得에 대한 과세제도가 도입되기 이전에는 有價證券投資가 증대할 것으로 예상되고 그 이후에는 실물자산과 金融資產중에서 투자자의 限界課稅負擔率에 따라 자산선호도를 달리할 것으로 예상된다. 특히 정책적으로 부동산투기를 계속 억제하는 한 현재 실제 가치에 비해 망국적인 수준이라고 할 정도로 너무 높은 不動產의 價格은 앞으로 계속 하락할 것이므로, 투자자들의 有價證券에 대한 選好度는 증대할 것으로 예상된다. 金融資產중에서도 이자나 배당을 선호하는 투자자들과 양도차익을 선호하는 투자자들 사이의 구분이 뚜렷해 질 것으로 예상된다.

이러한 투자자들의 행태변화로 直接金融市場에서의 資金可用性은 증대하기 때문에 직접금융비용이 하락할 가능성이 크며, 이는 또한 企業의 配當政策과 資本調達政策에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

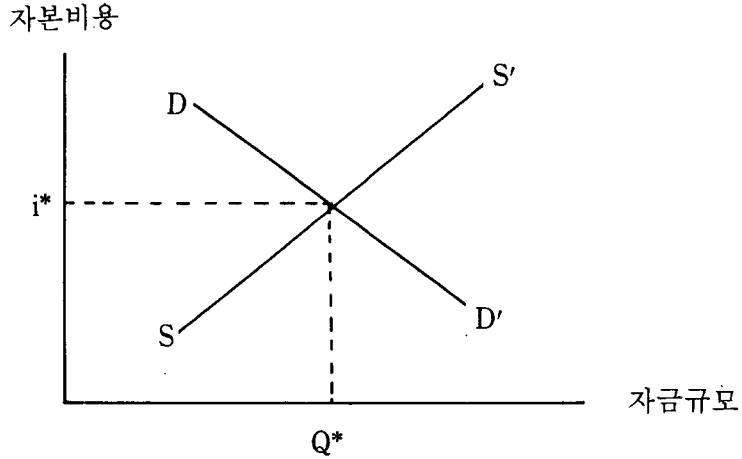
3. 企業 財務政策에의 영향

가. 資本費用에의 影響

金融實名制의 도입이 企業의 資本費用에 미치는 영향을 살펴보기 위해 金融非實名制하에서의 利率率 二重構造에 대해 고찰해 보기로 하자. 금융비실명제하에서 資金市場은 실세금리보다 낮은 규제금리가 적용되고 있는 制度金融圈과 완전경쟁적으로 금리가 결정되는 地下金融圈으로 양분될 수 있다고 가정하자. 또 제도금융권에 대한 자금의 공급은 정부의 통화신용정책에 의해 이자율수준에 관계없이 일정하다고 가정하자. 이러한 가정은 현재 정부가 연간 총통화증가율을 전년도 대비 18% 내지 20% 수준에서 결정하고 있는 점을 감안할 때 타당성이 있다고 생각된다.

이러한 가정을 바탕으로 金融非實名制하에서의 이자율 이중구조는 다음과 같이 설명될 수 있다. [그림 1]은 제도금융권과 지하금융권을 포함한 경제전체의 자금공급과 자금수요를 나타내고 있다. [그림 1]에서 가로축에는 자금규모를 세로축에는 이자율로 표시된 자본비용을 표시하기로 하자. 경제전체의 資金供給曲線은 SS'로 需要曲線은 DD'으로 표시되어 있으며 두 곡선이 교차하는 점에서 경제전체의 資金需給 Q^* 와 均衡利率 i^* 가 결정된다.

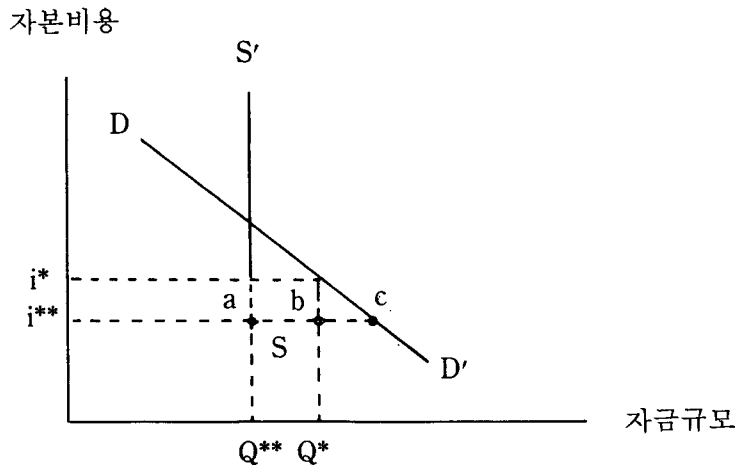
[그림 1]



[그림 2]는 制度金融圈에서의 자금수요곡선과 자금공급곡선을 표시하고 있다. [그림 2]에서 완전 비탄력적인 供給曲線 SS' 은 정부의 통화공급규모에 의해 결정되며 需要曲線 DD'' 은 [그림 1]의 경제전체 수요곡선 DD' 를 [그림 2]로 이전시켜 놓은 것이다.

자금시장이 제도금융권과 지하금융권으로 완전히 양분되어 있다면 자금수요자들은

[그림 2]



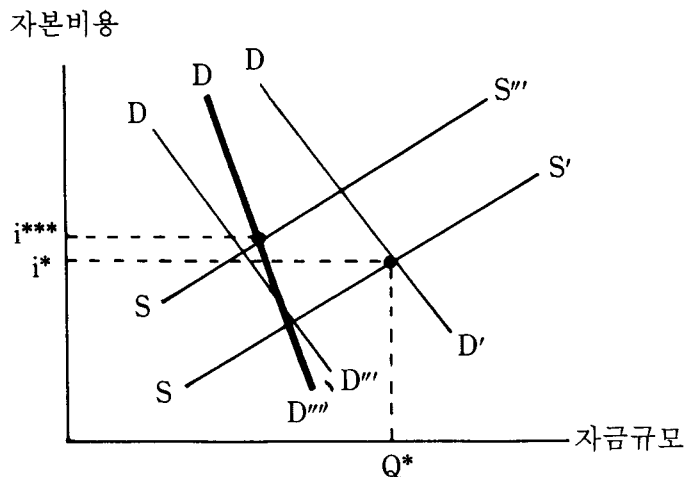
제도금융권에서 먼저 자금수요를 충족하려고 시도한 후 제도금융권에서 충족되지 못한 경우에만 지하금융권을 이용할 것이다. 제도금융권의 이자율 i^{**} 는 規制金利이므로 시장균형이자율 i^* 보다 낮게 설정된다. 또한 완전비탄력적인 공급곡선수준 SS'' 도 시장전체의 적정자금 공급규모인 Q^* 에 미치지 못하기 때문에 $(Q^* - Q^{**})$ 만큼 地下金融圈에서 충족되어야 할 것이다.

[그림 2]에서 보듯이 제도금융권에서는 경제전체의 자금수요를 충분히 충족시킬 수 없기 때문에 資金의 配分現狀이 일어나며 충족되지 못한 자금의 초과수요(ab)는 지하금융권에서 충족할 수밖에 없을 것이다. 이경우 인위적인 저금리 때문에 자금의 超過需要가 ab에서 ac로 늘어나는 효과가 있어 능률적인 자금배분 메카니즘이 필요함을 보여주고 있다.

[그림 3]은 地下金融圈에서 결정되는 금리수준을 나타내주고 있다. 地下金融圈의 資金需要曲線 DD''' 는 다음과 같이 도출된다. [그림 3]에서 자금수요곡선 DD''' 는 [그림 1]에서 그대로 옮겨온 경제전체의 자금수요곡선 DD' 에서 제도금융권에서 충족된 자금수요 Q^{**} 를 차감한 수요곡선이다.

제도금융권에서 충족되지 못한 자금수요자는 대기업보다 채무불이행위험이 상대적으로 높은 中小企業일 가능성이 높다. 왜냐하면 은행 등 제도금융권에서의 자금 공여자는 정부규제금리하에서 상대적으로 채무불이행위험이 낮은 대기업을 선호하기

[그림 3]



때문이다. 따라서 최종적인 지하금융권의 자금수요곡선 DD''' 는 DD'' 보다 資本費用에 대한 탄력성이 적어 DD'' 의 기울기가 DD''' 보다 커질 것이다.

[그림 3]의 資金供給曲線 SS'' 는 경제전체의 공급곡선 SS' 에서 제도금융권에서 공급되는 Q^{**} 만큼을 차감한 공급곡선이다. 다시말해 경제전체의 공급곡선 SS' 는 제도금융권의 공급곡선 SS'' 와 지하금융권의 공급곡선 SS''' 를 수평적으로 더한 것이다. 이경우 地下金融圈의 이자율은 i^{***} 에서 결정되며 경제전체의 이자율수준 i^* 보다 높다. 따라서 채무불이행 위험이 상대적으로 높은 중소기업들은 금융시장이 통합화되어 있지 않고 제도금융권 및 지하금융권 시장으로 분할되어 있으면 균형이자율보다 높은 이자율을 지불하게 된다.

위의 모형을 통해 金融實名制가 금융시장에 미치는 영향을 살펴보면 다음과 같이 여러가지 경우를 상정해 볼 수 있다. 첫째, 金融實名制가 실시되어 制度金融圈과 地下金融圈이 완전통합화되는 경우가 있다. 다시말해 金融實名制가 지하금융권을 완전 소멸시키는 이상적인 상태이다. 이때 제도금융권에서 금리자유화가 실현되어 규제금리가 철폐되면 [그림 1]에서 보는 바와 같이 完全競爭市場에서의 금리수준인 i^* 가 결정될 것이다. 그러나 제도금융권에서 규제금리 및 유동성 규제가 존재하면 자금의 초과수요현상이 여전히 존재할 뿐만 아니라 초과수요를 충족시켜줄 地下金融圈이 존재하지 않기 때문에 제도금융권에서 자금의 배분현상이 더욱 더 극심해질 가능성도 있다.

둘째, 金融實名制가 실시되어도 제도금융권과 지하금융권 등과 같이 시장분할현상이 존재하고 단지 지하금융권의 자금일부가 제도금융권으로 흡수되는 경우를 생각해 볼 수 있다. 이때 制度圈市場에서 규제금리가 여전히 존재하면 지하금융권의 금리가 상승할 가능성을 배제할 수 없다. 또한 제도권시장의 자금공급이 증가하여도 완전경쟁시장에서 공급되어야 할 자금의 공급수준인 Q^* 에 미치지 못한다면 여전히 地下金融圈에 의존하여야 할 한계기업이 존재하게 된다. 이러한 한계기업의 이자율에 대한 자금의 수요곡선은 상대적으로 더욱 더 비탄력적이기 때문에 지하금융권에서는 이자율이 상승할 가능성이 있다.

이와 같은 결과를 토대로 한 정책적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 金融實名制가 성공적으로 정착되어 지하금융권이 대폭 축소되고 금리자유화가 실시되어 금융기관의 자금공급 여력이 증가하면 企業의 資本費用은 下落할 것으로 예상된다. 그렇지만 金融實名制로 인해 지하금융권과 제도금융권의 통합이 이루어지지 않는 한 지하금융권은 존재하게 되고 이러한 지하금융권을 이용하는 한계기업은 金融實名制이후 더욱 더 심한 자금난 및 높은 자본비용을 경험할 가능성도 있다. 따라서 이러한 한

계기업을 중심으로 金融實名制의 보완대책이 이루어져야 할 것이다.

둘째, 金融實名制가 실시되어도 정부의 인위적인 저금리정책이 지속되면 제도금융권에서의 자금배분현상은 계속 유지될 뿐만 아니라 오히려 더욱 더 효율적인 자금배분방식을 필요로 하게 된다. 따라서 금리자유화가 조기에 정착되어야 하고, 은행등 금융기관의 여신심사기능이 대폭 강화되어야 하며, 전문적인 신용평가기관의 기능이 제고되어야 할 것이다.

나. 金融所得에 대한 課稅의 影響

(1) 配當政策에의 影響

金融資産으로부터의 소득에 대한 과세가 실현되면 企業의 配當政策에 영향을 주어 資本調達政策에 영향을 미친다. Farrar와 Selwyn(1967)은 개인들에 부과되는 세금과 법인세를 고려할 때 개인들의 所得稅率과 資本利得稅率의 차이가 있을 때에 企業의 配當政策에는 차이가 있을 수 있음을 보여 주고 있다. 個人의 한계소득세율이 자본이득세율보다 클 경우 투자자들은 資本利得을 配當보다 선호한다. 따라서 극단적으로는 자본이득세율이 개인의 소득세율보다 적다면 (현재와 같이 자본이득세가 실행되지 않는 경우) 기업들은 配當으로 결코 現金을 流出할 필요가 없을 것이다.

만약 現金을 유출하고 싶으면 自社株 買入을 통해 자본이득을 주주들에게 돌려주는 편이 좋다. 왜냐하면 自社株 買入은 주주들로 하여금 세율이 높은 배당소득세를 납부하는 대신에 세율이 낮은 資本利得稅를 납부할 수 있는 기회를 제공하기 때문이다. 이와 같이 배당소득의 종합과세 및 자본이득세의 도입은 企業의 配當政策에 영향을 미친다. 그리고 自社株 買入의 여부결정도 이 배당정책과 유관하게 결정된다.

(2) 資本調達政策에의 影響

개인투자자들은 스스로 負債를 얻을 수도 있고 企業을 통하여 負債를 간접적으로 이용할 수 있다. 이 경우 어느편이든지 利子에 대한 稅制惠澤을 많이 받는 쪽이 부채를 보유하는 것이 株主의 富를 극대화 할 수 있는 방법이다. 즉 양자중 限界稅率이 큰 쪽이 부채를 보유해야 한다.

만약에 企業이 모든 이익을 配當으로 지급하고 자본이득세와 배당세율이 같다면 기업들은 가능한 대로 많은 부채를 이용하여 세제혜택을 받는 것이 유리하다. 특히

資本利得稅가 없는 현재와 같은 경우에는 기업의 법인세율보다 투자자들의 소득세율이 낮으면 기업이 부채를 많이 보유하는 것이 좋고, 반대로 법인세율보다 투자자들의 소득세율이 높으면 투자자들이 개인적으로 부채를 많이 쓰는 것이 유리하다.

그러나 Miller(1977)는 만약에 資本市場이 효율적이어서 납세후 부채에 대한 이자율이 결국 다른 재원의 資本費用과 동일하게 될 경우에는 결국 개인의 부채나 기업의 부채에 대해 투자자들은 차이를 보이지 않을 것이므로 기업의 資本調達政策과 資本費用은 無關하다고 설명한다.

Myers에 의하면 기업의 법인세, 주주 및 채권자들의 金融資産에 대한 개인소득세율을 감안할 경우 부채를 이용함으로써 발생하는 利益은 다음과 같다.

$$G_L = \left[1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_{ps})}{1 - \tau_{pb}} \right] B_L$$

여기서, τ_c 는 법인세율, τ_{ps} 는 주주들의 개인세율, τ_{pb} 는 채권자들의 개인세율, 그리고 B_L 은 負債의 市場價値를 나타낸다. 이 식에서 Myers의 주장대로 주주들이 주식으로부터 발생하는 소득에 대해 여러가지 방법으로 세금을 회피할 수 있고, 채권자들의 소득세율과 기업의 법인세율이 같게만 된다면 기업이 부채를 이용함으로써 발생하는 이익은 없어진다.

Myers가 제시한 위의 식은 金融實名制이후 과세제도의 변화에 따라 기업의 자금조달정책이 기업가치에 어떠한 영향을 미칠 것인가에 대해 여러가지 시사점을 제공한다. 현재 우리나라의 경우에는 株式으로부터의 발생하는 資本利得에 대한 稅金은 없고, 利子所得稅와 配當所得稅가 分離課稅되고 있으므로 기업의 법인세율이 이자 및 배당소득세율보다 큰 이상 부채를 이용하면 할수록 기업의 가치는 증가한다.

그러나 金融實名制의 도입이후 이자 및 배당소득이 종합과세되기 시작하면 주식에 대한 자본이득세가 도입되지 않더라도 기업이 부채를 이용함으로써 발생하는 이익은 개인투자자들의 한계소득세율과 기업의 법인세율의 차이에 따라 달라질 것으로 예상할 수 있다. 또한 자본이득세가 도입되면 기업의 부채로 인한 이익은 더욱 축소될 것이다.

IV. 企業 財務政策의 變化

1. 企業 資本調達政策의 變化

우리나라 企業들은 長期的으로 外部金融의 비중을 낮추고 内部金融의 의존도를 확대하여 재무구조의 개선을 촉진해 나가야 한다. 그러나 短期的으로는 내부금융의 절대적 비중이 매우 낮은 현실정을 감안하면 直接金融市場에서 增資를 통한 재무구조의 개선이 필요하다.

金融實名制 실시로 私債市場이 근절되면 기업의 자금조달은 間接金融에 대한 의존도가 높아질 것이나, 金融實名制 이후 부작용의 하나로 예상되는 貯蓄需要의 減少때문에 은행등 금융기관의 대출여력이 제한될 것으로 예상된다. 이 결과 주식이나 회사채 발행등 直接金融을 통한 자금조달이 증가할 것이며, 일부 기업들은 신용도를 제고하기 위해 企業公開를 촉진할 것으로 예상된다. 따라서 企業公開 및 有價增資에 대한 制限이 緩和되어야 한다.

또한 사채시장의존도가 높은 中小企業에 대한 자금공급을 확대하기 위해서는 直接金融과 間接金融의 役割을 分擔할 필요가 증대한다. 즉 금융시장에서의 신용도가 높은 大企業의 長期資金需要는 直接金融에, 中小企業들은 間接金融에 의존하도록 하는 것이 바람직하다. 한편 금융자율화에 따라 정책금융의 축소도 기업의 직접자금조달 필요성을 제고시킬 것이므로 直接金融市場의 擴充이 요구된다.

직접금융시장에 참여하는 大企業들은 일시에 거액을 조달하므로 합리적인 자금조달정책이 필요하며 단기여유자금의 효율적인 운용을 위한 자금운용정책도 요구된다. 또한 中小企業도 私債市場을 많이 이용할 때와는 달리 금융기관을 통한 차입시에는 자금수요에 따라 장기적인 관점에서 자금조달과 단기자금운용을 위한 정책의 수립이 필요하다. 그리고 회사채시장의 발전으로 無保證社債의 발행이 활성화될 것에 대비하여 企業들은 信用等級을 향상시키기 위해서도 自己資本比率을 높일 필요가 있다.

요약하면, 금융환경의 변화에 대응하여 기업의 전체적인 관점에서 資金調達費用을 節減하여 수익성을 제고하기 위한 재무정책이 필요하다. 企業의 信用度提高는 자금조달비용의 절감과 직결되므로 他人資本依存度を 낮추고 적정수준의 財務比率維持를 위한 재무정책이 필요하다. 자금가수요를 유발하던 자금가용성중심의 자금관리에서 資本費用을 極小化하기 위하여 가수요를 줄이는 자금조달정책이 필요하다. 결론적

으로 기업의 資本費用을 最小化시키기 위한 자금조달 및 관리를 위한 정책의 수립이 필요하다.

2. 새로운 財務技法의 導入

金融實名制가 정착되어 자본거래의 透明性이 제고되고 나아가 자본시장의 효율화가 이루어지면, 企業財務政策 수립시 科學的인 노하우(knowhow)의 개발과 投資者와의 關係(investor relations)등이 중요해지게 된다. 또한 투자자들은 재무정책과 주가(기업가치)를 연관시키게 되는데 그 한 예로 최근 美國에서 이용되고 있는 새로운 財務管理 技法인 經濟的 附加價值(Economic Value Added : EVA)라는 개념을 들 수 있다.³⁾

EVA라는 개념은 뉴욕의 Stern Stewart & Co.가 개발한 것으로 未來의 企業價値를 測定하는 한 수단이다. EVA는 기업의 평균자본비용을 이용하여 營業(operation)에서 발생하는 實際 利潤可能性을 측정하는 한 방법으로서 營業資本(operation's capital)⁴⁾의 總費用이라는 하나의 요소에 의해서만 설명하고 있다.

EVA의 算出法의 1 단계는 資本의 實際費用을 計算하는 것이다. 우선 借入資本費用과 自己資本費用을 고려하여 이를 加重平均資本費用을 계산한다. 제 2 단계로는 營業關聯費用을 구하는데 이것은 영업을 위해 요구되는 資本의 量으로 부동산, 기계, 수송수단등에 대한 비용과 운전자본을 합한 것이다. 여기서 R & D나 종업원교육과 같이 비용이 장기적이면서 거액이 필요할 경우에는 기업회계에서와 같이 비용으로 인식하지 말고 資本投資(capital investment)로 본다. 제 3 단계로는 加重平均資本費用과 營業關聯費用을 곱하여 영업에 소요되는 實際費用을 산출한다. 마지막으로 EVA는 제 3 단계에서 산출된 비용을 稅後營業利益에서 控除하여 산출한다. 이때 EVA가 陽(+)이면 영업에서는 富를 창조하며, EVA가 陰(-)이면 영업에서 자본을 감소시키게 된다.

EVA를 增加시키는 方法으로는 다음과 같이 세가지가 있다. 첫째, 더 이상의 資本을 사용하지 않고 더 많은 利潤을 얻는 방법이다. 이를 위해서는 대체로 費用節減의

3) EVA에 대한 내용은 Tully, Shawn, "The Real Key to Creating Wealth," Fortune (Sep. 20), 1993, 34-42 참조하기 바람.

4) 重裝備, 不動產, 컴퓨터, 그 외 生産性이 있는 것으로 기대되는 物品과 運轉資本(現金, 在庫資產, 받을어음등과 관련된 모든 돈).

방법을 이용한다. 둘째, 더 적은 資本을 이용하는 방법이다. EVA를 사용하는 企業들은 대부분 이 방법이 매우 효과적이라고 생각하고 있는데, 그 이유는 자본을 아껴서 사용하여 企業들이 주주에게 더 많은 配當이나 自社株買入을 통해 還元해 줄 수 있기 때문이다. 셋째, 高收益 投資案에 資本을 투자하는 방안이다. 즉 株主들이 요구하는 總資本費用보다 더 많은 수익을 얻을 수 있는 투자안을 채택하여 투자하는 것이다.

EVA技法의 장점은 EVA와 株價가 거의 正的 完全相關關係가 있다는 점이다. 예를 들어, 미국의 AT&T사의 경우 1984년이후 EVA와 株價가 거의 完全相關關係를 가지는 것으로 나타나는데 이는 株當收益率, 營業利益幅 혹은 自己資本利益率등과 같은 기존의 보편적으로 이용되는 投資尺度와의 相關關係보다 훨씬 높다. 이것은 株主가 資本에 대한 純現金收益率에 관심이 크다는 것을 보여준다.

V. 要約 및 結論

金融實名制의 실시로 인해 證券市場은 일시적으로는 충격을 받았지만 장기적으로는 안정적으로 발전해 나갈 것으로 예상된다. 金融實名制의 실시는 富의 축적과정에 대한 인식을 전환시켜 음성적인 불로소득을 차단하고, 금융거래로부터 발생하는 모든 과세대상 소득의 귀속을 파악하여 공정한 소득재분배와 조세정의를 실현하고 지하경제를 근절하여 금융거래가 정상화되면 건전한 경제발전을 촉진할 것이다. 이러한 기본적인 환경변화와 함께 金融實名制는 차가명거래에 의한 불공정거래를 근절시킬 수 있고 短期浮動資金(hot money)의 유출입을 억제시킬 수 있으므로 증권시장의 환경을 개선하는 효과가 기대된다.

金融實名制의 도입으로 金融資產으로부터 발생하는 모든 소득에 대한 課稅제도가 확립되면 장기적으로는 투자자들의 金融資產에 대한 選好도가 변화할 것으로 예상된다. 즉 자본이득과세제도의 도입이전에는 有價證券投資를 선호할 것으로 예상되고, 金融資產중에서도 이자나 배당을 선호하는 투자자들과 양도차익을 선호하는 투자자들 사이의 구분이 뚜렷해질 것으로 예상된다. 이러한 投資者들의 資產選好度의 변화에 따라 企業들은 투자자들의 과세부담률에 알맞는 자본조달정책을 채택하여야 할 것이다.

우리나라 企業들이 국제경쟁력을 갖추기 위해서는 재무구조의 개선을 통해 資本費用을 축소시키는 것이 급선무이다. 金融實名制의 도입에 따라 금융질서가 정상화

되면 기업의 資本費用은 하락할 것으로 예상된다. 또한 직접금융시장의 활성화도 企業의 財務構造를 개선시킬 수 있는 좋은 기회가 될 것이다. 이를 위해서는 企業의 有償增資나 企業公開에 대한 규제가 완화되어야하며 회사채시장도 획기적으로 개선되어야 한다. 결론적으로, 金融實名制의 도입이후 예상되는 금융환경의 변화에 대응하여 기업들은 資本費用을 최소화시키기 위한 資金調達 및 管理를 위한 새로운 정책의 수립이 필요하고 이를 제도적으로 뒷받침할 수 있도록 金融改革도 가속화 되어야 한다.

참 고 문 헌

- 김철교, “金融實名制와 資本差益 課稅制度의 도입에 관한 연구”, 「증권」(89. 9), pp. 16~26
- 금융발전심의회, 「금융제도개편연구(축약본)」, 1993
- 재무부, 「금융실명거래 업무지침 및 문답자료」, 1993. 8. 12.
- 증권감독원, 「증권조사월보」 각호
- 최봉환, “金融實名制의 意義와 推進方向”, 「投資金融」(89. 9), pp.23~33
- 한국개발연구원, 「金融實名制의 波及影響과 實施論議」, 1990.3
- 한국은행, “우리나라 기업의 자금조달 및 운용구조 분석”, 「조사통계월보」(1990. 3)
- 한국은행, “우리나라 기업의 자본비용 분석”, 「조사통계월보」(1991.7)
- 한국은행, 「기업경영분석」, 각호
- 한국은행 조사제2부, 「우리나라 제조업의 수익성 현황에 대한 검토」(1992.6)
- Copeland, T. E., and J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd ed., Addison-Wesley Publishing Co., Reading Massachusetts, 1988.
- Elton, E. J., and M. J. Gruber, “Marginal Stockholders’ Tax Rates and the Clientele Effects,” *Review of Economics and Statistics* (February 1970), 68-74.
- Farrar, D., and L. Selwyn, “Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors,” *National Tax Journal* (December 1967), 444-457.
- Miller, M., “Debt and Taxes,” *Journal of Finance* (May 1977), 261-275.
- Modigliani, F., and M. H. Miller, “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment,” *American Economic Review* (June 1958), 261-297.
- Modigliani, F., and M. H. Miller, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital,” *American Economic Review* (June 1963), 433-443.
- Myers, S., “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics* (November 1977), 147-176.
- Tully, Shawn, “The Real Key to Creating Wealth,” *Fortune* (Sep. 20), 1993, 34-42.