

최근 금리변동요인과 기업금융

남 주 하 <한국경제연구원, 연구위원>

최근에 나타난 금리변동에 대한 원인과 경제적 파급효과 및 향후 금리변동 움직임에 대한 이해를 돕기 위해서는 금리의 성격, 금리변동에 미치는 금융 자율화, 금융시장개방, 대체자산수익률과 금리와의 관계를 살펴볼 필요가 있고, 또한 금리변동과 기업금융의 문제 또한 매우 중요한 경제적 문제가 될 수 있다.

1. 금리변동과 금리성격

최근들어 금리의 변동폭이 부쩍 커지고 있다. 한국은행이 최근 발표한 자료에 의하면 회사채수익률의 경우 지난 1월 중에는 하루 평균 금리변동폭이 0.0292%에 불과하였던 것이 4월에는 0.0722%로

금리 변동폭이 무려 2배 이상 늘어났다. 시중금리의 전반적인 안정적 추이속에서 금리의 변동폭 확대는 금융시장의 불안요인으로 작용하여 리스크

프리미엄 상승 등으로 인해 금리의 지속적인 하향안정화에 장애요인이 될 수 있다. 최근에 나타난 금리변동의 확대는 금리자유화의 지속 등 금융 자율화의 확대에 의해 금리의 가격기능이 제고되었고, 자금의 수요자 및 공급자, 그리고 자금 중개기관들의 자금운용이 금리에 대해 매우 민감하게 반응하고 있음을 반영하는 것이다. 이러한 최근에 나타난 금리변동에 대한 원인과 경제적 파급효과 및 향후 금리변동 움직임에 대한 이해를 돕기 위해서는 금리의 성격, 금리변동에 미치는 금융자율화, 금융시장개방, 대체자산수익률과 금리와의 관계를 살펴볼 필요가 있고, 또한 금리변동과 기업금융의 문제 또한 매우 중요한 경제적 문제가 될 수 있다.

먼저 금리의 성격에 대해서 살펴보면 금리란 자본(돈)의 가격으로 정의될 수 있으며, 자금의 수요·공급에 의해 결정된다. 금리는 기업과 개인의 투자·저축행위를 결정하는 미시적 성격의 변수인 동시에 경제성장, 물가 등과 밀접한 관계를 갖고 있는 거시적 성격을 지닌 경제변수이다. 자금의 수요측면에서의 금리는 자본의 순환계생산성에 의해 결정되며, 자본의 한계생산성과 실질금리 수준에 따라 기업의 투자수요가 결정된다(Bohn-Bawerk, Wicksell). 즉, 기

업의 투자는 투자수익률이 금리와 같은 수준이 될 때까지 이루어지며 금리가 낮으면 기업의 투자는 늘어나고 금리가 높으면 기업의 투자는 상대적으로 떨어지게 된다. 그렇기 때문에 어떤 기업의 자본조달의 금리가 높다면 그 기업의 투자규모는 자본비용이 낮은 기업에 비해 상대적으로 작게 되고, 따라서 투자로 인한 수익return을 장기적으로 기다리기 어렵기 때문에 장기적 투자보다는 단기적 투자에 치중하게 되어 결국 높은 금리는 장기적으로 기업의 경쟁력을 떨어지게 한다.

자금의 공급측면(저축)에서 살펴보면 금리는 소비자의 시간선호(time preference)와 밀접한 관계를 갖고 있다. 여기서 시간선호는 현재소비를 미래소비로 이연시키는(대체시키는) 주관적 할인율(subjective discount rate)을 의미한다(Fisher). 주관적 할인율이 높은 개인은 낮은 개인에 비해 소비지출이 커서 저축이 줄어드는 성향이 있고, 개인의 주관적 할인율은 개인의 부(wealth), 효용함수형태 등에 의해 결정된다. 그러므로 금리는 금융자산뿐만 아니라 부동산, 주식 등의 자산투자, 기업의 설비투자, 가계의 소비, 저축 등 주요 경제행위를 결정하는 기회비용(opportunity cost)으로서의 역할을 한다고 할 수 있다. 더욱이 금리는 개인의 교육투자시에도 기회비용으로서의 작용을 하게 된다.

예를 들어 개인이 자녀에 대한 교육투자를 할 경우 교육투자로부터 얻을 수 있는 수익(교육으로 인한 고임금에 대한 기대 등의 경제적 이익 뿐만 아니라 사회적 지위, 명예향상 등의 비경제적 이익을 포함)을 교육투자에 드는 비용(금리)과 비교하여 교육투자규모(고졸, 대졸, 대학원졸)를 결정하기 때문이다.

우리나라에서 학교교육 및 과외 등에 대한 교육투자가 크게 늘어나는 것은 교육투자로 인한 고임금을 받을 수 있는 기회가 증가하는 경제적 이익 외에도 사회적 지위나 명예 향상 등 비경제적 수익을 비용(금리)에 비해 너무 과대평가하고 있기 때문이다.

금리는 이러한 기업의 투자나 개인의 저축 등 미시

적 경제행위를 결정할 때 매우 중요한 역할을 할 뿐만 아니라 물가, 성장률 등 거시경제지표들의 경제적 의미를 포함하는 포괄적 개념의 거시경제지표이며, 다른 거시경제변수들에 비해서 물가, 성장률, 통화, 국제수지 등 기타 다른 거시경제변수들에 의해 영향을 크게 받는 내생적 변수의 성격을 지닌다.

2. 금리자유화의 의미

1) 제3단계 금리자유화로 인한 금융기관의 상업성·자율성 확대

지금까지 우리나라의 금융정책은 인위적인 여신할당(credit rationing)과 금리규제로 인해 자금의 만성적 초과수요상태를 초래하였고, 금융중개기관들이 대출의사결정을 할 때 자율성과 상업성을 갖지 못하였기 때문에 금융중개기능을 제대로 수행해 오지 못한 것이 사실이다. 이러한 금융환경때문에 우리나라의 은행과 기업간의 금융관계는 시장원리에 의한 금융관계가 되지 못하였고, 금융기관들의 대출운용이 기업의 객관적 신용에 기초한 신용대출보다는 주로 부동산 담보에 의존하게 되었다. 그러나 최근 제3단계 금리자유화의 실시로 금융자율화가 급속히 진전되면서 금리의 자율결정, 다양한 금융상품개발, 수익성 확보를 위한 자산운용등 금융중개기관의 상업성과 자율성이 크게 확대되고 있다.

2) 금리자유화로 인한 금리의 가격기능제고와 금리변동 심화

제3단계 금리자유화로 인해 여신의 경우에는 농업, 주택자금 등 일부 정책금융외의 대부분이 자유화대상이 되었고 수신의 경우에도 일부 단기성 수신을 제외하고는 금융기관이 금리를 자율적으로 결정할 수 있게 되었다. 자금의 금리자유화 비율도 여신의 경우 98.2% 그리고 수신의 경우에는 83.2%로 확대되어 대부분의 여·수신에 대해 금융기관이 시장원리에 의

〈표-1〉 제3단계 금리자유화 대상

(수신금리자유화 대상) 1995.7.19

은 행	○만기 6개월 이상 1년미만 정기예금 ○만기 1년이상 2년미만 정기적금 · 상호부금 · 주택부금 ○근로자주택마련저축
상호금융 · 신탁 · 새마을금고	○만기 6개월이상 1년미만 정기예탁금 ○만기 1년이상 2년미만 정기적금 · 자유적립적금
상호신용금고	○만기 6개월이상 1년미만 정기예금 ○만기 1년이상 2년미만 정기적금 · 신용부금 ○자유적립식 신용부금

(3단계 잔여부문 자유화) 1995.11.20

○제1 · 2금융권의 6개월 미만 정기예금 및 1년미만 적금 등의 수신금리 ○예치기간 3개월 이상의 자유저축예금 및 기업자유예금
--

(여신금리자유화 대상) 1995.7.19

한은총액한도 대출대상자금	○상업어음 할인 ○무역금융 ○소채부품 생산자금
------------------	---------------------------------

〈표-2〉 전금융권 금리자유화비율 추이

(단위 : %, 누계기준)

	제1단계 금리자유화 (91.11)	제2단계 (93.11)	제3단계 (94.12)	제3단계 (95.7)	제3단계 (95.11)
여 신	16.1	87.3	89.5	95.3	98.2
수 신	50.8	68.5	75.0	77.0	83.2

주: 제3단계 금리자유화는 94.12월에 일부 단행되었으며 95.7월 및 11월에 각각 추가적으로 단행되었음.

해 금리를 자율적으로 결정할 수 있게 되었다. 금리규제시에는 금리가 어느 정도 고정되어 변동이 없었지만 금리자유화로 인해 금리가 자금수급에 의해 결정되면 금리의 변동(volatility)이 심화될 것이고 자금의 배분이 금리에 따라 효율적으로 이루어지는 금리의 가격기능이 제고될 것이다. 또 금리변동이 심화된다면 기업 · 개인 뿐만 아니라 금융중개기관 등 모든 경제주체들이 금리수준 자체보다는 금리변동에 대한 관심이 높아질 것이고, 금리변동 정도에 따라 위험프

레미엄(risk premium)이 결정될 것이다.

3) 금리자유화와 금리의 만기구조

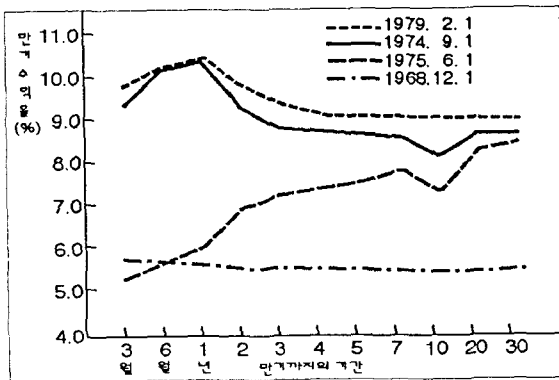
금리자유화로 인해 금리는 투자대상이 되는 금융자산의 만기(maturity)가 같은 경우에도 금융자산의 종류에 따라서 금리가 다르게 결정될 수 있지만 같은 금융자산(채권)일지라도 만기에 따라서 금리는 달라질 수 있다. 다른 모든 조건이 일정하다고 가정하더라도 채권의 만기에 따라서 수익률이 다르며 이를 이자율의 만기구조(term structure of interest rates)라고 한다.

우리나라에서는 아직 국 · 공채와 같은 채권의 경우에 장 · 단기 채권에 따른 금리구조가 제대로 형성되어 있다고 보기는 어렵지만 앞으로 금리의 기간구조에 대한 이해는 채권투자에 있어서 매우 중요한 역할을 할 것으로 기대된다. 채권의 장 · 단기 만기구조는 대체로 투자자들의 현재와 미래에 대한 전반적인 경제상황에 따라 결정되어진다. 가령 경제가 현재에 비해 앞으로 악화되리라고 판단한다면 투자자들은 장래의 불황에 대비해

장기채권을 선호하게 되어 단기채권을 팔고 장기채권을 삼으로써 다가올 경기침체에 대비하게 된다는 것이다. 이와같은 경우 금리의 만기구조는 장기채권의 수익률이 떨어지고 단기채권의 수익률은 상승하게 되므로 미래의 경제상황을 지금보다 비관적으로 예상하는 경우에 채권수익률의 장 · 단기 만기구조는 하향하는 추이를 갖게 된다. 반대로 경제가 호전되리라고 투자자들이 예상한다면 장기채권수익률은 상승하고, 단기채권의 수익률은 하락하여 장 · 단기금리의 기간구

조는 상향하는 추이를 갖게 된다.

이와같은 이자율의 기간구조를 나타내는 곡선을 수익률곡선(yield curve)이라고 부르고 있으며 실제 미국의 재무성증권에 대한 이자율의 만기구조는 여러 가지의 패턴을 보여주고 있다(〈그림-1〉 참조). 예를 들어 1975년 6월에 관찰된 수익률의 만기구조는 상향하는 형태로 나타나고 있고 장기채권수익률이 단기채권수익률에 비해 높아 75년 당시에는 경제침체에 있었으나 향후 경제가 호전되리라는 것을 반영하고 있고, 1979년 2월과 1974년 9월의 경우 채권수익률의 만기구조는 단기채권수익률이 장기채권수익률에 비해 높아 반대의 경우를 보여주고 있다. 그리고 또하나 주목할만한 것은 경기변동에 따라 단기이자율은 상당히 변화가 심각한데 반하여, 장기이자율의 변화는 비교적 작고 완만하게 이루어지고 있다는 사실이다. 그 기본적 이유는 단기이자율은 단기자금에 대한 일시적 수급사정을 반영하여 수시로 등락하지만 장기이자율은 장기에 걸쳐 이자율이 어떻게 변화할 것인가에 대한 시장의 예상을 반영하기 때문인 것이다. 부연하여 이는 현재의 장기채권의 이자율이 현재 및 미래의 단기대부에 대한 이자율간의 관계(또는 정보)를 내포하고 있기 때문이다.



〈그림-1〉 재무성증권에 대한 금리(수익률)의 만기구조

3. 금융시장 개방과 금리변동

1) 주식투자 허용에 따른 금리변동

해외자본 유입은 주식시장이나 채권시장등 자금이 유입되는 경로에 따라 금리에 미치는 파급효과가 달라질 수 있지만 대체적으로 금리의 변동을 심화시키는 결과를 초래하게된다. 지난 92년 1월에 외국인에게 국내주식투자가 10%까지 허용되면서 국내 금융시장은 본격적으로 개방되기 시작했으며 95년 7월에는 15%, 그리고 96년 4월부터는 18%까지 확대되었다. 이러한 주식시장을 통한 외국 자본유입은 국내주식의 가격상승을 유도하여 기업의 주식을 통한 직접자금조달 기회를 늘려주게 되므로 주식과 대체관계에 있는 채권 수익률은 하락하게 된다. 그러나 주식시장에 유입되는 해외자금이 단기성 투기자금의 성격을 지니고 있거나 기업의 설비투자과 같은 생산자금으로 사용되지 않고 부동산 시장이나 기타 실물자산으로 자금이 유입되는 경우에는 오히려 부동산 가격상승 등의 대체자산 수익률 상승과 물가상승, 주가하락, 환율평가절상, 그리고 금리상승이라는 악순환이 초래될 수도 있다. 지금까지 외국인 주식투자 한도 확대조치가 주가와 금리에 미친 파급효과는 일관성이 없어 보이지만 일단 부정적인 경제효과보다는 긍정적인 효과가 있는 것으로 판단된다.

94년 12월의 제 1차 외국인 주식투자 한도확대조치로 인해 12월 한달동안 유입된 자금은 1,679억여 원에 불과하여 주식이나 금리에 미친 효과는 미미한 것으로 보여진다. 95년 7월의 제2차 한도확대조치시기에는 해외자금유입액이 1조여원 정도로 크게 늘어났으나 일단 제2차 한도확대시기의 주가와 금리는 대체적으로 긍정적인 방향으로 움직이고 있어 투기자금의 유입이나 부동산 시장으로의 자금유입 등의 우려는 적은 것으로 판단된다.

2) 향후 채권시장개방과 국내금리 향방

〈표-3〉 외국인 주식투자한도 확대와 외국인자금 유입액

	제 1차 외국인 주식투자 한도 확대			제 2차 외국인 주식투자 한도 확대		
	94. 11	94. 12 (시행월)	95. 12	95.6	95.7 (시행월)	95.8
외국인주식투자자금순유입액	-44	1,677	2,603	-119	10,967	8,316
종합주가지수 (pt)	1,108.4 (11/1)	1,066.21 (12/1)	1,013.57 (1/3)	891.43 (6/1)	909.59 (7/1)	944.6 (8/1)
회사채금리(%)	13.81	14.22	14.86	14.67	14.17	13.22

자료: 한국은행, 『통화금융』

채권시장 개방이 국내금리에 미치는 충격은 채권시장 개방의 정도와 정책당국의 통화정책 방향에 의해 주로 결정된다. 국내 외 금리차가 큰 우리나라의 경우 채권시장이 개방된다면 해외자금의 유입이 증가하여 우선적으로 환율상승, 통화증발요인이 발생할 것이고 국내통화여건에 따라 금리의 변동 정도가 결정될 것이다. 여기서 만약 국내 경제여건이 긴축기조에 있다면 해외자금의 유입은 국내금리 인하보다는 환율절상으로 이어져 수출기업의 국제경쟁력만 떨어뜨리는 결과를 초래하게 되지만 반대로 국내 자금시장여건상 유입된 해외자금을 국내통화확대로 일부 흡수할 수 있는 여력이 있다면 국내금리 인하효과는 커지고 환율절상효과는 상대적으로 적게 될 것이다. 결국 채권시장의 개방은 유입된 자금의 규모와 유입된 자기에 대한 정부의 통화정책방향으로 금리와 환율의 변동정도를 결정하며 환율절상과 국내금리 인하효과는 어느 정도 기대할 수 있으나 국내금리인하효과보다 환율절상효과가 크다면 채권시장개방으로 인한 긍정적 경제효과보다는 기업의 경쟁력을 떨어뜨리는 부작용을 초래하게 될 것이다. 97년부터 본격적으로 시작되는 국내채권시장의 개방은 금리와 환율의 변동을 크게 심화시킬 것으로 예상되고, 정책당국은 금리 환율수준자제도 중요하지만 두

변수의 변동폭을 안정시키는 통화신용정책을 운용해야 할 것이다. 금융시장개방은 통화신용정책이 통화량보다 금리 환율등 가격변수들을 중요시하는 정책으로의 전환을 요구하고, 2000년이전에 대부분의 자본 자유화가 이루어지기 때문에 향후 4~5년 내 금리와 환율의 변동은 매우 클 것으로 예상되므로 금리의 점진적 하향 안정화를 위해서라도 금융시장 개방시에 금리 하락폭보다 환율절상폭이 크지 않도록 하는 거시경제정책의 조합이 매우 필요한 시점이다.

4. 대체자산수익률과 금리와의 관계

금리는 채권수익률이나 금융자산에 대한 투자수익

〈표-4〉 채권시장 개방 일정

'94	· 중소기업CB의 직접투자 허용 · 저리국공채의 발행시장 인수 허용
'95	· 국제기구의 원화채권 발행 허용 및 ADB의 1억불 발행 · 국내투신사의 외국인전용 채권형 수익증권 설정(3억불)
'96	· 코리아본드펀드(Korea Bond fund)설립 (1억달러) · 외국기업의 원화채권 및 CP 발행 허용 · 국제기구의 원화채권 발행 추가 허용(1억불씩 IBRD, EBRD) · 중소기업 CB에 대한 투자한도 확대 · 외국인전용 채권형 수익증권 발행한도 확대
'97	· 중소기업 무보증 장기채 직접투자 허용 · 채권형 수익증권 발행한도 확대 및 발행 자유화 추진('97~'98)
'98~'99	· 무보증장기채를 중심으로 채권시장 개방폭 확대

물을 의미하나 부동산이나 주식 등 대체자산수익률과 밀접한 관계를 갖고 있으며 대체자산수익률의 변동은 금리의 변동을 심화시킬 수 있다. 최근 금융시장내에서 유동성이 풍부함에도 불구하고 금리가 추가적으로 하락하지 않은 이유는 과거 부동산이나 주식투자에 대한 수익률이 높았던 경험으로 인해 투자자들이 아직도 대체자산수익률에 대한 기대가 금융자산에 대한 수익률보다 높게 생각하고 있기 때문이다. 80년대 중반이후의 실물 및 금융자산들간의 일반적인 투자순환 형태는 『주식→부동산→채권』으로 이어졌고, 60%대에 이르는 주식 가격의 급격한 상승으로 인한 자본 이득이 부동산 시장으로 유입되어 부동산 가격의 상승을 유발하였다. 주식, 부동산 가격상승에 대한 기대차익을 노린 투기성자금의 부동산시장으로의 유입과 부동산가격 및 주가상승에 의한 자본이득 증가 등으로 인해 물가가 급등하였고 시중금리도 역시 크게 상승하는 추세를 보여주고 있다.

90년대 초반에 들어서 부동산 및 주식가격 안정과 금리수준의 점진적 안정이 이루어졌으나 아직과 과거의 부동산, 주식 등 대체자산 수익률에 대한 기대가 크기 때문에 채권등 금융자산에 대한 투자수익률을 낮게 평가하는 경향이 있다. 이와같이 대체자산수익률의 변동은 장기적으로 금리에 커다란 충격을 주기

때문에 앞으로도 이러한 대체자산수익률의 안정이 없다면 금리의 안정은 기대하기 어렵다. 또한 중요한 사실은 80년대 초반이후에 공기업 민영화와 기업공개를 유도하기위해 신규공모주가 시장가격에 비해 저렴하게 발행되어 저서 시장금리의 상승과 변동을 초래하는 요인으로 작용하였다는 것이다.

1987년의 신규공모주의 년말주가대비 주가상승률은 198.3%에 달하고 있으며 주식시장이 전반적으로 침체기를 보이고 있는 1990, 1991, 1992년에도 30%에서 66.8%에 이르기 까지 시장금리에 비해 매우 높은 수익률을 보여주고 있다.

이러한 공개주식의 저평가현상은 공모주식의 높은 기대수익률에 따라 자금이동이 단기화되고 투기성화되기 때문에 금융시장의 불안원인이 되고 있으며 금리의 변동과 상승을 초래하게 된다.

자금의 공급측면(저축)으로 보았을 때 우리나라에서 기대수익률이 높은 투자대상으로는 교육투자를 들 수 있으며 교육에 대한 높은 투자수익률이 시장금리의 상승과 변동요인으로 작용하고 있다. 교육투자에 대한 기대수익률이 높은 이유는 고임금에 대한 기대와 같은 경제적 이유외에도 사회적 지위향상등 비경제적요인을 들 수 있고, 특히 사교육비에 대한 투자가 증가하는 것은 교육제도 자체에도 문제가 있지만 일

〈표-5〉 대체자산수익률과 금리

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
경 제 성 장 률	12.0%	6.9%	9.6%	9.1%	5.0%	5.6%
물 가 상 승 률 (CPI)	7.1%	5.7%	8.6%	9.3%	6.2%	4.8%
사 채 이 자 율	22.7%	19.1%	18.7%	21.4%	21.9%	15.1%
회 사 채 수 익 률	14.2%	15.2%	16.5%	18.9%	16.2%	12.6%
명 목 지 가 상 승 률 (R ¹)	27.5%	32.0%	20.6%	12.3%	-1.3%	-7.3%
실 질 지 가 상 승 률 (r ¹)	20.4%	26.3%	12.0%	3.0%	-7.5%	-12.1%
명 목 주 가 상 승 률 (R ²)	66.0%	32.5%	-18.7%	-12.0%	-10.6%	24.0%
실 질 주 가 상 승 률 (r ²)	58.9%	26.8%	-27.3%	-21.3%	-16.8%	16.2%
신규공모주의 주가상승률 ¹⁾	169.3%	60.5%	30.4%	38.9%	66.9%	239.2%

1) 주가상승률 = (상장년도말 종가/발행가격)-1

(자료: 박찬일, 남주하(1995))

반적으로 교육에 대한 투자수익률이 시장금리에 비해 높기 때문이라고 볼 수 있다. 사교육에 대한 투자증가는 개인의 저축여력을 축소시킬 뿐만 아니라 교육투자자에 대한 높은 기대수익률로 인해 자금의 공급측면(저축)에서의 시장금리 안정화를 방해하는 장애요인이 되고 있다.

5. 금리변동과 기업금융

1) 금리변동과 기업의 자금조달

최근에 나타난 기업의 자금조달 패턴을 보면 은행을 통한 간접금융의 비중은 축소되고 주식·회사채 발행 등을 통한 직접금융과 해외자금조달은 확대되는 추세로 바뀌고 있다.

과거 기업들의 자금차입형태는 금융기관에 크게 의존하여 왔으나 최근 회사채발행 및 해외자금조달에 대한 금융규제완화로 인해 간접금융에 의한 자금조달 비중은 94년 상반기의 51.2%에서 95년 상반기에는 33.7%로 크게 떨어졌고 반면에 직접금융과 해외차입은 34.8%에서 49.0%로, 4.4%에서 7.7%로 각각 확대되었다. 직접금융중에서도 주식 발행을 통한 자금조달보다는 회사채 발행을 통한 자금이 대부분 차지하고 있으며 이는 회사채 수익률의 하향안정화로 인해 금융비용 부담이 완화되었고 회사채발행 한도가 확대되는 등의 금융규제완화에서 기인한 것으로 보여진다. 그러나 기업의 회사채 발행이 주요 자금조달 수단인 되고 있는 반면에 회사채의 만기는 대부분 3년이기 때문에 금리변동에 대한 단기적 헷징수단에 그치고 있으며 자금의 장기적 확보에도 문제가 있음을 알 수 있다. 또한 금융자유화와 자본시장개방으로 인해 단기금리의 변동성이 크게 확대되므로 단기금리변동에 대한 위험방지구단으로서 5년 이상의 만기구조를 갖고있는 장기 회사채 발행을 허용하도록 하여야 한다. 다만 향후 저리 해외자금의 이용이 가능한 기업이거나 금리가 장기적으로 크게 하락할 가능성이 높

은 경제상황하에서는 자금조달의 만기구조에 따른 포트폴리오(portfolio)를 기업의 신용도 정도와 거시경제여건에 따라 적절히 조정할 필요는 있다. 금리하락기에 금융자산 운용은 확정금리의 장기상품을, 자금조달은 단기변동금리를 선택하는 것이 바람직하지만 금리변동이 심한 경우에는 단기금리의 리스크 프리미엄이 상승하기 때문에 장기성 자금조달부분을 어느정도 확보하는 것이 필요하다.

그러나 금리가 하향 안정화되는 시점에서 금리변동이 심한 경우에는 주가의 지속적인 상승은 기대하기 어려우므로 주식발행을 통한 자기자금조달에는 한계가 있게된다. 금리와 주가와는 음의 상관관계(대체관계)를 갖고 있는 것이 일반적으로 알려지고 있는 사실이나 금리의 변동이 심한 경우에는 단기적으로 금리가 하락한다 하더라도 주가 상승으로 이어지지 못할 수도 있다는 사실을 주지한다면 앞으로 국내금리는 점차 하향 안정화됨과 동시에 금리변동 역시 심화될 것으로 예상되기 때문에 금리의 변동성(volatility)이 크다면 금리하락으로 인한 주가상승효과는 상쇄되어 주식발행을 통한 자기자금조달에는 한계가 있음을 예상해야 한다.

더욱이 주식발행을 통한 자금조달시 드는 자기자본비용에 대한 정확한 이해가 필요하고, 자기자본조달에는 성장성이 높은 기업이 아닌 경우에는 한계가 있음을 인식해야 한다. 많은 기업들이 주식 발행에 의한 자금조달비용은 간접금융이나 회사채발행에 비해 매우 적거나 없는 것으로 이해하고 있으나 자기자본조달비용은 간접금융에 비해 높은 것으로 보는 것이 올바른 것이다. 단순히 배당수익률만을 자기자본조달비용으로 계산하는 기업이 있으나 자기자본조달비용은 투자자 입장에서 생각해야된다. 즉 투자자들이 주식을 살 때 어느 정도의 주가수익률을 기대하면서 주식매입을 하기 때문에 기업이 이러한 투자자들의 기대수익률을 충족시켜주지 못한다면 자기자본조달은 어렵게 되는 것이다. 그러므로 자기자본조달비용은 투자

자들의 주식투자자로 기대되는 기대수익률을 의미하며 회사채수익률에다 주식투자로부터 발생하는 위험 프리미엄을 종합한 것으로 이해되어야 한다. 성장성이 장기적으로 높은 기업이나 신용이 아주 높은 기업외에는 자기자본 조달에는 한계가 있음을 주지할 필요가 있으며 선진국에서도 주식을 통한 자기자본조달 비용은 크지 않다는 것을 이해할 필요가 있다

또한 간접금융의 안정적 자금확보를 위해서는 기업과 은행간의 장기적이고 밀접한 관계형성이 필요하다. 최근에 기업의 자금조달 패턴에서도 보듯이는 은행을 통한 자금조달비용이 크게 감소하고 있다는 것인데 이는 과거에 기업과 은행과의 관계가 시장원리에 의한 것이 아니었다는 것과, 최근 금융자유화의 추진으로 인해 자금조달수단의 다양화와 회사채수익률의 하향 안정화로 인해 기업들이 은행을 통한 자금조달을 축소한 것에 기인하는 것이다. 아직 국내 금융기관의 자금조달비용이나 증개비용이 높기 때문에 은행의 대출금리 역시 시장금리에 비해 2~3%정도 높은 것은 사실이나 향후 금융시장 개방에 의해 국내 금융기관들의 경쟁이 심화된다면 국내 금융기관의 생산성이 높아질 것이고, 이로 인해 은행대출금리역시 하향 안정화될 것으로 전망되므로 기업은 자금조달의 일부분을 은행으로부터 안정적으로 확보할 필요가 있다.

2) 금리변동과 금융자산 및 주식·채권 운용전략

최근 한국은행이 발표한 95년도 자금순환동향에 따르면 기업자금부족 규모는 95년 2/4분기 이후에

〈표-6〉 직접금융추이

		1994		1995		1996	
		연간	연간	1/4분기	1월	2월	
주식	기업공개	5,795	5,801	984	-	-	
	유상증자	53,787	55,839	20,314	2,860	2,277	
회사채 발행		189,883	219,082.4	38,827	24,238	31,194	
외국주식 투자자본순유입액		15,091	14,892	-5,391	1,049	2,263	

감소하는 추이를 보여주고 있으나 개인자금의 잉여규모는 95년 1/4분기 이후 점진적인 증가세를 보여 (개인자금잉여/기업자금부족)의 비율이 증가하는 모습을 보여주고 있다. 이것으로 보아 기업의 기업자금 부족규모에 비해 자금조달규모가 상대적으로 커서 기업이 자금잉여부문을 금융자산에 운용해 왔음을 알 수 있고, 95년 4/4분기에 들어서는 기업자금부족 규모는 8조여원에 불과하나 기업자금조달규모는 23조여원에 달해 약 15.4조 여원의 잉여자금을 금융자산에 운용해왔음을 알 수 있다. 이와같이 기업의 금융자산의 운용규모가 증가한 이유는 투자자금의 확보차원보다는 시장금리가 하락하는 추세속에서 풍부한 유동성으로 인해 저금리의 자금을 빌려다가 신탁계정과 같은 고금리 금융자산에 투자하여 금리차를 노린 일부 기업들의 투기성 자금으로 보여진다. 그러나 향후 단기금리의 변동이 심화되고 금리의 하향안정화가 이루어져 저금리 시대가 도래하면, 이러한 금융자산간의 금리차가 존재하지 않아 금융자산간의 금융자산운용 규모는 축소될 수 밖에 없을 것이며, 저금리 시대에서 금리변동이 심화되는 경우에는 오히려 금융자산간의 빈번한 자금이동은 금리차이에 따른 자본이득을 얻기보다는 거래비용증가와 시장금리의 리스크 프리미엄만 상승시키는 결과를 초래할 수도 있을 것이다.

금리와 주가는 이론적으로나 실증적으로 역의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타나고 있으나 최근 금융시장의 흐름은 금리 하락이 주가상승으로 이어지지 않아서 투자자들에게 많은 궁금증을 더해주고 있다.

주식외에 다른 적당한 투자자산이 없다면 금리와 주가의 대체관계는 성립하는 것이 일반적이거나 최근 금융시장에 나타난 금리와 주식간의 예외적 현상은 장기적 대체관계를 부정하기 보다는 그동안 주식시장이 오랫동안 침체되어 왔기 때문에 최근 풍부한 유동자금이 주식시장의 불확실성을 피해 채권 투자에 유입되고 있기 때문인 것으로 보여진다. 기업의 투자자금수요가 대

(표-7) 자금순환관련 주요지표 추이

구 분	1994				1995(P)			
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4
개인자금잉여(조원)	6.6	6.1	7.6	12.9	6.8	7.3	8.5	15.6
기업자금부족(조원)	12.5	10.7	13.8	11.1	16.8	15.7	16.1	8.0
개인잉여/기업부족(%)	(53.4)	(57.5)	(55.5)	(115.9)	(40.5)	(46.4)	(52.8)	(195.0)
기업자금조달(조원)	18.6	19.9	24.0	25.3	26.0	26.9	24.0	23.3
기업금융자산운용(조원)	6.2	9.2	10.2	14.2	9.2	11.1	8.0	15.4
금융자산운용/조달(%)	(33.1)	(46.4)	(42.5)	(56.1)	(35.3)	(41.4)	(33.2)	(66.1)

자료 : 한국은행

폭 축소되는 시점에서 채권시장으로의 자금이동은 당분간 지속될 전망이다어서 향후 채권 수익률의 하락과 변동이 심화될 것으로 판단되며 더욱이 금융시장 개방으로 인해 금리하락과 금리변동의 심화가 동시에 추진된다면 금리의 변동성 정도가 기업금융 또는 기업 재무관리에 매우 중요한 역할을 할 것으로 판단된다. 만약 금리변동이 심화되면 기업의 금융자산 운용은 투자 집행 계획, 향후 금융시장의 자금의 수급에 따라 장·단기 채권, 기타 금융자산, 그리고 주식에 적절히 분산하는 것이 바람직하다. 현재 시점에서 향후 금리의 움직임을 전망해본다면 금리 수준 자체는 하향 안정화되면서 상대적으로 금리의 변동성은 크게 확대될 전망이다. 다만 아직 우리나라에서는 장·단기 금리의 만기에 따른 기간구조가 제대로 형성되어있지 못한 상태이고, 만기가 5년이상의 장기채권이 그리 많지 않은 상황하에서는 자산운용에 있어서 어느정도 한계가 있기는 하지만 금리수준의 하향과 금리변동이 동시에 추진되는 시점에서는 단기금융자산 투자보다는 장기채권에 투자하는 것이 중요하다.

주식시장의 침체가 지속되면서 금리의 하락과 풍부한 시중유동성에도 불구하고 주식시장으로의 자금유입은 그리 많지 않으며 금리변동이외에도 금융제도개혁과 금융시장의 개방 등에 따른 국내 경제상황에 대한 불확실성 증대는 주식투자에 대한 위험을 상승시키고 있다. 따라서 이러한 상황하에서의 주식투자전

략은 채권에 비해 매우 조심스럽게 접근되어야 하며, 금리하락으로 기업의 수익성이 커지는 기업이면서 금리변동으로 인한 위험을 줄이기 위해서는 부채구조에 있어서도 장기성부채를 일정부분 갖고 있는 기업에 대한 투자가 유리하다고 보여진다. 장기적으로 저금리와 주식가격은 대체관계에 있기 때문에 금리의 변동성이 주가에 미치는 부정적 효과보다는 저금리로 인한 긍정적 효과가 클 것으로 예상되며, 저금리가 주가에 미치는 경제효과는 장기적으로나 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

6. 금리변동에측요인과 향후 금리정책전망

1) 금리변동 예측요인

금리는 거시경제변수의 역할을 할 뿐만 아니라 개인·기업의 저축·투자형태와 금융시장의 발달정도, 자본시장개방정도, 그리고 금융중개기관의 자금조달 및 운용패턴 등에 의해서도 영향을 받는 미시적 변수의 성격을 지니고 있기 때문에 금리의 변동요인을 분석하고 예측하는 것은 매우 힘들다.

먼저 거시적 차원에서 금리변동을 초래하는 요인으로서 기업의 설비투자동향을 들 수 있으며 이는 경기변동과 매우 밀접한 관계를 갖고 있다. 우리나라의 기업들은 기업성장에 대한 왕성한 의욕을 갖고 있어

서 대규모투자가 단기간에 이루어지는 이유로 자금경색과 금리상승을 빈번히 초래하였고, 금리변동에 미치는 요인으로서의 설비투자동향이 가장 중요한 요인으로 작용하게 되었다. 그러나 금리자유화이후에는 기업의 설비투자행태가 과거와 달리 금리에 대해 민감해지고 있어 기업의 설비투자가 금리에 미치는 충격은 과거에 비해 상대적으로 축소될 전망이다. 또한 95년도 기업의 내부이익의 증가, 대형 프로젝트에 대한 설비투자의 마감, 기업의 해외직접투자등으로 인해 기업의 외부자금의 필요성이 크게 축소되어 금리하락과 금리변동의 안정화에 일조할 것으로 보여진다.

이외에도 과거에는 경기논쟁에 따른 통화정책의 불확실성 증대가 자금의 가수요를 유발하여 금리를 상승시켰으나 최근에는 이러한 경기에 대한 의견이 어느정도 일치되고 있으며, 사전적으로도 정부와 민간과의 경기에 대한 긴밀한 협의가 있어 경기논쟁의 여지를 축소시키고 있다. 또한 정책당국은 96년도에도 총통화를 11.5%~15.5%내에서 신축적으로 공급할 것으로 예상되며 실제 96년 1/4분기중 총통화증가율은 평잔기준 작년 동기간 대비 13.9%(추정치)를 기록하여 향후 총통화 공급여력이 여유있는 것으로 보여진다. 96년도에는 약 20조 안팎의 통화공급이 이루어질 전망이다. 통화공급측면에서는 적어도 급격한 금리상승등 금리변동을 초래하는 요인은 적어보이고 있다.

또한 기타 계절적 자금수요에 의해 금리가 단기적으로 상승한 경우가 빈번히 발생하였으나 최근에는 통화당국의 신축적 통화공급으로 인해 법인세 납부, 설자금 및 추석자금 수요등 계절성 자금수요 증대에 따른 금리 변동요인도 크게 감소된 것으로 보아 향후

금리변동은 거시적 요인보다 미시적 요인이 더욱 크게 작용할 것으로 예상된다. 우선 자본시장의 개방 정도는 앞에서도 살펴본 바와 같이 향후 4~5년간의 금리변동을 심화시키는 가장 중요한 요인으로 작용했으며 따라서 자본시장의 개방에 따른 금리·환율등 가격변수들의 변동폭을 안정시키는 정책이 필요하다.

또다른 미시적 차원에서의 금리변동 요인으로서의 대체자산수익률의 변동을 들 수 있다. 예를 들어 부동산, 주식등 대체자산수익률의 급격한 상승은 금리의 상승으로 이어지기 때문에 이러한 대체자산수익률의 변동은 금리 움직임과 밀접한 상관관계를 갖고 있다. 금융중개기관의 자금조달·운용에 대한 행태, 금융산업개편, 그리고 금융실명제와 부동산 실명제 등의 금융제도 개혁에 의해 자금의 단기적 이동과 불확실성이 증대되어 금리를 단기적으로 상승시키는 과정은 최근 경험한 바가 있으나 이러한 금융시장 내에서의 불합리하고 비효율적인 제도나 금융규제, 그리고 금융중개기관의 금융행태는 앞으로도 당분간 금리 변동 요인으로 작용할 것으로 보여진다.

2) 향후 금리정책 전망

신축적인 통화공급과 금리안정화

95년중 통화정책은 경기양국화에 따른 중소기업들의 부도 방지를 위해 신축적인 통화공급을 하여 실물시장과 금융시장의 안정을 도모하였다. 96년에도 역시 통화공급은 신축적으로 공급될 전망이다. 급작스런 긴축이나 환매조건부(RP)국공채 매각에 의한 자금의 대규모환수의 우려는 없을 것으로 전망된다. 지난 3월 재경위원장관이 언급한대로 향후 통화신용정책

〈표-8〉 통화공급 추이 및 전망

	93년	94년	95년	96년 ¹⁾		
통화증가액	16조3천억	19조4천억	18조3천억	17조7천억	19조2천억	20조6천억

주: 1) 96년 12월을 평잔증가를 가정하고, 각각 총통화 증가율이 12%, 13%, 그리고 14%로 가정한 통화공급임

은 총통화 중심에서 금리의 하향안정에 초점을 맞추고 있다. 금융시장 개방에 따른 충격을 완화하기 위해서도 국내·외 금리차를 축소시킬 필요가 있으며 금리수준 뿐만 아니라 금리변동 또한 안정화 시킬 필요가 있다. 간접통화 관리방식의 정착을 위한 노력의 일환으로 공개시장조작, 재할인을 정책, 그리고 기준율 정책 등 전통적인 간접통화관리 방식이 효율적으로 운용될 수 있도록 비합리적인 금융규제를 지속적으로 완화할 전망이며 효율적인 금융시장 육성과 금융환경조성에 힘쓸 것으로 예상된다. 예를들면, 국공채의 경쟁입찰방식 정착, 통안증권 및 정책금융의 축소, 재할인율과 시장금리와의 연계성 제고, 기준율 인하에 의한 금융기관의 상업성, 자율성 확대 등의 정책들이 추진될 것으로 보여진다.

〈표-9〉 금전신탁 수신고

(억원,증감액)

	95년	96년	
		1월	2월
금전신탁	394,308	24,554 (-270,907)	34,360 (13,912)
-가계금전신탁	39,879	20,204 (-43,668)	19,465 (951)
-기업금전신탁	-23,805	809 (11,030)	3,263 (-6,822)
-개발신탁	79,307	4,433 (72,796)	10,716 (8,329)
-특정금전신탁	88,035	-135 (-93,822)	-1,792 (6,246)

신탁제도 개선에 의한 은행권 금리의 하향 안정화 노력

최근 금리의 추세를 살펴보면 시장금리(회사채금리)는 하락속도가 매우 빠르나 은행권의 소위 소매금융의 금리는 은행들의 수신경쟁으로 인해 여전히 높은 수준에서 머무르고 있음을 알 수 있다. 이는 은행권의 신탁계정에 의존한 자금조달로 인해 조달비용이 높음에다 단순히 예·대 마진에 의존한 금융기관의 자금운용 행태에 기인한 것이다.

특히 가계금전신탁으로의 자금유입은 통화관리는 물론 금리구조를 왜곡시키고 있기 때문에 금융시장의 안정화와 금리안정화를 위해서는 신탁제도의 개선이 필요하다.

기준율 인하에 의한 금융기관의 상업성 및 자율성 확대

우리나라의 기준율은 3~11.5%로서 미국의 0~10%, 일본의 0.05~1.3% 그리고 독일의 2~5% 수준에 비추어볼 때 매우 높은 편이어서 금융기관의 자금운용에 관한 상업성과 자율성을 크게 제한하고 있으며 고금리의 원인이 되고 있다. 최근 기준율이 평균 2%정도 인하되었으나 금융기관의 상업성과 자율성을 높여주면서 시중금리의 하락을 위해서는 추가적인 기준율 인하가 요구된다. ▲

〈표-10〉 주요국의 예금 지급준비율 비교(96년 3월말 현재)

(%)

	미국	일본	독일	대만
지급준비율	거래계정* : - 5천2백만달러 이하 : 10.0 -5천2백만달러 초과 : 10.0 기타 : 0.0	정기예금(CD포함) : 0.05~1.2 기타예금 : 0.1~1.3 금전신탁, 금융채 : 0.1	저축예금 : 1.2 기타예금 : 2.0 정기예금 : 8.875	당좌 : 23.75 보통 : 21.75 저축 : 6.875~14.25

*요구불예금 및 저축예금.

(자료: 한국은행)