

# 우리나라 제조업의 안전성에 관한 연구

박 수 응\*

## 요 약

기업의 안전성 분석으로는 이론과 실무면에서 대부분 부채비율이나 고정비율 등에 의한 자본구조분석에 그치는 경향이 있다. 그러나 기업의 안전성이란 이러한 자본구조분석과 동시에 지속적인 수익 보장성 여부도 동시에 검토되어야 마땅하다고 할 수 있다.

그리고 안전성 분석도 흔히 유동성 분석이라고 하는 단기적 안전성과 장기적 안전성 분석으로 나누어야 할 것이다. 왜냐하면 단기적 안전성은 운전자금분석과 같은 성격으로 당장의 지급능력을 분석한다고 하면 장기적 안전성은 장래의 불황과 적자 속에 얼마나 견딜 수 있는지의 여부를 판단해 보는 것으로 기본적인 차이가 있다고 볼 수 있다.

이와 관련하여 우리 나라 제조업의 경우 그 동안 장기적 안전성과 관련된 부채 비율은 오래 전부터 좋지 않게 계속되었으나 근래와 같이 기업이 아주 어렵게 된 원인은 우선 수익성감소에 그 근원이 있다. 그러나 무엇보다 제반환경을 감안한 단기적 안전성을 염두에 두지 않은 재무관리의 잘못을 크게 지적할 수 있다. 왜냐하면 1991년부터 유동성 비율이 100% 이하로 계속 떨어지고 있는 사실을 간과하고 있었으며 이의 원인을 장기적 안전성에만 돌리고 있다고 여겨진다.

---

\* 경성대학교 교수

# I. 서 론

## 1. 연구목적

우리나라의 경제는 일제해방이후 6.25와 5.16 등 사회혼란의 여러 고비를 넘기면서 경제개발 5개년계획의 지속적인 추진으로 관과 민이 협동하여 눈부신 발전을 거듭하여 왔다.

기업들은 호황과 불황이 연이어 이어지는 속에서 수출을 위주로 활로를 찾고 자본시장의 육성·개방으로 재벌이 탄생되는가하면, 한편으로는 기형적인 기업들이 명멸하는 경우도 적지 않았다.

우리나라의 기업들 중에는 기회주의와 편의주의로 기업본연의 자생적인 성장보다 외부의 규제와 보호의 기회를 이용하여 성장된 경우가 허다하였다고 볼 수 있다. 특히 정경유착으로 거대화된 일부 기업은 과다차입, 수익성 감소, 유동성격감에 따른 부실경영으로 국가와 국민에게 많은 피해를 입혀 온 것도 사실이다.

근래 IMF관리체제하의 국가경제관리라는 치욕적인 위기에 처한 것도 역시 기업의 방만한 부실경영이 큰 요인이 되고 있다.

한편 경영학의 학문도 불모의 경지에서 선진제국으로부터 새로운 경영기법과 이론들을 도입하여 장족의 발전을 하면서 국가와 사회에 기여하여 왔다. 이의 주류는 역시 미국경영학으로 미국이라는 국가와 사회, 기업풍토 속에 성장된 학문의 성격을 우리기업에 공급하고 기여한 공도 컸지만 부적합한 기법과 이론이 많았음도 부인할 수 없다.

재무관리학도 자본시장을 바탕으로 한 투자론에 치중한 나머지 기업경영 재무에 관한 문제와 재무전략·정책이 도외시되어 이 부분의 연구가 소외되고 진척이 미미하였던 것도 학자들간에 상당히 공감하고 있다고 보여진다.

오늘날과 같이 기업이 위기에 직면한 직접적인 한 원인이 재무구조의 취약과 단기·장기의 안전성 관리를 소홀히 한 점에 있음이 여실히 드러나 이러한 아쉬움을 더하여 주고 있다.

따라서 본 연구는 국가 전체적으로 볼 때 많은 기업들이 안전성관리에 소홀

하였던 점과 재무관리학의 이 분야에 대한 이론과 현실적 연구를 체계적으로 규명하여 보고자 한다.

## 2. 연구방법

기업의 재무구조이론이나 재무구조결정요인분석 또는 자금조달결정요인 등에 관한 연구가 조금씩 진행된 실적이 있어 본 연구에 도움을 줄 수 있을 것으로 판단하여 이 부분에 대한 선행연구를 간추려 우선 규명하여 보았다.

우선 재무관리연구나 재무연구 등의 학술지에서 최근 10여년동안의 연구실적을 수집하여 전체적으로 분석하고 본 연구의 진행수준과 방법 및 방향을 파악모색하는데 참고하게 되었다. 또 일본경영재무학회를 중심으로 이 부분에 대한 연구도 가능한 한 조사하여 본 연구에 보탬을 가지도록 하였다.

이와 관련하여는 한국산업은행 간행 재무분석의 자료들을 현상의 실체로 보아 안전성에 관련된 여러 비율의 추이와 제조업의 특성 및 재무구조의 구성 등을 분석하여 보았다.

또 파악된 연구자료와 이론적인 연구 측면 그리고 과거 실증적인 연구들을 결부시켜 이후 우리나라 기업경영상의 재무관리에서 세심한 주의와 전략수립의 바탕 및 방향에 근간이 될 수 있는 결론을 도출하고자 하였다.

특히 본 연구 과정에서 우리나라 학계와 실무연구기관에 이르기까지 아직 전문용어의 정확한 내용파악 및 적용이 잘 이루어지고 있지 않는 점도 발견하게 되어 실무계의 오인과 오류의 우려를 해명하고자 하였다. 따라서 본 연구는 문헌적 연구와 실적자료를 중심으로 한 기술적 분석방법을 택하게 되었다.

## 3. 연구범위

기본 연구에 앞서서 연구의 목적과 방법 및 범위에 대하여 간략히 1장에 제시하였다. 그리고 본 연구의 바탕이 되는 안전성의 의미규명과 안전성 분석의 척도를 조사파악하고 흔히 유동성과의 혼동을 분명히 하고자 이 부분에 대한 일본의 선행연구를 2장에서 다루었다.

3장에서는 본 연구부분과 관련분야로 볼 수 있는 우리나라 학자들의 자본조

달결정과 재무구조결정요인에 대한 실증적 연구의 자료를 파악하여 보았다.

4장에서는 한국산업은행의 재무분석자료로 우리나라 제조업 재무관리의 문제점을 발견하고 이후의 치중해야 될 관리상의 측면을 서술하였다.

마지막 5장에서는 본 연구의 결론을 내부분으로 나누어 간추려 마무리짓고 특히 실적분석결과와 연계하여 우리나라 기업의 재무관리특성과 새롭게 인식되어야 할 점을 제시하였다. 그리고 본 연구의 한계와 이후의 연구방향을 모색하는 것으로 끝을 맺었다.

## II. 안전성의 의미와 분석척도

### 1. 안전성과 안전성분석

#### (1) 안전성의 개념

기업의 안전성은 장·단기의 채무능력(지급능력)정도를 말하는데 특히 기업의 수익력이 감소하였을 때 호전될 때까지 도산되지 않고 지탱할 수 있는 능력을 말한다. 따라서 일반적으로 이 능력을 측정하기 위해서 타인자본의 의존도, 자본조달의 안정성, 현금흐름 창출능력 등을 파악하여 보아야 한다.

기업경영의 안전성을 일본의 고가와(小川, 1981)는 두가지의 측면으로 나누어 하나는 수익력의 안전성, 또 하나는 지불능력의 안전성으로 구분하고 있다.

수익력의 안전성이란 기업의 수익력이 현재 이후에도 안전적으로 유지될 수 있을지의 여부를 말한다. 이 문제는 기본적으로 향후의 경기동향, 취급제품의 라이프사이클(life cycle), 신제품개발의 가능성, 자원조달의 여부, 원재료의 구입가격 및 공공요금의 인상 등에 크게 좌우된다.

그러나 기업의 수익력 안전성을 좌우하는 보조적인 요인으로 기업의 재무체질도 중요한 역할을 한다. 즉 경기의 변화 등에 대하여 민감하게 영향을 받는 재무체질인지 아니면 어느 정도 저항력을 갖고 있는 체질인지에 따라 기업의 수익력은 크게 변한다.

이와같은 레브리지(leverage)효과와 총자본이익률, 타인자본이자율, 자기자본

이익률, 자본구성 등의 상호관계도 신중히 살펴야 한다.

지불능력의 안전성문제는 방어적인 경영을 하는 색채가 강하다고 볼 수 있고 경영의 재무적 기반을 강화하여 견고한 기초를 다지는 측면을 특히 문제로 삼는다.

만약 기업의 현재 영업활동이 동일한 정도로 이후에도 계속되어 어느정도의 수익이 확보된다면 별 문제가 없다. 그러므로 재무체질을 논하기 전 경기를 예측하고, 업계의 동향이나 개발중의 신제품내용 등 정성적인 정보도 충분히 수집하여 종합적 판정을 하여야 한다.

## (2) 안전성분석의 방법

우리나라 한국산업은행의 기업안전성분석에서는 자기자본비율, 유동비율, 부채비율, 고정장기적합율을 그 척도로 삼고 있다. 한국은행은 재무구조관련지표로써 자기자본비율, 유동비율, 고정비율, 부채비율, 차입금의존도를 이용하고 있다.

이들 양금융기관에서는 이와 유사하거나 관련있는 유동성분석에 대해서는 전혀 서술하고 있지않아서 유동성과 안전성을 같은 의미로 쓰든지 아니면 유동성을 안전성의 일부에 포함된다고 보고 있는 것 같다.

일본의 시마다(島田, 1990)는 유동성분석에 대한 언급없이 안전성분석으로 유동비율, 당좌비율, 고정비율, 고정장기적합율, 자기자본비율을 척도로 삼고 있다. 반면에 구니히로(國弘, 1982)는 안전성에 대한 언급없이 유동성의 분석을 중요시하여 절대적 유동성과 상대적 유동성으로 나누어 설명하고 있다.

전자는 대차대조표 과목에서 유동성배열법에 따라 자산 및 부채와 자본을 배열하여 이를 대비시키면서 현금화속도를 보려는 것이다.

후자는 당기 기말 일시점의 지불의무와 그 지불에 해당하는 지불수단과의 대비 또는 전체적인 지불의무와 지불수단을 대비해서 보려는 것이다.

후루가와(古川, 1987)는 기업의 성과분석은 수익성분석으로 하고 위험에 대한 분석은 유동성분석으로 한다고 전제하고 있다.

유동성분석을 기업의 지불가능성이나 자본의 구조 그리고 이익의 변동에 영향을 미치는 차입에 대한 이자의 지불정도를 가지고 분석을 하려는 것이다.

이에 더하여 세부적으로는 유동성분석을 단기적인 지불능력을 알아보기 위해

서 분석하는 것과 장기적인 지불능력 또는 지불능력을 유지할 수 있는 자본의 구조가 어떠한가를 알아보는 분석으로 나누어 취급할 수 있다고 한다.

그리고 단기적인 유동성을 협의의 의미에서 유동성이라 하고 장기적인 유동성의 분석을 자본구조의 분석이나 재무안전성의 분석이라고 하여 구분하고 있다.

독일의 Adolf Gerhard Coenberg(1984)교수는 자본구성의 분석을 자금조달의 위험을 평가하는 것이라고 보아 자본의 조달, 확실성, 이용기간과 그 원천 및 조합에 대한 것을 알아보아야 한다고 한다. 즉 대차대조표를 이용해서 안전성을 분석하기 위한 척도로써 자본구성분석인 자기자본비율, 부채계수 ( $\frac{\text{자기자본}}{\text{타인자본}}$ ), 부채비율을 들고 있다. 그러므로 안전성을 자본의 구성문제로 보는 반면 유동성은 어느 기업이 언제라도 기업의 지불의무를 이행할 수 있는 능력이라고 하고 이 능력은 지불의무와 지불능력과의 상호조화정도에 의존한다고 하였다.

## 2. 유동성과 유동성분석

### (1) 유동성의 개념

유동성은 여러 가지 의미로 파악되고 있는데 일반적으로 사용되고 있는 유동성의 개념을 사가모도(阪本, 1998)는 다음 두가지로 대별하고 있다.

- a. 기업이 소유하는 자산이나 부채 및 자본이 변동하는 것으로 이해하려는 개념
- b. 기업의 지불능력으로 이해하려는 개념

a의 유동성은 기업의 자산, 부채, 자본의 변동운동으로 기업의 자산이 용이한 지불수단으로 이루어진 상태에 있을 때 유동성이 크다고 말한다. 속히 소모되거나 처분되어지는 자산은 장기에 걸쳐 보유하면서 사용되어지는 것보다 유동성이 크다고 한다.

그리고 부채의 경우는 반제시기가 가까운 것은 유동성이 크다고 하고 장기에 걸쳐 반제를 하게 되는 것은 유동성이 적고 고정성이 크다고 본다. 자본은 바로 변동을 시킬 수 있는 가능성이 큰 것을 유동성이 풍부하다고 하고 대차대조

표의 자산, 부채에 대한 유동성배열은 이와 같은 의미를 갖는 유동성에 바탕을 두고 있다.

b의 유동성은 기업의 지불능력으로 일정시점에 기업이 소유하는 지불수단인 자산의 보유정도와 부채의 반제에 충분히 응할 수 있는 능력이나 그의 경영활동의 수행상 필요한 지불에 충당될 수 있는 자금적 조달능력으로써 이를 이해하려는 것이다.

이러한 의미에서 b의 유동성은 기업이 조달하고 있는 부채에 대해서 기업이 가지고 있는 자산을 여하히 준비하여 부채반제에 충당시킬 수 있나를 표시하는 것으로 볼 수 있다. 그러므로 일상적으로 재무관리상에서는 a보다 b의 재무유동성 개념을 유동성으로 이해하는 경향이 짙다.

## (2) 유동성분석의 방법

기업의 지불능력은 단기적인 견지에서 보면 여유자금의 존재량 또는 즉시 지불될 수 있는 현금자금의 존재량 여하로 볼 수 있는데 이를 나타내는 것이 월평균유동성이다.

$$\frac{\text{년평균 현금 및 요구불예금의 재고}}{\text{년매출액} \div 12} = \text{월평균 현금유동성}$$

통상적으로 일정시점에 부담하고 있는 지불의무와 그 지불에 충당할 수 있는 지불수단의 존재량을 비교함으로써 측정할 수가 있다.

그러나 기업의 지불능력은 일정시점의 보유자산과 부채의 정도로 단순히 측정되는 것은 아니다. 왜냐하면 기업의 자산이나 부채는 항상 변동하기 때문이다. 따라서 계속적으로 발생하는 수입(지불수단의 수취)과 지출(지불수단의 제공)의 상태에 따라 아래와 같은 방법으로 측정하는 것도 중요하다고 볼 수 있다.

a.  $\text{경상수지비율} = \frac{\text{경상수입}}{\text{경상지출}}$

b.  $\text{경상수입초과 또는 경상수지 초과} = \text{경사수입} - \text{경상지출}$

일반적으로 기업자금의 운용은 현금자금을 중심으로 전개된다. 즉 현금자금이 각종의 자산취득에 충당되고 개별자본으로 순환되는 과정을 거치고 있기 때

문이다.

또 유동성 분석을 기업의 자금흐름 내지는 운용에 관한 분석으로 간주하여

- ① 기업자금을 그 기업내에 있는 기능형태별 또는 잔유기간의 장단별로 구분하고
- ② 구분된 각각에 대하여 유입원천과 유출운용과의 형태를 비교하여
- ③ 구성요소 상호간의 상관관계를 관찰비교한다.

이에 따라 기업의 자금운용상태나 그 결과로써 지불능력과 자금적 안전성 등을 판정하는 자료를 얻을 수가 있다.

결국 유동성분석의 방법은 기업의 자금흐름관계를 분석하는 것으로 기업자금 구성요소의 유입·유출의 운용량을 비교하고, 구성요소의 존재량을 상호비교하는 방법을 취하는 비율분석이나 차액분석을 그 내용으로 한다. 또 유동성분석은 자금의 한 구성요소의 변동이 타구성요소의 운용에 대해서 어떠한 영향을 주는가를 명확하게 보려는 방법이라고도 할 수 있다. 이러한 관점에서의 척도로는 수지구조분석(수지분기점분석), 자금이동분석(자금이동표분석) 등이 있다.

### 3. 안전성과 유동성의 정리

일반적으로 수익성이 높으면 재무상태 즉 재무유동성이나 안전성도 양호한 것이 보통이다. 그러나 기업이 수익성에만 치중하게 되면 재무유동성과 안전성에 해를 끼치게 되고 자본구성이나 자산구성의 조화가 붕괴되어 궁극적으로 수익성 자체의 저하를 초래하게 된다.

따라서 기업의 수익성 증진과 함께 자본·자산 구성의 균형유지가 중요시된다. 즉, 수익성, 유동성, 안전성의 3자가 유기적으로 결합되어야 기업의 진정한 발전을 꾀할 수 있다.

앞에서 살펴본 안전성과 유동성의 정의를 아오끼(靑木, 1983)는 다음과 같이 내리고 있다. 기업의 유동성분석은 기업이 소유하는 유동자산액으로 유동부채액을 어느정도 부담할 수 있는가에 대한 비율분석인 반면 안전성분석은 기업이 필요한 자금을 필요한 시기에 투입시킬 수 있는지에 대한 분석으로 구분하고 있다.



이와 같이 단기적 자금으로 한정할 때가 유동성인데 안전성에 관계되는 일상적인 영업활동의 범위를 벗어난 필요한 자금의 과소·과다는 항상 판매와 생산에 직접적으로 영향을 끼치므로 그 적정량의 보유가 필요시된다.

기업경영의 입장에서 보면 어느 정도의 안전성과 유동성을 확보하면서 수익성의 증대를 꾀할 필요가 있다. 기업의 우열은 이와 같이 안전성, 유동성, 수익성 등으로 종합적인 판단을 해야 한다. 그러므로 이들이 별도의 개별적인 분석 비교로 기업의 가치가 판단되는 것이 아니다.

기업의 유지존속의 가능성 여부에 따라 기업의 가치가 결정되기 때문에 수익성을 최대목표로 하여 유동성과 안전성이 결여되지 않도록 노력하여야 한다.

유동성과 안전성의 관계는 본장 앞에서 논한바와 같이 분리해서 분석하고 검토하는 경우도 있고 유동성을 단기적 안전성이라고 하고 안전성을 장기적 안전성이라고도 한다.

또 다른 표현으로 대차대조표를 재무관리측면에서 볼 때 B/S의 차변과 대변상단부분의 상호관계를 유동성으로 그리고 대변의 상하관계를 안전성으로 보는 경우가 허다하다.

사실 안전성이 좋으면 유동성도 좋지만 서로 다른 결과가 관찰될 수 있으므로 안전성으로 일괄해서 분석하는 것에는 다소 문제가 야기된다. 왜냐하면 유동성은 단기적 지불능력의 성격이 강하고 안전성은 장기적 유지존속의 능력을 내포하여 이 둘의 성격이 일치하지 않기 때문이다.

그러므로 단기적 안전성, 장기적 안전성의 개념도입이 전체적인 안전성분석이라는 입장에서 타당할 것으로 여겨진다.

### Ⅲ. 자본조달과 재무구조결정의 선행연구

#### 1. 자본조달 결정

##### (1) 의사결정환경

자본조달결정은 투자결정과 함께 재무관리에서 중요한 전략적 의사결정의 하

나가 된다. 왜냐하면 기업의 목적이 기업가치(주주의 부)극대화에 있기 때문에 기업의 기대이익과 위험은 투자결정과 그 투자를 실시하기 위한 필요자본을 어떻게 조달하느냐에 따라 영향을 받는다.

따라서 기업 개개의 재무적 의사결정을 평가하려고 할 경우 각 의사결정안이 기업의 기대이익 및 위험에 어떤 관계를 맺으며 이 안의 결정결과 기업가치에 미치게 될 영향을 검토하지 않으면 안된다.

예로써 유망한 시제품의 개발, 에너지 절약설비 도입 등은 기업의 장래 기대이익과 위험을 변동시켜 결국 기업가치에 영향을 준다. 그러므로 자본조달 결정에 대한 고찰을 하기 위해서는 우선 의사결정환경을 식별할 필요가 있다.

재무적 의사결정환경은 장래의 기업이익이 확실히 예상 가능한가의 여부에 따라 구분되는데, 확실할 때는 확실성하의 의사결정이 되고 불확실할 때는 불확실성하의 의사결정이 된다.

이와 더불어 자본은 자본시장을 통해서 조달되므로 자본조달결정은 시장의 상태에 의존하게 되어 시장의 상태가 완전자본 시장인가 불완전 자본시장인가에 따라 구분된다. 그러므로 재무관리의 의사결정 특히 자본조달결정에서는 이러한 제한경을 우선적으로 검토하여야 한다.

## (2) 자본조달결정에 따르는 문제

자본조달결정이 기업가치에 영향을 미친다는 데 대한 중요한 문제로는 첫째 자본조달결정이 실제주주의 부(기업가치)에 진정으로 영향을 미치는지의 여부와 둘째 이에 따라 자본구성이 기업가치에 영향을 미친다면 최적자본구성은 어떻게 결정되느냐에 관한 것이 된다.

이러한 문제들과 관련하여 확실성하의 자본조달결정의 경우를 살펴보면 재무레버리지(부채의 이용도)와 이익의 관계에서 예상수익( $\bar{E}$ )과 확정시장이자율( $F$ )의 차이가  $\bar{E} > F$  형태에서 크면 클수록 부채에 의존하는 자본조달을 하여야 한다. 왜냐하면 EPS가 증가하기 때문이며, EPS의 증가는 또 주가의 상승을 가져온다. 그러나 균형하의 완전자본시장에서는 MM에 따르면 재정거래에서 기업가치와 자본구성은 무관하다고도 한바 있다. 따라서 확실성-완전자본시

장하에서는 신제품개발과 같은 유망한 투자기회의 발견에 전념을 하여야 기업 가치를 높일 수 있는 유일한 방법이 된다. 불완전자본시장에서는 법인세비용이 존재함으로 자본구성이 기업의 가치에 영향을 줄 수 있으나 개인소득세가 존재하여 서로 상쇄된다고 보는 학자도 많다.

불확실성하에서 레버리지가 높으면 호황시 높은 EPS로 자기자본이익률을 높이는 기회를 갖지만 불황시에는 낮은 EPS로 자기자본이익률이 떨어지는 위험성도 따른다. 그리고 불확실성하에서 완전자본시장을 전제로 하는 한 자본구성과 기업의 가치 결정은 역시 무관하다고 본다.

## 2. 기업가치와 자본조달 결정기준

기업의 주체적·통일적 자금수지 조정활동을 하는 기업의 재무관리(Business Finance)를 유효하게 행하기 위해서는 당연히 활동의 효율성 평가를 위한 객관적 행동기준이 필요한데 통상 기업의 목적과 연계하여 논하여 지고 있다.

현대기업은 복잡한 사회환경속에서 거대화되어감으로 이해관계자간의 이해조정과 함께 불확정한 활동속에 복잡한 문제를 해결해 나가지 않으면 안된다.

그렇지만 기업활동의 화폐적 측면을 연구대상으로 하는 재무관리입장에서 보면 현상적으로 다양성을 띄고 있는 기업의 목적 중에서도 공통된 동질성을 찾아낼 수 있다. 즉 호리쇼우조(堀彰三, 1991)는 자본이용의 경제적 효율성인 수익성(Profitability) 및 그 결과의 변동성인 안전성(Stability)에 관련된 측면을 기업목적과 관련된 동질성으로 동시에 보아야 한다고 본다.

이와 같은 기업의 양측면을 염두에 두고 경영활동상 수익성과 안전성 유지를 기업목적의 기초적 구성요인으로 여겨 기업행동기준이나 재무관리의 목적으로 설정하려는 것이다.

종래의 이익극대화(profit maximization)는 극히 추상적이고 이익의 발생시기나 위험의 인식여부문제도 해명되지 않아 재무활동의 수익성과 안전성의 적절한 평가기준이 되지 못하여 근래에 와서는 보편적으로 기업의 시장가치극대화(maximizing the market value of the firm)를 재무관리의 목적으로 삼게 되었다.

이는 바로 기업이 장래에 득하게 되는 이익의 현재가치를 말하는 것으로 기

업에 자본을 제공한 자에 대한 부를 배려한 개념이다. 즉 현재적·잠재적 자본 제공자의 요구가 시장의 기업가치평가과정을 통해서 발휘되므로 어떤 이해관계자의 이해도 기업가치에 영향을 주게된다. 그러므로 자본시장에서 형성되는 기업가치는 객관성이 높고, 수익성·안전성에 관련하는 재무적 변수를 명시적으로 처리할 수 있기 때문에 기업가치는 조작성(operationality)도 갖게 된다. 따라서 기업가치를 재무관리의 목적으로 하는 것은 이해조정, 객관성, 그리고 조작성이라는 입장에서 일반적 요건을 만족시킬 수 있다.

또 기업의 가치는 투자정책, 자본조달정책, 시장평가의 구체적 척도가 되는 자본코스트 등에 영향을 받으며, 자본구성문제도 기본적 요인이 된다. 자본구성은 기업외부의 신용제공자가 기업의 수익력과 담보력이라는 두가지 관점에서 검토하여 이의 연장선상에서 재무관리문제으로써 자본구성문제도 검토한다. 이러한 의미에서 기업의 가치는 기업의 수익력과 담보력의 견지에서 종합적으로 평가되는 개념이라 할 수 있다.

### 3. 최적자본구성과 재무구조결정요인

재무구조를 결정하는 자본조달의 정책과 요인들에 대한 연구는 외국의 경우 많은 학자들에 의해서 진척된 바 있다. 그러나 우리나라는 실증적 분석의 결과나 이론적 바탕에서 이에 대한 명쾌한 연구결과가 되었다고 단정하기 어렵다. 왜냐하면 대부분의 경우 외국학자의 연구결과에 바탕을 두고 자본시장이나 금융시장 환경이 전혀 다르다고 할 수 있는 우리나라 기업의 자본구조 결정에 연계를 하고 있기 때문이다.

일반적으로 기업의 자본구조에 영향을 주는 요인으로 외국의 많은 학자들은 경영위험이나 이익 변동성이 큰 기업은 낮은 재무레버리지를 갖는 경향이 있다고 하고 또 성장기회가 많은 기업도 낮은 재무레버리지를 갖는 경향이 있다고 보고 있다. 그리고 수익성이 높을수록 재무레버리지는 낮아지고 있음도 연구되었으며, 주식 분산성과 기업규모 등이 재무레버리지에 영향을 주고 있음도 연구되었다.

이상의 몇가지에 바탕을 둔 국내 학자들의 연구는 김철중(1996), 김해진·이

해영(1995), 선우석호 (1990)등에 의해서 연구가 되었는데 전체적으로 수익성과 성장성은 재무레버리지와 음(-)의 관계를 가지며 기업규모, 절세효과 채무불이행 위험은 재무레버리지와 양(+)의 관계에 있다고 보고 있다. 지금까지 국내외 학자들에 의해서 연구된 재무구조 결정요인에 대한 주요 요인으로는 1.수익성, 2.성장성, 3.경영위험, 4.기업규모, 5.자산의 담보가치, 6.내부주주의 수와 지분율, 7.산업효과, 비부채절세효과 등이다. 이들 요인들은 대부분 영향을 주는 요인들이나 학자들의 연구결과에 따르면 다소간의 영향정도에 차이가 있다.

이에 대한 연구들을 요약하면, 우리나라 기업의 자본구조 결정에 영향을 미칠 것으로 생각되는 요인을 확인 구분하고 상장기업체를 대상으로 실증적 분석을 한 신민식(1989)은 다음 두가지 요인에 대하여 비교적 확정적으로 결론짓고 있다.

첫째 자산의 담보가치는 가장 높은 유의성을 나타내고 있는데 그 이유는 아마도 부동산 담보를 위주로 하는 우리나라의 금융관행 때문이 아닌가 여겨진다.

둘째 산업의 특성이 기업의 재무레버리지 변동을 설명함에 있어서 유의적임을 시사하고 있다.

그리고 정태적 자본구조이론과 동태적 자본구조이론으로 구분하여 동태적 자본구조 형태를 지칭(1990)이 검증하여 본 결과 부채비율의 변화가 큰 기업은 실질 법인세율이 낮고 기초자산가치의 분산이 크며, 기업의 규모가 작고 파산비용의 크기가 작은 관계를 가지고 있다고 한다.

기존의 연구를 토대로 표집된 자료를 이용하여 자본구조결정요인에 관한 실증적 추정을 한 박성태(1990)의 연구결과를 간단히 요약하면, 첫째 이미 서술되고 있는 여러 요인의 측정모형에서 비교적 기존 연구에서 검토되어온 지표들은 유의적으로 나타나고 있으나 자산의 담보가치, 수익성 및 비부채 절세효과 등의 지표는 이들 속성의 측정변수로서 불안정한 계수치를 나타낸다.

둘째 기업 가치를 측정하고자 수용된 고정부채 비율과 유동부채 비율은 평형적도로서 받아들일 수 없는데 전자가 상대적으로 우위를 나타내고 있다.

셋째 각 요인 상호간의 공분산 관계가 유의적으로 나타나고 있어 기업가치와 자본구조 결정 요인간에는 유사상관관계가 존재할 수 있는 가능성을 배제하지 못한다.

정태적자본구조이론으로 동태적 자본조달 현상을 설명하는데는 한계가 있고 자본구조 이론이나 POH(Pecking Order Hypothesis) 어느 하나만으로 기업 자본조달 활동을 설명하는 것은 최선호(1990)는 부족하다고 본다. 또 여유 자금이 충분할 때는 적정자본구조의 유지를 더 중시하고 여유 자금이 부족할 때는 필요한 자금의 성공적 조달을 더 중시하여 상황에 따라 우선 순위가 달라지지만 항상 동시에 고려되고 있다고 한다.

또 김해진(1995)등은 이 요인들이 통계적인 의미를 갖는 변수로 밝혀졌다고 하며, ① 기업이 미래성장기회가 많을수록 타인자본에 의한 자금조달의 규모는 점차 작아지며, ② 기업을 소유하고 있는 내부주주의 지분율이 높을수록 타인자본에 의한 자금조달의 규모는 점차 커지고 ③ 기업의 경영위험이 커질수록 타인자본에 의한 자금조달의 규모는 점차 작아지며 ④ 수익창출능력이 커질수록 타인자본에 의한 자금조달의 규모는 점차 작아진다. ⑤ 기업규모가 커질수록 타인자본에 의한 자금조달의 규모는 점차 커지며 ⑥ 물가상승율이 높은 시기에는 기업이 타인자본에 의한 자금조달의 규모가 커진다는 가설이 지지되었다고 한다.

소유권 구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구를 한 김철중(1996)은 재무레버리지에 미치는 영향에서 경영위험, 수익성 및 성장기회는 당초 예상했던대로 재무레버리지와 음(-)의 관계를 갖고 있었다고, 기업 규모 및 경제적 부가가치는 재무레버리지와 유의적인 양(+)의 관계를 가지며 주식분산성과는 재무레버리지와 제한적으로 음(-)의 관계에 있었다고 한다.

#### 4. 자본조달과 재무구조의 관계

우리나라는 5.16혁명후 경제개발 5개년계획의 추진으로 비교적 장기간에 걸쳐 근래에 이르기까지 고도성장을 한 결과 상대적으로 자본비용이 낮은 타인자본을 많이 도입하여도 높은 수익력이 차입의존의 위험을 감당하였다고 볼 수 있다. 따라서 구미제국과 비교시 높은 타인자본의존도를 보여 왔다.

이러한 현상이 계속된 나머지 기업의 자주성(경영지배권)이나 유동성이 저하되어 자기자본 충실이 필요하게 되었다.

기업의 자본구성정책은 기업의 왕성한 자본수요에 비추어 매우 의미있는 재무정책의 하나로 중요한 역할을 하게됨을 인식하지 않을 수 없으나 이 문제에 대해서 근래에 이르기까지 명확한 정책의 논건을 세우지 못하였었다.

왜냐하면 자본수요에 비하여 자본공급의 절대적 부족, 자본시장과 금융시장의 불균형 및 성장부진, 비정상적인 금융유통관례 등으로 기업의 성격에 적합한 최적자본구성문제를 기업이나 학계에서도 심도있게 다룰 수 없는 형편이었다. 그러나 IMF관리체제하의 현실은 더 이상 취약한 재무구조의 기업을 존속시키지 못하게 되었다.

사실 기업은 자기자본만으로 부족하기 때문에 타인자본에 의존하는 것만은 아니다. 자기자본조달능력에 한계가 있는 경우는 별개 문제이나 실제 충분한 자기자본조달능력에도 불구하고 타인자본을 적극적으로 이용하려는 경우도 허다하다.

그러나 우리나라기업의 대부분의 경우 부족한 자본으로 시작하여 무책임한 타인자본의존도의 고조로 이어졌다. 또 국가의 보호하에 어렵게 견디기는 하였지만, 세계경제개방에 따라 업계가 치열한 경쟁에 빠지면서 수익력이 격감하게 되었다. 이러한 결과 기업과 금융산업이 동시에 유동성이 떨어져 기업은 자본조달에 한계를 느꼈고 금융산업마저 붕괴되어 기업의 재무구조가 새삼스럽게 중요인식문제로 떠오르게 되었다.

따라서 자기자본소유자의 입장과 타인자본제공자의 입장은 항상 상치되어야 하며 기업가치최적화를 지향하는 재무구조는 제3자의 입장에서 분석연구되어야 한다고 호리쇼유쵸(堀彰三, 1991)는 주장한다.

## IV. 제조업의 안전성 분석

### 1. 제조업의 안전성과 수익성

#### (1) 제조업의 안전성

우리나라의 제조업은 <표 1>에서 보는 바와 같이 부채비율이 1997년

404.74%, 1998년 311.76%로 주요산업중 건설업과 도·소매업 다음으로 높다. 이와 같이 제조업이 부채의 비율이 높고 자기자본비율이 낮은 것은 우리나라 전 산업중 제조업이 차지하는 높은 비중을 감안할 때 장기적인 안전성이 매우 떨어져 전 산업에도 악영향을 끼칠 수 있을 것으로 보여진다.

〈표 1〉 주요산업별 안전성 지표

(단위 : %)

구 분	자기자본비율		부채비율		유동비율		고정장기적합률	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
제 조 업	19.81	24.29	404.74	311.76	89.36	86.35	101.61	106.64
도·소매업	15.62	17.12	540.33	483.99	77.58	92.89	131.67	107.39
건 설 업	13.07	14.34	664.91	597.51	105.48	105.26	93.01	94.87
광 업	26.26	26.36	280.86	279.37	93.98	71.77	103.91	131.67
호 텔 업	26.14	31.34	282.50	219.05	35.45	31.98	146.81	148.13

자료 : 한국산업은행, 재무분석, 1999

그리고 단기적 안전성에 영향을 미치는 유동비율이 제조업의 경우 100%이하로 떨어져 유동성이 결여되고 있는데 이는 건설업을 제외하고 거의 같은 현상을 보이고 있다. 건설업의 경우는 산업의 특성상 건설공사수주를 위한 기타 당좌자산이 27%~35%로 매우 높기 때문인데 제조업은 불과 27%~35%밖에 되지 않는다.

또 제조업은 고정장기적합률이 1991년부터 1998년까지 계속 100%를 상회하고 있어서 유동성을 감소시키는 한 요인으로 작용하고 있다. 도·소매업이나 호텔보다는 양호한 편이지만 이는 산업의 특성에 연유한다고 볼 수 있다.

이상과 같이 우리나라의 주요타산업과 거의 마찬가지로 제조업의 단기적 안전성과 장기적 안전성은 매우 불량한 것으로 분석되고 있다.

그리고 광업과 호텔업이 부채비율이 약 220%~280%로 낮은 이유는 투자금액이 크고 그 회수에 많은 기간을 요구하므로 창업당시부터 비교적 충분한 자기자본으로 기업을 창설하기 때문인 것으로 볼 수 있다.



## (2) 제조업의 수익성

〈표 2〉 제조업의 주요 수익성 지표 추이

(단위 : %)

년	도	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
매출액	영업 이익률	6.69	6.46	6.96	7.50	7.73	6.42	7.87	6.66
매출액	경상 이익률	1.87	1.20	1.67	2.68	2.97	0.73	-0.42	-1.79
총 자산	경상 이익률	1.70	1.05	1.46	2.35	2.69	0.64	-0.33	-1.39

자료 : 한국산업은행, 재무분석 1999.

과거 우리나라 제조기업은 <표 2>의 제조업 주요수익성 지표추이에서 보는 바와 같이 매출액 경상이익률이 1991년의 1.87%에서 조금씩 떨어지기 시작하여 1996년 0.73%, 1997년 -0.42%, 1998년 -1.79%로 까지 떨어졌다.

그러나 매출액영업이익률이 1991년부터 1998년까지 별 변동없이 6%~7%를 유지하는 것을 보면 원가구성상에서는 특이한 문제가 없었던 것 같다. 이로 미루어보면 영업이익에서 경상이익을 산출할 때의 영업외비용이나 수익에서 날이 갈수록 그 차지하는 비중이 컸기 때문이다. 이를테면 1991년 매출액영업이익률이 6.69%에서 매출액경상이익률이 1.87%였으나 1998년의 경우 동비율이 6.66%와 -1.79% 이것에서 유추해 볼 수 있다.

이러한 원인은 역시 차입금의존도가 1991년 42.77%에서 1999년 50.29%로 금융비용의 부담이 커진 것에 있다고 볼 수 있다. 차입금의 증가는 총자산경상이익률이 1991년 1.70%에서 점차 떨어져 1997년과 1998년에는 -0.33%와 -1.39%로 채산성이 날로 악화되었기 때문이다.

이와 같은 상황은 <표 3>의 매출액 증가율을 보면 그동안 1995년을 고비로 다소 줄어들었기는 하지만 현저하게 격감하지 않았던 것에서도 가늠할 수 있다. 그리고 미국 및 일본, 대만의 경우 매출액영업이익률이 1996년과 1997년의 평균치가 <표 5>에 의하면 7.5%, 3.55%, 7.12% 정도인데도 매출액순이익률이 6.2%, 1.4%, 7%정도가 된다. 이에 비하여 우리나라는 매출액영업이익률이 1997년과 1998년의 평균치가 7.26%인데도 매출액경상이익률이 -0.42%와 -1.79%를

나타내는 것을 보면 영업비와 관리비가 외국에 비하여 많이 지출되며 또 과도한 부채비율과 고금리로 인한 영업외 비용의 과다지출에 그 큰 원인이 있을 것으로 사료된다.

〈표 3〉 제조업의 주요 경영지표 추이

(단위 : %)

년	도	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
성장성	매출액증가율	17.29	11.42	10.72	17.64	22.35	13.34	13.97	1.08
수익성	매출액경상이익률	1.87	1.20	1.67	2.68	2.97	0.73	-0.42	-1.79
생산성	노동생산성증가율	18.25	18.41	11.76	16.04	20.22	6.02	6.54	11.12
안전성	자기자본비율	24.38	23.02	24.67	24.45	24.68	23.10	19.81	24.29
R&D	R&D대매출액비율	-	1.03	1.13	1.06	1.32	2.13	1.10	0.83

자료 : 한국산업은행, 재무분석 1999.

따라서 수익성의 감소는 매출원가외의 타경비 지출이 외국기업에 비해서 높고 당기순이익의 격감(1997년 -1.10%, 1998년-4.25%)으로 사내유보금의 확충이 어려움은 물론 증자도 제대로 되지 않으면서 부족자금을 차입금에만 의존하면서 영업외 지출이 높게(1996년 8.35%, 1997년 13.80%, 1998년 16.55%) 나타난 것이다.

## 2. 제조업의 안전성 분석

### (1) 단기적 안전성

기업의 재무유동성여부를 알기위한 주요 지표로 유동비율과 고정장기적합률을 들 수 있다. 우선 유동비율을 보면 1991년부터 1998년까지 모두 100%이하의 비율을 보이고 있어서 만성적으로 재무유동성이 결여되고 있는 점을 알 수 있다. 특히 1995년부터 이 비율이 떨어지기 시작하여 1997년과 1998년에는 89.36%, 86.35%로 IMF관리체제를 가져올만큼 재무유동성이 격심하게 떨어졌다.

이 비율이 은행가비율(banker's ratio)이라고하여, 200%이상을 이론적으로 지급능력이 양호하다고 하지만 1996년과 1997년의 경우 미국이 약 136%, 일본

134%, 대만 127%정도로 이론적인 표준비율과는 거리가 있다. 이렇게 200%이하로 떨어져있음에도 이러한 주요국들의 기업재무유동성이 지탱하여 주는 것은 다분히 표준비율을 200%이상으로 사용하였던 1900년대 초기보다 오늘날의 자본시장과 금융시장은 당시보다 자금유통이 활발하여 매우 순조로운데 원인이 있을 것이다.

〈표 4〉 제조업의 주요 안전성지표추이

(단위 : %)

년 도	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
자 기 자 본 비 율	24.38	23.02	24.67	24.45	24.68	23.43	19.81	24.29
유 동 비 율	97.12	92.26	95.29	96.45	94.32	90.38	89.36	86.35
부 채 비 율	310.25	334.30	305.38	309.06	305.19	326.88	404.74	311.76
차 입 금 의 존 도	42.77	47.93	47.82	46.39	45.96	49.50	53.60	50.29
고 정 장 기 적 합 률	100.26	104.96	102.11	101.67	103.63	106.79	101.61	106.64

자료 : 한국산업은행, 재무분석 1999.

그러나 이 비율을 우리나라와 이들 외국과 비교할 때 엄청난 격차를 나타내고 있다. 즉 30~40%이상의 차이를 보이고 있어서 상대적으로 재무유동성이 많이 결여되어 있으며 100%이하의 우리나라 제조업체는 매일매일 어려운 자금유통에 직면하고 있는 것이다.

또 고정장기적합률도 1990년대의 동기간동안 계속해서 100%이상을 보이고 있어서 자기자본과 고정부채로써 고정자산을 감당하지 못하고 있는 실정이다. 이점은 원금의 회수가 늦은 고정자산의 일부에 유동자금이 투하되어 있어서 더욱 재무유동성을 결여시키고 있다고 할 수 있다.

이 비율이 미국, 일본, 대만의 경우 87%, 78%, 92%정도로 매우 넉넉한 재무유동성을 발휘하여 자기자본과 고정부채로 유동자산의 일부분을 감당하여 지탱하여 주고 있어서 우리나라의 100%이상과는 아주 대조적인 재무관리를 한다고 볼 수 있다.

## (2) 장기적 안전성 분석

기업의 장기적인 안전성 지표로는 자기자본비율과 부채비율을 대표로 들 수 있다. 총자본 중 자기자본이 어느정도 차지하고 있느냐를 보는 자기자본비율과 자기자본의 몇 배정도가 부채인가를 가늠해보는 부채비율은 결국 사용하는 사람의 편의에 의해서 사용하는 것으로 그 의미와 해석은 같다.

여기서 부채비율을 중심으로 우리나라 제조업체의 장기적 안전성을 <표 4>를 이용해서 분석하여 보면 우선 1990년의 9년동안 모두 300%의 비율을 보이고 있어서 재무구조가 취약함을 알 수 있다. 또 1996년과 1997년은 326.88%, 404.74%로 매우 높게 나타나서 재무구조취약의 심각성을 알 수 있고 1998년의 311.76%로의 감소는 제조기업체의 자체와 정부의 구조조정정책 등에 따라 노력한 결과로 나타난 것이라 할 수 있다. 그러나 이러한 비율은 <표 5>에서 보면 외국의 경우 미국, 일본, 대만이 153%, 190%, 84%정도로 매우 건전한 재무구조를 이루고 있음을 알 수 있다. 우리나라도 5대재벌 또는 30대재벌을 대상으로 200%이하의 이상적이고 표준적인 비율유지를 강력히 권고하면서 여러 정책시행으로 시도하고 있다.

<표 5> 주요국의 경영지표(제조업)

(단위 : %)

		미국		일본		대만	
		1996	1997	1996	1997	1996	1997
안 전 성	자 기 자 본 비 율	39.44	39.41	34.16	34.90	54.47	53.85
	부 채 비 율	153.55	153.76	193.24	186.41	83.58	85.69
	유 동 비 율	137.94	134.94	130.00	129.80	125.20	129.37
	당 좌 비 율	73.94	70.78	92.90	91.00	72.53	69.71
	고 정 비 율	165.37	165.98	134.80	133.00	108.84	109.68
	고 정 장 기 적 합 률	87.21	87.96	78.50	78.86	92.35	91.95
수 익 성	총 자 본 순 이 익 률	6.53	6.56	1.58	1.34	6.06	5.14
	자 기 자 본 순 이 익 률	16.57	16.65	4.64	4.09	11.12	9.55
	매 출 액 영 업 이 익 률	7.40	7.61	3.60	3.50	6.95	7.29
	매 출 액 순 이 익 률	6.17	6.29	1.48	1.34	7.88	6.62

물론 우리나라 기업들의 재무구조가 취약한 이유로 원천적인 자본의 부족이나 자본공급에 비한 수요의 과대 그리고 정경유착에 의한 특혜금융 등과 같은 여러요인이 장기적인 안전성유지에 걸림돌이 되었었다.

그러나 무엇보다도 기능을 하는 자본의 기능자본가가 자본의 주인으로써의 역할을 제대로 못한 점을 들 수 있다. 즉 수많은 금융기관들이 M&A되고 외국에 매각되고 있는 점들이 이를 뒷받침해주고 있다.

또 기업가의 무책임한 방만한 경영도 동시에 큰 원인으로 지적되고 있다. 이 또한 근래의 재벌기업몰락과 이웃소싱되는 기업체의 증가가 이러한 원인의 지적을 바로 뒷받침하여 주고 있다.

300%대의 만성적인 부채율로써는 국제화시대에서 금융비용의 과다와 경쟁의 치열, 경기의 불확실성에 기업이 지탱할 수가 없음은 자명하다고 볼 수 있다.

## V. 결 론

본 연구는 우리나라 기업의 안전성에 대한 불감증과 재무관리의 전략에 대한 새로운 인식 수립에 그 목적을 두었었다.

이를 위해서 안전성에 대한 깊고 정확한 의미와 분석척도 및 자본조달결정기준, 재무구조결정기준, 타인자본조달의 기본원리 등에 대한 선행연구와 이론적 고찰을 하였다. 그리고 우리나라 제조업의 과거 10여년 동안의 안전성 지표의 흐름으로 재무정책수립의 방향을 모색하여 보았다. 연구결과를 요약하면, 첫째, 안전성과 재무유동성의 관계 및 안전성의 분류면에서 안전성을 확일적으로 파악하지 않고 단기적 안전성 및 장기적 안전성으로 구분하여 학문적 및 실증적 분석에 응용함이 관리상 효율을 발휘할 수 있으며 혼동을 피할 수 있는 합리적 규명이 될 것으로 보았다. 즉 여기서 단기적 안전성이라 함은 학자에 따라 가끔 사용되어 왔던 재무유동성을 말하는 것이다.

일반적으로 안전성을 자본구조 즉, 부채비율의 정도로 보는 것은 자칫하면 올바른 판단을 할 수가 없을 수도 있기 때문이다. 이를테면 부채비율이 다소 높아도 유동비율이 높으면 기업의 현금흐름은 좋은 편으로 안전성유지는 별 문

제가 없다.

이러한 논리의 연구는 4장에서 보았듯이 우리나라 기업의 부채비율 300%대는 오래전부터 보여왔는데 갑자기 IMF관리체제를 가져온 것은 유동비율이 95년부터 격감하기 시작하여 97년에 80%대로 98년도 역시 80%대로 떨어진 것에 근거한다.

둘째, 자본조달결정기준이나 재무구조결정요인이 이론적·실증적 연구에서 현재까지 명확하게 일률적으로 규명되고 있지 않음을 보았다. 우리나라 제조업의 재무구조 취약점은 쉽게 조달할 수 없는 금융·자본시장의 환경도 있지만 그동안 재무구조를 개선시키겠다는 경영의 의지부족과 조달능력의 결과 및 산업의 특성에 영향받는 것 같다.

우리나라 기업이 호황과 불황을 맞이하면서 이에 따라 부채비율이 증감된 실적치가 뚜렷하게 없고 계속 300%대를 유지하고 있는 점을 지적할 수 있다.

셋째, 유동비율이 1990년도를 지나 1991년부터 100%이하로 떨어지고 고정장기적합률이 같은 시점에 100%대로 진입한 원인으로는 높은 부채비율과 불경기로 인한 이익감소, 자본·금융시장의 경색 등을 지적할 수 있다. 그러나 무엇보다 최소한 유동비율이 100%이상이어야 하고 고정장기적합률이 100%대이하가 되어야 함에도 1991년 이후 단 한차례도 그러한 실적을 보이지 않고 있음을 지적할 수 있다.

넷째, 부족한 자기자본과 타인자본의 의존심 고조는 그동안 급진적인 산업발전과 사회의 관습 및 환경이 책임회피적 기업경영의 결과를 낳게 하여 전반적으로 재무구조가 취약해졌다고 볼 수 있다.

이러한 결과 국가·사회적으로 자본할당이 제대로 이루어지지 않아 규제와 보호 속에 편협되게 이루어져 정의 자금흐름을 막고 진정한 의미의 기능적 자본가의 부재로 기업경영과 산업육성이 제대로 되지 못하였다.

이상에서 지적한 주요 몇가지 연구결과를 미루어볼 때, 기업이 정상적인 성장을 하고, 위기극복을 하기 위한 재무관리의 정책수립은 재무관리론의 원칙을 충분히 지켜 이와 관련된 각종 수치를 척도로 하여 경영하지 않으면 안된다고 본다.

본 연구에서 우리나라 제조업의 경영에 대한 자료가 완전하고 충분치 못하며

또 자료자체도 평면적이고 추세적인 경향 파악에 불과할 수밖에 없었던 점이 유감이다. 왜냐하면 한국산업은행의 재무분석자료가 표본의 추출과 대체에 따른 시계열단층을 이루고 있는 경우가 있기 때문이다. 그러함에도 불구하고 이어서 이어지는 보다 더 세부적인 연구에서는 반드시 통계적 분석기법에 의한 연구가 시도되어야 된다고 본다.

이후 본 연구논제와 관련된 연구는 제조업 중 특정분야의 기업을 선정하여 표본추출을 정확히 한 다음 가장 최근의 완벽한 기업자료로 구체적인 현금흐름과 아울러 기업경영실적을 결부시켜 연구할 때 매우 유의한 연구가 될 것으로 사료된다.

## 참 고 문 헌

- 강효석·남명수, “투자성과지표로서 EVA의 유용성에 관한 실증연구”, 재무관리연구, 제14권 제2호, 1997, pp.1~21.
- 강효석, 이원흠, 조장연, 기업가치평가론, 홍문사, 1997. 8
- 김철중, “소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구”, 재무관리연구, 제13권 제1호, 1996, pp.51~78.
- 김해진·이해영, “패널자료를 이용한 자본구조 결정요인의 추정”, 재무관리연구, 제12권 제1호, 1995, pp.33~56.
- 박성태, “자본구조결정요인에 대한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제7권 제2호, 1990, pp.81~114.
- 박수웅, 경영분석정리, 박영사, 1994. 3.
- 박수웅, 재무관리론(제2판), 삼영사, 1998.
- 선우석호, “한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용”, 재무연구 제3호, 1990, pp.61~80.
- 윤석철, “기업의 흥망을 설명하는 경영학이론 경영학연구”, 제23권 제2호, 1994, pp.57~70.
- 이재율·신한원, “국제물류서비스기업의 글로벌제휴 성과에 관한 연구”, 대한경영학회지, 제19호, 1998, pp.629~658.
- 이해영, “기업의 재무목표와 부채비율 결정요인에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제8권 제1호, 1991, pp.19~41.
- 지 청, “자본구조의 결정요인에 관한 연구”, 경영연구, 제24권 제1호, 1990, pp.111~127.
- 지 청·장하성, 재무관리, 법경사, 1999.
- 진태홍, “재무상태의 악화와 기업의 성과”, 재무관리연구, 제14권 제3호, 1997, pp.335~349.
- 최선호, “기업의 자본조달행태 분석을 통한 자본구조이론과 자본조달이론의 재조명”, 재무연구 제3호, 1990, pp.45~60.
- 한국산업은행, 재무분석 1998년판 및 1999년판
- 한국증권거래소, 한국상장기업 EVA분석 연구결과 보고서, 1998.
- 古川浩一 著, 財務分析の研究, 同文館, 1987.



- 國弘員人 著, 經營分析大系 第3卷 流動性分析, 1982.
- 堀彰三 著, 最適資本構成の理論, 中央經濟社, 1991.
- 宮本順二明 外 2人 共譯, 西ドイツ財務分析論, 白紉書房, 1984.
- 渡辺茂 著, ROE[株主資本利益率]革命, 東洋經濟新報社, 1995.
- 島田頌夫 著, 經營分析の 見かた立てかた, 高橋書店, 1990.
- 石塚博司 外 6人 共著, 意思決定の財務情報分析, 國元書房, 1985.
- 小川洸 著, 經營分析の理論と實務, 稅務研究會出版局, 1981
- 松本雅男・青木茂男 共著, 最新經營分析, 千倉書房, 1993.
- 日本經營財務研究學會編, 財務環境の變化と經營財務, 中央經濟社, 1995.
- 日本經營財務研究學會編, 現代經營財務の構造分析, 中央經濟社, 1993. 2.
- 日本經營財務研究學會編, 企業金融と經營問題, 中央經濟社, 1990.
- 日本經營財務研究學會編, 現代財務論の潮流, 中央經濟社, 1991.
- 青木 脩, 飯田脩三, 山上達人 編, 現代の財務分析, 有斐閣, 1983.
- 阪本安一 著, 經營分析概説, 稅務經理協會, 1998.
- 平田正敏 著, 財務分析の基礎, 同文館, 1992.
- ジョージ・フォスタ著, 資本市場と財務分析, 同文館, 1992.
- Brigham, E. F., Financial Management 8/E, H/C, Dryden, 1997.
- Brigham, E. F., Fundamentals of Financial Management, 7/E, Dryden, 1994.
- Foster, G., Financial Statement Analysis 2/E, H/C. P-H, 1994.
- Peterson, P. P., Financial Management and Analysis M-H, 1994.
- Van Hoene, Financial Market Rates and Flows, 5/ed. P-H, 1998.