

과다차입과 과잉투자가 우리나라 경제위기의 주범인가?

정 균 화*

요 약

1997년 말 우리나라의 경제위기는 외화보유고의 부족에서 비롯된 것이나 근본적으로는 1996년부터 시작된 한보, 삼미, 기아그룹 등 우리나라 재벌기업의 연쇄도산으로 대변되는 기업의 실패에서 기인하였다. 지난 30년 간 빠른 성장을 지속해 온 우리나라 기업이 90년대 후반부에 총체적 부실의 위기에 직면하게 된 것은 기업외적인 요인보다도 과다차입과 과잉투자, 전근대적인 지배구조 등의 기업 내부적 요인에서 주로 기인한 것으로 지적되고 있다.

그러나 일반적으로 기업실패의 원인으로 지적되는 과다차입과 과잉투자는 문제에 대한 정밀한 진단 없이 국민정서에 부응하여 인구에 회자되는 면이 없지 않았다. 따라서 본 연구에서는 지난 40여년간 높은 부채비율을 유지하면서도 고도성장을 지속해 온 우리나라 기업이 왜 90년대 말에 와서 그것으로 인하여 도산하게 되었는지에 대한 심층적인 분석을 도모하고자 하였다.

분석 결과 우리나라 기업의 연쇄도산은 80년대 말 이래 급격하게 변화된 영업환경으로 인하여 기업의 영업위험이 커진 것이 직접적인 원인으로 작용하였으며 높은 부채비율은 총위험을 줄이지 못했다는 점에서 기업도산의 간접적인 배경을 형성한 것으로 나타났다. 또한 우리나라 기업이 지난 30여년간 투자수익이 자본비용에 못미치는 것으로 드러나 과잉투자를 해 온 것은 사실이나 과잉투자의 배경은 일반 물가상승률을 크게 상회하는 높은 지가상승에 있었으며 또한 80년대까지 정부의 성장에 대한 인센티브와도 직결되어 있었다.

* 고려대학교 경성대학 경영학과 교수

I. 서 론

60년대 이래 지속적인 고도의 경제성장으로 외국으로부터 숯한 찬사를 받고 개발도상국들이 따라야할 모범으로 칭송 받던 우리나라가 1997년 말 외환위기와 이에 따른 IMF의 구제금융으로 인하여 아시아의 네 마리의 용 중에서 삼페인을 일찍 터뜨린 한 마리의 지렁이로 전락하고 말았다. IMF와 세계은행의 구제금융 및 외채연장협상과 1998년 이후 3년 간 피나는 구조조정을 통하여 2001년 9월에는 외환보유고 1,000억불을 보유하여 제 2의 외환위기는 우려하지 않아도 좋을 단계까지 왔다. 그러나 2002년 재계 2위인 현대그룹의 유동성문제에 이어 2003년에 촉발된 SK Global의 분식회계, SK, LG, 삼성, 한화그룹 등의 불법정치자금 제공, LG카드의 유동성 문제 등이 보여 주듯이 기업과 금융기관의 잠재부실로 인하여 우리나라 경제가 과거와 같은 안정적인 수준을 회복하기에는 앞으로도 상당한 시일이 소요될 것으로 전망되고 있다.

1997년 말의 경제위기는 외환위기에서 비롯된 것이나 외환위기는 우리나라 금융기관의 부실에 의한 대외신인도의 하락과 이에 따른 외화차입의 불능에 의해 촉발되었으며, 금융기관의 부실화는 금융기관의 무리한 확장과 방만한 경영도 큰 원인이지만 근본적으로는 1996년 말부터 시작된 한보, 대농, 뉴코아, 삼미 등과 특히 1997년 9월 들어 재계서열 10위권에 있는 기아그룹이 부실화되는 등 우리나라 재벌기업의 연쇄도산으로 대변되는 기업의 실패에서 기인하였다. 지난 30년 간 빠른 성장을 지속해 온 우리나라 기업이 90년대 후반부에 총체적 부실의 위기에 직면하게 된 것은 정부의 정책혼선이나 무리한 개방화 및 세계화의 추진, 환율관리의 실패와 이로 인한 교역조건 악화 등의 기업외적인 요인도 있으나 근본적으로는 과다차입과 과잉투자, 그리고 전근대적인 지배구조 등의 기업 내부적 요인에서 기인하는 것으로 지적되고 있다(Krugman : 1998, OECD 한국경제보고서 : 1998, 김준경 외 : 1998, 한진희 : 1999, 오정근 : 2000). 이에 따라 김대중 대통령은 98. 1. 13일 당선자의 신분으로 재계 총수들과 기업구조조정을 위하여 1)기업경영의 투명성 제고, 2)상호지급보증의 해소, 3)재무구조의 개선, 4)핵심부문설정 및 중소기업과의 협력관계 강화, 5)지배주주 및 경영진의 책임 강화 등의 5대 과제에 합의하고 그 이행을 촉구하기에 이

르렀다. 5대과제 중 첫 번째와 마지막 과제는 기업의 지배구조와 직결되는 것이며, 나머지 세 과제가 바로 직접 또는 간접으로 과다차입 및 과잉투자와 관계된 과제이다.

그러나 일반적으로 기업실패의 원인으로 지적되는 과다차입과 과잉투자는 문제에 대한 정밀한 진단 없이 국민정서에 부응하여 인구에 회자되는 면이 없지 않으며 이처럼 문제에 대한 정확한 진단이 선행되지 않은 상태에서 전개되는 정책은 문제의 해결보다는 또 다른 문제를 제기할 가능성을 크게 내포한다. 과다차입만 하더라도 우리기업의 부채비율이 높은 것은 최근에 갑자기 나타난 현상이 아니고 수십년간 지속되어 온 현상이다. 따라서 문제의 본질은 부채의존도가 높은 기업이 쉽게 도산한다는 원론적인 이야기가 아니라 왜 하필이면 90년대 말 시점에서 과도한 부채비율이 문제가 되었느냐 하는 데 있다. 마찬가지로 과잉투자의 문제도 과잉투자의 정의에서 출발하여 우리나라 기업이 왜 과잉투자를 했으며 과잉투자가 왜 하필이면 그 시점에서 문제로 터졌느냐 하는 원인규명에 초점을 맞추어야 할 것이다.

따라서 본고에서는 1997년 외환위기를 초래한 기업부실의 기본원인으로 지적되고 있는 기업의 과다차입과 과잉투자에 대하여 그것이 우리나라 기업의 진정한 부실원인인지를 살펴보고 이에 입각하여 우리나라 기업의 진로와 정책방향을 모색해 보고자 한다.

II. 과다차입

먼저 과다차입에 대해 논의해 보자. 1998년 OECD의 한국경제보고서에서도 우리나라의 외환위기 배경을 외부충격에 약한 구조적인 약점 때문이라고 말하면서 제일 먼저 과다한 부채에 의한 금융비용의 증가와 기업도산을 지적하였으며 최도성 등(2001)도 한국기업의 부실원인으로 과도한 차입경영을 첫 번째 원인으로 꼽았다. 그러나 과다차입이란 말을 사용하자면 반드시 대응되는 개념인 적정차입 내지 무차입이라는 개념이 등장해야 한다. 기업을 경영하는데 있어서 차입하지 않고 순수히 자기자본으로만 경영하는 것이 과연 올바른 경영방식인

가? 전통적으로 기업, 특히 재벌에 대해 비판적인 입장을 견지하는 사람들이 재벌기업들이 은행돈을 많이 사용하는 것에 대해 부정적인 시각을 강하게 표명하여 왔다. 최근의 한보, 기아, 대우그룹의 부도사태와 관련해서 이러한 비판론자와 언론이 어김없이 지적하는 사항은 서민들에게는 높은 은행 문턱이 대기업에게는 너무도 낮다는 것이고 그러한 비판의 배경에는 차입경영이 잘못된 것이라는 전제가 자리하고 있다.

따라서 차입과 관련하여 제기되는 문제는 첫째가 차입경영이 과연 잘못된 것인가? 아니면 잘못된 것은 아니라 하더라도 부채를 과연 어느 정도 사용해야 적당한가 하는 것이고, 두 번째는 과연 외환위기 직전에 우리나라 기업의 부채 비율이 경제위기를 초래할 정도로 정말로 높았느냐 하는 문제이다.

1. 최적자본구조 이론

먼저 기업이 사용해야 할 적절한 부채수준에 대해 알아보자. 기업이 사업에 필요한 자금을 조달할 때 이를 자기자본과 타인자본 중 어디에 비중을 두어야 할 것인가 하는 것은 최적자본구조의 해묵은 논쟁이고 여기에 대해서는 크게 정태적인 절충이론(static tradeoff theory)과 자금조달순위이론(pecking order theory), 그리고 여유현금(free cash flow)에 입각한 기타이론이 대립되고 있는 가운데 현재까지 뚜렷한 결론에 도달하지는 못하고 있다. 정태적인 절충이론은 기업의 목표를 기업가치의 극대화, 즉 주주 부의 극대화에 두고 부채로 자금을 조달하는데서 오는 이자지급에 따른 세금절감효과(interest tax shield)와 부채에 지나치게 의존하게 되는 경우 발생하는 재무적 곤경의 비용(cost of financial distress)과 부채의 대리비용(agency cost of debt)이 일치되는 한계점에서 최적자본구조가 결정된다는 것이다. 이 이론에 의하면 법인세율이 높을수록 기업의 부채의존도가 높아지며 수익성이 높은 기업일수록 부채를 많이 사용하며 위험도가 높거나 무형자산에 의한 가치형성이 큰 기업일수록 재무적곤경의 비용이 많이 발생하므로 부채의존도가 낮아진다는 것이다. 그리고 재무적곤경의 비용이나 부채의 대리비용이 업종, 규모, 위험도 등과 같은 기업의 특성에 따라 상이하기 때문에 일률적으로 규정할 수는 없으나 최소한 적절한 수준의 부채를

사용해야만 기업가치가 극대화된다는 일치된 결론에 이르고 있다.

한편 자금조달순위이론은 기업의 목표를 기존주주의 부를 극대화하는데 두고 기업이 자금을 조달할 때 다양한 자금원 중에서 가장 비용이 저렴한 원천의 자금부터 먼저 사용하고 그것이 고갈될 경우 그 다음 비싼 자금을 사용한다는 이론이다. 이 이론에 의하면 기업내부자와 외부자간의 정보비대칭으로 인하여 신주는 저가로 발행(*underpricing of new equity issue*)되기 때문에 주식발행이 가장 비싼 자금원천이 되고 그 다음이 위험한 부채, 안전한 부채 순으로 비용이 높으며 내부유보에 의한 자금이 가장 저렴하다는 것이다(Myers : 1984, Myers-Majluf : 1984). 따라서 이 이론에 의하면 특정기업의 현재의 재무구조는 그 기업의 과거 이익발생과 투자 및 이에 따른 자금조달의 결과를 누적적으로 반영한 것이기 때문에 기업의 최적자본구조는 존재하지 않는다는 것이다.

반면에 현실적으로 경영자가 주인인 주주의 이익극대화보다는 자신의 이익극대화를 추구할 것이므로 수익성이 높은 기업은 경영자로 하여금 특권적소비의 기회를 주지 않기 위하여 가급적 부채를 많이 사용해야 한다는 것이 자유현금흐름이론(*free cash flow theory*)이다(Ross : 1977, Jensen : 1986).

세 이론중 어느 것이 현실에 대한 설명력이 높은지는 실증적 분석의 문제이며 여기에 대해서는 아직까지 뚜렷한 결론에 이르지 못하고 있다. Shyam-Sunder & Myers(1999)의 실증연구에서는 정태적 절충이론과 자금조달순위이론이 꼭 같이 지지되었으나 그들은 검증력에 있어서 자금조달순위이론이 보다 우월함을 보였다. 그러나 Myers(2001)는 자금조달순위이론이 경영자에 대한 각종 유인보상을 전혀 설명하지 못한다는 점을 지적하고 소유와 경영이 분리되면 Jensen-Meckling(1976)의 주장과 같이 경영자의 사적이익추구행위가 발생하며 주주와 경영자의 이익을 완벽하게 일치시키는 방법은 존재하지 않는다는 점에서 정보불균형에 입각한 자유현금흐름이론의 실제적 지배가능성을 시사하였다.

자본구조결정요인에 대해서는 국내외적으로 그간 수많은 실증연구가 이루어졌으나 아직까지 일관성 있는 결론에는 이르지 못하고 있다. <표 1>은 미국에서 이루어진 주요 실증연구들인데 그 내용을 살펴보면 수익성이 부채비율과 부의 유의적인 관계를 갖는다는 것은 자금조달순위이론을 간접적으로 지지해 주는 증거로 볼 수 있는 한편 위험이 높을수록 부채를 비교적 덜 사용한다는 것

〈표 1〉 자본구조 결정요인에 대한 실증연구 요약(미국)

변수	BF	BJK	CN	FH	GLC	LM	Kes	KS	Mar	TW
변동성	-	-		-			-*	+		-*
파산확률									-	
고정자산				+	+	+			+	**
비부채절세	**	+	+					-		-*
광고비	**	-				-				
연구개발비	-*	-				-				
수익성				-	-	**	-			-
성장기회	-		-*				+	-		-*
규모			-*	**			-*	-*	+	-*
현금흐름			-							
독특성										-
업종	*									

주) 1) 별표(*)는 5% 수준에서 유의한 변수임.

2) 순서대로 Balakrishnan & Fox(1993), Bradley, et al(1984), Chaplinsky & Niehaus(1990), Friend & Hasbrouck(1988), Gonedes, et al(1988), Long & Malitz(1985), Kester(1986), Kim & Sorenson(1986), Marsh(1982), Titman & Wessels(1988) 의 연구 결과를 요약한 것임. 단, BF를 제외하고는 Harris & Raviv(1991)의 <표4>에서 인용하였음.

은 정태적 절충이론을 지지하는 증거로 볼 수 있다. 또한 성장기회가 적을수록 부채를 많이 사용하는 결과는 자유현금흐름이론에서 제기하는 대리인비용을 축소하기 위해 부채를 많이 사용한다는 가설을 지지하는 증거로 볼 수 있다.

한편 우리나라의 자본구조결정요인에 대한 실증연구는 미국의 연구결과와 다소 상이한 점을 보여주고 있는데, <표 2>에 의하면 우리나라에서는 자본구조 결정요인으로 일관성 있게 유의적인 관계를 보여주는 것은 기업규모와 수익성이다. 기업규모가 클수록 부채를 많이 사용한다는 결과는 과거 우리나라의 금융기관이 대기업위주의 편중여신을 해 온 당연한 결과로 보여 지며 수익성이나 내부조성자금이 클수록 부채를 적게 사용하는 결과는 자금조달순위이론을 지지하는 증거 내지 기업이 이익을 많이 내면 과거에는 배당성향이 상대적으로 낮았기 때문에 대부분 이익을 유보시킨 당연한 결과로 보여 진다. 한 가지 특

〈표 2〉 자본구조 결정요인에 대한 실증연구 요약(한국)

결정요인	박	윤	신	김(홍)	선우	김(건)	윤	최
위험	+	+	**	+	-*	+	-	-*
고정자산규모	-	**	**	+		-*	-	-*
비부채절세	-*	-*	-	**				
광고비	+	+		-				
연구개발비	+	+		-				
수익성	-*	-		-	-*	-*	-*	-*
성장기회	+	-	-	**	-*	+	**	**
규모	**		**	**	+	**	**	**
독특성	+			+				
업종	*		*					
내부자지분			?	+		+	+	

주) 1) 별표(*)는 5%수준에서 유의한 변수임

2) 순서대로 박 성태(1990), 윤 봉한(1989), 신 민식(1989), 김 홍식(1988), 선우석호(1990), 김건우(1997), 윤봉한(1999), 최도성(2001)

이한 점은 고정자산비중과 부채비율간의 관계인데 90년대 초까지의 연구에서는 대체로 정의 관계를 보였으나 97년 이후에 이루어진 연구에서는 대부분 부의 유의적인 관계를 보이고 있다는 점이다. 이는 과거 우리나라 금융기관의 담보위주의 대출관행을 반영한 것이며 90년대 초 부동산가격의 하락이후 그러한 관행이 개선되고 있는 하나의 증거로 보여 진다.

이렇듯 한미간의 실증결과를 비교해 보더라도 최적자본구조에 대해서는 뚜렷한 한 가지 결론에 도달하기 어려운 실정이다. 이러한 사실은 자본구조의 결정에 있어서 경영자가 자신의 이익극대화도 추구하면서 동시에 주주의 이익도 고려해서 의사결정을 행하므로 정태적 절충이론과 자금조달순위이론, 그리고 자유현금흐름 이론이 어느 하나가 현실을 100% 설명하는 것이 아니고 세 가지가 보완해서 현실을 설명하는 것을 시사한다고 볼 수 있다.

2. 과연 과다차입이었나?

다음으로 우리나라 기업의 부채비율이 1997년에 즈음해서 지나치게 높았느냐 하는 문제를 살펴보자. <표 3>에서 보듯이 우리나라 제조업의 평균 부채비율은 70년대와 80년대 대체로 300-400% 대를 유지하여 오다가 88년-90년 증권시장의 활황과 이에 따른 상장기업의 활발한 유무상증자로 인하여 200%대로 하락하였다. 그 이후 90년대 중반까지는 대체로 300% 내외의 수준을 유지하고 있다. 금융비용이 총비용에서 접하는 비중도 72년 이전과 80-82년의 고금리기

〈표 3〉 연도별 부채의존도 추이

(단위: %, 이자보상비율 제외)

연도	부채비율	차입금의존도	이자보상비율*	금융비용/총비용	연도	부채비율	차입금의존도	이자보상비율	금융비용/총비용
70'	328.4	n.a.	2.13	9.0	85'	348.4	46.7	1.54	5.3
71'	394.2	55.9	1.91	9.5	86'	350.9	46.0	1.17	4.9
72'	313.4	51.4	n.a.	7.1	87'	340.1	42.9	1.74	4.6
73'	272.7	38.5	2.35	4.8	88'	296.0	39.4	1.78	4.6
74'	316.0	49.7	3.24	4.5	89'	254.3	38.5	1.88	5.0
75'	339.5	48.3	2.74	5.0	90'	285.5	44.6	1.49	5.1
76'	364.6	48.7	2.49	4.9	91'	306.7	44.5	1.45	5.7
77'	350.7	47.0	1.79	4.9	92'	318.7	47.2	1.31	6.3
78'	366.8	48.0	1.74	4.9	93'	294.9	46.7	1.23	5.9
79'	379.1	48.4	1.82	5.9	94'	302.5	44.5	1.29	5.6
80'	487.9	49.3	1.46	7.1	95'	286.7	44.8	1.49	5.6
81'	451.5	49.4	0.98	7.8	96'	317.1	47.7	1.65	5.8
82'	385.8	45.9	1.00	6.4	97'	396.2	54.2	0.947	6.4
83'	360.3	43.7	1.13	5.2	98'	303.0	50.8	0.794	8.9
84'	342.7	41.5	1.52	5.0	99'	214.7	42.6	1.244	6.9

주) 이자보상비율 = (경상손익 + 지급이자 및 사채이자)/지급이자 및 사채이자
 단, 1976년 이전에는 기업회계기준이 상이하여 경상손익 대신에 영업손익 사용
 자료 : 한국은행, '기업경영분석' 각 년도

간을 제외하고는 대체로 4-5%대를 지속적으로 유지하여 왔다. 이자보상비율도 대체로 1과 2 사이의 값을 나타내었으며 80년대 평균이 1.42, 90년대 들어 96년까지도 평균이 1.42로 80년대와 같았으며 1995년과 1996년은 각각 1.49와 1.65로서 과거 평균치보다 다소 높은 수준이었다. 역사적으로 고찰하여 보면 이렇듯 우리나라 기업의 부채의존도는 IMF 구제금융 직전인 90년대 중반부에 과다차입이 일어난 것이 아니고 오히려 80년대 고도성장기에 비하여 상대적으로 부채의존도가 낮았음을 알 수 있다. 이렇듯 시계열적으로 볼 때 우리나라 기업의 부채의존도는 IMF구제금융 직전이 특별히 심각한 수준은 아니었다.

부채비율을 다른 나라와 비교해 보면 1980-1991년의 12년간 평균 부채비율은 한국이 366%로서 G7 국가 중 일본(369%), 프랑스(361%), 이태리(307%), 독일(273%)과는 비슷한 수준이었으며 미국(179%), 캐나다(160%), 영국(148%)에 비해서는 상당히 높은 수준이었다. 그러나 스칸디나비아 제국은 동 기간중 스웨덴 555.2%, 노르웨이 637.5%, 핀란드 492.0% 등으로 500% 내외의 높은 부채비율을 기록하였다(Demigruc-Kunt & Maksimovic: 1996). 한편 홍콩과 싱가포르, 대만은 각각 132%와 123%, 그리고 133%로서 아시아의 네 마리의 용 중에서는 우리나라가 366%로 나머지 국가의 세배 가까이 높은 부채비율을 보였다.

70년대 중반 이후 우리나라 기업의 자금조달 추이를 동태적으로 살펴보면 <표 4>과 <표 5>에서 보듯이 증권시장이 급등세를 보인 85-89년을 제외하고는 외부자금의 조달비중이 20%대에 불과하였으며 외부자금 중에서도 부채가 아닌 증자 등의 자기자본조달비중도 동기간에만 23.7%를 점하고 그 외의 기간에는 전부 10%대에 머물러 우리나라 기업이 소요자금의 조달을 만성적으로 부채에 의존해 왔음을 알 수 있다.

〈표 4〉 기업의 자금조달 구조

(단위 : %)

	75-79	80-84	85-89	90-95	96-97	98	99 ^{e3)}
내부자금 ¹⁾	23.3	28.1	37.3	27.9	25.8	50.0	43.4
외부자금 ²⁾	76.7	71.9	62.7	72.1	74.2	50.0	56.6

주) 1) 유보이익, 감가상각비 등

2) 금융기관차입, 회사채 및 주식발행 등

3) 98년 수치에 기업경영분석(99년)의 전년대비 증가율 등을 감안하여 추정

자료 : 한국은행, 자금순환계정

〈표 5〉 기업외부자금의 직·간접 금융비중1)

(단위: %)

	75-79	80-84	85-89	90-95	96-97	98	99
간접금융	35.2	37.2	36.0	37.2	32.4	-57.3	3.8
예금은행	22.6	17.6	19.8	16.7	13.5	2.5	28.2
비은행금융기관	12.6	19.5	16.2	20.6	18.9	-59.8	-24.3
직접금융	20.4	31.0	42.8	42.5	42.3	178.9	50.0
주식 및 출자지분	13.5	16.0	23.7	16.4	10.8	53.2	77.6
기업어음	1.7	4.3	6.8	8.0	10.6	-42.2	-30.8
회사채	4.0	9.4	10.0	16.5	20.6	165.9	3.2
국외차입	11.1	4.4	1.7	5.9	8.0	-35.5	18.7

주) 1) 기업 외부자금조달액에서 차지하는 비중
 자료: 한국은행, 자금순환계정

3. 부채비율이 높은 이유

시계열적으로 볼 때 우리나라 기업의 부채비율이 IMF 구제금융 직전이 과거에 비해 특별히 높지는 않았다 하더라도 세계적인 기준에 비추어 보면 비교적 높은 수준임은 부인할 수 없다. 그러면 왜 우리나라 기업이 부채에 과다하게 의존할 수밖에 없었는가?

우리나라 기업이 차입에 의존한 성장을 하게 된 가장 큰 이유는 자본시장의 미발달과 이에 따른 정책금융의 공급이다. 각국의 자본시장규모를 비교해 보면 1996년 기준으로 우리나라가 상장기업 수 760개, 상장주식의 시가총액 1,391억 달러로 상장기업 수 기준으로는 세계 7위, 시가총액기준으로는 세계 15위를 점하고 있어 공개율과 시가총액 면에서 볼 때는 비교적 높은 위치에 있다. 그러나 이를 GNP와 비교하여 살펴보면 GNP가 우리나라가 아시아-태평양 국가 중에서 2위임에도 불구하고 상장기업 수는 동지역에서 3위, 시가총액으로는 6위에 불과해 우리나라의 경제력에 비해 볼 때 자본시장의 발달정도는 낮은 실정이다¹⁾.

1) <http://www.fibv.com>
 통계청, 2001. 12. '월간국제통계'

기업이 소요자금을 조달하는 방법은 크게 은행 등의 금융기관을 통하여 차입을 하는 방법과 증권시장을 통하여 주식이나 채권을 발행하여 직접 개인들로부터 자금을 조달하는 두가지 방법으로 구분된다. 은행을 통한 간접금융과 증권발행을 통한 직접금융의 특징적인 차이의 하나는 증권발행은 자금을 조달하는 기업과 자금을 제공하는 개인간의 거래가 일회로 끝나는 반면 자금차입자인 기업과 자금대여자인 은행은 지속적인 관계를 맺는다는 것이다. 즉 증권시장에서는 기업이 주식이나 채권을 발행할 때 자금제공자인 개인과 거래가 이루어지며, 일단 이러한 증권이 발행된 이후에는 기업과는 관계없이 일반투자자들 간에 유통시장을 통하여 증권의 거래가 이루어진다. 이처럼 직접금융시장인 증권시장에서는 기업과 자금제공자간의 일회성거래로 끝나기 때문에 기업의 투명성이 결여되어 증권을 발행하는 기업과 그 증권을 구입하는 투자자간에 정보비대칭이 심한 경우에는 투자자의 거래기피로 증권시장을 통한 자금조달이 불가능해진다. 따라서 과거 우리나라처럼 경영의 투명성이 결여되고 사회적 신뢰수준이 낮은 경우에는 기업이 은행을 통한 간접금융에 의존하는 수밖에 없었던 것이다. 은행은 장단기 대출을 통하여 거래기업과 지속적인 관계를 맺고 있으며, 전문심사인력을 보유하고 대출약관에 의해 기업을 통제하는 수단도 갖고 있을 뿐만 아니라 일반 소액투자자와는 달리 한 기업에 거액의 자금을 대출해 주고 있어서 감시에 따른 이득을 크게 향유할 수 있는 입장에 있기 때문에 감시의 인센티브로 크다²⁾. 이와 달리 증권시장에서 일반투자자는 감시비용과 감시능력 및 기업 감시에 따른 무임승차의 문제 때문에 기업에 대한 효율적 감시는 사실상 기대하기 불가능하다.

두 번째는 정부 주도의 경제성장과 정책자금의 공급을 들 수 있다. 60-70년대 정부주도의 경제성장을 해 오면서 정부가 의도적으로 저금리정책을 사용하였기 때문에 공급리와 시중 실세금리와와의 괴리가 컸고 따라서 은행의 차입이나 외국차관 자체가 기업에게는 하나의 특혜로 인식되었으며 따라서 기업은 차입

2) 그러나 우리나라의 은행은 70년대까지는 국영기업체였으며 80년대 들어 민영화는 되었지만 지배구조 미정립으로 인해 은행의 도덕적 해이가 심각하였고, 은행은 엄격한 신용분석에 의한 대출보다는 자금에 대한 만성적인 수요초과라는 시장여건을 심분 활용하여 담보나 보증에 의한 손쉬운 대출의 길을 택함으로써 기업에 대한 감시자로서의 역할을 소홀히 하였다.

을 선호할 수밖에 없었다. 정부주도의 경제성장과 저금리정책이 정경유착을 가져오는 배경을 이루기도 하였다.

셋째로 우리나라 기업주의 경영권에 대한 과도한 집착이 기업으로 하여금 주식발행보다 부채를 선호하게 한 큰 배경을 이루었다. 정 균화(1994)나 강 준구(2000)의 설문조사에 의하면 우리나라 경영자들은 이론과는 달리 주식발행에 따른 자기자본비용이 은행차입에 따른 부채비용보다 자본비용이 더 낮은 것으로 인식하고 있다. 우리나라의 경우 배당수익률이 전통적으로 이자율보다 현저히 낮았으며³⁾ 또 국내금리가 국제금리에 비해 현저히 높았기 때문에 그들은 주식발행에 따른 자본이득을 간과하고 주식발행이 더 저렴한 자금조달원이라고 본 것이다. 그러한 인식에도 불구하고 우리나라 경영자들이 보다 저렴한 자본조달 수단을 피하고 높은 비용을 수반하는 차입으로 자금을 조달하였다는 것은 주식발행에 따른 대주주의 지분감소와 이에 따른 경영권의 위협을 가장 크게 우려하였기 때문이다(정 균화 : 1994). 이처럼 우리나라의 소유경영자들은 경영의 목표를 주가상승에 의한 가치극대화에 둔 것이 아니라 경영권의 안정에 최우선 목표를 두어왔기 때문에 자금조달도 주식발행보다는 부채발행을 선호하여 왔으며 이것이 높은 부채비율의 또 하나의 배경을 이루었다. 끝으로 경제적으로는 앞에서 설명한 부채의 절세효과도 크게 작용하였다. 특히 80년대 초반까지 우리나라 기업에 대한 실효 법인세율이 50%를 상회하여 지급이자의 절세효과가 유난히 컸기 때문에 기업이 부채를 선호할 수밖에 없었다. 이러한 모든 것이 우리나라 기업의 높은 부채의존도의 배경을 형성하였다.

4. 부채비율과 기업실패와의 관계

그러나 앞에서 지적한 바와 같이 시계열적으로 볼 때 우리나라 기업의 부채의존도가 높은 편이긴 하나 97년 경제위기 직전이 유난히 높은 부채비율을 기

3) 80년대 중반이후 우리나라 상장기업의 평균배당수익률은 2% 내외에 불과하여 미국, 영국, 독일, 프랑스 등의 주요 선진국에 비해 낮았으며(배당수익률이 1% 내외에 불과한 일본보다는 높았으나 일본은 금리가 우리나라의 절반이하 수준을 유지해 왔다) 특히 국제금리가 국내금리에 비해 현저히 낮았다는 점을 고려하면 상대적으로 우리나라의 배당수익률이 극히 낮은 실정이었다.

록한 것은 아니었다. 역사적으로 30년 이상을 부채에 크게 의존하여 왔으며 오히려 외환위기 직전에는 부채비율이 상대적으로 낮은 편이었는데도 불구하고 왜 90년대 후반부에 기업이 연쇄도산을 하고 경제위기에 봉착하게 된 것일까?

여기에 대한 해답은 90년대 변화된 기업환경에서 찾아볼 수 있다. 우리나라 기업은 80년대말 극심한 노사분규를 경험하면서 기업이 서둘러 자동화 기계화 투자를 확대하였고 이에 따라 90년대 들어 기업의 원가구조는 변동비 중심에서 고정비 중심으로 변모하고 그 결과 기업의 영업레버리지도가 전반적으로 높아지게 되었다. 또한 우루과이 라운드에 이은 세계무역기구(WTO)체제의 출범, 우리나라의 OECD가입 등으로 상품시장에 이은 금융시장과 자본시장의 개방으로 기업의 경쟁이 격화됨과 동시에 환율 및 금리변동위험 등 기업을 둘러싼 경영환경상의 위험과 불확실성 요인이 증대하였다.

기업의 총위험은 영업위험(business risk)과 재무위험(financial risk)으로 구성되는데 이렇듯 70년대나 80년대에 비하여 90년대 기업의 영업위험이 급증하게 되면 기업은 총위험을 일정 수준으로 유지하기 위해서 재무위험을 크게 줄여야 함에도 불구하고 과거의 수준을 거의 그대로 유지함으로써 인하여 기업의 총위험이 크게 증가하게 되었고 이것이 90년대 후반 경기침체와 더불어 기업의 총체적 부실을 가져오는 원인으로 작용하게 된 것이다. 영업위험의 원천은 다양하나 우리나라처럼 수출의존도가 높은 나라에서는 환율의 변동이 가장 큰 요인의 하나가 된다. 우리나라는 70년대까지 고정환율제를 채택해 오다가 1980년 1월 복수통화바스켓제도로 전환한 후 1990년 3월 시장평균환율제도로 이행하였다. 1980년 이후에는 형식적으로는 변동환율제도이나 중앙은행에서 엄격한 통제를 해 왔기 때문에 환율변동에 의한 충격은 크지 않았으나 시장평균환율제로 이행한 이후 하루 중 환율변동 폭이 90년 3월 $\pm 0.4\%$ 에서 지속적으로 확대되어 1995년 말에는 $\pm 2.25\%$ 로 급증함으로써 기업의 영업위험이 급속히 높아지게 되었다⁴⁾.

4) 환율변동폭 확대추이(단위 : %)

1990. 3.	1991. 9.	1992. 7.	1993. 10.	1994. 12.	1995.12.
± 0.4	± 0.6	± 0.8	± 1.0	± 1.5	± 2.25

〈표 6〉 연도별 변동비율

(단위:%)

연도	81	82	83	84	85	86	87	88	89	평균
변동비율	69.5	68.1	67.9	68.0	67.2	67.6	68.0	66.6	65.6	67.6
연도	90	91	92	93	94	95	96	97	-	평균
변동비율	64.2	63.6	62.8	61.6	61.8	61.2	62.6	61.5	-	62.4

자료: 한국은행, '기업경영분석' 각 년도

한편 영업위험을 측정하는 또 하나의 척도는 영업레버리지도(degree of operating leverage)이며 이것은 영업이익의 매출액에 대한 탄력성을 말한다. 영업레버리지도는 생산 및 영업활동에서 고정비가 점하는 상대적인 비중으로 측정되며 비용 중에서 고정비의 비중이 크면 클수록 영업레버리지도가 커지고 따라서 영업위험은 높아진다⁵⁾. 이러한 점에서 우리나라 기업의 변동비율(변동비/매출액)의 추이를 살펴보면 80년대는 평균 67.6%이었으나 90년대(1990-1997년)에는 62.4%로 평균 5.2% 포인트나 낮아져 영업위험이 커졌음을 알 수 있다. 80년대 비하여 90년대 들어 비용의 고정화정도가 심각해 진 것은 80년대 말 올림픽과 정치적 민주화에 즈음하여 우리나라 기업이 최악의 노사분규를 경험하면서 인건비가 급상승함에 따라 많은 기업이 자동화, 기계화투자를 우선적으로 실시함에 따른 결과로 보여진다⁶⁾.

영업레버리지도를 직접적으로 측정한 윤여준-장익환의 연구(2003)에 의하면 우리나라 제조업의 평균 영업레버리지도도는 1980년대에는 4.18(최저 2.89, 최고 4.80)을 보였으나 80년대 말부터 급격히 상승하여 1990년 이후부터 외환위기

5) 영업레버리지도(DOL)는 영업이익변동율($\Delta \text{EBIT}/\text{EBIT}$)을 매출액변동율($\Delta \text{S}/\text{S}$)로 나눈 것으로 궁극적으로 공헌이익(CM)을 영업이익(EBIT)으로 나누어 산출되므로 아래의 식에서 보듯이 변동비(VC)에 비해 고정비(FC)가 커질수록 영업레버리지도는 높아지게 된다.

$$\text{DOL} = \text{CM}/\text{EBIT} = (\text{S} - \text{VC})/(\text{S} - \text{VC} - \text{FC}) = 1 + \text{FC}/(\text{S} - \text{VC} - \text{FC})$$

6) <표 7>에서 보듯이 89-91년의 3년간 고정자산 증가율은 평균 24.2%로서 80년대(18.9%)와 90년대(16.3%) 평균 증가율을 현저히 상회하고 있다.

직전인 1997년까지는 평균이 5.13(최저 4.89, 최고 5.89)를 나타내어 영업위험이 크게 증가하였음을 구체적으로 보이고 있다.

결론적으로 90년대 말 기업실패는 기업의 위험관리미숙에서 비롯된 것이다. 기업실패가 과다차입에서만 비롯된 것은 아니나 경영환경의 불확실성 증대와 영업레버리지도의 증가라는 기업내외의 환경변화에 대응하여 부채의존도를 적시에 낮추지 못하고 총위험의 확대를 방치하였다는 점에서 과다차입은 기업실패의 간접적인 배경을 형성한다고 볼 수 있다.

Ⅲ. 과잉투자

1. 과잉투자란?

다음은 과잉투자에 대해 알아보자. 과잉, 중복투자란 언론에서 흔히 특정 기업, 특히 재벌이 신규업종에 진출하고자 할 때 사용하는 용어다. 삼성의 자동차 산업에의 진출, 현대의 제철사업진출(문민정부때 불허되었지만), 그리고 재벌기업들의 유통업에의 진출 등이 그 몇 가지 예가 될 것이다. 그러면 과연 과잉투자란 무엇인가? 이미 몇몇 업체가 진출해 있는 업종에 진출하면 그것이 과잉, 중복투자인가? 그렇다면 독과점이 가장 이상적인 시장구조란 뜻인가? 아니면 국내의 적정 수요를 초과하는 생산시설에의 투자를 의미할 것인가? 그러나 이것은 경제가 세계화되어 국내시장만을 겨냥한 생산이 더 이상 의미가 없어진 글로벌 경제하에서는 적합한 개념이 아니다. 따라서 과잉투자란 투자수익성이 자본조달비용을 지속적으로 하회하는 곳의 투자를 의미한다고 보아야 할 것이다. 기업이 투자를 행할 때 가장 수익성이 높은 것부터 차례로 선택해 나갈 것이고 자본시장이 효율적이라면 투자수익률이 자본비용과 일치하는 선까지 투자를 행하는 최적투자가 이루어질 것이다. 사전적으로 기업이 투자를 행할 때 자본비용을 하회하는, 따라서 순현재가치(net present value)가 마이너스인 곳에 투자를 하지는 않을 것이다. 인간이 기본적으로 이기적이고 또 기업경영

의 제1의 목적이 이윤창출에 있기 때문에 수익성이 낮은 곳에 의도적으로 투자하는 기업은 없을 것이며⁷⁾ 따라서 사전적으로(ex ante) 과잉투자란 개념은 존재할 수가 없다. 투자의사결정은 미래지향적이고 따라서 항상 불확실성이 수반한다. 투자수익성이 자본비용을 상회할 것이라고 예상하여 투자한 것이 예측의 오류나 사후적인 환경의 급변으로 당초 예상과 달리 투자수익성이 자본비용보다 낮을 수는 있을 것이다. 따라서 사후적인(ex post) 잣대를 가지고 과잉투자를 논할 수는 없다.

2. 과연 과잉투자였나?

그러면 과연 우리나라 기업이 사후적인 잣대에 의해서 과잉투자를 했는지부터 먼저 살펴보자. <표 7>에서 보듯이 우리나라 기업의 총자산증가율은 97년 경제위기직후를 제외하고는⁸⁾ 과거 30년 가까이 지속적으로 두 자리 수의 투자증가율을 보여 왔으며(70년대 29.0%, 80년대 평균 19.6%, 90년대 평균 15.0%) 투자확대에 힘입어 매출액도 두 자리 성장을 지속하여 왔다. 그러나 투자(총자산)증가율과 매출증가율간의 관계를 보면 70년대에는 자산증가율보다 매출증가율이 평균적으로 더 높아 투자가 비교적 효율적으로 이루어졌으나 80년대에는 비슷한 수준이 되었다가 90년대에는 매출증가율이 투자증가율을 하회함으로써 우리나라 기업이 적어도 활동성 면에서는 비효율적인 투자를 근년에 접어들어 더 많이 하였다는 것을 간접적으로 보여주고 있다⁹⁾.

7) Jensen(1986)에 의하면 소유와 경영이 분리된 경우 경영자는 기업규모를 키워서 자신의 보수를 증가시키거나 성취욕구를 충족시키기 위하여 잉여현금을 주주에게 배당하지 않고 수익성이 낮은 곳에 투자할 수도 있다. 그러나 이러한 투자행태는 일시적, 부분적으로 나타날 수는 있지만 체계적, 지속적으로 나타나기는 어렵다.

8) 지난 10년간 상장기업의 자산재평가 실시 현황은 아래 표와 같으며 매년 30건 이내의 재평가가 이루어지다가 98년도와 99년도에 재평가가 500건 가까이 집중적으로 이루어진 것은 99년말까지 부채비율을 200% 이하로 낮추기 위하여 특히 30대 재벌기업이 자산재평가를 집중적으로 실시하였기 때문이다.

연도	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
실시회사수	2	24	18	24	4	33	27	74	314	148

〈표 7〉 연도별 기업성장률 추이

(단위 : %)

연도	총자산 증가율	고정자산 증가율	매출액 증가율	연도	총자산 증가율	고정자산 증가율	매출액 증가율	연도	총자산 증가율	고정자산 증가율	매출액 증가율
70'	n.a.	n.a.	n.a.	80'	38.7	27.1	37.2	90'	23.8	18.9	18.8
71'	24.1	27.7	25.1	81'	20.0	22.2	33.9	91'	22.5	20.8	17.4
72'	21.7	17.5	33.3	82'	18.7	23.0	12.3	92'	12.3	11.0	10.3
73'	43.4	28.0	59.3	83'	15.2	9.9	17.8	93'	11.2	13.2	9.9
74'	42.3	33.4	57.2	84'	14.8	12.6	17.9	94'	16.8	13.1	18.2
75'	36.6	36.3	41.0	85'	13.0	13.1	9.8	95'	19.3	19.0	20.4
76'	27.0	29.3	38.6	86'	15.2	18.6	16.8	96'	15.0	18.2	10.3
77'	28.3	26.1	31.6	87'	20.4	18.4	22.6	97'	22.4	13.6	11.0
78'	33.6	36.6	36.5	88'	15.8	18.3	15.8	98'	3.5	17.1	0.7
79'	33.2	33.5	30.5	89'	24.0	26.2	7.0	99'	2.8	-0.01	8.0
평균	29.0	26.8	35.3	평균	19.6	18.9	19.1	평균*	17.3	16.3	15.0

주) 90년대는 외환위기 직전인 96년까지의 평균치임
 자료 : 한국은행, '기업경영분석' 각 년도

한편 투자수익률의 척도인 기업경상이익률을 보면 70년대에는 평균 10.5%, 80년대에는 평균 9.6%인데 비하여 90년대에는 평균 7.2%로 지속적으로 낮아지고 있으며 90년대에 수익률이 대체로 7%대에 머물고 있었다¹⁰⁾. 지난 30년간의 투자수익률을 자본비용과 비교해 보면 기업경상이익률이 73-74년을 제외하고는 모두 차입금평균이자율을 하회하여 우리나라 기업이 차입이자율보다 수익

9) 한 진희(1999)는 부실기업처리과정에서 정부가 재벌기업에 특혜를 주어왔다는데 주목하여 우리나라 상위 재벌기업은 정부의 묵시적 투자손실보전을 기대하고 불확실성이 클수록 더 많은 투자를 행하여 상위재벌기업의 과잉투자가 더 심각하였다고 주장하였다. 그러나 왜 상위 5대재벌에만 정부가 투자손실보전을 할 것이라고 기대했는지에 대한 설명이 없고 또 불확실성의 척도로서 과거 수익률의 표준편차를 사용함으로써 대응치에 문제가 있었으며 실증결과를 재벌기업의 과잉투자과 직접 연결하기에는 논리적으로 어려움이 있었다.

10) 1995년이 9.2%의 비교적 높은 수익성을 보인 것은 반도체 특수로 인한 것이며 이것은 95년 12월 결산 상장법인 전체의 당기순이익은 6.8조원이었는데 그 중 반도체 3사의 순이익이 4.1조로 전체의 60%를 점하였다는 사실에서 입증된다.

성이 낮은 곳에 지속적으로 투자해 왔음을 알 수 있다. 이에 따라 자기자본순이익률도 80년대 이후에는 부(-)를 기록하거나 아니면 차입금평균이자율보다도 지속적으로 낮아 위험에 상응하는 투자수익을 전혀 실현하지 못해 왔음을 보여 주고 있다(<표 8> 참조).

강효석-남명수(1997)이 행한 경제적 부가가치에 관한 연구는 이러한 내용을 구체적인 수치로 보여 주고 있는데 그들은 상장기업 151개사를 분석하여 1986-1995년의 10년간 어떤 한해도 기업이 정(+)의 경제적부가가치(EVA)를 창출하지 못했을 뿐만 아니라 부(-)의 EVA가 90년대 들어 급속히 확대되고 있음을 밝히고 있다¹¹⁾. 결론적으로 자본비용을 하회하는 투자수익률을 20년간 지속적으로 보여 왔다면 우리나라 기업들이 과잉투자를 행한 것으로 볼 수 있다.

<표 8> 연도별 기업 수익성 추이

(단위: %)

연도	기업 경상 이익률	차입금 평균 이자율	자기자본 순이익률	연도	기업 경상 이익률	차입금 평균 이자율	자기자본 순이익률	연도	기업 경상 이익률	차입금 평균 이자율	자기자본 순이익률
70'	9.5	14.7	10.67	80'	9.1	18.7	-7.30	90'	7.8	12.5	5.83
71'	8.4	13.4	4.41	81'	10.0	18.4	-5.19	91'	7.5	13.0	5.62
72'	10.6	12.0	16.73	82'	8.8	16.0	0.22	92'	7.4	12.3	3.66
73'	12.8	8.6	30.04	83'	9.6	13.6	9.60	93'	7.1	11.2	4.22
74'	10.9	10.5	16.28	84'	9.7	14.4	6.81	94'	8.1	11.4	7.56
75'	9.5	11.3	11.70	85'	9.4	13.4	5.84	95'	9.2	11.7	11.03
76'	10.4	11.9	14.88	86'	10.5	12.5	10.88	96'	6.4	11.2	2.02
77'	10.8	13.1	12.33	87'	10.1	12.5	10.71	97'	5.4	10.6	-4.21
78'	11.0	12.4	12.47	88'	10.5	13.0	10.24	98'	5.9	13.5	-15.86
79'	10.7	14.4	8.75	89'	8.3	13.6	6.42	99'	7.0	11.5	0.04

주) 1) 기업경상이익률 = (경상이익 + 지급이자)/총자본

2) 차입금평균이자율 = 이자비용/(회사채 + 장단기차입금)

3) 자기자본순이익률 = 당기순이익/자기자본

자료 : 한국은행, '기업경영분석' 각 년도

11) 증권거래소의 분석(1998)에 의하면 1992-1996년의 5년간 상장기업에 대한 업종별 경제적 부가가치 분석결과 5년간 정(+)의 경제적 부가가치를 실현한 업종은 통신업과 전자, 도매 및 건설업의 4개에 불과 하며 나머지 17개 업종의 큰 부(-)의 경제적 부가가치를 나타내었다.

〈표 9〉 투자와 수익성간의 상관계수

	기업경상이익률			자기자본순이익률		
	t	t + 1	t + 2	t	t + 1	t + 2
총자산 증가율(t)	0.561	0.388	0.288	0.400	0.085	0.052
매출액 증가율(t)	0.714	0.524	0.414	0.532	0.283	0.230

주) 1971년-1997(27년간)년 제조업 기준

〈표 9〉를 통하여 투자와 수익성간의 상관관계를 살펴보면, 1970년부터 외환위기 직전인 1997년까지 연도별 총자산증가율과 기업경상이익률간의 상관계수는 0.561에 불과하였으며, 자기자본순이익률과의 상관계수는 0.400으로 더 낮았다. 또한 투자의 효과가 1-2년의 시차를 갖고 나타날 수 있다는 점에서 1년과 2년 후의 수익성지표와의 상관계수를 구해본 결과 1년 후의 동 계수는 각각 0.388과 0.085, 2년 후의 계수는 0.288과 0.052로서 오히려 더 낮은 수치를 보여주고 있다. 이는 우리나라 기업이 수익성보다는 외형위주의 성장위주로 투자해 왔다는 것을 간접적으로 보여줌과 동시에 한편으로는 우리나라 기업이 투자를 행할 때 수익성이 높은 곳에 투자를 해왔다기 보다는 수익성이 높아 현금창출 능력이 있을 때 수익전망과는 무관하게 투자를 확대해 왔다는 것을 시사한다¹²⁾.

3. 과잉투자의 이유

그러면 이윤추구를 제1의 목표로 하는 한국 기업이 이처럼 경기나 수익성과 무관하게 지속적으로 투자해 온 이유는 무엇일까? 경기와 무관한 지속적 투자는 성장에 대한 인센티브와 직결되어 있을 것이다. 성장에 관한 인센티브 중에

12) 기업이 한계투자수익률이 높은 것부터 차례로 투자를 행하여 왔다면 투자증가율과 수익성 지표가 시차를 뒀음에 따라 낮아지는 것은 당연하다고 볼 수도 있으나 우리나라는 〈표 8〉에서와 같이 그간 투자수익률이 차입이자율을 하회해 왔으며 성장 기회가 많았다는 점에서 반드시 나중의 투자가 선행투자보다 기대투자수익률이 낮다고 단정지을 수는 없을 것이다.

〈표 10〉 연도별 물가상승률 추이(단위: %)

연도	소비자물가	도매물가	지가	연도	소비자물가	도매물가	지가
75	24.9	26.5	26.99	88'	7.1	2.7	27.47
76	15.4	12.2	26.60	89'	5.7	1.5	31.97
77	10.2	9.0	33.55	90'	8.5	4.2	20.58
78	14.4	11.6	48.98	91'	9.3	4.8	12.78
79	18.2	18.8	16.63	92'	6.3	2.1	-1.27
80'	28.8	39.0	11.68	93'	4.8	1.5	-7.38
81'	21.5	20.4	7.51	94'	6.2	2.7	-0.57
82'	7.1	4.6	5.4	95'	4.5	4.7	0.55
83'	3.4	0.2	18.5	96'	4.9	3.2	0.95
84'	2.2	0.7	13.2	97'	4.5	3.9	0.31
85'	2.3	0.9	7.0	98'	7.5	12.2	-13.60
86'	2.8	-1.5	7.3	99'	0.8	-2.1	2.94
87'	3.1	0.5	14.67				

자료 : 한국은행, '조사통계월보' 해당호 및 건설교통부, '지가동향'(2000. 7.)

서 가장 큰 것이 물가상승에 의한 인플레이 이득의 향유로 보여 진다¹³⁾. 기업이 영업활동에서는 이익을 실현하지 못해도 부동산 가격 상승에 의한 인플레이 이득을 향유할 수 있다면 영업활동의 결과인 자기자본순이익률이나 기업경상이익률 등이 저조함에도 불구하고 지속적인 투자를 행할 경제적 이유가 충분히 있는 것이다. <표 10>에서 우리나라의 지가상승률 추이를 보면 80년대 말까지는 두 자리의 급속한 상승률을 보이고 있다. 이처럼 60년대 이래로 지속되어 온 일반물가상승률을 훨씬 상회하는 부동산가격의 상승으로 인하여 기업이 영업 이익보다도 부동산가격의 상승을 겨냥하고 과잉투자를 하게 된 것이다. 그러다가 90년대 초에 부동산 경기침체로 92년부터 지가의 하락 내지 보합의 양상이

13) 또 다른 가능성은 회계조작으로 인하여 공시되는 자료가 기업의 수익성을 과소측정한 결과로 볼 수 있다. 80년대까지 우리나라 기업의 탈세의 목적으로 작성하는 이중장부의 관행이 일반적이었다는 점에서 이러한 추론은 상당한 설득력을 가질 수 있다.

90년대 말까지 지속되어 인플레이션이 붕괴되자 이것이 영업활동에서의 저조한 수익성과 함께 이중의 어려움을 안겨 준 것이다. 또한 담보위주의 대출관행에 젖은 은행에게도 부동산 가격의 하락은 담보처분에 의해 채권회수가 보장되지 못하는 상황을 전개하여 부실채권을 양산하고 궁극적으로는 은행이 부실화되는 근본 원인의 하나가 되었다.

부동산 가격의 상승을 지향한 투자행태는 <표 11>에서 보는 것처럼 지가상승분을 당기순이익에 포함시킨 지가조정 자기자본순이익률을 살펴보면 명백해진다. 75년 이래 기업경상이익률이 차입금평균이자율을 상회하는 해가 한해도 없었으며 마찬가지로 자기자본순이익률(ROE)도 차입금이자율을 하회하였으나 (<표 8> 참조) 지가상승부분을 당기순이익에 포함시켜 다시 산출한 지가조정 ROE를 보면 70년대까지는 이것이 차입금평균이자율을 상회하였고 80년대에는

<표 11> 연도별 지가조정 수익성 추이

(단위 : %)

연도	지가조정 ROE(A)	차입금평균 이자율(B)	차이 (A - B)	연도	지가조정 ROE(A)	차입금평균 이자율(B)	차이 (A - B)
75'	25.6	11.3	14.3	88'	18.1	13.0	5.1
76'	19.8	11.9	7.9	89'	15.5	13.6	1.9
77'	19.5	13.1	6.4	90'	12.3	12.5	-0.2
78'	19.2	12.4	6.8	91'	9.9	13.0	-3.1
79'	14.3	14.4	-0.1	92'	3.2	12.3	-9.1
80'	-3.7	18.7	-22.4	93'	1.4	11.2	-9.8
81'	-2.4	18.4	-20.8	94'	7.4	11.4	-4.0
82'	2.0	16.0	-18.0	95'	11.2	11.7	-0.5
83'	15.3	13.6	1.7	96'	2.4	11.2	-8.8
84'	11.0	14.4	-3.4	97'	-4.1	10.6	-14.7
85'	7.9	13.4	-5.5	98'	-22.4	13.5	-35.9
86'	13.0	12.5	0.5	99'	1.2	11.5	-10.3
87'	14.9	12.5	2.4				

주) 지가조정 ROE = (당기순이익 + 토지 x 지가상승률)/자기자본

80-82년의 정변기를 제외하고는 대체로 이자율과 비슷한 수준을 보였다. 그러나 90년대에는 지속적으로 지가조정 ROE가 차입금평균이자율을 하회하고 있다. 건설부에서 고시하는 지가상승률이 실제 지가상승율을 100% 반영하지 못하였을 것이라는 점¹⁴⁾과 토지 이외에 건물이나 기계장치, 선박, 항공기 등에서 발생하는 자본이득을 추가로 고려한다면 적어도 80년대까지는 부동산 가격상승을 고려할 경우 우리나라 기업이 과잉투자를 했다고 결론내리기는 어려우며 한편으로는 우리나라 기업의 지속적인 비수익투자행태를 이해할 수 있게 된다.

인플레이션에 대한 신화 외에도 수익성과 무관한 투자가 이루어지게 된 배경으로는 경영자의 자기성취 욕구 충족이나 정부의 지원 등과 같은 순수한 경제적인 요인도 자리하고 있다. 일반적으로 기업경영자는 소유경영자든 전문경영자든 확장지향적인데 이는 경영자 스스로의 성취욕구 충족이라는 것 이외에 30대 재벌이나 10대 재벌 총수이어야 사회적으로 보다 인정을 받는다는 이유도 있다. 소유와 경영이 분리된 선진자본주의 국가에도 경영자의 성장추구경향(hubris hypothesis)과 특히 성숙산업에서의 과잉투자(overinvestment)의 문제는 나타난다. 이는 한편으로는 경영자 보수가 기업의 규모와 통상 연동되기 때문이며, 또 한편으로는 성숙산업에 속한 기업의 경우에는 경영자가 영업활동에서 발생하는 잉여현금(free cash flow)을 배당으로 주주에게 배분하는 대신에 과시적소비(perk consumption)의 기회확대를 위하여 수익성이 낮은 곳에도 투자하기 때문이다¹⁵⁾. 또한 80년대까지는 우리나라 정부가 수출제일주의 정책을 전개하여 왔기 때문에 수익성과 무관하게 수출규모에 의해 각종 세제 및 금융상의 지원(투자세액공제, 특별감가상각제도, 수출금융, 정책금융 등)이 이루어졌던 것도 기업의 과잉투자의 한 배경을 이룬다.

끝으로 순수히 경제적인 관점에서 볼 때 기업이 수익성보다 외형위주의 성장정책을 추구해 온 것은 기업의 명성효과를 얻기 위해서라고 볼 수 있다. 우수한 인력의 유치나 금융기관으로부터의 차입의 용이성 및 대정부 영향력의 행사에 있어서 내실 있는 기업보다는 규모가 큰 기업이 상대적으로 유리하였기 때

14) 90년대 초까지만 하더라도 공시지가가 평균적으로 실거래가격의 60-70%를 넘지 못하였다.

15) 우리나라의 경우는 소유경영이 대부분이며 또 대주주의 지분이 상대적으로 높기 때문에 이러한 동기에 의한 대리인문제는 적게 발생한다.

문이다. 또 이 모든 것들이 궁극적으로는 대마불사의 신화와 연결되었던 것이다.

인플레이션 신화에 기초한 과잉투자는 80년대까지는 부동산의 가격상승이 영업활동의 저조한 투자수익을 보완하여 주었으나 90년대 초 부동산 가격의 안정 내지 하락으로 인하여 기업은 낮은 투자수익성과 부동산가격의 하락으로 이중의 어려움을 겪게 되었고 이것이 수년간 지속됨에 따라 90년대 중반이후에는 기업의 연쇄부도로 연결되고 이것이 외환위기를 초래하였다는 점에서 과잉투자가 경제위기의 큰 원인이었음은 부인할 수 없다.

우리나라 기업이 저조한 투자수익성에도 불구하고 장기적으로 과잉투자를 할 수 있었던 배경에는 기업지배구조의 실패, 경쟁의 실패(독과점적 시장구조), 금융시장의 실패(규율미흡) 및 퇴출시장의 실패(대마불사 및 상호지급보증 등에 의한 퇴출 불능)가 자리하고 있다. 따라서 과잉투자는 이러한 제도적인 미비점을 보완함으로써 시정되어야 할 것이다.

마지막 의문은 우리나라 기업들이 수십년간 비수익적인 투자를 해 오면서 언젠가는 기업의 집단부도와 경제위기가 오리라는 것을 전혀 감지하지 못했을까 하는 점이다. 이것은 아마도 반도체 환상과 관련이 있을 것이다. 종합적으로 볼 때 우리나라 기업의 경영성과는 지가하락을 고려할 경우 특히 90년대 초반부터 급속히 악화되어 왔는데도 불구하고 1995년까지는 반도체 특수로 인하여 기업이 처한 심각한 상황을 제때 인식하지 못하였던 것으로 보인다. 1995년 12월 결산 상장법인 전체의 당기순이익은 6.8조원이었는데 그 중 반도체 3사의 순이익이 4.1조로 전체의 약 60%를 점하였다는 사실이 이를 뒷받침해 준다. 또한 기업의 성패가 순수히 경제논리에 의해서만 결정되는 것이 아니고 정경유착과 국민정서, 그리고 정치권의 도덕적 해이로 인하여 부실기업을 발생시점에서 그때그때 처리하지 못하고 구제금융 등으로 부실을 이연, 누적시켜 왔기 때문이다.¹⁶⁾ 따라서 서서히 정리되었어야 기업들이 벼랑 끝에 몰려서 일시에 정리되는 바람에 큰 충격을 주게 된 것이다.

16) 최근 지방자치제도의 실시이후 각 지방자치단체들이 경쟁적으로 지방채 등 부채에 의하여 청사건물, 문화관, 운동장, 지하철 건설 등의 대형 사업을 일으켜 업적은 자신의 재임중에 내고 그 자금부담은 후임자에게 지게하는 이러한 과잉투자가 만연하고 있는데 이러한 것이 정치권의 도덕적해이의 전형적인 한 행태로 볼 수 있다.

IV. 문어발식 기업확장

마지막으로 언론에서 회자하고 있는 것처럼 재벌기업의 문어발식 기업확장(비관련 다각화)이 기업부실을 초래하였는지에 대해서 조명해 보기로 하자.

기업은 성장전략의 일환으로 다각화전략을 채택하며 다각화에는 관련다각화와 비관련다각화가 있으나 특히 비판의 대상이 되고 있는 것은 재벌기업에 의한 비관련 다각화(conglomerate diversification)이다. 기업이 다각화를 추구하는 것은 나름대로의 경제논리에 입각하고 있다. 관련다각화 중 수평적다각화는 시장지배력 확대에 의한 규모의 경제나 범위의 경제를 누리기 위하여, 수직적다각화는 잉여자원의 활용 및 거래의 내부화에 의한 거래비용의 절감을 목적으로, 그리고 비관련다각화는 산업구조 변화에의 대응 및 위험분산을 주된 목적으로 이루어진다. 이하에서는 먼저 국내기업의 다각화 실태를 재벌기업을 중심으로 살펴보고 다각화가 과연 기업실패의 원인으로 작용했는지를 고찰하고자 한다.

1. 30대 재벌의 다각화 실태

우리나라 재벌기업은 IMF구제금융 직전까지 매년 계속하여 계열사 수를 늘리고 총자산 규모도 매년 두 자리 수로 증가시켜 1996년 말에는 30대 재벌의 계열사 수가 821개사로 평균 27개 이상의 계열사를 보유하고 있다. 특히 1996년에 계열사가 전년대비 152개가 급증한 것은 1996년 중에 위장계열사의 추가 조사에 의해 77개사가 새로이 편입된 것과 또한 신규로 지정된 그룹의 계열사가 탈락한 그룹의 계열사보다 숫자가 많은데서 기인한 것이다. 이처럼 우리나라 30대 재벌은 IMF구제금융 직전까지는 평균 20개 이상의 계열사를 거느리고 영위업종도 20개에 달하였다. 그리고 5대 재벌의 평균 영위업종은 96년말 기준으로 31개에 달하며 계열사수는 52개에 달하여 미국 500대 기업의 평균 영위업종수가 85-92년의 기간 중 지속적으로 10-11개였음을 감안해 볼 때 우리나라 재벌기업이 외국기업에 비하여 기업제국건설을 지향하여 방만한 업종다각화를 지향하여 왔음을 알 수 있다(황인학 2000). 한편 일본의 재벌기업(系

계)은 계열사 수는 우리나라 재벌기업보다 많으나 영위업종 수는 훨씬 적은데 이는 일본 재벌은 수직적계열화를 주로 이루고 있어 하청업체가 대부분 계열사로 편입되어 있기 때문이다.

우리나라 재벌기업의 방만한 비관련 다각화는 핵심역량의 집중에 의한 경쟁력 제고에 역행할 뿐만 아니라 총수의 개인적 취향에 의한 비수익적 선호사업에의 투자 등 내부 이해관계의 상충 내지 도덕적 해이 현상을 초래하는 문제점을 안고 있다. 그러나 통제피라미드 구조에 의한 다변화 기업집단은 기업활동을 뒷받침하는 제도적 기반이 미흡한 신흥시장에서는 위험사업이나 중화학공업에의 투자를 촉진하여 국민경제발전에 기여한 측면도 있으며 삼성그룹의 반도체사업에의 진출이나 대우그룹의 옥포조선 인수 등은 성공적인 비관련 다각화의 몇 가지 예를 보여주고 있다.

〈표 12〉 재벌기업의 다각화 실태

연도	재벌수	계열사수 (평균)	평균 영위업종수	자산총액(조원) (전년비증가율)	자기자본비율(%)
1987	32	509(15.9)	9.9	57.4	23.8
1988	40	608(15.2)	9.5	70.9(17.5%)	22.8
1989	43	673(15.6)	10.0	88.3(22.9%)	24.6
1990	53	798(15.1)	10.0	110.0(18.3%)	28.3
1991	61	933(15.3)	17.9*	145.4(29.6%)	26.7
1992	78	1,056(13.5)	18.3*	187.2(24.7%)	24.9
1993	30	604(20.1)	19.1	178.4(14.2%)	28.8
1994	30	616(20.5)	18.5	199.5(11.8%)	28.9
1995	30	623(20.8)	18.8	233.4(17.0%)	24.4
1996	30	669(22.3)	19.5	286.9(22.9%)	24.6
1997	30	821(27.4)	19.1	348.4(21.4%)	21.6
1998	30	804(26.8)	19.7	435.3(24.9%)	17.4
1999	30	686(22.9)	19.6	472.8(8.6%)	21.6
2000	30	484(16.1)	17.8	412.9(-12.7%)	31.2

주 1) 1992년까지는 총자산이 4,000억원 이상인 기업집단을 대상으로 하였다가 1993년부터 상위 30대 기업집단으로 대상을 변경함.

2) 각 년도 4월 1일이 기준시점이나 자료는 전년도 말의 자료임.

3) 업종 중 1991, 1992년은 상위 30대 기업집단 기준임

자료 : 공정거래위원회

2. 다각화와 경영성과 및 기업도산과의 관계

논쟁의 핵심은 비관련 다각화가 과연 경제논리에 의해 이루어졌는가, 즉 우리나라 재벌기업이 비관련 다각화를 추진하여 위험분산은 제대로 이루지 못하면서 수익성을 현저히 저해했는지에 초점을 맞추어야 한다. 외국의 선행연구에서는 경영자의 hubris가설에 입각한 주주와 경영자간의 대리인문제로 인하여 다각화정도와 경영성과 간에는 부(-)의 관계가 대체로 보도되고 있다. Lang & Stulz(1994)는 토빈 q와 기업집중도간의 정의 관계를 보고하였으며, Berger & Ofek(1995)는 다각화된 기업의 개별업종의 가치합계는 다각화기업의 가치보다 13-15%더 높다는 사실을 보였으며, Comment & Jarrel(1996)도 다각화의 축소와가 기업가치 증가와 유관함을 보였다. 다른 한편 John & Ofek(1996)은 기업자산의 처분에 의해 집중도가 높아지는 경우 경영성과가 개선됨을 보였다. 비록 Seavaes(1996)의 연구처럼 1970년대 미국기업이 다각화를 집중적으로 추진할 당시에는 다각화할인이 거의 나타나지 않았다는 연구도 있으나 대체로 이상의 연구들은 다각화와 기업가치 간의 부(-)의 관계를 시사하고 있다. 다각화기업이 저평가되는 원인으로는 경영자가 참호를 구축하여 주주의 이익을 희생하여 자신의 이익을 추구하는 다각화기업의 지배구조의 부적절성이 큰 원인으로 지적되고 있으나 Anderson 등(2000)은 다각화와 기업지배구조의 특성 간에 뚜렷한 상관관계를 발견하지 못하였다.

그러나 우리나라의 실증연구에서는 일관성 있는 결론에 도달하지 못하고 있다. 조 동성(1990)은 45개 재벌군을 대상으로 한 연구에서 다각화가 수익성에 부정적인 영향을 끼침을 밝혔으며, 이 수복-한 성덕(1998)도 1992년 78개 재벌을 대상으로 한 연구에서 다각화가 이윤율을 감소시키는 요인으로 작용함을 발견하였다. 그러나 홍 재범-황 규승(1997)은 1986-1991년 204개 상장기업을 대상으로 한 연구에서 관련다각화는 기업의 성장성과 위험저감에 부정적인 영향을 끼치는 반면 비관련다각화가 기업의 수익성과 위험 저감에 긍정적인 영향을 끼침을 밝혔으며, 이 제민, 어 운선(1999)은 35개 재벌을 대상으로 한 기업도산 연구에서 다각화 자체나 다각화 추진속도는 도산과 부(-)의 상관관계가 있음을 밝힘으로서 다각화가 위험저감효과가 있다는 증거를 제시하였다. 황 인학(2000)도

〈표 13〉 5대 재벌과 기타재벌간 수익성 비교

(단위 : %)

연도	구분	자기자본 순이익률	자기자본 경상이익률	매출액 경상이익률	매출액 순이익률
87	5대재벌	5.20	9.64	1.24	0.64
	기타	1.08	-7.04	-1.16	0.18
88	5대재벌	5.57	8.85	1.58	0.99
	기타	8.18	15.31	2.56	1.36
89	5대재벌	9.50	13.91	2.24	1.53
	기타	5.66	14.31	3.84	1.52
90	5대재벌	6.80	8.30	1.87	1.53
	기타	4.30	7.63	2.48	1.40
91	5대재벌	5.40	7.99	1.84	1.24
	기타	3.87	6.11	1.91	1.21
92	5대재벌	3.90	5.55	1.18	0.83
	기타	2.66	4.82	1.35	0.74
93	5대재벌	4.88	7.25	1.53	1.03
	기타	0.81	2.43	0.70	0.23
94	5대재벌	9.01	13.02	2.78	1.92
	기타	1.96	3.21	0.87	0.53
95	5대재벌	9.01	13.01	2.78	1.92
	기타	1.97	3.41	0.93	0.53
96	5대재벌	14.05	17.71	3.63	2.88
	기타	0.58	2.58	0.65	0.14
97	5대재벌	1.96			0.36
	기타	-2.27			-0.51

자료 : 공정거래위원회

1985-1997년에 걸쳐 72개 기업집단을 대상으로 한 연구에서 부실그룹이 건설 그룹에 비하여 다각화지수는 낮고 사업간 관련도는 높다는 사실을 발견하여 다각화가 위험회피의 수단이 되고 있음을 밝혔으며 Choi-Cowing(2002)은 1985-1995년 10년간 25개 재벌기업의 패널자료를 이용하여 재벌기업의 다각화지수와 경영성과와의 관계를 분석하여 재벌기업의 업종별 매출액이 아니라 계열사매출액을 기준으로 한 허핀달지수(Herfindal Index)와 자본수익성간의 부의 관계를 발견하여 재벌기업이 규모가 비슷한 계열사의 수를 증가시킴에 따라 그룹전체의 수익성이 향상되는 관계를 발견하였다.

한편 남 주하 등(2000)은 재벌기업에 있어서 상품의 내부거래와 개별기업의 부도위험과는 유의적인 상관관계를 갖지 않는다는 사실을 밝혀 기업의 수직적 다각화도 기업의 부도위험과 무관함을 밝혔다.

또한 수익성 측면에서 볼 때 1987-1997년의 11년간 5대 재벌과 기타 재벌간의 자기자본순이익률을 비교해 보면(<표 13> 참조) 1988년을 제외하고는 영위업종수가 더 많은 5대 재벌의 수익성이 더 높게 나타나 문어발식 다각화가 기업수익성에 부정적인 영향을 끼쳤다는 증거를 발견할 수 없었다.

따라서 이상의 실증연구를 종합해 볼 때 적어도 우리나라에서는 재벌기업의 문어발식 기업확장이 기업의 수익성 악화나 기업부실을 초래했다는 주장은 그 근거가 희박해 보인다.

V. 결 어

1997년말 우리나라의 경제위기에 대해서는 그 발생원인 및 처방에 대해서 이미 수많은 연구가 있었으며 1998년 이후 우리나라 정부와 기업, 그리고 국민의 구조조정과 경제회복을 위한 각고의 노력으로 2000년 이후 일단은 경제위기를 거의 극복한 것으로 보인다. 그러나 지난 경제위기에 대한 정확한 원인 진단은 향후 비슷한 어려움을 겪지 않기 위해서라도 지금 이 시점에서 의미가 있을 것이다. 많은 연구자들이 공통적으로 지적한 가장 대표적인 것이 우리나라 기

업의 과다차입과 과잉투자가 기업실패의 주된 원인이었다는 것이다. 본고는 그동안 지적되어 온 문제점 중에서 특히 이 두 분야에 관해서 왜 우리나라 기업이 자금조달을 주로 부채에 의존해 왔으며 또 과잉투자를 해 왔는가 하는 그 배경을 살펴보고 또 왜 90년대 후반에 즈음하여 기업실패가 집중적으로 발생하였는지에 대한 원인을 심층적으로 규명하고자 한 것이다.

먼저 기업이 어느 정도의 부채를 사용해야만 기업가치를 극대화할 수 있을 것인가에 관한 최적자본구조 문제에 대해서는 학계에서 끊임없이 논쟁과 연구가 진행되어 왔으나 현재까지의 결론은 기업이 처한 상황에 따라 다르다는 것이다. 즉, 기업의 속한 업종이나 경쟁의 정도, 수익성, 위험도, 기업의 자산구성, 즉 기업자산의 특이성이나 고정자산의 비중, 적용세율 등에 따라 각 기업의 최적자본구조는 달라진다. 우리나라의 실증연구에서도 최적자본구조를 결정하는 일관성 있는 결론에 도출하지 못하고 있다. 다만 과거 우리나라 기업의 부채비율이 다른 나라에 비해 상대적으로 높았던 것은 90년대 이전까지는 기업경영여건이 안정되어 있어서 그다지 문제가 되지 않았으나 90년대 접어들어 시장개방과 기업의 생산방식의 변화에 따른 자금의 고정화 현상의 심화로 인하여 영업위험이 크게 증가하였기 때문에 기업의 총위험을 일정수준으로 유지하기 위해서 부채비율을 낮출 필요가 절실했는데도 불구하고 기업이 이에 대한 대응을 적시에 하지 못한 점이 기업실패의 간접적인 원인의 하나로 지적되었다. 정부가 외환위기 이후 구조조정의 일환으로 제시한 글로벌 룰 부채비율 200%는 존재하지 않으며 오히려 무리한 부채의 축소는 기업의 경쟁력을 떨어뜨리는 요인으로 작용할 수도 있다는 것이다. 물론 정부가 부채비율을 1999년 말까지 200%이하로 축소하라는 강력한 지시를 내리고 기업들이 자산매각, 증자 및 자산재평가 등의 수단을 동원하여 대체로 이에 순응함으로써 우리나라의 전반적인 대외 신인도를 제고하는데 기여한 것은 사실이다. 그러나 부채를 어느 정도 수준으로 유지할 것인가 하는 것은 전적으로 각 기업이 처한 상황에서 기업가치를 극대화하는 최선의 자본구조를 기업이 자율적으로 결정하도록 하여야 할 것이고 정부는 특혜금융이나 여신편중 등에 대해 국민경제적 입장에서 규칙의 제정과 그 집행에 주력하도록 해야 할 것이다.

다음으로 과잉투자의 문제는 우리나라 기업이 과거 개발경제하에서 정부의

성장지상주의 정책과 이에 입각한 성장에 대한 각종 인센티브가 큰 배경으로 작용하면서 개별기업차원에서는 부동산의 초과인플레이션에 대한 신화에서 비롯되었다. 기업은 이익극대화를 제1의 목적으로 추구하는 조직이므로 기업이 영업활동에서의 저조한 경영성과를 부동산의 가격상승으로 충분히 벌충할 수 있다면 인플레이 이득을 겨냥한 이러한 투자행태는 개별기업차원에서는 경제적으로 합리적 의사결정이었다고 볼 수 있다. 그러나 90년대 인플레이션 신화가 깨지면서 기업이 영업활동에서는 자본비용에 현저히 미달하는 저조한 투자수익률과 한편으로 자산가치의 감소에 의한 기업가치의 저하라는 이중고를 겪게 되었으며 이것이 1996년을 즈음하여 우리나라 기업이 연쇄도산을 하게 된 큰 배경을 이루었다. 거시적으로 경제위기를 좀더 일찍 감지하지 못한 것은 반도체경기의 특수라는 호재가 90년대 중반에 자리하고 있었다고 보여 진다. 일본 경제가 부동산가격의 하락이후 주택금융기관의 도산으로 이어진 장기불황에 접어들었다는 점을 교훈삼아 향후 우리나라 기업은 철저히 수익성 위주의 투자를 행하여야 할 것이며 정부도 과거처럼 성장에 대한 무조건적인 지원은 근본적으로 불식하고 기업이 수익성 위주의 경영을 하도록 정책방향을 정립하여야 할 것이다. 이러한 점에서 최근 벤처기업에 대한 무분별한 지원도 정리되어야 할 필요가 있다. 물론 투자성과가 단시일에 기대되기 어려운 분야에 대한 지원은 장기적인 시각에서 이루어져야 할 것이나 이러한 것도 개별기업의 책임하에 투자가 이루어지도록 하고 정부는 여건조성에만 주력해야 할 것이다. 벤처기업에 대한 투자손실을 정부가 일부 보조하는 것과 같은 정책은 지양되어야 한다.

끝으로 재벌기업의 문어발식확장에 대한 무조건적인 비판도 지양되어야 할 부분이다. 기업이 다각화를 하는 경제적 이유가 충분하고 적어도 우리나라에서는 기업의 다각화가 경영성과나 기업도산에 부정적인 영향을 끼친다는 확실한 증거가 제시되지 않고 있으므로 경영자의 도덕적해이를 줄이기 위한 사외이사제나 기업인수합병시장의 활성화 등과 같은 제도적 장치 마련은 정부가 하더라도 업종전문화 등과 같은 기업의 투자방향과 그 구체적인 내용까지 정부가 간섭하는 것은 글로벌 경제하에서 기업의 경쟁력을 떨어뜨리는 요인으로 작용할 수 있다.

참 고 문 헌

- 장 준구, 한국기업 재무정책의 이론과 현황, 고려대학교 기업경영연구소, 2000
- 장 효석, 남 명수, '투자성과지표로서 EVA의 유용성에 관한 연구,' 재무관리연구 14권 3호, 1997, 1-21
- 김 건우, 소유구조와 자본구조와의 관계, 한국조세연구원 연구보고서 97-2, 1997
- 김 준경, 한 진희, 조 성욱, 김 동석, 양 정삼, 김 문수, 김 윤기, 기업부실의 실상과 평가, 연구자료 98-20, 한국개발연구원, 1998
- 남 주하, '최근 기업의 부도원인과 부도예측모형분석:IMF위기 전후를 중심으로,' 금융연구 12권 2호, 1998
- 남 주하, 홍 재범, 기업집단의 부실화 원인과 부도예측모형 분석, 한국경제연구원 연구보고서 2000-10, 2000
- 오 정근, 금융위기와 금융통화정책, 다산출판사, 2000
- 윤 봉한, 오 규택, "투자결정과 자본조달결정의 통합적 수행에 관한 실증연구," 재무연구 12권 2호, 1999, 95-124
- 윤 여준, 장 익환, "국내기업의 투자 및 재무의사결정 행태 분석," 한국재무관리학회 추계학술대회 발표 논문, 2003
- 이 수복, 한 성덕, "한국기업집단의 다변화와 이윤율," 산업조직연구 6집, 1998, 53-69
- 전 인우, 대규모 기업집단의 다각화 동기에 관한 실증적 연구, "국제경제연구 2권 2호, 1996, 69-89
- 정 균화, "우리나라 상장기업의 소유구조 결정요인에 관한 실증적 연구," 산업개발연구 제3집, 1994, 183-187
- 조 동성, 한국재벌연구, 매일경제신문사, 1990
- 최 도성, 박 영석, 고 봉찬, 한국기업의 재무구조와 배당정책, 경영학 뉴패러다임 총서시리즈 1, 박영사, 2001
- 한국개발연구원/재정경제부 번역, OECD 한국경제보고서, 1998. 9.
- 한국은행, "우리나라 기업의 자금조달 패턴 변화추이와 시사점", 보도자료 2000. 12. 13.
- 한국증권거래소, 상장기업 EVA분석, 조사자료 90-1
- 한 진희, "재벌기업의 과잉투자 및 그 원인에 관한 실증분석," KDI 정책연구, 1999
- 황 인학 외, 재벌구조와 재벌정책, 한국경제연구원 정책보고서, 2000. 12. 15.

- 황 인학, 재벌의 다각화와 경제력 집중 한국경제연구원, 1999
- 홍 재범, 황 규승, "한국기업의 다각화와 경제적 성과에 관한 연구." *경영학연구* 26권 3호, 1997, 493-511
- Anderson, C. R., T.W. Bates, J.M. Bizjak, & M.L. Lemmon "Corporate Governance and Firm Diversification," *Financial Management* (Spring 2000), 5-22
- Barclay, M. J., & C. W. Smith, Jr., "The Capital Structure Puzzle : Another Look at the Evidence," *Journal of Applied Corporate Finance*, (Spring 1999), 8-20
- Berger, P. G. & E. Ofek, "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37(1), 1995, 39-65
- Chang, S. J. & Hong. J., "Economic Performance of the Group-Affiliated Companies in Korea: Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal*, Vol 43 No. 3., 2000, 429-448
- Choi, Jeong-Pyo & T. G. Cowing, "Diversification, Concentration and Economic Performance : Korean Business Groups," *working paper*, 2002
- _____, "Firm Behavior and Group Affiliation: The Strategic Role of Corporate Grouping for Korean Firms," *Journal of Asian Economics* 10, 1999, 195-209
- Comment, R. & G.J. Jarrel, "Corporate Focus and Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 37, 1995, 68-87
- Demigruc-Kunt, A. & V. Maksimovic, "Stock Market Development and Firm Financing Choices," *The World Bank Economic Review*, Vol 10, No 2, 1996
- Graham, J. R. & C. R. Harvey, "The Theory and Practice of Corporate Finance," *Journal of Financial Economics* 60, 2001, 187-243
- Harris, M. & A. Raviv, "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance* 46, 1991, 297-355
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976, 305-360
- Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flows, corporate finance, and take-

- overs," *American Economic Review* 76, 1986, 323-329
- John, E. & K. Ofek, "Asset Sales and Increases in Focus," *Journal of Financial Economics* 37(1), 1995, 105-126
- Krugman, P., "What Happened to Asia?" *mimeo*, 1998
- Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 1977, 147-175
- _____, "Capital Structure," *Journal of Economic Perspective* Vol.15, No.2, 2001, 81-102.
- _____ & N.S. Majluf, "Corporate Financing and Investment decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 1984, 187-221.
- Ross, S. "The Determinants of Financial Structure : The Incentive Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, (Spring 1977), 23-40.
- Servaes, H., "The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave," *Journal of Finance* 51(4), 1996, 1201-1226.
- Shyam-Sunder & Myers, "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure," *Journal of Financial Economics* 51, 1999, 219-244.