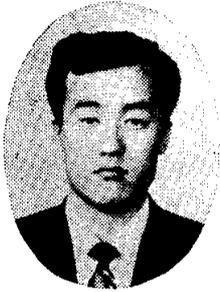


成長企業의 資金調達計劃



尹 桂 燮

(서울대 經營大 助教授)

1. 序 言

우리나라 企業經營에 관해서 실제적인 문제가 무엇인가를 알기 위해서 企業經營의 隘路要因을 部門別로 살펴보면, 1975년의 경우 ① 販賣管理部門(29.8%), ② 生産管理部門(28.0%), ③ 財務管理部門(24.2%), ④ 人事管理部門(17.9%), 의 순서로 문제가 있음을 알 수 있다. (<表 1>參照) 이것은 결국 企業에 있어서 가장 중요한 2大機能인 販賣와 生産이 가장 큰 문제가 된다고 생각하는 것이고 우리나라 企業의 生産規模가 급격하게 伸長됨에 따라 과거와는 달리 生産보다는 販賣가 더욱 중요시되게 되었다는 것을 알 수 있다. 이러한 狀況은 先進國企業의 發展形態와 비슷해지는 것으로 마케팅의 중요성이 점차 우리나라 企業에도 인식된다고 할 수 있다.

<表 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 經濟가 好況期에 있을 때에는 生産管理의 문제가 높아지고 不況期에 있을 때에는 販賣管理의 隘路가 많아 지거나 점차 生産管理 問題에서 販賣管理 問題로

그 比重이 바뀌어가고 있다. 그리고 資金調達에서 큰 隘路를 느끼고 있는 財務管理問題는 景氣의 好況・不況에 관계없이 꾸준히 높은 比重을 차지하고 있다.

우리나라 企業의 倒産原因으로서 가장 먼저 論議되는 것은 資金問題이며 成長企業의 경우에도 積極인 成長에 限界를 보이는 根本原因도 資金問題이다. 1971년부터 1975년까지 財務管理部門의 隘路順位를 보면 總資本利益率과 總資本回轉率의 低水準, 租稅負擔의 過重, 金融費用負擔의 過重, 流動성과 支給能力의 不足등의 순위로 나타나고 있다. 이 중에서 總資本利益率의 低位나 總資本回轉率의 低位는 같은 문제로서 販賣不振과도 연결되는 문제이다.

財務管理部門의 隘路事項을 業種別로 보면 流動성과 支給能力의 不足은 鑛業이 製造業보다 훨씬 심각하고, 總資本利益率은 鑛業이나 製造業이 다같이 낮은 대신에 總資本回轉率은 鑛業보다 製造業이 문제가 되고 있다.

그리고 企業規模別로 볼 때 中小企業은 販賣不振을 호소하는데 대해 大企業은 金融費用의 過

<表 1> 企業經營의 隘路順位

(단위: %)

年 度	區 分	1975					1971	1972	1973	1974
		鑛工業	鑛業	製造業	大企業	中小企業	鑛工業	鑛工業	鑛工業	鑛工業
部 門	生 産 管 理	28.0	36.9	27.7	28.1	27.9	25.5	28.7	29.5	27.2
	販 賣 管 理	29.8	24.6	30.1	29.3	30.5	27.1	27.9	25.7	30.5
	人 事 管 理	17.9	16.8	17.9	18.3	17.4	22.4	21.4	20.8	16.5
	財 務 管 理	24.2	21.6	24.3	24.3	24.1	25.0	23.0	24.0	25.8
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料: 大韓商工會議所, 企業經營의 隘路要因 調查報告 1976. 4.

〈表 2〉 財務管理部門의 年度別 隘路順位

(단위 : %)

	1971	1972	1973	1974	1975
總資本利益率의低位	26.0	22.3	21.4	21.1	16.9
總資本回轉率의低位	18.9	19.2	17.4	17.8	15.6
流動성과支給能力不足	12.7	12.1	14.6	17.3	15.3
生産性의低位*	—	—	—	—	10.4
租稅負擔의過重	19.9	21.8	20.4	16.1	15.2
金融費用負擔의過重	12.3	13.9	14.4	17.1	14.8
直·間接金融의隘路*	—	—	—	—	6.7
私金融利用의固執	—	—	—	—	2.5
其他	10.2	10.6	11.8	10.5	2.5
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註 : *표는 1975년의 設問에서 追加되었음.
資料 : 〈表 1〉과 같음.

〈表 3〉 1975년의 財務管理部門의 企業別 隘路順位

(단위 : %)

	鑛工業	鑛業	製造業	大企業	中小企業
總資本利益率의低位	16.9	17.1	16.9	16.0	17.9
總資本回轉率의低位	15.6	8.2	16.0	13.6	18.0
流動성과支給能力의不足	15.3	19.0	15.1	15.6	14.9
租稅負擔의過重	15.2	15.8	15.2	13.1	17.6
金融費用負擔의過重	14.8	14.6	14.9	20.1	8.9
生産性의低位	10.4	15.2	10.2	8.5	12.6
私金融利用의困難	2.5	1.9	2.5	1.5	3.6
其他	2.5	1.3	2.5	2.6	2.4
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料 : 〈表 1〉과 같음.

重을 呼訴하고 있다. 租稅負擔問題는 全企業이 계속 높은 比重을 나타내고 있는데, 租稅負擔率 40% 미만인 業體가 1974년의 56.4%에서 1970년에는 50.6%로 減少한데 반해, 租稅負擔率 50% 이상인 業體는 1974년의 18.3%에서 23.7%로 증가되고 있다.

財務管理部門의 隘路要因을 종합해 볼 때 流動성과 支給能力의 不足, 直·間接金融의 隘路, 私金融利用의 困難등은 모두 資金調達과 관련되는 것으로 이 要因들을 결합해 볼 때 1975년에만도 24.5%가 된다. 그리고 金融費用의 負擔過重이라는 문제도 결국 資金調達에서 문제가 초래된다고 보면 39.3%가 된다. 이와 같이 우리나라 企業에서는 資金調達에 따른 문제가 많이 發生되고 있는 바, 企業에 있어서 資金調達戰略은 企業의 死活과 직결된 문제라고 하겠다. 그러므로

本論에서는 우리나라 資金調達上의 문제와 戰略을 事例를 중심으로 하여 論議해보고자 한다.

2. 資金調達方法의 比較選定

資金調達方法은 國內에서는 ① 新株發行에 의한 增資, ② 會社債의 發行, ③ 銀行借入, ④ 私債調達등으로 크게 나누어 볼 수 있으며, 國際的으로는 借款導入, 海外證券市場에서의 株式 및 債券發行등으로 생각해 볼 수 있으나 本論에서는 國際的인 資金調達は 省略하기로 한다.

1976년 1월 1일부터 1976년 9월 30일까지의 全企業의 資本調達內譯을 보면 〈表 4〉와 같다. 他人資本의 경우 社債發行과 같이 企業이 직접적으로 資金을 調達한 것이 25.5%, 銀行이나 其他 金融機關을 통해 借入한 경우가 43.8%, 海外借

〈表 4〉 年度別 全企業 資本關連狀況

(단위 : 10억원, %)

구분		연도	1971	1972	1973	1974	1975	1976 (1/1-9/30)
자기자본	금액		112.7	199.0	291.3	258.7	385.7	658
	구성비		20.2	26.8	24.6	16.3	16.6	24.5
타인자본	금액		444.1	544.4	891.3	1,325.7	1,941.2	2,032
	구성비		79.8	73.2	75.4	84.7	83.4	75.5
합계	금액		556.8	743.4	1,182.6	1,584.4	2,326.9	2,690
	구성비		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
직접금융	금액		135.1	197.8	255.0	222.5	369.4	518
	구성비		30.4	36.3	28.6	16.8	19.0	25.5
간접금융	금액		179.2	251.2	460.9	865.2	809.5	890
	구성비		40.4	46.1	51.7	65.3	41.7	43.8
대의채무	금액		129.8	95.4	175.4	238.0	762.4	624
	구성비		29.2	17.5	16.7	18.0	39.3	30.7
계	금액		444.1	544.4	891.3	1,325.7	1,941.2	2,032
	구성비		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

주 : 정부융자, 기업신용, 기타 제외
 자료 : 한국은행, 한국의 자금순환

款 등의 對外債務가 30.7%로 아직도 間接金融이 압도적인 것을 알 수 있다. 自己資本의 全體比率이 1976년에 와서 급격히 改善되었음에도 불구하고 自己資本比率은 24.5%에 불과하고, 負債比率은 무려 308%에 이르고 있다.

上場法人의 경우도 大同小異하여 1976년의 218 個會社의 平均을 구해본 결과 自己資本은 26.58 %인데, 負債는 276.22%이었다.

따라서 이러한 과도한 負債比率을 개선하기 위해서는 自己資本을 增大시켜야 할 것이며 그 方法으로서는 內部留保를 늘려야 하며 相對的으로 配當性向을 낮추어야 할 것이다. 그런데 1975년의 경우 142 個會社의 平均配當率은 額面基準 21.7%, 이고 配當性向은 64.1%, 인데 대해 1976년의 경우는 218 個會社의 平均配當率이 額面基準 22.3%이고, 配當性向은 59.1%이었다. 이 중에서 대부분의 기업은 20%내지 30%의 배당을 하였는데 全配當企業에 대한 比率은 1976년의 경우는 58.7%, 1975년의 경우는 40.3%이었다. 그리고 30%내지 40%의 배당을 하는 기업은 1976년의 경우는 19.2%, 1975년의 경우는 16.2%, 이었다. 이렇게 볼 때 대부분의 기업이 公金利水準을 넘어서 配當을 過大하게 하였다는 것을 알 수 있다. 그러나 市價를 基準으로 할 경우에는 1976년의 평균배당율은 14.4%, 로서 오히려 公

金利水準에 未達됨을 알 수 있다. 이것은 額面價格에 비하여 市價가 높게 形成되었기 때문이라고 할 수 있다. 이와 같이 高株價가 形成되는 이유를 보면,

첫째, 企業의 收益率을 감안하지 않은 投機的인 買入과,

둘째, 對外體面이나 信用能力을 고려하여 經營者가 株價를 높이는 경우 등으로 생각해 볼 수 있으며 이렇게 高株價를 유지하게 됨에 따라 생기는 문제로서는 일부의 大株主가 高價로 株式을 양도하여 善意의 投資者에게 피해를 입힐 수 있고, 時勢의 騰落率을 높여 證券市場의 公正株價形成에 혼란을 가져오게 된다. 그리고 高株價를 형성하기 위해서 계속 高率配當을 실시하지 않으면 안되는 것이다.

配當性向이 높을 경우 기업 자체의 成長率은 오히려 침체하게 된다. 미국의 證券分析關係雜誌인 Value line에서는 成長率과 配當率과의 관계를 312 個企業을 중심으로 조사하였는데 配當性向이 無配當인 會社는 오히려 25%가 성장하고 있는데 대해 70~80%의 높은 配當性向을 가진 企業은 成長率이 0에서 4.5%에 불과하다는 것을 보여 주고 있다. 勿論 우리나라 실정과 다르지만 우리나라 上場企業의 平均配當性向인 59.1%가 속한 50~60%의 配當性向은 낮은 7.5

〈表 5〉 배당성향과 성장율과의 관계검토

배당성향(%)	성장율(%)
70-80	0.0-4.5
60-70	5.0-7.4
50-60	7.5-9.9
40-50	10.0-14.9
30-40	15.0-19.9
20-30	20.0-24.9
무배당	25.0 이상

자료 : 미국의 증권분석잡지 Value Line 1971년

~9.9%의 성장율을 보이고 있다. 이것은 성장율을 높일 기업은 배당률을 낮춰야 한다는 것을 實證적으로 分析한 것이다.

앞으로 우리나라에 배당에 대한 規制내지 管理基準이 생기겠지만, 이러한 것은 바로 기업의 健實한 成長을 위한 것이다.

배당을 決定하기 위하여 고려되어야 할 要因은 다음과 같다.

- ① 과거의 配當率 推移
- ② 기업의 投資收益率 推移
- ③ 기업의 成長率과 擴張計劃
- ④ 利益의 變動 推移
- ⑤ 營業損失이 발생되는 期間의 頻度
- ⑥ 財務流動性과 資金의 過不足
- ⑦ 1年以內에 상환할 負債의 規模
- ⑧ 同種業種의 競爭企業의 配當率
- ⑨ 株主層의 性格
- ⑩ 理事會의 態度
- ⑪ 配當支給 및 留保利益의 課稅問題
- ⑫ 金利變動推移

配當政策決定에 있어서는 이러한 요인을 충분히 고려하여 配當率을 결정하게 된 특히 일반투자자들은 그 기업의 配當率과 收益能力이 비례한다고 생각하고 있기 때문에 經營者들도 가끔적이면 配當率을 높여 高株價를 形成하려고 생각한다. 그러나 보다 중요한 것은 안정된 配當이다. 많은 投資者들은 配當收入으로 生活費를 마련하고 있으므로 이들에게 景氣에 關連없이 안정된 配當政策을 취할 필요가 있다. 또한 계속 安定된 配當을 유지할 경우 安定된 株價를 유지할 수 있고 이를 토대로 株式의 擔保力이 높아지게 된다, 그러므로 一般企業들은 配當平均積

立金과 같은 것을 적립하여 不況期라도 安定된 配當을 유지하려고 努力하는 것이다. 그리고 安定된 配當을 유지하기 위해서는 企業의 收益性과는 별개로 배당을 실시하여야 되며, 만약 配當率을 上向調整하려고 한다면, 向後 數年間 계속 上向 配當率을 保障할 수 있을 때 配當을 增加시키는 것이다. 그리고 適正配當을 決定하는 기준으로서는 投資利益과 資本費用을 비교하여야 하는데 만약 投資利益이 資本費用보다 높을 때에는 加급적 配當을 억제하는 것이 그 企業의 價値를 증대시키는데 비해, 投資利益이 資本費用보다 낮을 때에는 配當率을 높이는 것이 보다 株價를 높이게 될 것이다. 그러나 우리나라와 같이 配當에 대한 期待가 크고, 配當收益率이 株價收益比率(PER)보다 選好되는 風土에서는 配當의 決定은 신중하지 않으면 안되며 이것이 增資의 成功여부를 결정짓게 될 것이다.

(1) 新株發行에 의한 資金調達

1977년 5월 현재 上場會社는 300個會社로서 1976년말 稼動法人數 15,000 會社의 약 2%가 된다. 따라서 2%만을 대상으로 하는 上場法人의 新株發行問題를 논의한다는 것은 문제가 있으나 公開할 경우에 대비해서 고려해 볼 가치가 있다고 생각된다.

우선 增資의 경우에는 有價增資와 無價增資가 있는데 實質적으로 資金이 企業에 流入되는 것은 有價增資이므로 有價增資만을 論議대상으로 한다.

企業이 有價增資를 하기 위해서는 企業의 財政狀態와 證券市場의 現況 및 將來豫測 앞으로의 企業展望등을 고려하여 事業計劃을 세우고, 이에 필요한 資金을 調達하게 되는 것이다.

有價增資時 既存株主나 연고자에게 新株引受權을 주는 방법과 새로 公開하는 경우와 같이 既存株主가 新株引受權을 포기하고 一般投資者에게 公募하는 方法이 있다. 新株引受權을 既存株主에게 주는 이유는 株主의 議決權과 財產權의 比例的 持分을 계속 유지할 수 있게 하는데 목적이 있는 것으로 本論에서는 例外的인 株式公募에 대해서는 論議하지 않기로 한다.

增資株式의 發行價格에 대해서는 公募時에는

額面發行, 割増發行, 割引發行이 있으나 增資時에는 額面發行이 일반적인 방법이다.

그런데 額面發行이 중심이 됨에 따라 문제가 되는 것은 證券市場에서의 株式價格이 額面に未達하는 경우와 增資後 權利落 價格이 상당히 下落하여 投資者가 株價差益을 볼 수 없는 展望이 있을 때인데 이러한 경우에는 投資者들이 新株引受權을 포기하게 된다.

新株引受權의 價値는 이론적으로 舊株의 市場價格, 新株納入價格, 1株當 增資比率, 마꾸어 말하면 新株 1株를 買入하는데 필요한 株式數 등의 세가지 要素로서 결정되게 된다. 물론 新株引受權이 따로 分離되어 賣却될 수는 없기 때문에 計算하는 것이 의미가 없다고 할 수 있으나 이를 評價한다는 데 의의가 있다.

新株引受權의 價値; R_0

新株 1株를 사기 위한 舊株의 數; N

新株 1株 納入價格; S

新株引受權附株式(舊株)價格; P_0

$$R_0 = \frac{P_0 - R_0 - S}{N}$$

$$R_0 \cdot N = P_0 - R_0 - S$$

$$R_0(N+1) = P_0 - S$$

$$R_0 = \frac{P_0 - S}{N+1}$$

다시 말해서

新株引受權의 價値 =

$$\frac{\text{舊株價格} - \text{納入價格}}{\text{新株 1株를 사기 위한 舊株의 數}}$$

로 평가된다.

어떤 企業이 有價增資를 한다고 할 때 고려해야 될 것은 資本費用인데, 우선 發行費用과 利子로서 구분해 생각해 보자.

新株式를 舊株主에게 引受시킨다고 할 때 發行費用으로서 株券印刷費와 登錄稅新聞公告費, 株主에게 發送할 請約書와 上場案内書 등의 印刷費를 생각해 볼 수 있다. 그런데 이러한 株式發行費用은 移延計定이므로 3年以內에 償却을 해야 하므로 年平均費用은 總發行費用의 1/3이 된다. 그리고 株式는 社債에 비해 不利한 點이 社債에 대한 支給利子は 稅務上 損金으로 인정되는데 반해 株式配當은 利益의 處分으로 計算이 되어 실제 法人稅와 防衛稅, 住民稅 등의 부담이 늘어

난다. 여기에 1年滿期定期預金利子率 정도의 配當을 한다면 1年間에 增資分 5억원에 대한 總資本費用은 120,663천원으로 總金額에 대하여 24.13%라는 막대한 금액이 된다.

(2) 社債發行에 의한 資金調達計劃

社債는 株式와 비교해 企業資本構成에 있어 個人資本을 형성하며, 利子を 企業의 損益에 관계 없이 一定하게 定期的으로 支給하여 元金を 一定期限內에 償還하여야 한다. 社債發行이 성공하기 위해서는 一般投資者에게는 그 社債가 收益성이 좋고 安全하면서 한편으로는 發行會社에게 유리하여야 한다. 社債의 종류는 擔保의 形態에 따라, 利益參加의 形態에 따라, 償還의 期限과 方法에 따라 여러가지 形態가 있다.

그리고, 社債發行方法에는 直接募集과 間接募集이 있는 바 이것은 “社債는 그 總額에 대하여 應募를 받지 못하면 그 全部가 不成立이 된다”는 위험을 누가 부담하느냐에 따라 결정된다. 直接募集은 發行會社 스스로가 직접 發行危險을 부담하고 발행하는 것으로 실제로는 사례가 없는 形편이다. 그리고 募集事務만을 위탁하고 發行危險은 發行會社 스스로가 지는 委託募集과 起債를 완전히 委任하는 引受募集이 있다. 引受募集은 引受時點이 事前的의나 事後的의나에 따라 다시 總額引受와 殘額引受로 구분된다. 우리나라에서 흔히 이용되는 것은 引受募集이다. 引受募集時에는 起債會社로부터 위탁을 받은 受託會社가 등장하는데 受託會社는 세가지 중요한 責任을 지고 있다.

첫째 受託會社는 社債의 發行을 증명하며 모든 法律的要件이 충족되어 있는지 확인하고, 둘째, 契約證書의 條項에 정해진 의무를 수행하기 위하여 會社의 行動을 감독한다. 셋째, 會社가 利子 혹은 元金の 支給을 이행하는 任務를 懈怠할 경우는 受託會社는 社債所有者를 대신하여 적절한 조치를 취할 책임이 있다.

특히 여러가지 社債중에서 보다 安全한 것으로 發行會社 이외의 第三者가 社債의 元利金の 支給에 대하여 保證하는 社債로서의 保證社債은 우리나라에서도 많이 發行되고 있다.

따라서 本事例는 保證社債를 예로 들어 3年期

限의 保證社債 利率 20%로 모집하는 경우를 상정하였다.

먼저 社債發行費用으로서 社債券 印刷費와 印紙代, 登記料, 保證社債인고로 保證料, 주선료 3%, 上場案内書 印刷費 등을 고려하고 總發行費用은 移延計定價却期限이고 利用期間인 3年으로 均分한다. 그리고 支給利率을 계산하면 全調達金額의 22.258%가 된다.

(3) 銀行融資에 의한 資金調達

銀行借入金이나 財政支援資金은 間接金融인 동시에 社債나 株式에 비하여 中期내지 短期金融이기 때문에 企業의 長期資本으로서 역할을 하기가 어려우나 前述한 바와 같이 우리나라 企業金融의 대부분을 銀行이 담당해온 것도 사실이다. 銀行貸出에는 어음貸付, 어음割引, 當座貸越등 여러가지 短期金融과 證書貸付나 各種 長期金融이 있다. 銀行融資가 直接金融의 경우보다 좋은 점은 直接金融이 資金調達時에 상당히 복잡한 절차를 취하고 여러가지 制限이 엄격한데 비해서는 간편하다는 점과 여러가지 種類의 貸出이 있고 資本費用도 直接金融의 경우보다 저렴하다는 利

點이 있다. 그러나 비교적 短期間의 利用期間과 貸出資金 規模問題 때문에 필요한 시기에 貸出을 받을 수 없고 원하지 않는 時期에 銀行에서 回收을 할 可能性도 있다.

本事例에서는 1年の 一般貸出의 경우를 들어 감정료, 등록세, 登記費, 인지대, 火災保險料등 融資를 받을 때 필요한 費用을 열거하였다. 이 경우의 總資本費用은 5억원에 대하여 98,083천 원으로 19.61%에 달한다.

(4) 어음割引에 의한 資本調達

어음割引은 銀行에서도 할 수 있는 것이나 短資를 취급하는 投資金融株式會社가 생긴 이후로 適格企業의 경우, 비교적 많이 이용하고 있다. 어음割引의 특성이 극히 短期的이어서 30日, 60日 90日정도이기는 하지만 이것도 계속 回轉시킬 경우 상당히 長期間使用할 수 있다.

本事例에서는 5억원의 경우 90日 基準割引率 19.8%를 사용하여 印紙代를 고려하면 19.82%의 資本費用을 算出할 수 있었다.

이상의 4가지 資金調達方法을 要約하여 보면 <表 6>과 같다.

<表 6> 資金調達方法에 따른 金融費用

(단위: 천원)

	有 價 增 資	保 證 社 債	銀 行 融 資	어음할인(短資)
1. 전제조건				
가. 조달금액	500,000	500,000	500,000	500,000
나. 이자율등	1. 절약되는 금융비용에 대한 법인세, 방위세, 주민세 $27\% \times 1,275 = 34.43\%$ 2. 배당율 16.2%	보증사채 이율 20%	일반대출 이자율 19%	90일 기준할인율 .8% ¹⁹
다. 이용기간	1년	1년	1년	1년
2. 발행및 차입비용	1. 주권인쇄비(인지대 포함) $10,000 \text{매} \times 130 = 1,300$ 3. 등록세 $500,000 \times 4/1000 = 2,000$ 4. 공고비 500 5. 청약서등 인쇄비 120 6. 상장안내서 인쇄비 120 계 $4.040 \times 1/3 = 1,347$	1. 사채권인쇄비 100 2. 인지대 10 3. 등기 30 4. 보증료 18,612 5. 주선료 $500,000 \times 30/1,000 = 15,000$ 6. 상장안내서 인쇄비 120 계 $33,872 \times 1/3 = 11,291$	1. 감정료 543 2. 등록세 $750,000 \times 2/1,000 = 1,500$ 3. 방위세 $1,500 \times 20/100 = 300$ 4. 등기비 100 5. 인지대 140 6. 화재보험료 $500,000 \times 0.1\% = 500$ 계 3,083	1. 인지대 140

3. 이자등	1. 절약되는 금융비용에 대한 법인세등 $111,291 \times 34.43\% = 38,316$ 2. 배당금 $500,000 \times 16.2\% = 81,000$	$500,000 \times 20\% = 100,000$	$500,000 \times 19\% = 95,000$	$500,000 \times 19.8\% = 99,000$
4. 총비용	119,316 (23.9%) 발행비용포함 120,663(24.13%)	111,291 (22,258%)	98,083 (19.61%)	99,140 (19.82%)

3. 結 言

이상에서 살펴본 바와 같이 4가지 資金調達方法중 有利한 順序는 ① 銀行融資, ② 어음割引 ③ 保證社債, ④ 有價增資로 計算되었다. 이러한 현상은 直接金融의 資本費用보다는 間接金融의 資本費用이 저렴하고 특히 金利가 引下됨에 따라 間接金融의 資本費用은 더욱 저렴해질 것이 예상된다. 또한 直接金融面에서도 自己資本을 충실하게 하려는 增資보다는 社債發行이 企業側에서 볼 때 보다 有利하다는 結論이 導出된다. 이것이 今年度에 公開企業이 增資보다도 社債發行에 注力하는 이유가 된다. 또하나 우려할 것은 稅法이나 其他 關係法이 公開法人을 우대하고 모든 法人의 公開化를 추진하고 있음에도 불구하고 企業들은 일단 公開한 후에는 增資보다는 社債, 社債보다는 間接金融에 더욱 의존하게 되어 公開法人의 財務構造가 오히려 惡化될 염려가 있다. 물론 社債의 경우 資本金과 準備金이 내에서 發行되어야 하고, 일단 發行된 社債를 償還하지 아니하고 新規社債를 調達할 수 없다는 制限條項 때문에 결국 社債規模를 늘리기 위해서는 自己資本을 늘려야 한다는 문제에 봉착하게 된다. 그러나 間接金融은 이러한 制限이 없고 手續節次가 복잡한 直接金融에 비해 간편하고 資本費用도 저렴하므로 一般企業은 間接金融方式을 選好하게 된다. 이것이 현재의 問題點이다.

企業成長과 資金調達問題를 論議하는데 있어서 고려해야 할 事項은 成長의 限界와 資金調達の 限界이다.

企業의 成長이 어느 정도에 달할 때까지는 規

模의 利益을 계속 享有할 수 있고 收益性的의 好轉으로 資本構成도 好轉될 수 있다. 그러나 어느 限界를 넘어 成長하게 되면 資金需要가 增大되어 負債比率이 높아지며 資本構成이 惡化된다. 여기에 成長의 限界와 資金調達の 限界가 있다.

(1) 收益性面에서의 限界

豫測利益率과 混合資本費用의 觀點에서 成長率을 높이면 일단 利益率이 높아졌다가 낮아진다. 混合資本費用 曲線은 U字型이 되므로 처음에는 低下하는 傾向에서 높아지게 되는데 兩者의 一致點이 成長의 限界가 된다. 負債가 증대되면 資本費用은 높아지게 되어 대체로 利子支給의 安全倍率은 利益이 急成長하지 않는 한 低下될 것이다.

營業利益 ÷ 利子支給額 = 利子支給의 安全倍率

美國의 경우 利子支給의 安全倍率은 5배이상인 것을 바람직하다고 하고 있다. 成長率을 높이기 위하여 負債를 調達할 경우 이 倍率이 惡化되지 않는 선까지 조달하여야 하는데 이것이 發行調達の 限界이다.

(2) 財務流動性面에서의 限界

흔히 財務流動性은 流動比率이나, 固定比率, 固定長期適合率 등으로 표시되어 왔는데 이것은 負債의 支給能力과 擔保力을 확인하기 위한 것이다. 成長率이 높아짐에 따라 負債의 比率이 증대되게 되면 固定負債보다 資金調達が 容易한 流動負債가 增加된다. 그러나 流動負債의 增加는 곧 流動資産에 의한 支給能力面에서 安全性이 低下되게 된다. 여기에 成長의 限界가 생기게 되며 이러한 限界등에서 最少의 金額, 最強의 制約

條件이 資金調達의 限界를 형성하게 된다. 따라서 經營者들은 資本費用計算에 따른 資本調達과

아울러 이러한 資本調達の 限界를 명백히 인식해야 할 것이다.