

# 기업부실화와 차입경영\*

崔 道 成\*\*

## 《目 次》

- |                           |                                    |
|---------------------------|------------------------------------|
| I. 서설                     | 1. 비파런다각화 투자의 유인                   |
| II. 기업부실의 원인              | 2. 저효율-고위험 투자의 유인                  |
| 1. 부채비율과 기업부도             | 3. 수익성/채산성 악화                      |
| 2. 한국기업의 차입경영실상           | 4. 추가차입수요의 상승과<br>금융기관의 자율적 결정의 부채 |
| III. 부채와 기업투자사결정의<br>상호작용 | IV. 결론: 차입경영폐해 해소방안                |

## I. 서 설

이 연구는 기업의 부채중심 재무구조와 기업부실과의 상호관계를 이론적으로 살펴보려는 시도이다. 기업이 부채를 이용하여 자금을 조달하는 것이 기업의 가치에 어떠한 효과를 가지는가의 문제는 지난 40여년간 재무이론에서 가장 심각하게 논의된 핵심적인 주제이다. Modigliani-Miller(1958)의 정리는 완전자본시장에서 기업의 재무구조는 기업의 가치에 영향을 미치지 않고 부채에 의한 자금조달이 기업의 자본비용을 더 낮추지 못함을 이론적으로 증명하였다. 그러나 그 이후에도 기업가치를 극대화하는 재무구조가 존재하는지 혹시 그렇다면 최적자본구조를 결정하는 요인은 무엇인지를 알아 내려는 연구가 계속적으로 이루어져 왔다. 부채의 사용은 우선 이자의 법인세감면효과 때문에 기업가치를 증가시킬 수 있는 여지가 있다.<sup>1)</sup> 뿐만 아니라 부채의 사용은 기업의 경영진이 주주의 가치를 극대화할 수 있도록 하는 유인을 제공하며 경영진을 독려하는 역할도 수행한다.<sup>2)</sup> 이러한 부채의 긍정적인 효과에 비하여 기업의 과도한 부채사용은 기업이 채무지급의무를 감당하지 못하여 도산에 이르게 하고

\* 본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원에 의하여 수행되었음.

\*\* 서울대학교 경영대학 부교수.

1) Modigliani-Miller(1963)와 Miller(1976) 참조.

2) 소위 대리인비용 감소에 관한 연구로 Jensen-Meckling(1974)와 Jensen(1986) 참조.

도산과 관련된 불필요한 비용을 유발하게 되는 부정적인 측면도 있다. 최근 줄을 잇고 있는 우리 나라 기업들의 도산사태에서 과도한 부채사용의 위험과 폐해를 실감하고 있다.

1997년 연초에 발생한 한보철강의 부도사건에 이어 진로, 대농, 그리고 기아그룹 등의 대기업 연쇄부도사태는 거의 모두 과도한 차입으로 취약해진 재무구조하에서 더 이상 버틸 수 없어 발생한 기업실패사례들이다. 높은 부채비율을 가진 우리나라 기업들은 금융비용의 과다한 지출이 제품원가에 높은 비중을 차지하여 우리나라 기업의 경쟁력 하락을 초래하였을 뿐만 아니라 많은 기업을 부실의 수준까지 몰아 넣었다. 특히 기업집단에 속한 계열기업들간의 상호지급보증 등의 관행은 한 기업의 부실이 여러 기업의 부실로 쉽게 전염되는 구조를 가지고 있어서 과도한 부채의존경영의 위험과 폐해는 더욱 증폭되었다. 이러한 구조적인 문제의 해결을 위하여 차입규모의 축소가 정책적 대안으로 제시되고 있다. 현재 숨가쁘게 진행되고 있는 기업구조조정과 금융구조조정의 큰 골격을 보면 우선 대규모기업집단은 부채비율을 2000년까지 200% 수준으로 낮추도록 하고 상호지급보증도 그때까지 완전히 해소하며 결합 재무제표의 작성을 통해 기업집단전체의 재무현황을 투명하게 공시하도록 요구하고 있다.

차입축소정책은 분명히 기업의 경쟁력을 회복시키는 하나의 방안이다. 그런데 이러한 정책 방향에 대한 반론도 심심치 않게 제시된다. 예컨대 기업을 경영하는 경영자들은 기업의 어려움이 차입의존경영 때문이라기보다는 기업의 자본비용 특히 차입금리의 수준이 너무 높아 금융비용부담이 많은 것 때문이라고 지적하고 있다. 사실 우리나라의 금리는 IMF관리체제 이전에도 타국에 비해서 높은 편이었기 때문에 보수적인 통화정책을 비난하는 것도 무리는 아니다. 이에 대하여 중앙은행에서는 차입금리가 문제가 아니고 높은 부채비율 때문에 금융비용부담이 높음을 주장하였다. 부채비율이 높아 금리수준을 불문하고 금융비용부담이 높다는 것이다. 그러나 보다 근본적으로 우리 나라 기업부실화 문제는 높은 차입금리도 아니고 높은 부채비율도 아니다. 높은 차입금리나 부채비율은 부실화된 기업의 실패를 야기하는 역할은 했지만 부실화의 근본 원인은 아니다. 차입금리나 부채비율에서 기업부실화의 원인을 찾으려 하는 것은 마치 병원에서 환자가 중증 암으로 사망하였더라도 직접적인 사인은 호흡정지 또는 심장마비라고 주장하는 것과 같다고 할 것이다. 오히려 기업부실화의 근본 이유는 기업 투자의 낮은 생산성이다. 영업활동을 통하여 충분한 현금흐름과 수익의 창출을 하지 못하였던 것이며 이러한 채산성의 부족은 기업의 과잉·중복투자에 기인하는 바가 크다고 볼 수 있다.

본 논문에서는 기업의 과잉·중복투자가 과도한 차입의존 경영에서 비롯되었음을 밝히고 차입경영이 가져오는 여러 가지 폐해를 깊이 분석하며 우리 기업들이 이렇게 과도한 차입에 의존하게 된 원인을 체계적으로 살펴보고자 한다. 특히 차입경영이 기업의 과잉·중복투자를

야기하고 이러한 과잉·중복투자는 필연적으로 채산성을 악화시키게 되며 채산성의 악화는 기업의 추가적 차입 필요성을 증대시키고 금융기관은 부실채권에 물려 추가 차입을 허용하여 취약한 재무구조가 더욱 악화되는 악순환구조를 체계적으로 보이고자 한다. 아울러서 우리나라의 차입경영해소 방향에 관하여 논의하고자 한다. 제Ⅱ절에서는 차입경영과 기업부실화에 관한 이해를 돕기 위해 기업실패의 원인과 우리나라 차입의존경영의 실상을 살펴본다. 제Ⅲ절에서는 본 논문의 핵심이 되는 과도한 부채와 기업투자 사이의 악순환구조를 체계적으로 정리한다. 그리고 제Ⅳ절에서는 논문의 요약과 함께 차입경영 해소방안을 결론으로 제시한다.

## Ⅱ. 기업부실의 원인

### 1. 부채비율과 기업부도

기업부실이란 기업이 보유하고 있는 유동성 자산이 기업이 부담하고 있는 채무중 당장 상환해야 할 부분에 미치지 못하여 채무불이행의 위험에 놓이는 상황을 말한다 (John, 1993). 여기서 유동성 자산이라 함은 당장 현금화할 수 있는 자산을 의미하며 기업부담채무는 장단기 차입금, 회사채 뿐만 아니라 종업원 급여, 원자재 매입대금, 미지급 법인세 등을 포함한다. 따라서 기업부실은 쉽게 현금화할 수 있는 자산이 충분하지 못하거나 단기적으로 지급해야 할 채무가 상대적으로 많을 때 발생하게 된다. 지급해야 할 채무가 많더라도 자산의 매각을 통하여 현금화할 수 있는 자산이 충분한 경우에는 기업부실을 막을 수 있다. 그러나 다른 조건이 일정하다면 부채비율이 높을수록, 그리고 유동비율이 낮을수록 기업부실이 발생할 확률이 높다. 예를 들어 기업의 도산가능성 지표로 사용되는 Altman's Z score를 보면 기업은 순운전자본이 작을수록, 유보이익이 작을수록, 수익성이 낮을수록, 그리고 부채비율이 높을수록 기업의 도산가능성이 상대적으로 높은 것을 알 수 있다 (Altman, 1983).

기업부실과 부채비율과의 관계는 우리나라의 30대 기업집단의 부채비율과 현재 상황을 보아도 쉽게 알 수 있다. <표 1>은 97년도 공정거래위원회 지정 30대 기업집단별 자기자본비율의 현황이다. 30대 기업집단(금융,보험회사 제외)의 평균 자기자본비율은 20.6%로서 이들 부채비율로 환산하면 385%로 심각한 부채의존 성향을 보이고 있다. 특히 30대 기업집단중에서 도자기자본비율이 낮은 10개 그룹중에서 6개 그룹이 현재 그룹부도로 어려움을 겪고 있으며 자기자본비율이 10%이하인 진로그룹, 한라그룹, 그리고 뉴코아그룹은 모두 1998년중 부도로 인하여 현재 도산절차가 진행중임을 보아도 차입경영이 가지는 기업실패 위험성을 쉽게 알 수 있다.

〈표 1〉 97년도 30대 기업집단별 자기자본 비율 현황<sup>1</sup>

(결산기말기준, 10억원, %)

기업집단	비금융·보험회사			전체		
	자산총액(A)	자본총액(B)	B/A	자산총액(C)	자본총액(D)	D/C
01 현대	52,821	9,842	18.6	59,325	10,616	17.9
02 삼성	50,705	13,809	27.2	82,438	14,751	17.9
03 엘지	37,068	8,302	22.4	45,482	9,610	21.1
04 대우	34,197	7,817	22.9	37,497	9,043	24.1
05 선경	22,743	4,703	20.7	23,998	4,887	20.4
소계	197,534	44,473	22.4	248,740	48,907	20.3
06 쌍용	15,802	3,102	19.6	18,305	3,757	20.5
07 한진	13,907	2,118	15.2	17,594	2,520	14.3
08 기아	14,121	2,289	16.2	14,508	2,357	16.3
09 한화	10,592	1,244	11.7	14,388	1,619	11.3
10 롯데	7,753	2,654	34.2	7,925	2,674	33.8
11 금호	7,399	1,281	17.3	8,551	1,320	15.4
12 한라	6,627	306	4.6	6,657	319	4.8
13 동아	6,289	1,383	22.0	8,873	1,169	13.2
14 두산	6,369	808	12.7	6,402	809	12.6
15 대림	5,849	1,118	19.1	6,810	1,446	21.2
16 한솔	4,214	1,075	25.5	6,431	1,207	18.8
17 효성	4,131	879	21.3	4,131	879	21.3
18 동국제강	3,698	1,161	31.4	6,764	1,420	21.0
19 진로	3,826	99	2.6	3,831	103	2.7
20 코오롱	3,840	919	23.9	4,638	949	20.5
21 고합	3,653	529	14.5	3,810	561	14.7
22 동부	3,423	946	27.6	6,233	1,095	17.6
23 동양	2,631	646	24.5	9,558	1,296	13.6
24 해태	3,398	448	13.2	3,398	448	13.2
25 뉴코아	2,797	211	7.6	2,803	212	7.6
26 아남	2,638	456	17.3	2,792	477	17.1
27 한일	2,599	384	14.8	2,599	384	14.8
28 거평	2,296	513	22.4	4,963	694	14.0
29 미원	2,233	432	19.4	2,235	434	19.4
30 신호	2,139	362	16.9	2,237	381	17.0
합계	339,756	69,835	20.6	425,180	77,437	18.2

<sup>1</sup> 자료 : 공정거래위원회 「97년도 대규모기업집단 주식소유현황」, 1997

1997년중 부실화된 기업들의 특징을 살펴보아도 가장 뚜렷하게 나타나는 부실화의 원인은 역시 차입경영이다. 예를 들어서 <표 2>를 보면 작년 언론에 보도된 기업부실화요인중 제일 먼저 언급된 것이 무모한 차입경영이고 둘째가 무리한 기업확장이다. 98년 6월 18일에 발표된 제1차 퇴출대상 55개 기업중 49개사가 부채비율이 200%를 넘고 있으며 55개 기업의 공통적인 특성으로 역시 차입경영, 외형성장추구, 무리한 다각화, 핵심역량 부재, 무책임한 금융기관의 여신 등이 지적되고 있다(매일경제신문 1998.6.23자). 이렇듯 무모한 차입경영의 증거는 <표 3>의 도산한 대기업군 재무자료에 잘 나타나 있다. 표에서 보는 바와 같이 도산한 기업은 한결같이 낮은 자기자본비율과 높은 부채비율을 보이고 있다. 예를 들어 진로그룹의 경우 95년도 재무자료에서 벌써 부채비율로는 천문학적 숫자인 19,560%를 보이고 있다. 이러한 차입수준에서 버틸 수 있는 기업은 없다.

<표 2> 기업부실화 요인

기업부실화 요인

1. 무모한 차입경영
2. 무리한 기업확장 (문어발식 다각화)
3. 과도한 채무보증과 외형 불리기
4. 무리한 경영권 방어로 인한 체력소진
5. 경영능력 부족과 경영자 리더십 부재
6. 다각화 전략의 실패
7. 경영외적 요인의 악화
8. 기업의 수익성 저하

부채비율이 높은 기업이 부도확률이 높고 부실화될 가능성도 높은 이유를 체계적으로 살펴볼 필요가 있다. 우선 부채사용이 지나치면 경기변동에 따른 영업현금흐름의 감소가 채무이행불능으로 직접 이어질 수 있다. 부채비율이 높으면 신규자금의 조달이 상대적으로 어려워지고 자금의 조달비용도 상승하여 일시적인 자금부족도 메우기가 어려워진다. 특히 우리나라와 같이 단기부채의 비중이 높으면 만기연장이 잘 안될 뿐만 아니라 기존의 부채에 대한 조 기회수 또는 만기단축의 압력까지 받게되며 만기연장의 불확실성은 정상적인 영업활동에 지장을 초래하여 지급불능의 위기를 초래하기도 한다. 1997년말 우리나라 금융기관의 해외차입의 만기차환이 불가능해짐에 따라 외환위기가 촉발된 사실은 익히 알려져 있다.

〈표 3〉 도산기업의 재무지표 (95년)

회 사 명	매출액 (억원)	순이익 (억원)	자기자본 비율(%)	부채비율 (%)	매출액 순이익률 (%)	총자산 회전율 (회)	매출액 증가율 (회)
기 아	93,741	-671	19.4	415	-0.7	0.82	29.7
한 보	29,349	-419	11.7	752	-1.6	0.58	127.2
삼 미	17,169	-1,254	2.9	3,314	-7.3	0.69	38.2
진 로	13,228	-1,672	0.5	19,560	-11.9	0.43	1.2
대 농	10,595	30	17.6	467	0.3	0.67	11.9
우 성	441	-128	-14.7	자본잠식	-72.1	0.26	-99.2
유 원	5,085	-189	4.2	2,280	-3.7	0.71	5.5
건 영	7,465	-1,147	12.0	732	-15.4	0.48	-23.5
삼익약기	2,683	-183	-0.5	자본잠식	-6.8	0.61	18.6
삼 립	3,162	-260	-7.6	자본잠식	-8.2	0.59	3.8
도산기업 평 균	18,292	-589	4.6	4,207	-13.8	0.57	12.0
30대그룹 평 균	107,133	700	21.6	497	1.1	0.90	25.2

※ 유원의 경우는 94년도 재무자료(이하 동일)

한편 과도한 부채사용은 실물부문으로 압박을 가하기도 한다. 대표적인 예가 외부와 내부고객의 이탈이다. 부채가 많아 재무부실의 위험이 증가하면 고객과 거래처의 이탈이 일어날 수 있다. 예컨대 부채부담이 많아 실패의 위험이 높은 자동차회사의 경우 부품공급의 불확실성 때문에 시장에서 고객이 떠나게 되고 그로 인하여 수요의 감소를 가져올 수 있다(Shapiro-Titman, 1985).<sup>3)</sup> 수요의 감소는 현금수입의 감소를 유발하여 자금부족과 채무불이행으로 이어지게 되는 것이다. 부채부담이 많아 재무부실의 가능성이 보일 때 내부고객인 종업원과 경영진의 이탈도 결국 기업의 실패를 촉진하게 된다. 이 경우엔 특히 꼭 필요한 인적자원이 이탈하는 역선택현상이 나타날 수도 있어 더욱 기업생존가능성을 위협하게 된다. 경영자가 회사를 버리고 떠나지 않더라도 경영자의 귀중한 시간과 자원이 부족한 자금을 막는데 사용됨으로써 부실을 더욱 증폭시킬 수 있다. 이와 같이 높은 부채비율은 기업부실화와의 상승작용에 의하여 기업실패의 여건을 조성하는 것이다.

3) 부채부담이 많은 항공사의 경우 비용절감부담 때문에 고객의 안전에 대한 배려가 낮아져 고객이탈이 일어날 수 있음은 잘 알려진 사실이다.

## 2. 한국기업의 차입경영실상

앞에서 대규모 기업집단의 자기자본비율과 97년에 부도처리된 기업들의 재무구조를 살펴봄으로써 높은 부채비율과 기업부도와의 관계를 설명하였다. 이 절에서는 우리나라 기업의 부채관련 비율을 관찰하고 우리나라 기업들의 부채비율이 왜 그렇게 높은 수준에 있는가를 검토한다.

〈표 4〉 제조업 부채비율의 추이<sup>1,2</sup>

(단위 : %)

년도	제조업	변동율	대기업	중소기업
1983	368	-	372	344
1984	336	-9.5	323	388
1985	349	3.8	337	393
1986	353	1.2	345	379
1987	342	-3.1	335	367
1988	292	-14.6	282	324
1989	251	-14.1	240	286
1990	286	13.8	271	335
1991	310	8.6	295	365
1992	334	7.8	300	451
1993	305	-8.7	274	415
1994	309	1.2	283	392
1995	305	-1.3	279	396
1996	333	9.2	298	429

<sup>1</sup> 자료 : 한국산업은행 「재무분석」, 1997.

<sup>2</sup> 부채비율 = (부채/자기자본)×100

〈표 4〉를 보면 우리나라 제조업의 부채비율 추이가 1983년부터 1996년까지 나타나 있다. 이 기간동안 부채비율은 368%에서 333%로 다소 낮아졌으나 여전히 해외기업과 비교하여 매우 높은 수준에 있다. 〈표 5〉에 보고된 부채관련비율의 국제비교에 의하면 우리나라 비금융산업의 부채비율은 일본에 비해서 1.5배, 미국에 비해서 두 배, 그리고 대만에 비해 약 네 배에 달하고 있는 정도로 타인자본 의존이 심각한 상황에 있는 것이다. 대기업의 부채비율은 1983년의 372%에서 1996년에는 298%로 하락했지만 중소기업의 부채비율은 1983년

344%에서 1996년에는 무려 429%에 달하는 높은 부채비율을 보이고 있어 앞으로 중소기업 부문의 기업부실화문제가 심각해질 전망이다.

〈표 5〉 부채관련 비율의 국제 비교<sup>1,2</sup>

비율	한국(1996)	일본(1995)	미국(1995)	대만(1995)
자기자본비율	24.0	32.6	38.5	53.9
부채비율	317.1	206.3	159.7	85.7
차입금의존도	237.0	139.1	169.2	102.2

<sup>1</sup>자료 : 한국은행 「기업경영분석」, 1997.

<sup>2</sup>자기자본비율 = (자기자본/총자본) × 100

부채비율 = [(유동부채 + 고정부채)/자기자본] × 100

차입금의존도 = [장·단기차입금 + 회사채]/총자본 × 100

높은 부채비율이 기업부실화로 연결될 가능성이 높다면 기업들이 왜 과도한 차입중심의 재무구조를 개선하지 못하고 있는가 그 이유를 살펴보아야 할 것이다. 첫째로 우리나라 기업의 재무구조는 성장중심 정책의 산물이기 때문이다. 우리나라 기업들은 지난 30-40년간 엄청난 성장을 구가해 왔으며 세계에서 무역량과 국민총생산으로 세계에서 각각 11위와 13위에 이를 정도로 경제외형의 성장을 이룩한 것이다. 그러나 이러한 성장의 이면에 재무구조의 취약성 또는 재무구조의 악화라는 비용이 있다. 기업이 성장을 하기 위해서는 자산에의 투자가 필요하고 투자를 위한 자금은 주식발행(유상증자)을 통한 자기자본조달이나 채권발행 또는 은행차입금 등 타인자본의 조달이 있을 수 있다. 그런데 일반적으로 자기자본을 통한 자금조달은 제도적 한계와 제약이 따르고 또 역선택의 위험 등이 있어 자본조달의 규모와 용이성이 상당히 제한되어 있다. 자본시장에서의 주식연계증권 또는 전환증권의 발행을 통한 자금조달도 규모가 상대적으로 제한되어 있고 발행절차도 비용이 많이 드는 고비용 절차이다. 따라서 빠른 성장을 위해서는 불가피하게 은행차입금 또는 회사채 등의 발행을 통하여 기업의 성장자금을 조달하는 것이다. 이러한 이유 때문에 기업재무구조의 개선을 위해서는 기업과 경영자가 과도한 성장욕구로부터 해방되어야만 한다. 성장을 지속하고자 한다면 우선 자기자본을 충분히 확충해야 한다. 왜냐하면 자기자본의 튼튼한 베이스가 없이 부채를 조달할 수 없고 부채조달이 없으면 성장도 불가능해지기 때문이다(Stein, 1994; Jen-Choi-Lee, 1998 참조).



〈표 6〉 우리나라기업의 매출액성장이 재무구조에 미치는 영향(1994말 - 1996말)<sup>1</sup>

단위 : % 또는 10억원

산업별	매출액 성장율	자산 증가액	자기자본 증가액	한계 부채비율	94년도 부채비율	한계차입금 의존도	94년차입금 의존도
제조업	32.8	110,561	21,581	412.3	302.5	56.0	44.5
전기, 가스업	35.8	13,316	6,254	102.9	116.5	36.7	34.3
건설업	35.2	32,113	2,984	976.2	375.2	63.3	44.1
도, 소매업	50.1	24,936	3,552	602.0	524.4	40.0	34.9
운수, 창고, 통신업	36.8	11,583	1,664	596.1	323.5	42.2	27.8
오락, 문화, 운동관련산업	46.3	928	243	281.9	115.1	38.7	15.8

<sup>1</sup> 자료: 한국은행 「기업경영분석」 1997

〈표 6〉은 최근 2년간 우리나라기업의 성장과 그에 따른 재무구조의 변화를 산업별로 정리한 자료이다. 기업의 성장은 (여기서 말하는 성장은 매출액 등 외형의 성장을 의미함) 자산투자의 증가를 필요로 하며 자산투자의 증가는 수익성의 한계와 주식시장의 자금공급한계 때문에 필연적으로 차입의존도를 심화시킨다. 제조업의 경우 지난 2년간 약 33%의 매출액 성장을 가져왔으며 이를 위해 약 110조원의 자산증가가 필요했고 내부유보를 포함한 자기자본은 22조원에 그쳐 필요자본 중 80%정도를 부채로 조달해야만 했다. 그 결과 96년말 부채비율은 94년 부채비율을 넘어서 317%를 기록했으며 차입금의존도도 마찬가지로 상승하였다. 건설업의 경우에는 이보다 더 심각한 차입위주의 자금조달이 있었음을 쉽게 볼 수 있다. 최근 대규모 건설업체의 부도사태와 건설업의 차입의존 성장에 결코 무관하지 않음을 입증해주는 자료이다.

둘째로 우리나라의 고부채비율은 주식시장의 저변확대가 미흡하여 유상증자가 정책적으로 제약되어 매우 저조하였기 때문이다. 보다 근본적으로는 주식시장에서 정보의 생산, 취득 활동이 쉽게 이루어지지 못하여 주식시장이 투기적시장의 모습을 탈피하지 못했었고, 정부의 간섭과 규제가 심하여 시장의 자율기능의 수행을 제약했기 때문에 주식시장의 저변확대가 안된 것이다. 여기에 금리의 시장조정기능이 취약하여 만성적인 자금부족현상이 나타났으며, 과거의 저금리정책(소위 정책금융)으로 자기자본조달의 인센티브도 취약해진 것이 우리나라기업의 고부채비율 정책을 부추겼다고 할 수 있다.<sup>4)</sup>

셋째로 주주에게 지급되는 배당은 세후 가치분소득으로 지급되어 회사의 손금으로 인정되

지 않지만 차입금에 대한 지급이자도 손금으로 인정되어 기업이 타인자본을 선호할 유인을 가지게 된 것도 우리나라 기업의 고부채 정책을 설명하는 요인이 된다. 더구나 과거 저금리 정책기조에 의하여 기업부채의 자본비용이 인위적으로 낮게 형성될 때에 기업은 당연히 비싼 자기자본을 피하고 타인자본을 사용하여 자본비용을 절감하려는 유인이 있게 된 것이다.

넷째로 자금경색이나 도산위기에 처한 기업, 특히 대기업을 정부가 구제해 주는 구제금융의 관행에 익숙해져 기업 스스로 채무구조를 개선하려는 노력이 부족했었던 것도 기업의 고부채정책을 설명하는 요인이다. 뿐만 아니라 은행은 경제성장과정에서 자금을 공급하는 중요한 역할을 담당했기에 결코 망하게 놔둘 리가 없다고 하는 믿음위에서 은행 등 금융기관은 자신의 건전성보다는 외형의 성장에 주력하였고 기업은 이에 편승하여 무모하게 차입을 하게 되어 중국에는 이와 같이 극심한 부채의존구조가 만들어졌다고 할 수 있다. 또한 은행의 대리인 문제(agency problem)도 한몫을 한다. 차입기업이 채무불이행을 하게되면 부실자산이 만들어지게 되고 은행의 부실자산은 은행 경영진의 성과에 영향을 미치므로 은행의 경영진은 가급적이면 부실자산의 노출을 꺼려 추가대출로 자금부족을 막아주는 관행이 있어 왔는데, 이또한 고부채비용의 한 원인이 되었다고 본다.

다섯째로는 우리나라 대기업을 핵심이라고 할 수 있는 기업집단의 상호 지급보증관행과 법인출자의 관행도 높은 부채비용을 설명하는 하나의 요인이다. 과거 40여년간의 경제성장을 주도한 우리나라의 대기업들은 법인출자라는 방식을 통하여 사업을 확장해 왔는데 이러한 사업 확장에서 부채레버리지의 역할을 무시할 수 없다. 우선 법인출자자금은 주로 부채를 통하여 조달하였고 신규로 설립된 회사는 출자회사뿐만 아니라 기존 계열회사의 지급보증을 바탕으로 금융기관에서 차입을 하여 이중레버리지 효과(double leveraging)를 가지게 된 것이다.

### Ⅲ. 부채와 기업투자의사결정의 상호작용

앞에서 우리는 기업의 높은 부채의존도가 기업부실화의 요인이 됨을 여러 각도에서 살펴보았다. 그러나 잘 살펴보면 차입경영은 부실화의 표면적원인에 불과하고 보다 근본적 원인은 수익성부재에 따른 재산성의 부족에 있음을 알 수 있다. <표 7>에서 보면 도산 대기업그룹의 평균 총자본수익률이 91년에 -0.21%에서 95년 -5.18%로 악화되었으며 이는 30대그룹의 평균치에 비해 악화되는 모습이 완연하다. 수익성이 없는 회사의 경우 차입경영을 하지 않더라도 장기적으로 생존할 수 있는 가능성은 극히 낮다. 수익성이 없거나 낮을 때 차입금 상환

4) 과거의 지속적인 인플레이션도 기업이 차입을 선호하게된 하나의 이유가 된다.

부담이 기업을 쓰러뜨리는 가능성(즉 부도위험)이 높은 것은 사실이지만 그래도 기업을 쓰러뜨리는 것은 차입금이 아니라 채산성 부족인 것이다. 부채비율이 높아도 영업에서 나오는 현금수입이 추가적인 투자를 하고 차입금의 원리금을 상환하기에 충분하다면 차입경영에는 문제가 없다고 할 수 있다. 차입경영은 오히려 이러한 기업의 성장을 촉진시켜주고 경영자와 외부주주사이의 이해상충의 가능성을 감소시키며 기업경영의 효율성을 향상시키는 강점도 있다. 따라서 차입경영이 문제가 되는 가장 주된 이유는 차입능력을 지탱해 주는 기업수익성이 낮기 때문이다.

〈표 7〉 도산기업 수익성 비교

(단위 = %)

구 분		91년	92년	93년	94년	95년	평균
총자본	도산대기업평균	-0.21	-2.26	-0.58	-1.44	-5.18	-1.93
수익률	30대그룹평균	0.89	0.40	0.38	0.69	1.03	0.68
매출액	도산대기업평균	-0.49	-3.98	-0.42	-2.60	-13.84	4.27
순이익률	30대그룹평균	0.88	0.17	0.03	0.37	1.09	2.54

자료: 「상장기업분석」 1997 가을

그렇다면 차입경영에는 문제가 없는 것인가? 물론 그렇지 않다. 차입경영의 문제점은 부도 위험이나 기업부실비용이라기 보다는 오히려 과도한 차입이 기업의 투자사결정에 미치는 역기능적 효과가 있기 때문이다. 우리는 여기서 차입-저효율투자 악순환구조 가설을 도출해 보고 이 가설을 지지하는 실증적 자료의 종합을 시도해 보고자 한다.

### 1. 비관련다각화 투자의 유인

우리나라 기업의 고도성장을 위하여 차입은 필수적이었다. 그러나 성장을 위한 차입은 기업의 재무위험의 상승을 가져오게 되어 기업의 경영진은 상승하는 재무위험의 상쇄를 위해 비관련다각화 투자를 시도할 충분한 인센티브가 있다. 비관련다각화는 기업의 영업현금흐름의 위험을 감소시켜 차입에 따른 재무위험의 상승을 상쇄하는 역할을 담당한다. 1997년에 부도로 기업실패를 일으킨 기아그룹이나 진로그룹 등 우리나라 대기업의 비관련다각화 투자를 눈여겨 볼 필요가 있다. 무리한 다각화와 기업확장의 증거는 부실정후기업의 계열확장노력을 보면 알 수 있다. 1996년 4월부터 1997년 4월사이에 기아그룹의 계열사의 수가 16개

사에서 28개사로 22개사가 증가했으며 진로그룹의 계열사의 수는 14개사에서 24개사로 10개사가 증가하였다. 반면에 30대 기업집단에서 제외된 한보, 삼미, 극동건설, 벽산을 제외하고 신규로 지정된 아남, 거평, 미원, 신호와 함께 위의 2개 그룹을 제외한 나머지 24개 그룹의 평균 보유 계열사의 수는 24개사에서 28개사로 겨우 4개사가 증가하였다. (자료: 공정거래위원회, 1997년도 대규모기업집단 및 소속회사 현황) 이러한 통계자료는 부실화되는 기업의 특징으로 무모한 기업확장 및 다각화를 들 수 있음을 시사한다. 특히 기아와 진로그룹은 1996년부터 어려움을 겪고 있었음에도 불구하고 계열사의 수를 늘린 것이 매우 특이하다고 볼 수 있다.

이러한 비관련다각화가 반드시 나쁜 것만은 아니다. 비관련다각화는 우선 위험분산의 기능을 수행한다. 위험분산과 그에 따른 현금흐름의 안정성은 기업실패시에 발생하게 되는 낭비적 재무부실비용의 발생을 억제하게 되어 사회적, 경제적 비용의 결과적인 감소를 초래할 수 있는 장점도 있다. 또 비관련다각화는 기업의 사업구조 재편을 돕는 역할도 수행한다. 기업은 끊임없이 사업구조의 재편을 통해 불필요하거나 한계적인 사업을 정리하여야 한다. 세계적인 기업인 GE사의 경우 다양하게 분산되어 있는 사업포트폴리오를 보유하고 있으며 필요에 따라서 수시로 이 포트폴리오를 재편하여 경쟁시장에서 우위를 유지하고 있는 것을 볼 때 비관련다각화가 문제가 있는 것이 아니라 비관련다각화 전략추구에 있어서 한계기업의 퇴출이 이루어지지 않기 때문이라는 주장도 있다. 한계기업퇴출의 어려움에 대한 책임은 기업에게도 있고 시장과 제도에도 있다. 먼저 기업그룹 스스로 한계기업의 퇴출을 기피하기도 한다. 한계기업 또는 사업을 유지함으로써 기업그룹은 금융기관차입의 길을 유지하고 경영자의 사적혜택을 극대화할 수 있다. 뿐만 아니라 M&A시장의 부재, 정리해고 등 고용조정의 어려움 때문에 한계기업/사업의 퇴출이 제한되고 있는 실정이다. 또한 대형화된 대규모 기업집단 소속기업의 부도가 사회전체에 미치는 영향을 고려하여 정부와 금융기관의 정책적인 퇴출보호(大馬不死)도 일익을 담당해 왔다.

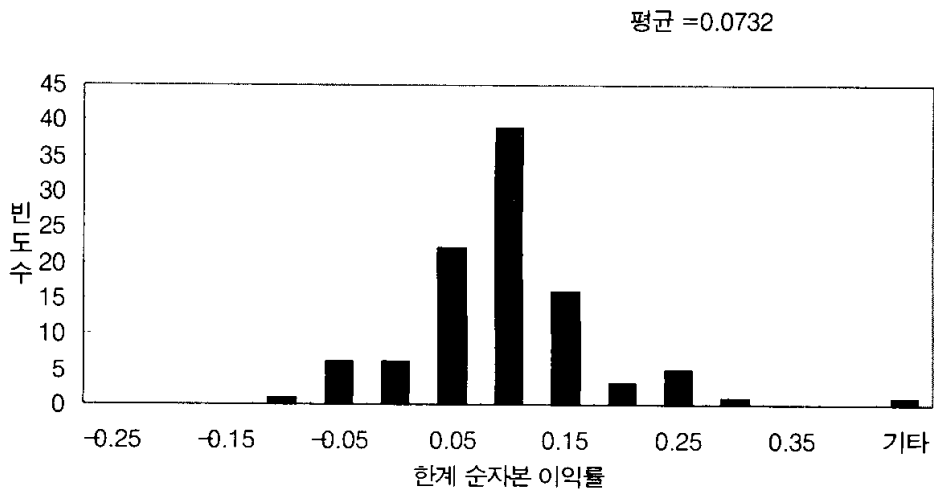
그러나 일반적으로 비관련다각화는 득보다는 실이 많은 것으로 평가되고 있다. Comment-Jarrell(1995)은 기업의 사업부문이 집중되어 있을수록 경영성고가 높다는 것을 실증결과를 통해 보이고 있다. John-Ofek(1995)는 기업이 사업다각화 정도를 낮추어 집중을 하기 위한 자산매각이 주가가격을 상승시킨다는 실증결과를 발표하여 비관련다각화의 문제를 지적하고 있다. 비관련다각화가 문제를 일으키는 이유는 경영성고가 높은 부문에서 성과가 낮은 부문, 즉 경쟁력이 없는 부문으로 자원의 이동(cross-subsidization)이 생겨 비효율을 야기한다는 것이다. 물론 성과가 낮은 부문을 퇴출시키면 되겠지만 비관련다각화의 가장 근본적인 문제점

은 한계기업퇴출의 어려움인 것이다 (Berger-Ofek, 1995; John-Ofek, 1995).

## 2. 저효율-고위험 투자의 유인

부채의존도가 높아져 재무부실화 위험이 높아지는 경우 기업은 또한 저효율-고위험투자를 하게되는 인센티브가 생겨난다 (Jensen-Meckling 1976). 저위험-고효율투자는 채권자의 부에만 긍정적인 효과를 가짐으로 인해 기업이 환영하지 않는다. 반면에 고위험-저효율투자는 기업실패가능성이 높은 기업에게는 한탕 잘하면 살아날 수 있는 가능성을 제공하므로 비록 채권자의 부에는 손실을 가져오지만 주주의 입장에서 이러한 투자를 선호하게 된다.

상장회사 100대기업의 한계순자본이익률



〈그림 1〉 상장회사 100대기업의 한계순자본이익률

〈그림 1〉는 우리나라의 100대 상장 비금융기업의 한계투자수익률의 분포를 보여주고 있다. 이 그림에서 한계투자수익률은 1990년부터 1995년까지 매년 (세전)영업이익의 증가분을 누적한 값을 1994년말 투하자본에서 1989년말 투하자본을 차감한 값으로 나누어 준 수치이다. (투하자본은 총자산에서 이자를 지급하지 않는 유동부채를 차감한 값임.) 평균값이 7.32%에 머무르는 것을 볼 때 우리나라 대기업의 자본생산성의 수준이 정기예금 금리수준에도 미치지 못하고 있음을 알 수 있다. 뿐만 아니라 96-97년 사이에 부도를 냈거나 부실화

된 기업으로 알려진 15개사의 한계투자수익률의 평균값은 100대 기업의 평균보다도 훨씬 낮은 3.06%를 보임으로써 기업실패가능성이 높은 기업일수록 저효율-고위험의 투기적투자의 인센티브가 높을 것이라는 가설을 지지하고 있다.

### 3. 수익성/채산성 악화

비관련다각화 투자나 고위험-저효율투자의 결과는 수익성과 채산성의 하락이다. 우리나라 대기업의 수익성을 알아보기 위하여 1990년부터 1995년까지 매년 100대 상장 비금융기업의 투자자본수익률을 계산하였다. 앞에서 설명하였듯이 투자자본수익률은 (세전)영업이익을 전기말 투자자본으로 나누어 준 값이다. 여기서 사용한 영업이익은 금융비용을 포함한 영업외 비용을 차감하기 전 값이며 영업외 수익을 가산하기 전 값이다. 100대 상장 비금융기업의 투자자본수익률이 <부록 표 1>에 연도별, 기업별로 나타나 있다. <표 8>는 투자자본수익률의 연도별 평균값을 보여주고 있는데 우리나라의 100대 상장기업의 수익성은 1990년의 8%정도에서 1995년에는 7%정도까지 하락하고 있는 것으로 나타났다. 투자자본의 세전영업이익률이 6년간 지속적으로 10%를 상회한 기업은 단 일곱개의 기업밖에 없다.

<표 8> 100대 상장기업의 평균투자자본수익률

							단위 %
년도	90	91	92	93	94	95	
ROI1	8.1	8.1	8.1	7.1	7.6	7.0	
수정ROI12	9.0	9.0	8.9	7.9	8.3	7.7	
수정ROI2	9.7	9.8	9.7	8.7	9.4	8.9	

#### <sup>1</sup> ROI 계산

$$\cdot \text{ROI} = \text{영업이익} / \text{순자산}$$

$$\cdot \text{순자산} = \text{총자산} - \text{이자를 수반하지 않는 유동부채 (NIBCL)}$$

$$\cdot \text{NIBCL} = \text{외상매입금} + \text{지급어음} + \text{미지급금} + \text{선수금} + \text{예수금} + \text{수입보증금} \\ + \text{미지급비용} + \text{선수수익} + \text{부채성충당금}$$

#### <sup>2</sup> 수정ROI 계산

$$\cdot \text{ROI1} = \text{영업이익} / (\text{순자산} - \text{토지})$$

$$\cdot \text{ROI2} = \text{영업이익} / (\text{순자산} - \text{관계회사유가증권})$$

〈표 9〉 제조업 수익성 요인의 국제비교

	총자산 영업이익율(%)	매출액 영업이익율(%)	총자산회전율(회)
한국 (96년)	6.21	6.54	0.95
한국 (95년)	8.33	8.33	1.00
미국 (95년)	8.46	7.68	1.10
일본 (95년)	3.60	3.30	1.06
대만 (95년)	6.05	7.29	0.83

자료 : 한국은행 「기업경영분석」 1997

취약한 수익성은 투자와 영업활동의 비효율성에 기인한다. 〈표 9〉에 나타난 수익성지표의 국제비교자료를 보면 우리나라의 총자산 영업이익률과 매출액 영업이익률 (영업이익 마진) 모두 95년 이후 하락하고 있으며 미국과 비교하여 열위에 있다. 영업이익 마진의 경우 우리나라 기업이 대만기업에 비하여 좀 낮은 편이다. 〈표 10〉에 보고된 활동성지표의 국제비교는 우리나라 기업이 미국이나 일본기업에 비해 유형고정자산과 재고자산에 과다한 투자를 하였음을 나타내고 있다.

〈표 10〉 제조업 활동성 지표의 국제비교

	총자산 회전율(회)	유형고정자산 회전율(회)	재고자산 회전율(회)	재고자산 회전기간(일)
한국 (96년)	0.95	2.26	7.39	49
한국 (95년)	1.00	2.43	7.66	48
미국 (95년)	1.10	3.59	8.42	43
일본 (95년)	1.06	3.49	9.49	38
대만 (95년)	0.83	2.00	5.95	61

자료 : 한국은행 「기업경영분석」 1997

#### 4. 추가차입수요의 상승과 금융기관의 자율적 결정의 부재

수익성과 채산성의 하락은 이어서 내부유보자금의 부족을 초래하게 되고 결국은 투자와 영업활동을 위한 자금조달을 위해 추가차입이 필요하게 된다. 금융기관은 이러한 추가차입요구에 대하여 쉽게 거절할 수 없다. 왜냐하면 추가차입이 안되면 기업은 자금부족을 겪게 되고 심한 경우 부도에 이르게 되어 기존의 대출금의 회수마저 어려워질 수 있기 때문이다. 이런

이유로 대출 금융기관은 추가대출로 인해 기존대출금의 회수전망이 조금만 보여도 추가여신 공급을 하게 되고 결국 금융기관 몰림현상이 생겨나게 된다. 또한 차입경영을 하는 기업이 대규모 기업집단이나 대기업인 경우 그러한 기업의 부도는 엄청난 사회적 파장을 일으키게 된다. 실제로 1997년 7월부터 시작된 "기아사태"만 보아도 충분히 짐작할 수 있다. 이러한 사회적, 경제적 파장을 두려워 하는 정부나 금융기관에서는 대기업의 추가차입요구를 무시하기 어려운 것이다. 大馬不死(too-big-to-fail)라는 용어에서 짐작할 수 있는대로 대기업은 국가 정책적 차원에서 퇴출이 보호되는 것이고 그 결과 이러한 기업은 다시 추가차입하여 위험한 저효율투자를 감행하는 도덕적 해이현상이 벌어지게 되어 차입이 기업부실화를 낳고, 기업부실화는 추가 차입을 유발하고 이는 또 다시 더 심한 부실화로 연결되는 악순환이 되풀이 되게 된다.

#### IV. 결론: 차입경영폐해 해소방안

차입경영이란 부채에 과도하게 의존하는 사업경영을 의미하며 기업부실화를 초래할 수 있는 위험을 가지고 있다. 실패한 기업의 공통적인 특징중 가장 대표적인 것이 이들 기업의 재무구조가 지나치게 차입에 의존해 왔다는 것이다. 지나친 차입의존은 기업의 사황이 외부여건의 변화에 민감하게 영향을 받게 하고 영업실적의 악화가 기업부도와 파산으로 연결되어 기업실패의 경제적, 사회적 비용을 유발할 가능성이 높아지게 된다. 이러한 재무부실비용은 해당 기업뿐만 아니라 사회 전체에도 부정적인 영향을 미치며 사회적인 비용(예: 왜곡된 투기성 투자로 인한 자원배분의 왜곡 초래, 첨단기술 등의 지적재산의 증발)을 유발한다. 뿐만 아니라 재무부실화는 채무보증, 법인출자 등으로 얽혀 있는 기업집단의 부도위험을 상승시키고 그에 따른 비용의 상승을 유발하기도 한다. 더욱 더 큰 사회적 비용은 대규모 기업집단의 부실화로 말미암아 초래되는 금융시스템의 부실화라고 할 것이다. 최근 우리나라 경제가 경험하고 있는 금융시장의 불안정도 따지고 보면 대기업에 많은 여신을 공급한 금융기관마저도 대기업 연쇄부도의 소용돌이 속에서 실패할 수 있다는 가능성에 기인하고 있는 것이다. 이러한 이유로 차입경영에 대한 일반의 시각이 매우 좋지 않으며 특히 차입의존 재무구조를 이용하여 기업확장을 해온 대기업들이 줄지어 도산하고 있는 모습을 보면서 차입경영에 대한 부정적 시각은 더욱 심화되고 있다.

한편 지난 3-40년간의 경제성장은 바로 이러한 차입경영에 힘입은 바가 크다는 것 또한 부인하기 어렵다. 차입경영은 기업의 성장을 촉진하여 경쟁력이 있는 규모확대를 돕고 법인



세 감면효과를 가져와 기업가치를 증가시키며 주주와 경영자 사이에서 발생하는 대리인비용의 감소를 가져오는 등 순기능적인 효과도 많이 있다. 이러한 차입경영이 문제점으로 대두되는 것은 차입경영의 결과로 기업실패의 위험성이 높아지고 그에 따른 경제적, 사회적 비용이 많이 발생하고 있기 때문이다.

그러나 차입경영 그 자체가 기업의 부실화의 원인이라고 보는 것에는 문제가 있다. 이 연구에서는 기업부실화의 근본적인 원인을 기업의 수익성과 채산성의 부재에서 찾고 있다. 기업의 수익성이 좋아 차입원리금을 갚을 수 있는 수준의 수익을 창출한다면 차입경영이 반드시 부실화를 일으키리라고 보지 않는다는 것이다. 그렇다고 해서 차입경영이 괜찮다고 하는 것이 아니다. 오히려 우리나라의 차입경영이 기업의 채산성을 더욱 악화시켜 기업부실화를 초래하고 있다는 점을 강조하고자 하는 것이다. 우리나라의 차입경영은 경제성장과정에서 정부의 규제와 보호속에서 확대되어 왔고 그로 인한 재무위험도 같이 증가하여 왔다. 증가된 재무위험에 대응하여 기업들은 수익성추구보다는 위험감소차원의 투자 즉 비관련다각화와 외형불리기를 시도하였고 그 결과 기업채산성은 더욱 악화되고 자금부족을 느끼는 기업들은 금융기관차입을 더 요구하게 되었다. 금융기관도 정치적, 사회적인 요인을 감안하여 추가대출을 하지 않을 수 없게 되고 결국 차입-위험증가-저효율투자-수익성하락-추가차입의 악순환구조가 더욱 심화되게 된 것이다.

따라서 기업부실화 문제를 해결하기 위해서는 위의 연결구조의 문제점을 해소해야 한다. 우선 첫째로 기업부실화를 막기 위해서는 차입을 억제하는 것 뿐만 아니라 오히려 차입수요의 하향조정을 시도해야 할 것으로 생각된다. 즉, 채산성이 부족한 투자(투기성 부동산의 투자 등 포함)를 자제하고 무리한 사업다각화를 절제하며 한계사업을 과감하게 정리하고 최소한 투자자원을 집중하여야 할 것이다. 무리한 사업다각화를 절제한다고 해서 비관련다각화가 무조건 나쁘다는 것은 아니다. 비관련다각화가 문제가 되는 이유는 사업다각화 투자와 함께 한계사업을 퇴출시켜야 하나 실제로 여러 가지 사유로 인하여 퇴출이 되지 않고 있다는 것이다. 따라서 퇴출을 용이하게 할 수 있도록 법적, 제도적 장치의 개선도 필요하다고 할 것이다.

둘째로 기업부실화를 막기 위해서는 기업지배체제의 개선을 통하여 경영감시를 활성화해야 한다. 이미 거론되고 있는 방안들이지만 사외이사제도의 실시 등을 통하여 내부통제와 감시 기능을 강화하고 기관투자자의 소수주주 권익보호차원에서 기업지배참여를 확대시켜 적극적 경영감시를 하게하며 은행 등 금융기관의 경영감시기능을 제고해야 한다. 또한 모처럼 활성화되기 시작하는 기업경영권시장(M&A시장)을 더욱 활성화시켜 기업이 저효율 투자를 한 다던가 주주중심 책임경영을 하지 못할 때에 경영권을 이전시킬 수 있는 시장을 확립하여야

하고 이를 위한 제도의 정비가 더 필요하다고 본다.

셋째로 기업부실화를 막기 위해서는 기업부실화의 공동책임을 지고 있는 금융기관이 변신해야 할 것이다. 전문성이 없는 여신심사와 정치적 압력에 의한 대출결정이 오늘의 기업부실화와 금융부실화의 원인이 되었음을 직시하여야 한다. 또한 이러한 상황을 초래한 금융제도의 구조적인 문제점도 아울러 해결되어야 한다.

보고는 오늘의 기업부실화의 근본적인 문제점은 차입경영 그 자체에 있는 것이 아니고 차입경영에서 초래된 기업의 수익성과 채산성의 저하에 있다고 주장하였다. 우리나라 기업의 채산성은 위기 상황에 놓여 있다. 금리가 높아서 채산성에 문제가 있는 것이 아니고, 차입금이 많아 금융비용의 부담이 높아 수익성이 낮은 것도 아니다. 더욱이 은행 등 금융기관이 자금을 빌려주지 않기 때문에 사업을 확장시키지 못해 채산성이 악화되는 것이 아니다. 오히려 영업활동에서 경쟁력이 부족하여 수익을 제대로 내지 못하는 한계기업을 정리하여 퇴출시키지 못하는 것이 문제이다. 요컨대 우리나라기업이 이 위기를 돌파하기 위해서는 수익성의 제고, 보다 구체적으로 내실있는 투자와 한계사업의 과감한 정리가 필요할 것이다. 경제가 어렵다고 하여 정부가 어려운 기업을 도와줘야 한다는 동정론이 있다. 그러나 지난 10-20년간 지속적인 기업재구조( restructuring )을 통해 기업의 경쟁력을 회복시킨 미국과 영국의 경험에서 한 가지 배울 점이 있다면 기업의 경쟁력은 뼈를 깎는 아픔 속에서 회생을 통해 얻어지는 것이며 정부의 무분별한 구제와 보호는 지금 있는 경쟁력마저 말살시킬 수 있다는 것이다.

## 참 고 문 헌

- 국찬표, 박영석, 이정진, "한국기업집단의 투자결정과 자본비용," 「재무연구」, 1997.
- 박경서, 손원익, 「기업의 재무구조개선을 위한 금융 및 조세정책방향」, 한국금융연구원, 1997.4.
- 박상수, 최도성, 김정국, 「기관투자자의 의결권행사에 관한 연구」, 한국상장사 협의회, 1996.12.
- 박상용, "기관투자자의 역할," 「21세기 한국기업의 통합체제」, 서울대학교 경영대학 증권금융연구소, 1996.
- 정광선, 「기업경쟁력과 지배구조」, 한국금융연구원, 1994.
- 최도성, "M&A시장과 기업경쟁력," 「경영논집」, 중앙대학교 경영연구소, 1995.2.

- Altman, E., 1968, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance* 23, 589-609.
- Berger, P.G. and E. Ofek, 1996, "Bustup Takeovers of Value Destroying Diversified Firms," *Journal of Finance* 51, 1175-1200.
- Berger, P.G. and E. Ofek, 1995, "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Brown, D.T., C.M. James and R.M. Mooradian, 1993, "The Information Content of Distressed Restructurings Involving Public and Private Debt Claims," *Journal of Financial Economics* 33, 93-118.
- Bulow, J. and J. Shoven, 1978, "The Bankruptcy Decision," *Bell Journal of Economics* 9, 437-456.
- Choi, D., J. Kim and S. Park, 1997, "Corporate Governance and the Value of the Voting Right in Korea," presented at the 1997 Financial Management Association (FMA) Meetings, Honolulu, Hawaii, October.
- Comment, R. and Gregg A. Jarrell, 1995, "Corporate Focus and Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 37, 67-87.
- Gilson, S., K. John and L. Lang, 1990, "Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default," *Journal of Financial Economics* 27, 315-353.
- Hoshi, T., A. Kashap and D. Sharfstein, 1990, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics* 27, 67-88.
- Jen, F.C., D. Choi and S. Lee, 1997, "Some New Evidence on Why Companies Use Convertible Bonds," *Journal of Applied Corporate Finance* 10, 44-53.
- Jensen, M.C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- John, K., 1993, "Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities."

*Financial Management* 22, 60-77.

John, K. and E. Ofek, 1995, "Asset Sales and Increase in Focus," *Journal of Financial Economics* 37, 105-126.

Lang, L.H.P. and R.M. Stulz, 1994, "Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance," *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.

Miller, M.H., 1977, "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32, 261-276.

Mitchell, M.L. and K. Lehn, 1990, "Do Bad Bidders Become Good Targets?" *Journal of Political Economy* 98, 372-398.

Modigliani, F. and M.H. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, 261-297.

Servaes, H., 1996, "The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave," *Journal of Finance* 51, 1201-1225.

Shapiro, A.C. and S. Titman, 1985, "An Integrated Approach to Corporate Financial Management," *Midland Corporate Finance Journal*, 41-56.

Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1992, "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance* 47, 1343-1366.

Stein, J., 1992, "Convertible Bonds as backdoor Equity Financing," *Journal of Financial Economics* 32, 3-21.

〈부록표 1〉 100대 상장기업의 투자자본수익률

COMPANY	ROI(90)	ROI(91)	ROI(92)	ROI(93)	ROI(94)	ROI(95)
삼성물산	0.0860	0.0813	0.0640	0.0543	0.0207	0.0046
현대상사	0.0699	-0.0014	-0.0061	-0.0055	0.0540	0.0958
삼성전자	0.1336	0.1553	0.1600	0.1583	0.3720	0.3937
대우	0.0556	0.0722	0.0818	0.0703	0.0919	0.0816
엘지상사	0.1063	0.0976	0.1123	0.1281	0.0536	0.0530
현대자동차	0.0702	0.0602	0.0569	0.0521	0.1109	0.1171
한국전력공사	0.0922	0.1016	0.0977	0.0861	0.0959	0.0782
포항제철	0.0282	0.0474	0.0483	0.0489	0.0743	0.1108
유공	0.0468	0.0464	0.0539	0.0506	0.0498	0.0642
엘지전자	0.1377	0.1244	0.1376	0.1264	0.1238	0.1074
기아자동차	0.0565	0.0293	0.0267	0.0217	0.0283	0.0514
현대차씨비스	0.0042	0.0941	0.0989	0.1055	0.1159	0.0729
쌍용	0.1565	0.1185	0.0914	0.0800	0.0242	0.0318
선경	0.0626	0.1002	0.0949	0.0973	0.1035	0.0834
대우중공업	0.0726	0.0775	0.0562	0.0384	0.0281	0.0522
현대건설	0.0453	0.0738	0.0570	0.0518	0.0637	0.0688
쌍용정유	0.0527	0.0481	0.0466	0.0430	0.0534	0.0437
대한항공	0.0428	0.0663	0.0591	0.0504	0.0629	0.0615
엘지화학	0.1036	0.0737	0.0783	0.0747	0.0983	0.0932
대우전자	0.0738	0.0793	0.0821	0.0641	0.1145	0.1329
효성물산	0.0798	0.0939	0.1110	0.1036	0.1041	0.0949
대림산업	0.0580	0.0525	0.0494	0.0492	0.0573	0.0685
동아건설	0.0622	0.0788	0.0902	0.0747	0.0864	0.0768
현대정공	0.1010	0.0641	0.0815	0.0762	0.0737	0.0591
삼성전관	0.1099	0.0827	0.1074	0.0971	0.829	0.0808
한진해운	0.0374	0.0453	0.0525	0.0516	0.0704	0.0582
한화에너지	0.0484	0.0449	0.0236	0.0214	0.0217	0.0562
아시아자동차	0.0872	0.0572	0.0464	0.0375	0.0758	0.0687
제일제당	0.1570	0.1353	0.1310	0.1187	0.1099	0.0662
코오롱상사	0.1914	0.1760	0.1778	0.1160	0.1440	0.1080
한화종합화학	0.0785	0.0567	0.0537	0.0500	0.0799	0.0859
엘지건설	0.1197	0.1210	0.1083	0.0893	0.0899	0.0944
인천제철	0.1272	0.1394	0.0702	0.0647	0.0701	0.0821
엘지금속	0.0844	0.0268	0.0835	0.0701	0.0281	0.0564
삼성전기	0.0808	0.0819	0.0974	0.0879	0.0982	0.1154
한국이동통신	0.1810	0.2452	0.2487	0.1632	0.2106	0.1107
엘지전선	0.1190	0.0942	0.0762	0.0734	0.0617	0.0655
쌍용양회	0.0527	0.0408	0.0357	0.0335	0.0343	0.0267
한화	0.0547	0.0525	0.0589	0.0530	0.0316	0.0692

COMPANY	ROI(90)	ROI(91)	ROI(92)	ROI(93)	ROI(94)	ROI(95)
동양맥주	0.0662	0.0159	0.0560	0.0511	-0.0150	-0.0416
삼성항공	0.0884	0.0923	0.0881	0.0730	0.0695	0.0779
만도기계	0.0957	0.0716	0.1091	0.0896	0.1399	0.1303
삼양사	0.0602	0.1111	0.1251	0.1069	0.0417	0.0609
신세계	0.0900	0.1082	0.0862	0.0710	0.0678	0.0617
대한전선	0.1143	0.0818	0.0553	0.0508	0.0426	0.0218
금호타이어	0.0366	0.0465	0.0807	0.0759	0.0302	0.0465
태광산업	0.1994	0.1277	0.2289	0.1908	0.2148	0.0362
조선맥주	0.0727	0.0948	0.0884	0.0722	0.0895	0.0724
금호건설	0.0893	0.1145	0.1096	0.0968	0.0239	0.0790
동국제강	0.1041	0.0836	0.0433	0.0441	0.0586	0.0606
삼미특수강	0.0392	0.0402	0.0172	0.0171	0.0476	0.0626
쌍용자동차	0.0228	0.0164	-0.0077	-0.0064	-0.0024	0.0009
동양나이론	0.0388	0.0531	0.0630	0.0623	0.0974	0.0871
아남산업	0.0798	0.0817	0.0846	0.0806	0.0629	0.0709
동부제강	0.0608	0.0723	0.0550	0.0543	0.0815	0.0908
코오롱	0.0630	0.0730	0.0756	0.0745	0.0408	0.0617
고려합섬	0.0855	0.0831	0.0760	0.0649	0.0739	0.0780
제일모직	0.0762	0.0835	0.1031	0.0975	0.0812	0.0934
한솔제지	0.1197	0.0889	0.0850	0.0574	0.0881	0.0704
한국타이어	0.1913	0.1566	0.1186	0.0977	0.1016	0.0855
선경인더스	0.0513	0.0610	0.0595	0.0598	0.0600	0.0798
한신공영	0.1017	0.1284	0.1017	0.0718	0.0721	0.0826
금강개발산업	0.0567	0.0440	0.0472	0.0443	0.0825	0.0721
두산건설	0.1069	0.1218	0.1312	0.1044	0.0927	0.0906
한진건설	0.0068	0.0717	0.0703	0.0639	0.0247	0.0357
대우통신	0.1057	0.1107	0.1191	0.1028	0.1322	0.1245
풍산	0.0374	0.0599	0.0485	0.0475	0.0723	0.0921
대한통운	0.0781	0.1020	0.0905	0.0932	0.0719	0.0405
오리온전기	0.1079	0.0187	0.0347	0.0244	0.0492	0.0493
제일합섬	0.0984	0.0750	0.0787	0.0714	0.0751	0.0666
강원산업	0.0780	0.0677	0.0842	0.0770	0.0690	0.0954
동부건설	0.0891	0.1016	0.0962	0.0689	0.0809	0.0664
롯데제과	0.1295	0.1040	0.0874	0.0837	0.1058	0.0701
삼보컴퓨터	0.1050	0.1077	0.1010	0.1072	0.1508	0.1525
진도	0.0534	0.0681	0.0770	0.0742	0.0642	0.0769
오리온전기	0.1079	0.0187	0.0347	0.0244	0.0492	0.0493
제일합섬	0.0984	0.0750	0.0787	0.0714	0.0751	0.0666
강원산업	0.0780	0.0677	0.0842	0.0770	0.0690	0.0954
동부건설	0.0891	0.1016	0.0962	0.0689	0.0809	0.0664
롯데제과	0.1295	0.1040	0.0874	0.0837	0.1058	0.0701
삼보컴퓨터	0.1050	0.1077	0.1010	0.1072	0.1508	0.1525
진도	0.0534	0.0681	0.0770	0.0742	0.0642	0.0769
화성산업	0.0767	0.1095	0.1173	0.0934	0.1198	0.0838

COMPANY	ROI(90)	ROI(91)	ROI(92)	ROI(93)	ROI(94)	ROI(95)
동양시멘트	0.0579	0.0842	0.0657	0.0660	0.0424	0.0502
농심	0.1488	0.0445	-0.0158	-0.0139	0.0291	-0.0001
태평양	0.1442	0.0969	0.1099	0.1034	0.1091	0.0907
롯데철강	0.1053	0.0902	0.0866	0.0809	0.1375	0.0548
진로	0.0471	0.0143	0.0227	0.0195	0.0573	0.0431
연합철강	0.0321	0.0799	0.0983	0.0770	0.0223	0.0131
미원	0.0643	0.0789	0.1033	0.0892	0.0746	0.0575
해태제과	0.1241	0.1090	0.0730	0.0519	0.0730	0.0496
삼미	0.0403	0.0509	0.0549	0.0536	-0.0060	0.0103
한국철강	0.0868	0.0676	0.0133	0.0115	0.0550	0.0491
미도과	0.0356	0.0459	0.0377	0.0266	0.0954	0.0908
동부산업	0.0009	0.0090	0.0038	0.0033	0.0065	0.0259
두산상사	0.0584	0.0673	0.0550	0.0538	0.0587	0.0770
금강	0.1492	0.1748	0.1844	0.1670	0.1637	0.1222
한일합섬	-0.0099	-0.0228	0.0004	0.0004	-0.0122	-0.0102
동국무역	0.0878	0.1056	0.1131	0.1140	0.1172	0.0995
신원	0.0193	0.0466	0.0923	0.0774	0.1384	0.1211
동원산업	0.0775	0.0997	0.1178	0.1217	0.0792	0.0533
건영	0.0698	0.0824	0.0801	0.0654	0.0768	-0.0229
한양	0.0523	0.0592	0.0303	0.0293	-0.0104	-0.0367
고려화학	0.1475	0.2213	0.2209	0.1680	0.1511	0.0684
극동건설	-0.0273	0.0593	0.0477	0.0378	0.0189	0.0593
벽산건설	0.1067	0.0961	0.0830	0.0742	0.0856	0.1014
현대종합목재	0.0820	0.0815	0.0970	0.0654	-0.0097	0.0185
평균	0.0810	0.0813	0.0806	0.0708	0.0758	0.0701