

해외자금조달의 유인과 장애

허 창 수

(서울시립대학교 경영학부 교수)

【초 록】

IMF 사태 이후에 해외자금조달의 유인은 단순한 의미의 유동성 공급뿐만이 아니라 채권시장 및 주식시장에서의 시장규율 확충까지도 포함한다. 시장규율의 확충은 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 제고를 뜻하는데, 이는 결과적으로 한국기업의 자금조달 대리비용(agency cost of debt and equity)을 완화시키는 데에 있어서 적지 않은 기여를 한 바 있다.

그럼에도 불구하고 이른바 주식관련 한국할인(Korea discount) 혹은 채권관련 한국프리미엄(Korea premium)이 그 폭은 줄었지만 국제금융시장에서 엄연히 존재하고 있다. 한국할인 혹은 한국프리미엄의 존재는 기업지배구조의 효율성과 회계보고방식의 투명성 수준이 아직 미흡한 수준에 머물고 있음을 의미하고, 이는 역으로 해외자금조달의 장애로 작용한다. 본고에서는 개별기업의 입장에서 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 제고라는 해외자금조달의 유인에 보다 초점을 맞추고자 하였다. 이와 같은 관점에서, 해외자금조달의 성격과 기능을 이전과는 달리 새롭게 바라 볼 필요가 있다. 즉, 재무구조개선, 수익성 위주의 경영전략, 저금리 추세 등의 요인으로 인한 최근의 자금잉여상태에서, 해외자금조달의 역할은 이전의 자금확보 그 자체에서 자금조달 대리비용의 해소방안의 하나로 그 비중이 옮겨가고 있다고 평가될 수 있다.

해외자금조달 대리비용의 두 원천 중 채권부문은 환위험 분산 등의 유인이 있기는 하나 국가신용도의 현 수준이 적지 않은 장애로 작용하므로, 개별기업의 노력으로 대리비용을 줄여 기업가치를 상승시킬 수 있는 여지가 주식의 경우에 비하여 상대적으로 크지 않다. 반면에, 주식부문은 국가신용도의 제약을 크게 벗어날 수는 없지만 개별기업의 노력으로 (해외)자금조달 대리비용을 줄여 기업가치를 상승시킬 수 있는 여지를 상대적으로 많이 가지고 있다. 그리고 주식의 성격상 대리비용이 광범위하게 일상적으로 발생할 가능성이 채권의 경우에 비하여 상대적으로 크다고 할 수 있다.

이와 같은 관점에서, 본고는 채권부문보다는 주식부문에서의 기업가치 증대방안을 구체적으로 제시하고자 하였다. 주식부문에서 (해외)자금조달 대리비용을 축소 혹은 해소하는 방안으로는 주식의 해외교차상장(cross listing)과 자기자본 구조조정(equity restructuring)을 들 수 있다.

주식의 해외교차상장은 해당 한국기업이 국제증권시장의 보다 까다로운 상장요건을 충족시켰다는 것을 의미하며 외국의 거래소에서 일상적인 거래가 가능하도록 한다. 이는 결과적으로 동 기업의 기업지배구조의 효율성과 회계보고의 투명성을 제고시키고 동 기업의 주식에 대하여 새로운 수요를 창출하는 효과를 가지게 된다.

자기자본 구조조정은 새로운 실물투자 없이 기존 영업활동을 재무적 관점에서 재구성함으로써 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성을 제고시켜 결과적으로 기업가치를 상승시키는 효과를 가지게 된다. 아울러, 자기자본 구조조정이 해외교차상장과 어우러진다면 그 효과는 더욱 배가될 수 있을 것이다. 자기자본 구조조정의 방법으로는 spin-off, equity carve-outs, tracking stock 등을 예거할 수 있는데, 각 방법은 나름대로의 특성과 장·단점

을 가지고 있다. 기업이 이 중 하나를 선택할 때에는 시장의 평가, 자금조달의 필요 정도, 사업단위에 대한 경영통제권의 필요 정도, 세금, IPO 수수료 등의 요소를 고려하여야 할 것이다.

자기자본 구조조정은 현재의 한국기업들에게 폭넓게 적용될 수 있다. LG화학과 LG전자는 최근에 spin-off 형태의 자기자본 구조조정을 실행한 이후에 시장가치가 전반적으로 증가한 성공적인 사례로 평가될 수 있다. 현재 4개 사업부문으로 구성된 삼성전자(주)도 이의 적용 대상이 될 수 있다.

기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 미흡은 개별기업의 문제일 뿐만 아니라 전체적인 국가신용등급의 부여에 있어서도 부정적인 요소로 작용하고 있다. 따라서, 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 제고를 위해서는 개별기업의 노력과 함께 금융감독 당국도 법·제도적 차원에서 보다 적극적으로 대응해야 한다. 미국의 경우에 각 금융감독 유관기관들이 기업지배구조의 비효율성과 회계보고방식의 불투명성으로 인해 야기된 2002년 6월과 7월 두 달 동안의 증시불안에 신속하게 반응하여 Sarbanes-Oxley Act 등의 법·제도적 대응책을 다양하게 마련한 사례를 음미해 볼 필요가 있다.

주제어: 해외자금조달 / 국가신용등급 / 기업지배구조 / 회계보고방식 / 대리비용 / 시장규율 / 한국프리미엄 / 한국할인 / 해외교차상장 / 자기자본 구조조정

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 3, No. 2, 2002

Motives and Barriers for Korean Companies in Global Financing

Changsoo Hur

ABSTRACT

During the control of the IMF, Korea did not only cover much of the capital shortfall but also did significantly improve the effectiveness of market discipline through global financing activities. The improved market discipline enhanced the efficiency of corporate governance and the transparency of accounting reports, and consequently reduced the agency costs of debt and equity.

Nevertheless, Korea discount in the stock markets and/or Korea premium in the bond markets still exist in the international capital markets, even with lesser degree than before the IMF situation. The existence suggests Korea do not completely resolve the problems related to corporate governance and accounting reports. This could be a crucial barrier for Korean companies to secure global funds as much as needed.

The paper is to focus comparatively more on the positive impacts of global financing on market discipline in view of minimizing the agency costs. In fact, major Korean companies nowadays enjoy the era of capital surplus mainly due to profit-oriented business strategies and low levels of interest rates.

The sovereign credit-ratings could considerably limit the effectiveness of the

individual companies' efforts to handle the Korea premium when issuing bonds in the oversea markets. In contrast, individual companies have much leeway to minimize the Korea discount in the equity valuation with their own efforts.

To deal with the agency costs, in these respects, the paper puts more emphasis on the Korea discount rather than on the Korea premium. For that matter, cross-listing and equity restructuring are recommended as ways to increase corporate value in Korea.

Co-listing on a major foreign stock exchange of a Korean company's share signals to investors that the company successfully satisfies stricter requirements for listing on the major foreign stock exchange. This could result in rise of the stock price by reducing the agency cost of equity.

Also, while keeping operating activities intact, companies can increase corporate value just by equity restructuring which tends to enhance informational efficiency. As ways of equity restructuring, spin-off, equity carve-outs, and tracking stock are proposed and explained in the paper. Each has its own strengths and weaknesses. The best would be selected in consideration of various factors such as market responses, taxes, IPO costs, needed amount of capital, corporate control, etc.

Very desirably, concurrent implementation of cross-listing and equity restructuring could multiply the effectiveness of controlling the agency cost of equity.

Finally, legal and institutional arrangements by regulatory authorities are also required in addition to individual companies' efforts to meaningfully minimize the Korea discount. For this matter, it might be worthwhile to refer to the American case of Sarbanes-Oxley Act which was made into law in August in response to the stock market turbulences in June through July, 2002. The Sarbanes-Oxley Act is designed to toughen mandatory standards of corporate governance and accounting reports.

【차 례】

I. 머리말

II. 자금조달 수단별 대리비용

1. 타인자본의 대리비용
2. 자기자본의 대리비용

III. 한국기업의 경우

1. IMF 관리체제 이전
2. IMF 관리체제 이후

IV. 해외자금조달 현황

1. 개 요
2. 용도별 해외자금조달
3. 주식비연계 해외자금조달
4. 주식연계 해외자금조달
5. 2002년 상반기의 해외자금조달

V. 해외자금조달의 유인과 장애

1. 해외자금조달의 성격과 기능

2. 기업지배구조 및 회계보고방식 불투명성의 비용

3. 해외자금조달의 유인

4. 해외자금조달의 장애

VI. 해외교차상장 및 자기자본 구조 조정

1. 개 요

2. 해외교차상장

3. 자기자본 구조조정

VII. 맺음말

I. 머 리 말

기업가치는 본질적으로 실물투자에 관한 의사결정(investment decision)만에 의해서 영향을 받아야 한다. 이와 같은 주장은 완전자본시장 등의 가정하에서 이론적으로 증명되고 있고 아울러 가장 이상적인 내용이라 할 수 있다. 이 주장이 옳다면, 기업의 최고경영자는 실물투자에 관한 의사결정에만 관심을 기울이고 실물투자의 실행을 뒷받침하는 자금조달에 관한 의사결정(financing decision)은 일상적인 업무의 하나로서 중·하위직급의 관리자에게 모두 권한이양이 되어야 할 것이다.

하지만, 최고경영자는 현실적으로 실물투자에 관한 의사결정 못지 않게 자금조달에 관한 의사결정에도 많은 관심을 기울이고 있고, 이와 같은 현상은 컴퓨터 및 통신기술의 급속한 발전을 배경으로 하여 자본시장의 국제적 통합(global integration)이 빠르게 진전되면서 더욱 심화되는 추세를 보이고 있다. 한국도 이와 같은 현상과 추세에서 예외가 아니며, 이는 이른바 IMF 관리체제를 계기로 하여 강력하게 추진된 광범위한 구조조정의 결과라고도 볼 수 있다.

최고경영자가 자금조달에 관한 의사결정에도 많은 관심을 기울이고 있다는 사실은 자금조달 수단의 선택에 따라 기업가치가 무시할 수 없는 크기만큼 달라질 수 있다는 현실적 제약을 의미한다. 이와 같은 이론적 주장과 실무적 현실의 괴리에 관한 설명은 이론을 뒷받침하는 완전자본시장 등의 가정과 실제의 제도적 환경과의 차이에서 그 실마리를 찾아볼 수 있다.

완전자본시장 등의 가정과 실제의 제도적 환경과의 차이는 자금조달 수단별 과세제도, 자금조달 수단별 거래비용, 자금조달 수단별 법·제도적 제약, 자금조달 수단별 정보비용, 자금조달 수단별 금융감독의 유효성 등의 요소를 포함하는 자본시장 인프라(infrastructure of capital markets)의 성숙도에 따라 그 정도가 달라질 수 있다.

일반적으로, 자본시장 인프라가 성숙되었다고 평가되고 있는 금융선진국의 최고경영자는 자금조달에 관한 의사결정보다는 실물투자에 관한 의사결정에 보다 많은 시간과 노력을 투입하며, 자본시장 인프라의 성숙도가 미흡한 국가의 최고경영자는 상대적으로 많은 시간과 노력을 자금조달에 관한 의사결정에 투입하는 경향을 보이고 있다. 즉, 자본시장의 발전을 위한 노력은 자본시장 인프라의 성숙도를 이론적 이상형에 최대한 접근시키는 것을 그 목표로 하고 있다고 볼 수 있다.

위에서 언급한 자본시장 인프라의 구성요소는 그 모두가 중요하나, 1980년대의 기업매수·합병 열풍을 뒷받침하기 위한 정크본드 버블(junk bond bubble)과 1990년대의 이른바 신경제 열풍을 뒷받침하기 위한 정보통신 버블(information technology bubble)이 붕괴되면서, 자금조달 수단별 정보비용이라는 요소가 특히 중요한 관심사로 부각되었다.

자금조달 수단별 정보비용은 현존 자본시장의 제도적 특성이 불가피하게 허용하는 시장참여자 사이의 정보불균형(information asymmetry)으로 인하여 발생한다. 현재 자본주의를 채

택하고 있는 대부분의 주요 기업은 주식회사의 형태를 띠고 있으며, 주식회사 제도는 주주의 유한책임(limited liability)과 소유와 경영의 분리(separation of ownership and management)를 그 특성으로 하고 있다.

주식회사의 제도적 특성 중 주주의 유한책임은 주주와 채권자 사이의 대리비용(agency cost of debt)을 발생시키며, 소유와 경영의 분리는 내부경영자와 외부주주 사이의 대리비용(agency cost of equity)을 발생시킨다. 이와 같은 정보비용은 흔히 도덕적 해이(moral hazard)에 따른 사회비용으로도 설명되고 있으며 중국적으로 자금조달의 원천별 자본비용에 영향을 미치게 된다.

미국에서 정크본드 버블의 붕괴 후 1990년대 초에 겪은 바 있는 관련 투자은행의 파산 및 증시불안과 정보통신 버블의 붕괴 후 2000년대 초에 겪고 있는 이른바 닷컴기업의 파산 및 증시불안은 시장참여자 사이의 정보불균형으로 인한 사회비용의 한 예라고 할 수 있다. 그리고 2002년 중반에 불거지고 있는 기업지배구조(corporate governance) 및 회계보고(accounting reports) 등에서의 비리도 결국 시장참여자 사이의 정보불균형에 그 뿌리를 가지고 있다고 평가될 수 있다.

정크본드 버블의 붕괴 후 1990년대 초에 겪은 바 있는 금융시장 불안은 미국에 국한된 현상이었으나, 정보통신 버블의 붕괴 후 현재 겪고 있는 금융시장 불안은 세계적인 현상으로서 한국도 예외가 아니다. 최근에 미국, 유럽 등의 선진국들은 이에 대한 대응책으로서 금융감독(financial supervising)의 제도적 고도화를 활발하게 추진중에 있으며 한국도 이와 같은 노력을 진행하고 있다. 이와 같은 대응책은 정보불균형에 따른 도덕적 해이를 최소화하는 법·제도적 장치의 구축을 그 핵심적인 내용으로 하고 있다.

기업의 자금조달 활동과 연계된 정보의 흐름을 보면, 내부경영자가 정보의 제공자이며 외부주주, 채권자, 증권분석 전문가 등이 정보의 이용자라고 할 수 있다. 당위적으로 내부경영자는 기업관련 정보를 사실대로 외부이용자에게 전달하여야 한다. 그리고 공적 금융감독 당국, 자율적 금융감독기관으로서의 각종 금융기관별 협회와 거래소, 외부의 공인회계사 등은 이들 정보의 정확성 및 공정성을 제고시켜 앞에서 언급한 당위가 현실적으로 실현되도록 함으로써 정보이용자를 보호해야 할 것이다.

하지만, 내부경영자의 당위적 도덕성도 그리고 금융감독 등의 제도적 장치도 기업정보의 제공자와 이용자 사이의 정보불균형 문제를 모두 해결하기에는 불충분하다는 상황적 한계를 여러 종류의 버블 등을 비롯한 역사적 증거들이 웅변하고 있다. 아울러, 역사적 증거들은 시장규율(market discipline)이 이를 효과적으로 보완할 수 있다는 사실을 시사하고 있다.

한국 자본시장에서 금융감독 및 시장규율의 효율성은 이른바 IMF 관리체제를 겪으면서 획기적인 발전을 이룩하였다. 특히, 시장규율의 효율성 제고는 외국자본의 참여가 큰 역할을 한 바 있다. 아울러, 외국자본의 참여는 채권자로서보다는 주주로서가 시장규율의 효율성 제고에 보다 효과적이었다고 평가될 수 있다.

이와 같은 금융감독 및 시장규율의 효율성 제고는 결과적으로 최근 국가신용등급의 상향조정과 한국프리미엄(Korea premium)의 하향조정에도 적지 않은 기여를 한 바 있다. 하지만, 아직은 불충분하며 금융감독 및 시장규율의 효율성 제고노력은 계속되어야 할 것이다.

본고에서는 자본시장 인프라의 구성요소 중 정보불균형으로 인한 자금조달 수단별 정보비용에 초점을 맞추어, 이의 최소화 방안의 하나로서 한국기업의 해외자금조달을 분석하고자 한다. 즉, 기업이 해외자금을 조달하려는 유인(motives)을 자금 자체의 조달보다는 기업지배구조 및 회계투명성을 제고하려는 노력의 하나로서 보고자 한다. 아울러, 기업의 이와 같은

해외자금조달에 장애(barriers)가 되는 요인도 살펴보고자 한다.

여기에서 자금제공자는 주주의 입장이든 채권자의 입장이든 기업정보의 이용자이면서 동시에 기업활동에 대한 감시자(monitors)로서의 기능에 충실하다는 시장규율의 관점을 가지도록 한다.

II. 자금조달 수단별 대리비용

1. 타인자본의 대리비용

(1) 개념

타인자본의 대리비용은 주주와 채권자 사이에 발생하며, 기업가치의 변동 없이 부(wealth)가 채권자로부터 주주에게로 이전되는 효과를 의미한다.

이와 같은 부의 이전효과는 주주의 유한책임에서 기인한다. 주주는 타인자본을 일단 조달한 후에는 채권자의 이익을 포함한 기업가치 전체의 극대화보다는 주주가치의 극대화(maximization of equity value)를 위한 의사결정을 하게 된다. 이는 실물투자가 크게 성공할 경우에는 채권자에게 사전에 확정된 원리금만 지급하고 나머지를 모두 주주의 몫으로 취하지만 실패할 경우에는 주주가치만 포기하면 그만이기 때문이다.

채권자는 주주의 이와 같은 행동양식을 자금대여 전에 이미 알고 있으며 나름대로의 대응책을 강구한다.

(2) 콜옵션으로서의 주식지분

주주의 유한책임이라는 제도적 장치는 주식지분을 콜옵션(call option)으로서의 성격을 갖도록 한다.

타인자본의 조달은 주주가 채무액을 대가로 기업자산 모두를 채권자에게 매각하는 동시에 채권의 만기일에 사전에 확정된 원리금을 지급하고 기업자산을 되살 수 있는 콜옵션을 취득하는 것과 같은 경제적 의미를 갖는다. 이때, 콜옵션의 기초자산은 기업자산이 되고 행사가격은 원리금이 된다.

이와 같은 콜옵션의 가치는 기업자산가치, 행사가격, 잔존만기, 무위험이자율, 기업자산가치의 변동성 등의 5가지 변수에 의하여 결정된다. 이 중 타인자본의 대리비용과 연계되는 변수는 기업자산가치의 변동성(volatility of asset value)이며, 기업자산가치의 변동성이 증가할수록 콜옵션 혹은 주식지분의 가치는 커진다.

(3) 과다투자

정보불균형이 없다면 주주는 기업가치를 극대화시키는 방향으로 실물투자를 해야 할 것이다. 이는 이자수입의 기회손실과 투자위험을 감안하여 순현재가(net present value)가 영보다 큰 프로젝트만을 선택해야 한다는 것을 의미한다.

하지만, 정보불균형 상태에서 주주는 기업가치의 극대화보다는 주주가치의 극대화를 위하여 의사결정을 하며, 따라서 확률은 낮지만 보다 큰 수익을 얻을 수 있는 프로젝트를 선호하게 된다.1) 이와 같은 프로젝트는 투자위험을 감안할 경우에 순현재가가 영보다 작아 기업가치를 감소시킬 수 있다.

주주가 기업가치의 극대화 관점에서는 기각시켜야 할 프로젝트를 주주가치의 극대화 관점에서 채택하는 현상을 타인자본의 사용으로 인한 과다투자(overinvestment)라고 한다.

(4) 과소투자

위에서 논의한 과다투자의 경우와는 반대로, 기업가치가 부채가치를 하회하는 지급불능(insolvency) 상황에서 주주는 기업가치의 극대화 관점에서 채택해야 할 프로젝트를 주주가치의 상승에 도움이 되지 않는다는 이유로 채택하지 않는 현상을 타인자본의 사용으로 인한

과소투자(underinvestment)라고 한다.

콜옵션에서 기초자산의 가치가 행사가격을 하회하는 경우를 외가격(out-of-the-money) 상태라고 하는데, 이때 콜옵션의 가치는 영이 된다. 이는 기업가치가 부채가치를 하회하는 경우를 의미하며, 이때 주주가치는 콜옵션과 마찬가지로 영이 된다.

자산가치가 부채가치를 하회하는 외가격의 범위 내에서는 자산가치와 부채가치의 차이가 얼마이든 주주가치는 영을 벗어나지 못한다. 따라서, 주주는 특정 프로젝트의 순현가가 자산가치와 부채가치의 차이를 상회하는 수준이 아니면 이를 채택하려는 유인이 없다고 볼 수 있다. 즉, 특정 프로젝트의 순현가가 영보다는 크되 자산가치와 부채가치의 차이보다 작다면, 동 프로젝트의 채택은 기업가치 혹은 부채가치의 증가에만 기여할 뿐 주주가치는 그대로 영에 머물게 된다.

(5) 시장규율

정보불균형의 상태에서 약자의 입장에 있는 채권자는 주주가 자금을 일단 확보한 다음에는 과대투자 혹은 과소투자 등의 방법으로 채권자의 이익을 침해하려는 유인이 있다는 사실을 사전에 알고 있으며, 따라서 이를 방지하기 위한 대응책을 강구하게 된다.

채권자의 가장 기본적인 대응책은 자금을 공여하기 전에 자신의 부를 방어하기 위한 조치들을 채권약정서(bond covenant)에 명기하는 것이다. 이와 같은 채권약정서의 주요 내용은 배당금 등 기업재산의 사외유출 제한, 실물투자 범위의 제한 등을 포함한다.2) 채권약정서의 작성은 전문지식을 필요로 하는데 컨설팅회사, 투자은행, 법률회사 등이 개입하는 것이 일반적이다.

주주가 불법적으로 채권약정서를 위반하면, 채권자는 만기에 관계없이 즉각 채무의 상환을 요구하거나 법적 조치를 취하게 된다. 그리고 주주가 탈법적으로 채권약정서를 위반하면, 이는 불법적인 채권약정서의 위반 못지 않게 당해 기업의 명성에 치명타를 가하여 차후의 자금조달에 있어서 심각한 불이익을 각오해야 한다.

그리고 채권과 관련된 시장규율에 있어서 신용평가기관(credit-rating agency)의 역할이 지대하다. 신용평가기관은 현재의 재무상태뿐만 아니라 기업지배구조, 미래의 재무상태 등을 비롯한 포괄적인 정보를 감안하여 신용등급을 부여하고, 이와 같은 신용등급은 자금조달비용(즉, 채권가격)에 직접적인 영향을 미친다.

2. 자기자본의 대리비용

(1) 개념

자기자본의 대리비용은 내부경영자와 외부주주 사이에 발생하며, 기업가치의 변동 없이 부가 외부주주로부터 내부경영자에게로 이전되는 효과를 의미한다.

이와 같은 부의 이전효과는 소유와 경영의 분리에서 기인한다. 내부경영자는 자기자본을 일단 조달한 후에는 채권자와 외부주주의 이익을 포함한 기업가치 전체의 극대화보다는 내부경영자 자신의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 하게 된다.

외부주주는 내부경영자의 이와 같은 행동양식을 지분참여 혹은 지분매입 전에 이미 알고 있으며 나름대로의 대응책을 강구한다. 아울러, 자기자본의 대리비용은 타인자본의 대리비용에 비하여 사회비용이 훨씬 클 수 있으므로 이를 최소화하기 위한 법·제도적 장치를 마련해 두고 있다.

(2) 두 대리비용의 사회비용 비교

주식회사 제도에 있어 기업이 부실해질 경우에는 채권자가 주주에 앞서 잔여재산에 대한 청구권을 갖는다. 이와 같은 관점에서, 채권자는 자금을 대여할 때에 당해 기업의 자산 전체

를 담보로 확보하는 것으로 볼 수 있다. 그리고 채권자는 자신이 자금을 대여하고 난 후의 당해 기업의 총부채가 동 기업의 자산가치를 충분히 하회할 때에야 안심하고 자금을 대여하는 것이 일반적이다. 따라서, 기업이 타인자본의 상황에 대하여 지급불능 상태에 이르는 경우는 매우 예외적이라 할 수 있다.

타인자본의 대리비용은 지급불능 상태로 진행될 가능성이 높은 어려운 처지의 기업에서 주로 발생한다. 그런데 경제 전체적으로 보면 이와 같이 어려운 처지의 기업은 그 수가 대단히 제한적이며, 따라서 정상적인 경제상황에서 이의 사회적 충격은 크지 않다고 볼 수 있다.

반면에, 자기자본의 대리비용은 일상적으로 광범위하게 발생할 수 있으며, 따라서 이의 사회적 충격은 매우 클 수 있다고 볼 수 있다. 즉, 이는 어려운 처지의 기업뿐만이 아니라 영업활동이 순조롭고 재무구조가 안정된 기업에서도 다반사로 발생할 수 있다.3) 다만, 어려운 처지의 기업에서는 자기자본의 대리비용이 상대적으로 보다 대담하게 그리고 보다 적극적으로 발생하게 된다는 점이 다를 뿐이다.4)

이와 같은 관점에서, 자기자본의 대리비용을 억제하기 위한 대응책으로서는 시장규율뿐만이 아니라 법·제도적 장치도 아울러 마련되어 있으며, 금융감독 당국도 이에 많은 관심을 갖고 있는 경우가 일반적이다. 한편, 타인자본의 대리비용을 억제하기 위한 대응책으로서는 상대적으로 시장규율에 주로 의존한다.

(3) 기업지배구조 및 회계보고방식

위에서 논의한 바와 같이, 자기자본의 대리비용은 사회적으로 그 충격이 매우 클 수 있으므로, 대부분의 국가에서는 이를 억제하기 위한 법·제도적인 장치를 마련해 놓고 있다.

이와 같은 법·제도적 장치의 대표적인 예는 기업지배구조와 회계보고방식에 대한 규제이며, 이들은 자기자본의 대리비용을 통제하는 데에 있어서 매우 중요한 의미를 가진다. 특히, 회계보고방식은 채권자 및 외부주주를 비롯한 기업 외부의 시장참여자들과 내부경영자 사이의 정보불균형을 해소하는 데에 직접적으로 연계된다.

기업지배구조는 주주총회와 이사회에 관한 구성 및 기능에 관한 내용을 주로 다루는 장치로서 특정 범위 내에서 법·제도적으로 규제되고 있다. 예를 들면, 주주총회의 동의 혹은 승인을 받아야 하는 사안이 강제규정으로 지정되며, 이사회에 경우에는 사외이사의 임명을 의무화하거나 사외이사의 최저비용 등을 제시함으로써 그 구성방법을 강제하기도 한다.5)

회계보고방식은 기업의 재무상태와 경영성과에 관한 정보의 처리에 관한 내용을 주로 다루는 장치로서 특정 범위 내에서 법·제도적으로 규제되고 있다. 예를 들면, 금융감독 당국은 시장시스템의 안정과 투자자의 보호를 목적으로 넓게는 회계보고의 대상 혹은 범위를 지정하고 보다 구체적으로는 특정 수익이나 비용을 인식·산정하는 방법 등을 제시한다.6)

(4) 시장규율

정보불균형의 상태에서 약자의 입장에 있는 외부주주는 내부경영자가 자기자본을 일단 조달한 후에는 외부주주의 이익을 포함한 기업가치 전체의 극대화보다는 내부경영자 자신의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 하게 된다는 사실을 지분참여 혹은 지분매입 전에 알고 있다.

그런데 외부주주는 채권자와는 달리 채권약정서 등의 사전조치는 취할 수가 없다. 따라서, 외부주주는 채권자에 비하여 당해 기업의 최근 정보에 대하여 상대적으로 보다 많은 주의를 기울이게 된다. 이는 기업정보의 변화에 따라 주가가 가격이 채권가격보다 훨씬 크게 변동할 수 있기 때문이다.

자기자본의 대리비용과 연계된 시장규율은 증가하락, 적대적 기업매수·합병 등을 예거할 수 있다.

내부경영자가 자신의 이익을 극대화하는 의사결정을 하게 되면 경영성과가 나빠지게 되고 이는 중국적으로 재무제표에 나타나게 된다. 이의 결과는 당연히 증가하락이다. 더구나, 이와 같은 경영성과의 부진이 대리비용 때문으로 밝혀지면 증가하락은 매우 가속화된다.

이러한 상황에 이르면, 대부분의 경우에 당해 기업의 내부경영자는 불명예스럽게 해고되는 것으로 응징된다. 여기에 그치지 않고, 외부주주는 도덕적 해이를 저지른 내부경영자에 대하여 손해배상을 청구하며, 금융감독 당국은 불법 여부를 따져 필요하다면 당해 내부경영자를 형사·고발하게 된다.7)

이와 같은 상황에도 불구하고 당해 기업의 내부경영자가 해고되지 않는다면 그 다음 단계로는 적대적 기업매수·합병이 시도될 수 있다. 즉, 내부경영자가 야기한 대리비용으로 기업가치가 하락하였다면 이를 해소한 다음에 기업가치가 다시 상승할 것으로 시장이 판단하는 것은 당연하다.

자기자본의 대리비용과 연계된 시장규율로서 위에서 논의한 증가하락, 적대적 기업매수·합병 외에 자유현금흐름(free cash flow)을 제거하기 위한 부채증가를 들 수 있다. 자유현금흐름이란 순현가가 영보다 큰 프로젝트에 모두 투자하고도 기업 내에 남아 있는 여유 현금을 뜻하는데, 이는 일반적으로 기업이 성숙단계에 있을 때 발생한다. 정상적이라면, 이들 여유 현금에 배당 지급이나 자사주 매입 등으로 소진되어야 할 것이다.

하지만, 내부경영자는 자신의 권력하에 있는 자유현금흐름을 되도록 기업 내에 남겨두려고 할 것이며, 이는 결국 대리비용의 또 한 형태인 낭비, 업무이완 등의 문제를 야기한다. 이와 같은 경우에는 외부주주가 배당 지급이나 자사주 매입을 요구하거나 부채의 증가를 독려한다.8) 특히, 부채의 증가는 정기적인 현금유출을 강제하여 자유현금흐름의 크기를 축소하거나 제거하도록 한다.

III. 한국기업의 경우

1. IMF 관리체제 이전

(1) 타인자본의 대리비용

1) 개요

IMF 관리체제 이전의 한국기업은 부의 형성, 부의 이전 등에 있어서 타인자본의 대리비용을 독특한 모습으로 경험한 바 있다. 이와 같은 독특성은 고도의 인플레이션이라는 경제적 여건을 배경으로 하여 정책당국의 금리규제, 채권자의 거의 방기에 가까운 감시기능의 미흡 등에 그 뿌리를 갖고 있다고 볼 수 있다.

2) 정책당국의 금리규제

한국의 금리자유화는 IMF 관리체제 이후에야 실질적으로 시행되었다고 평가될 수 있다. 한국은 경제개발을 시작한 이래 꾸준히 금리규제를 해왔고, 1990년대 초에 금리자유화를 공식적으로 시작하였지만 IMF 관리체제 이전까지는 대단히 제한적인 수준에 머물러 있었다.

금리규제하에서는 제도권으로부터 자금을 차입한다는 것 자체가 기업 입장에서는 수익창출의 원천으로 인식되며, 부채의 이와 같은 성격은 고도의 인플레이션 환경에서 더욱 뚜렷해진다. 즉, 금리규제하에서 제도권 차입은 우등재(superior goods)로서의 성격을 가지게 된다. 반면에, 기업에 실질적으로 자금을 제공한 일반 예금자는 시중 실세금리보다 낮은 규제된 수신금리를 수령하였다. 즉, 금리규제하에서 제도권 저축은 열등재(inferior goods)로서의 성격을 가지게 된다. 결과적으로, 금융기관은 금리규제하에서 어쩔 수 없이 여신이라는

우등재와 수신이라는 열등재만을 판매하였을 뿐이고, 정상재(normal goods)는 취급할 수 없는 이상스러운 상황에 처하게 되었다.

경제논리로 볼 때, 우등재에는 초과수요가 발생하고 열등재에는 초과공급이 발생한다. 따라서, 금융기관은 우등재인 여신을 팔 때에는 커미션(commission)을 받고, 열등재인 수신을 팔 때에는 커미션을 지급할 수밖에 없었다.9) 더구나, 커미션은 공개된 시장에서 결정되지 않았기 때문에 우등재와 열등재를 정상재로 전환시킬 만큼 정확하게 책정되지도 못하였다. 따라서, 일반 예금자가 수령하지 못한 시중 실세금리와 규제 수신금리의 차이는 커미션 부분을 제외하고는 제도권에서 자금을 차입한 기업에게 무상 이전된 것으로 해석될 수 있다. 이는 재무론 교과서에서는 논의되지 않는 또 다른 형태의 독특한 타인자본 대리비용이라고 할 수 있다.

3) 정부의 무상보험

경제개발 단계에서 정부는 산업은행 등을 통하여 이른바 정책금융을 특정 산업 혹은 기업에 제공하였고, 이는 대부분의 경우에 일반 규제금리보다도 더 낮은 특혜성 이자율이 적용되었다. 이때, 투자위험을 감안한 적정 이자율과 실제의 특혜성 이자율의 차이는 사실상 국민 전체의 부담으로서 자금을 차입한 기업들에게 무상 이전된 것으로 해석될 수 있다.

그리고 정책금융의 대상이 되었던 산업은 대부분의 경우에 중후장대형으로서 경영위험(business risk)이 매우 높았는데, 정책금융의 수령자(주로 재벌그룹)는 일반적으로 독립법인을 설립한 후에 납입자본금 비중을 총부채 비중보다 상당히 낮게(즉, 부채비율을 상당히 높게) 유지한 바 있다. 이는 사업 자체의 높은 경영위험에 대하여 정부가 국민 전체의 부담으로 당해 기업의 주주에게 무상으로 보험을 제공한 것과 같은 경제적 효과를 가진다.10) 정책금융을 제공받은 사업이 성공하면 당해 기업의 주주는 정해진 원리금을 지급하고 나머지의 이익은 모두 자신에게 합법적으로 귀속시키는 혜택을 향유한다. 그리고 이후 실제의 시장가치 혹은 그 이상의 가격으로 기업공개를 추진하여 기업지배권을 유지할 수 있을 정도의 지분만을 남기고 투자자금을 회수하는 과정을 거치게 된다. 이는 높은 부채비율로 인한 재무레버리지 효과(financial leverage effect)로 설명될 수 있다.

한편, 정책금융을 제공받은 사업이 실패하면 당해 기업의 주주는 최악의 경우에 납입자본금만을 포기하면 그뿐이다. 그런데 사업이 실패 단계로 가게 되면 경영권을 장악하고 있는 주주는 파산 전에 도덕적 해이의 하나로서 기업자산을 최대한 주주 몫으로 빼돌리는 것이 일반적이다.11) 이는 재무론 교과서에서는 논의되지 않는 또 다른 형태의 독특한 타인자본 대리비용이라고 할 수 있다.

4) 보증 및 담보 관행

정책금융이든 일반금융이든 IMF 관리체제 이전에는 대부분의 여신이 관행적으로 보증 혹은 담보를 전제로 하였다. 심지어는 유가증권인 회사채의 발행도 예외가 아니었다. 그리고 회사채의 보증기관은 모두 금융기관이었는데, 이는 회사채의 보유자가 회사채라는 유가증권에 투자한 것이 아니라 또 다른 형태의 예금을 한 것을 의미한다.12) 즉, 회사채의 보유자는 앞에서 논의한 바와 같이 자신의 이익을 지키기 위하여 당해 채권의 발행회사를 감시할 경제적 유인이 없었다.13)

그렇다면, 정책금융도 금융기관을 경유하여 제공되었으므로, 사실상 사채(private loans)를 제외한 한국기업의 타인자본에 대한 유일한 채권자는 금융기관이었던 셈이다. 이는 금융기관이 제도권에서 타인자본을 차입한 한국의 모든 기업에 대하여 채권자로서의 감시기능을 수행해야 한다는 것을 의미한다.

그런데 제한된 숫자의 금융기관과 그 직원들이 제도권에서 타인자본을 차입한 한국의 모든 기업을 정상적으로 감시(monitoring)한다는 것은 기술적으로 불가능하다. 이와 같은 상황에서의 어려움은 선진국의 금융기관들이라 할지라도 예외가 아니다.14) 더구나, IMF 관리체제 전의 한국 금융기관들의 기업지배구조를 감안하면 이들에게 채권자로서의 감시기능을 기대하는 것 자체가 무리였다고 볼 수 있다.15)

(2) 자기자본의 대리비용

1) 개요

채권자의 경우와 마찬가지로 한국의 주주들은 기업의 주인이라는 관점에서 내부경영자를 감시하는 것에 소극적이었다. 이는 일반 주주는 물론이고 전문지식을 가진 기관투자자들의 경우에도 예외가 아니었다.

이와 같은 외부주주의 감시 소홀은 한국적 형태의 독특한 기업지배구조를 가능하게 하였고, 이른바 국민정서는 이를 쉽게 용인한 바 있다.16) IMF 관리체제 이전의 재벌의 선단식 경영도 이와 같은 배경하에서 가능했던 것으로 평가될 수 있다.

2) 기업지배구조 및 회계보고방식

II.의 자기자본의 대리비용에서 논의한 바와 같이, 주식회사의 주주총회와 이사회는 내부경영자가 주주이익의 극대화 관점에서 의사결정을 하도록 압박하기 위한 제도적 장치이다. 그리고 금융감독 당국의 회계보고방식에 관한 규제는 주주를 비롯한 기업의 외부투자자와 내부경영자 사이의 정보불균형을 완화 혹은 제거하기 위한 제도적 개입으로 이해될 수 있다. 그런데 IMF 관리체제 이전에는 이 모두가 미흡한 수준으로 운용되고 있었다.

이른바 재벌 소유주는 이사회를 구성원을 모두 자의적으로 임명하였고, 주주총회는 이를 사후적으로 승인하였을 뿐이었다.17) 심지어는 최고경영자를 견제해야 할 감사까지도 예외가 아니었다. 그리고 주주총회는 임원선임뿐만 아니라 이외의 안건도 대부분 기업 집행부의 안을 거의 수정 없이 승인하는 경우도 적지 않았다.

회계보고방식은 기준 자체가 모호하거나 관대한 경우가 많아서 탈법을 폭넓게 허용하였다. 아울러, 이와 같이 너그러운 회계기준도 준수하지 않고 불법적으로 재무제표를 보고한 사례도 있었으며, 이를 적발해내야 할 공인회계사도 제 역할을 다하지 못한 바 있었다.

이와 같은 비정상적인 기업지배구조와 회계보고방식은 IMF를 계기로 하여 사회문제로 불거지면서 해당 기업의 내부경영자와 함께 회계법인과 공인회계사가 아울러 징계를 받는 결과로 이어졌다. 이는 대표적인 자기자본 대리비용의 한 예로 평가될 수 있다.

3) 내부거래

위에서 논의한 바와 같이, 비정상적인 기업지배구조와 회계보고방식은 심각한 양상의 자기자본 대리비용을 야기하였다. 이의 가장 두드러진 사례로는 내부거래(internal transaction)를 들 수 있는데, 계열사간의 지급보증, 시장가격을 벗어난 상품거래 등이 이에 해당된다.

한 재벌그룹 내에는 우량기업과 부실기업이 함께 섞여 있게 마련인데, 선단식 경영방식은 내부거래를 통하여 부실기업의 퇴출을 사전에 예방하곤 한다. 즉, 부실기업이 파산 상태에 직면하면, 우량기업이 무상으로 지급보증을 하여 부실기업이 우량기업의 신용으로 저렴한 제도권 자금을 조달할 수 있도록 하고, 아울러 우량기업이 부실기업의 제품을 시장가격보다 비싸게 구입해 줌으로써 무상으로 일종의 내부금융도 제공한 바 있다. 그래도 문제가 해결 안되면, 우량기업이 부실기업을 부실기업에 유리한 조건으로 흡수합병을 하는 방법까지도 동원된다.18)

이는 우량기업 주주의 부가 부실기업 주주의 부로 무상 이전(wealth transfer for nothing)

되는 것을 의미한다. 만약, 우량기업의 주주와 부실기업의 주주가 동일인이라면 이와 같은 형태의 내부거래는 문제될 것이 없다. 하지만, 소량의 지분을 가지고 있는 우량기업의 내부경영자가 이를 결정하고 실행한다면, 동 기업의 외부주주는 자신의 의사와는 관계없이 재산을 강탈당한 것과 같다.19) 외부주주가 이와 같은 도덕적 해이를 방어하는 방법은 임시 주주총회의 소집을 요구하여 내부경영자들을 응징하는 것인데, 주주총회의 소집을 요구한 사례도 많지 않고 주주총회를 소집했다 하더라도 성공한 사례는 매우 드물다.

한편, 회계보고방식의 문제점은 주식의 부당내부거래를 가능하게 하였고, 이는 결국 주식시장 자체에 대한 불신을 증폭시키는 결과를 초래한 바 있다. 그리고 대외적으로는 기업지배구조의 문제점과 함께 한국기업이 발행하는 유가증권에 대한 이른바 한국할인(Korea discount)의 불이익을 감수하도록 하였다.

뿐만 아니라, 재무제표의 투명성(transparency) 미흡은 내부경영자에 대한 외부주주의 감시기능을 제약하는 역할도 한다. 내부경영자가 외부주주에게 불이익을 주는 의사결정을 하였을 때 외부주주는 이의 부당성을 입증하여야 하는데, 재무제표 등의 회계정보가 부정확하거나 불충분하면 내부경영자의 축출 등의 응징에 있어서 심각한 어려움을 겪게 된다.

더구나, 외부주주는 내부경영자의 축출 여부를 떠나 내부경영자를 상대로 부당 손실에 대한 손해배상을 법적으로 청구해야 할 경우도 있는데, 이때에도 부당 손실의 규모를 측정하기 위해서는 정확한 회계정보가 필요하다.

4) 종업원지주제도

종업원지주제도(employee stock ownership)는 좋은 취지를 갖고 출발하였다. 그런데 이 제도는 너무 나아가 마치 지배주주가 없는 것이 경제적 민주주의를 실현하는 이상향의 모습으로 홍보가 되었다. 그리고 이를 실현한 기업을 정부가 모범기업으로 인증하는 형태까지를 취한 바 있다.

이와 같은 모범기업으로는 기아자동차와 대우중공업이 선정되었는데, 이 두 기업은 IMF 사태를 겪으면서 한국경제에 큰 피해를 주고 사라져 버렸다. 이후의 검찰 수사에서도 밝혀졌듯이, 그 이유는 지배주주가 없는 상태에서 경영비효율과 비리가 극치에 달하였기 때문이다.

종업원지주제도는 취지는 좋았으나 경제논리를 무시한 대가를 크게 치르는 결과가 되었으며, 이는 자기자본 대리비용의 극단적인 사례로 평가될 수 있다.

5) 적대적 기업매수·합병

II.에서 논의한 바와 같이, 적대적 기업매수·합병(hostile M&A)은 자기자본의 대리비용을 통제하는 방법의 하나로서 이용될 수 있다.

IMF 관리체제 이전에도 한국에서 법적으로는 적대적 기업매수·합병이 금지되지 않았고 일부 시도된 바 있었다. 이의 좋은 예로서는 기아자동차와 미도파를 들 수 있는데, 이 모두가 부정적인 결과를 낳은 바 있으며, 아울러 자기자본 대리비용의 한 사례로 평가될 수 있다.

기아자동차에 대해서는 삼성그룹에서 삼성생명을 내세워 적대적 기업매수·합병을 시도한 적이 있는데, 재벌에 대한 부정적인 이미지와 함께 종업원지주제도가 이상적으로 뿌리내린 이른바 ‘국민기업’이라는 기아자동차 경영진의 방어전략이 성공하여 결국 무산되고 말았다. 이때 적대적 기업매수·합병을 좌절시킨 재벌에 대한 부정적인 이미지와 이른바 ‘국민기업’이라는 방어전략은 적어도 의미 있는 경제논리는 아니며, 이는 이후 IMF 사태의 시작을 알리는 사건으로서 기억되고 있는 기아사태의 발생에 하나의 중요한 요인이 된 바 있다.20)

미도파에 대해서는 홍콩의 한 금융기관이 적대적 기업매수·합병을 시도하였는데, 미도파를

하나의 계열사로 가지고 있던 대농그룹이 그룹 전체의 자금으로 미도파를 지키려다 그룹 전체가 몰락한 바 있다. 미도파만의 자금으로 적대적 기업매수·합병을 방어하였다면 문제가 크지 않을 수 있는데, 대농그룹 전체가 이에 개입한 것은 심각한 모습의 자기자본 대리비용의 한 예가 된다. 즉, 대농그룹의 다른 계열사들의 외부주주는 자신의 의사와는 관계없이 주주가치가 공중으로 사라져 버린 결과가 되었다.

2. IMF 관리체제 이후

(1) 개요

II.에서 논의한 타인자본과 자기자본의 대리비용은 IMF 사태를 극복해 나가는 과정에서 많은 부분이 해소되었다고 평가될 수 있다.

제도적인 차원에서는 금융감독 당국이 IMF 관리체제 이전의 상황을 거울삼아 금융권 전체의 정비를 비롯하여 채권시장, 주식시장 등의 자본시장을 친시장적인 환경으로 전환하였다. 시장참여자들도 금융감독 당국의 제도적인 구조조정에 대응하여 자신의 이익은 자신 스스로 지킨다는 자본주의적 마인드(capitalist mind)를 가지게 되었고, 이는 엄격한 시장규율의 작동에 큰 밑거름이 되었다. 그리고 이에는 해외자본이 세계적 표준(global standard)의 이식을 통하여 의미 있는 역할을 한 바 있다.

(2) 감독 및 규제 정비

금융감독 당국은 공적자금을 투입하여 부실 금융기관과 기업들을 과감하게 정리한 후에, 예금보험공사를 통하여 부실을 야기한 금융기관과 기업의 경영자와 직원들은 물론이고 외부감사를 담당하였던 회계법인과 공인회계사 등에게까지 민·형사상의 책임을 물음으로써, 사회 전반적으로 대리비용에 대한 주의를 환기시켰다. 그리고 기업지배구조와 회계보고방식을 크게 개선하였다.

예금보험제도를 도입하여 성공적으로 정착시켰으며, 실적 금융상품에 대한 투자자의 책임을 분명히 하였다. 대출시장과 채권시장에 무분별하게 만연하였던 보증 혹은 담보 관행을 퇴조시키고, 신용평가 및 채권평가제도를 정착시켰다.²¹⁾ 그리고 연쇄부도의 고리 역할을 하였던 어음제도도 제도금융권의 단기대출로 상당부분 전환시켰다.

주식시장에서는 일부 기간산업을 제외하고는 외국인 투자한도를 철폐하였고 공시제도를 정비하였다. 코스닥시장에서 많은 문제가 발생하였지만 이 또한 제도개선을 지속하고 있다. 주식의 내부거래에 대하여 예전과는 달리 부당이익의 환수로 그치는 것이 아니라 범칙금과 실형을 아울러 부과하는 등 처벌내용이 대폭 강화되었다.

<표 1>은 투자자보호 강화 및 증시효율성 제고를 목적으로 증권감독원이 지난 2년 동안 조치한 감독내용을 건수별로 정리한 것이다.

(3) 시장규율의 강화

시장참여자들은 투신이나 신탁상품이 실적에 따라 수익률을 달리할 수 있다는 것을 잘 인식하고 있으며, 따라서 투자대상 기업의 공시에 귀를 기울이고 새로운 정보에 즉각적으로 반응하게 되었다.

특히, 무보증 채권의 발행이 보편화되면서 이에 투자한 기관투자자들이 채권자로서의 감시 기능을 충실히 수행하려는 자세를 갖추게 되었다. 그리고 신용평가회사와 채권평가회사의 정보가 질적 향상을 거듭하면서 시장참여자들의 신뢰가 높아지고 있으며, 채권 발행회사들도 이들 평가회사들의 반응에 크게 신경을 쓰게 되었다.

주식시장에서도 시장참여자들이 발행회사의 기업지배구조와 회계보고방식을 예의주시하면서 이의 변화에 민감하게 반응하게 되었다. 그리고 내부거래 등의 도덕적 해이가 발견되면 주

주총회 소집요구, 주가하락 등으로 즉각 대응하게 되었다.22) 이에선 시민단체들이 주도하였던 소액주주운동도 적지 않은 기여를 한 바 있다.

(4) 해외자본의 역할

<표 2>에서 볼 수 있는 바와 같이, IMF 사태를 계기로 외국인 투자한도가 철폐되면서 일부 대형 우량기업의 경우에 외국인 지분 합계가 50%를 넘어서게 되었고, 이는 이들 기업의 내부경영자에게 대단한 압력으로 작용하게 되었다.23)

외국인들은 자신의 이익이 침해되었을 때 한국인들보다 훨씬 민감하게 반응하면서 적극적으로 대응하는 문화적 배경을 가지고 있으므로, 이들 기업의 최고경영자는 한국인들보다 외국 투자자들의 반응과 대응에 상대적으로 많은 관심을 가지고 있는 것이 현실이다. 실제로, 외국인 지분 비중이 상당 수준에 이른 기업들의 경우에 내부거래는 거의 사라졌다고 평가될 수 있다.

한편, IMF 사태를 계기로 많은 한국기업들이 국제시장에서의 신인도가 실물 영업활동에도 중요한 영향을 끼친다는 사실을 인식하게 되었고, 따라서 이들 기업의 최고경영자는 국제시장에서의 신인도에 직접적으로 영향력을 행사하는 지명도 높은 외국투자자들의 평가를 중시하게 되었다.

IV. 해외자금조달 현황

1. 개 요

해외자본은 무상원조, 공공차관, 상업차관, 직접투자, 은행차입, 포트폴리오투자 등의 다양한 형태를 띠면서 한국시장에 진출해 왔다.24)

이와 같은 해외자본은 그 역할에 있어서도 많은 변화를 겪어 왔다. 초기에는 해외자본이 한국의 경제개발을 지원하기 위한 목적으로 들어오다가, 한국경제가 본궤도에 오르면서부터는 상업적인 목적으로 수익창출을 위해 자발적으로 유입되었다.

금리규제하에서는 국내외 금리 차이를 향유하기 위해서 한국 금융기관과 기업들이 환율변동 위험(foreign exchange risk)을 감수하면서 해외자본의 차입을 선호하였으며, 이는 중국적으로 IMF 사태를 초래한 바 있다.

IMF 사태 이후에는 기업들이 심각한 유동성 위기에 직면하였고, 이는 앞다투어 해외자본을 끌어들이는 계기가 되었다. 1998년부터 2001년까지 약 182억 달러가 해외에서 조달되었으나, 이의 연도별 규모는 1999년에 절정에 달한 후에 빠른 속도로 감소하였다.

해외자금수요의 감소추세는 한국기업들의 체질개선 및 경영환경의 변화 때문으로 해석될 수 있고 앞으로도 계속될 것으로 예상된다. 이와 같은 예상은 주요 대기업의 재무상태 개선추이로도 뒷받침되고 있다.

2. 용도별 해외자금조달

<표 3>에서 볼 수 있는 바와 같이, 한국은 IMF에 도움을 요청했던 이듬해인 1998년부터 2001년까지 약 182억 달러를 해외에서 조달하였다. 이 중 약 74%인 134억 달러가 차입금상환과 운영자금의 용도로 사용되었는데, 이는 외환유동성 위기로 특징지어지는 IMF 사태의 본질을 잘 설명해 주고 있다.

그리고 4년 동안의 총 해외조달자금 중 약 48%에 해당되는 87억 달러가 1999년 한 해에 유입되었고, 그 다음 해부터는 해외조달자금의 규모가 빠른 속도로 감소하였다. 한편, 2000년에는 다른 해의 경우와는 달리, 해외에서 조달된 자금이 주로 투자용으로 사용되었는데, 그 규모는 총 조달자금의 약 43%에 해당되는 약 13억 달러가 이른 바 있다.

이와 같은 해외자금의 조달 양상은, 한국기업들이 1999년에는 실물부문을 추스르기보다는

유동성 위기의 극복에 바빴다는 것을 보여주고 있으며, 2000년에는 실물 경제적 측면에서도 위기를 극복하고 미래를 준비하기 시작하였다는 것을 의미한다.25)

3. 주식비연계 해외자금조달

주식비연계 자금조달(equity-unlinked debt)은 채무의 상환방법이 주식과 연계되지 않은 보통채권 발행, 금융기관 차입 등을 의미한다.

<표 4>에서 볼 수 있는 바와 같이, 1998년부터 2001년까지 조달된 총 해외자금 약 182억 달러의 47.1%에 해당되는 약 86억 달러는 주식과 연계되지 않은 순수한 형태의 부채 방식으로 유입되었다. 자금조달 규모로는 1998년과 1999년에 29억 달러와 23억 달러가 각각 유입된 후에, 2000년과 2001년에는 큰 폭으로 감소하여 상대적으로 적은 금액이 유입되었다.

그리고 이 기간 동안 가장 비중 높게 사용된 자금조달 수단은 변동금리부채권(floating-rate note: FRN)이었다. 자산담보부증권(asset-backed securities: ABS)의 경우에 국내에서는 신종 자금조달 수단의 하나로 널리 활용되었는데, 해외로부터의 자금조달 수단으로는 크게 주목받지 못하여 ABS에 의한 자금조달은 1.3억 달러로 주식비연계 자금조달 규모 전체의 1.6%에 그치고 있다.

4. 주식연계 해외자금조달

주식연계 자금조달(equity-linked debt)은, 주식시장에 대한 외국인의 직접 투자금액은 제외하고, 채무의 상환방법이 주식과 연계된 주식예탁증서(depository receipts: DR), 전환사채(convertible bond: CB), 신주인수권부사채(bond with warrants: BW), 교환사채(exchange bond: EB) 등의 발행을 의미한다.26)

<표 5>에서 볼 수 있는 바와 같이, 1998년부터 2001년까지의 총 해외조달자금 182억 달러의 52.9%에 해당되는 96억 달러는 주식과 연계된 형태의 유가증권 발행 방식으로 유입되었다.27) 주식연계 자금조달은 1999년에 절정을 이룬 바 있는데, 총 조달규모의 66.4%에 해당되는 64억 달러가 이 한 해에 유입되었다. 이후에 주식연계 자금조달은 급감하기 시작하여 2001년에는 2.7억 달러 수준으로 거의 유명무실하게 된 바 있다.

그리고 이 기간 동안 가장 비중 높게 사용된 자금조달 수단은 주식예탁증서의 발행이었는데 그 비중이 주식연계 자금조달규모 전체의 53.5%에 이르고 있다.28) 이어서 전환사채는 약 29억 달러가 발행되어 전체의 30.5%를 차지하고 있다. 반면에, 교환사채의 이용은 매우 저조하여 이를 이용한 자금조달 규모는 2천 4백만 달러에 그치고 있다.

5. 2002년 상반기의 해외자금조달

앞의 <표 3>에서 볼 수 있는 바와 같이, 해외자금조달의 규모는 1999년에 절정에 달하고 이후에는 빠른 속도로 감소하고 있다. 이와 같은 해외자금수요의 감소는 한국기업들의 체질 개선 및 경영환경의 변화 덕분으로 해석될 수 있다. 이는 다음의 3가지 이유로 설명될 수 있다.

첫째, 구조조정으로 재무구조를 안정시켰고 기업전략을 수익성 위주로 전환하였다. 즉, 부채 규모 자체의 축소와 저금리 추세로 수익구조가 개선되었고, IMF 사태를 겪으면서 매출 및 시장점유율 위주의 확장전략을 지양하였다.

둘째, 1998년에 다시 불붙은 세계경제의 확장추세에 발맞추어 IMF 사태로 크게 위축되었던 실물부문에서 오히려 급속한 성장을 시현하였고, 금융부문에서는 이른바 신경제 붐(IT boom)에 따른 증시활황에 발맞추어 대규모 증자를 단행하였다.

셋째, 2000년 상반기에 시작된 이른바 신경제 붕괴(IT bust)로 세계경제가 침체되면서 실

물 투자수요가 크게 감소하였다. 이는 수익성 위주로의 기업전략 전환과도 연계된다. 결과적으로, 한국기업은 21세기에 들어와서 이전과는 달리 자금잉여 상태를 경험하고 있다고 볼 수 있다. 이와 같은 자금잉여 상태는 2002년에 세계경기의 회복이 불투명해지면서 더욱 심화되고 있다.29)

2002년 7월 현재 금융권의 만기 1년 미만의 단기 부동산자금 규모가 금융권 총수신고 750조원의 약 39.7%에 해당되는 298조원에 이르고 있으며, 무역수지도 2000년 2월 이후 흑자가 이어지고 있는데 2002년에도 7월까지의 흑자규모가 57.4억 달러를 기록하고 있다. 즉, 원화 및 외환에 있어 공히 자금부족과는 거리가 멀다. 전반적인 자금잉여 상태에서 당연한 결과이지만, 2002년의 해외자금조달 실적은 매우 저조하며 한국기업들의 관심을 크게 끌지 못하고 있다.

주식연계 해외자금조달로는, 금융기관들이 자본금 확충을 위하여 주식예탁증서를 발행하는 정도에 그치고 있는데, 그나마 증시가 침체되면서 조흥은행의 경우에는 이를 연기한 바 있다. 일반기업의 경우에는 SK글로벌이 7월에 SKT의 보유주식을 ADR 형태로 약 17억 달러에 매각한 정도이다.

주식비연계 형태로는, 신용카드회사들이 ABS 형태로 8억 달러를 해외에서 조달하였고,30) 앞으로 국민신용카드(주)와 우리신용카드(주)가 ABS 형태로 각각 10억 달러와 5억 달러를 해외에서 조달할 계획 정도일 뿐이다.

이와 같은 현상은 앞으로도 지속될 것으로 보인다. 해외자금을 조달하려면 어느 정도의 국제신인도를 갖추어야 하는데, 이에는 대기업이 해당된다고 볼 수 있다. 그런데 <표 6>에서 볼 수 있는 바와 같이, 주요 대기업의 경우에 재무구조가 해를 거듭할수록 매우 우량해지고 있어 국내와 해외를 막론하고 자금수요가 발생할 것으로는 보이지 않는다.

우선, 부채비율이 <표 6>의 기업 중에서 현대자동차(주)를 제외하면 모두 2001년말 현재 100% 미만에 머물고 있다. 그리고 약간의 부침은 있지만 전반적으로는 <표 6>의 모든 기업이 1998년 이후 지속적으로 부채비율을 줄여가고 있다.

총부채에서 해외부채가 차지하는 비중은 삼성전자와 한국전력을 제외하면 모두 10% 미만에 머물고 있다. 동 비중은 한국전력이 46.9%로 위의 기업 중 가장 높고, 삼성전자는 약 15.8% 정도이다. 즉, 국제적 지명도에 비추어 볼 때, 한국 주요 기업의 해외자본 의존도는 높지 않은 상태라고 평가될 수 있다.

V. 해외자금조달의 유인과 장애

1. 해외자금조달의 성격과 기능

IV.에서 논의했듯이, 앞으로도 한국기업들이 해외자금의 확보 자체에 대한 수요는 살아나지 않을 것으로 보인다. 다만, 해외자금조달의 성격과 기능이 변화할 것으로 예상된다.

첫째, 해외자금조달의 성격은 이전과는 달리 포트폴리오투자가 주를 이룰 것이다. 이는 주식, 채권 등의 유가증권에 대한 직접 투자를 의미한다. 주식투자 자금은 1992년에 시장을 개방한 이래 제한적으로 들어오다가 IMF 사태를 계기로 외국인 투자한도를 대부분 철폐하면서 본격적으로 유입되어, 2002년 7월 현재 외국인의 총 투자금액이 100조원을 넘어서서 시가총액의 35% 내외에 이르게 되었다. 그리고 이는 기업지배구조의 개선과 함께 시장규모의 확립에 지대한 역할을 하였다. 채권투자 자금의 유입은 주로 ABS의 발행 형태로 이루어지고 있는데, 그 규모는 주식의 경우에 비하여 아직은 미미한 수준에 머물고 있다.

둘째, 해외자금조달의 기능은 이전과는 달리 자금확보 자체보다는 환위험 분산, 국제신인도 제고 등에 초점을 맞추게 될 것이다. IMF 이전에는, 고도성장으로 유동성 부족이 심각하였

던 데다가 국내외 금리차이가 적지 않았기 때문에, 해외자금조달의 기능은 조달금리의 수준을 불문하고 자금확보 그 자체에 있었다. 해외자금조달의 이와 같은 기능은 IMF 위기를 극복하기 전까지 연장되었다고 볼 수 있다. 그런데 IMF 위기를 극복한 이후에는 저금리로 인한 국내외 금리차이의 축소와 함께 자금잉여 상태로 진입하여, 해외자금조달의 이와 같은 기능은 더 이상 지속될 수 없게 되었다. 하지만, 한국은 국제금융시장에서 아직 이른바 한국할인(Korea discount)이라는 굴레에서 벗어나지 못하고 있다. 이는 기업의 기업지배구조 및 회계보고방식이 국제적으로 완전한 신뢰를 확보하지 못하였기 때문인데, 이를 극복하기 위한 방법의 하나로 해외자금조달의 기능을 새롭게 바라볼 필요가 있다.

2. 기업지배구조 및 회계보고방식 불투명성의 비용

(1) 한국의 예

흔히 한국의 주식이 실제가치에 비하여 저평가되었다고 한다. 하지만, 이와 같은 한국할인은 최근만의 현상이 아니고 1992년에 주식시장을 외국인에 개방한 이래 줄곧 지속되어 온 것이다. 이와 같은 한국할인의 요인으로는 기업지배구조의 비효율성과 회계보고방식의 불투명성을 들 수 있다. 이와 같은 불투명성은 IMF 관리체제를 겪으면서 많이 개선되기는 했지만, 아직도 한국할인은 국제금융시장에서 실존하고 있다.³¹⁾

2002년 7월 18일자 Wall Street Journal에 보도된 McKinsey Consulting의 조사에 따르면, 조사대상 기관투자자의 20%가 아시아기업에 투자할 때 재무 상태보다는 기업지배구조 상태를 더욱 중요한 판단근거로 활용하겠다고 답변했고, 나머지 80%는 아시아기업에 투자할 때 기업지배구조 상태를 재무 상태와 동일한 비중의 판단근거로 활용하겠다고 답변했다.

PriceWaterhouseCoopers(PWC)가 개발한 국가별 불투명성 지수(Opacity Index)에 따르면, 한국의 점수는 74점으로서 Turkey, Indonesia 등의 경우와 비슷한 수준에 위치하고 있다. USA, UK, Singapore 등의 점수가 30점 내외인 것과 비교하면, 한국의 불투명성이 아직은 매우 높은 상태에 있음을 알 수 있다.³²⁾

이의 결과로, MSCI 한국주가지수의 주가수익비율(price-earnings ratio: PER)이 2002년 7월 현재 8.47배인 데 비하여 MSCI 신흥국가(emerging markets) 주가지수의 주가수익비율은 10.77배에 이르고 있다. 이는 한국의 주식이 선진국의 경우와 비교해서는 물론이고 다른 개발도상국의 주식보다도 낮게 평가되고 있다는 것을 의미한다. 개별기업으로서 삼성전자의 예를 보면, 삼성전자의 PER은 7월 현재 18배로서 유사한 업종에 속하는 Intel의 PER 65배와 Microsoft의 35배에 비하여 지나치게 낮게 평가되고 있다.

채권의 경우는 신용등급의 한계 때문에 아예 해외시장에서의 발행이 불가능한 기업들이 대부분이다. 그런데 발행이 가능한 경우에도 한국할인은 존재한다. 2002년 8월에 외환신용카드가 ABS 형태로 해외자금을 5억 달러 조달하였는데, 이의 발행금리는 LIBOR에 0.49%의 프리미엄을 붙여 결정되었다. 2002년 8월 14일자 Bloomberg의 보도에 따르면, 외환신용카드와 유사한 신용등급을 가진 미국기업이 ABS를 발행하였다면 발행금리는 LIBOR에 0.29%의 프리미엄을 붙여 결정되었을 것이라고 한다.³³⁾

(2) 미국의 예

미국은 그 동안 기업지배구조와 회계보고방식의 투명성에 있어서 세계표준(global standards)을 자임해 왔지만, 2001년 하반기부터 밝혀지고 있는 기업비리 사건들로 인하여 값비싼 대가를 치르고 있다.

Enron Corp., Qwest Communications, WorldCom Inc. 등의 비리연루기업들은 이미 파산신청을 한 상태이고, Adelphia Communications, Imclone Systems 등의 비리연루기업은 주가

가 휴지조각 수준으로 급락하였다. 이들 기업비리 사건은 이른바 IT bubble에 대한 시장참여자들의 시각을 다시금 새롭게 하여 전반적인 증시폭락을 촉발하였고, 이는 Global Crossing Ltd., Kmart Corp., US Airways Group Inc. 등이 아울러 파산신청을 하도록 한 바 있다.³⁴⁾

이후에, 미국은 기업지배구조와 회계보고방식의 투명성을 제고하기 위하여 행정부, 국회, 증권거래위원회(SEC), 두 거래소(NYSE와 Nasdaq) 등이 모두 나서서 관련 법 혹은 규정을 대폭 강화하는 조치를 신속히 취하였고, 이는 2002년 7월말 이후의 증시회복을 유도한 하나의 중요한 요인으로 작용하였다.³⁵⁾

3. 해외자금조달의 유인

세계경제의 통합화가 빠르게 진전된 최근의 시점에서 볼 때, 채권 방식의 해외자금조달은 환위험 분산 등의 이점이 있다. 하지만, 위에서 논의한 바와 같이, 국내외 금리차이가 거의 해소되고 아울러 자금잉여 상태를 빚고 있는 현재의 상황에서는 큰 매력이 없게 되었다고 볼 수 있다. 반면에, 주식 방식의 해외자금조달은 기업지배구조와 회계보고방식의 불투명성 완화를 통해서 국제신인도 제고 등의 기능을 기대할 수 있도록 한다. 이와 같은 국제신인도 제고는 실물부문의 경쟁력 강화에도 도움을 줄 수 있다.

주식 방식의 해외자금조달을 통한 국제신인도 제고는 그 내용에 있어서 이른바 한국할인(Korea discount)의 축소 혹은 제거를 의미한다. 그리고 이로 인하여 주시가격이 전반적으로 상승하면 국가적으로는 국부가 증가하고 기업 차원에서는 부채비율의 감소 및 차후 자금조달비용의 감소로 이어질 수 있다. 아울러, 이는 주식시장에서의 효과에 그치지 않고 채권 시장에서 한국프리미엄(Korea premium)의 축소에 도움을 주고 외환시장에서는 원화가치의 상승에 도움을 줄 수 있다.

선진 외국의 예를 보더라도, 우량 대기업은 주요 자금조달에 있어서 주식과 채권의 발행을 통한 직접금융 방식을 이용하고, 금융기관으로부터의 간접금융은 자동대출 한도계약(line of credit) 위주의 단기 운영자금의 용도로 제한하고 있다.³⁶⁾

4. 해외자금조달의 장애

위에서 논의한 바와 같이, IMF 관리체제를 거치면서 눈에 띄게 향상되기는 했지만 개선의 여지를 가지고 있는 현재의 국가신용등급, 회계투명성, 기업지배구조 등의 현 수준은 아직도 국제금융시장에서 한국기업의 해외자금조달을 제한하는 요인으로 작용하고 있다.

한국의 국가신용등급(sovereign credit ratings)은 2002년에 큰 진전을 보인 바 있다. Moody's가 3월에 한국의 신용등급을 'Baa2'에서 'A3'으로 두 단계 상향조정하였고, Fitch가 6월에 'BBB+'에서 'A'로 두 단계 상향조정하였으며, Standard & Poor's가 7월에 'BBB+'에서 'A-'로 한 단계 상향조정하였다.³⁷⁾ 하지만, 이는 아직 국제금융시장에서 볼 때 그리 만족할 만한 수준은 아니다.

아울러, 회계투명성, 기업지배구조 등은 개별기업의 문제일 뿐만 아니라 국가신용등급의 부여에 있어서도 중요한 고려사항의 일부에 해당된다. 이의 개선을 위해서는 금융감독 당국이 법·제도적 차원에서 보다 적극적으로 대응해야 할 것이다.

미국의 경우에 기업지배구조의 비효율성과 회계보고방식의 불투명성으로 인해 야기된 2002년 6월과 7월 두 달 동안의 증시불안에 신속하게 반응하여, 각 금융감독 유관기관들이 전면에서 나서 Sarbanes-Oxley Act 등의 법·제도적 대응책을 다양하게 마련한 사례를 음미해 볼 필요가 있다.

VI. 해외교차상장 및 자기자본 구조조정

1. 개 요

IV.에서 논의한 바와 같이, 자금잉여 상태에 있는 최근의 한국기업 입장에서는 해외자금시장에서든 국내자금시장에서든 자금확보 자체는 더 이상 중요하지 않게 되었다. 하지만, 2002년의 국가신용등급 일부 상향조정에도 불구하고 국제금융시장에서 아직은 이른바 한국할인이 존재하고 있으며, 이는 앞으로 해결해야 할 과제이다. 이와 같은 관점에서, 해외자금 조달의 성격과 기능을 이전과는 달리 자금확보 그 자체보다는 국제신인도 제고의 관점에서 볼 필요가 있다.

한국할인의 주요 요인으로는 기업지배구조와 회계보고방식의 불투명성을 들 수 있는데, 이의 해결방안은 금융감독 당국의 대응과 개별기업의 대응으로 구분될 수 있다. 금융감독 당국의 대응은 V.에서 언급한 미국의 예를 참조하도록 하고, 여기에서는 개별기업의 대응만을 논의하도록 한다.

개별기업의 대응은 채권부문과 주식부문으로 나누어 생각해 볼 수 있다. 채권부문은 국가신용도의 현 수준이 상대적으로 큰 장애로 작용하므로, 개별기업의 노력으로 대리비용을 줄여 기업가치를 상승시킬 수 있는 여지가 상대적으로 많지 않다. 그리고 채권의 성격상 대리비용이 광범위하게 일상적으로 발생할 가능성은 주식의 경우에 비하여 상대적으로 적다. 따라서, 개별기업의 실무적 관점에서는 주식부문에서의 접근이 보다 용이하고 효과적이라고 평가될 수 있다.

국제신인도 제고를 위한 주식부문에서의 대응방안은 교차상장(cross listing)과 자기자본 구조조정(equity restructuring)으로 나누어 논의할 수 있다.

2. 해외교차상장

지금까지의 주식예탁증서와는 달리, 해외교차상장은 한국증권거래소 상장회사 혹은 한국코스닥 등록회사의 원주를 해외 소재 증권시장에 상장 혹은 등록시키는 것을 의미한다. 해외교차상장은 1990년대 하반기 이후에 다른 국가들에서는 이미 활발하게 진행되고 있다. 이와 같은 해외교차상장은 주식의 가격결정에 있어서 효율성을 제고할 수 있으며, 따라서 필요할 경우에 적정가격(fair price)으로 주식을 발행하여 자금을 조달할 수도 있다.

해외교차상장으로 인한 주식가격결정의 효율성 제고는 보다 엄격한 상장요건 혹은 등록요건의 충족, 국제금융시장에의 노출확대 등을 통하여 가능해진다. 예를 들어, 미국의 경우에 NYSE와 Nasdaq 모두 최근의 증시폭락에 대응하여 기업지배구조와 회계보고방식 관련 규정을 더욱 강화한 바 있고, 아울러 외국기업에 대하여 일부 면제조항을 가지고는 있지만 상위법령도 준수해야 한다. 즉, 미국시장에의 해외교차상장은 이와 같은 까다로운 기준을 모두 충족하였다는 사실을 입증하는 것이고, 이는 기업지배구조와 회계보고방식의 투명성 제고를 의미한다.

해외교차상장이 이루어지면 해당국가의 투자자들은 한국기업의 주식을 자국의 주식과 유사하게 보고 일상적인 거래를 하게 된다. 그리고 한국기업의 주식이 해당국가의 여러 주가지수에 자동적으로 편입될 수 있으므로 동 국가의 기관투자자들이 운용하는 관련 인덱스펀드(index fund)에도 편입될 수 있다. 이는 한국주식에 대한 신규수요의 창출을 의미하고, 결과적으로 주가상승과 함께 이른바 한국할인도 축소되는 효과를 기대할 수 있도록 한다.

3. 자기자본 구조조정

(1) 방법 및 목적

자기자본 구조조정(equity restructuring)에 있어서, 이의 방법으로는 spin-off, equity carve-outs, tracking stock 등을 예거할 수 있으며, 이의 목적으로는 운영효율성 제고, 경

영효율성 제고, 정보효율성 제고 등을 들 수 있다.³⁸⁾

첫째, 자기자본 구조조정은 한 회사가 성격이 서로 다른 여러 종류의 사업단위(business units)를 영위하고 있을 때, 각 사업단위를 모기업으로부터 분리함으로써 운영효율성(operating efficiency)을 제고시킬 수 있다. 한 회사 내에 여러 종류의 사업단위가 있을 때에는 각 사업단위가 한정된 기업자원에 대하여 무분별한 내부경쟁을 벌이게 되고, 이는 결과적으로 기업자원의 낭비로 이어질 수 있다. 특히, 적자 사업단위와 흑자 사업단위, 성장 사업단위와 성숙 사업단위 등이 섞여 있을 경우에 기업자원의 낭비 정도는 더욱 심각해질 수 있다.

둘째, 자기자본 구조조정은 각 사업단위별 경영성과를 분리하여 스톡옵션 등의 성과급을 지급함으로써 경영효율성(management efficiency)을 제고시킬 수 있다. 각 사업단위별 경영성과가 상당히 다를 경우에, 이들이 하나의 회사에 소속되어 동 회사의 종합적인 경영성과에 따라 성과급이 지급되면, 실적이 좋은 사업단위에서 일하는 직원들은 불만을 가지게 될 것이다. 이는 실적이 좋은 사업단위에서 일하는 직원들의 사기를 저하시키는 동시에 실적이 나쁜 사업단위에서 일하는 직원들의 도덕적 해이를 부추기는 결과를 초래하게 된다.

셋째, 자기자본 구조조정은 각 사업단위별 회계정보를 명확히 함으로써 내부경영자와 외부주주 혹은 기관투자자 사이의 정보불균형을 완화하여 정보효율성(information efficiency)을 제고시킬 수 있다. 각 사업단위별 회계정보가 명확하지 않다는 것은 외부투자자의 입장에서는 하나의 투자위험으로 인식되며, 이는 주가의 하락과 기업가치의 감소로 이어진다.

한 회사 내에 여러 종류의 사업단위가 있을 때에 발생할 수 있는 운영효율성, 경영효율성, 정보효율성 등에서의 문제점은 내부경영자의 무능 혹은 무관심에서 기인하는 것이며, 이는 일종의 자기자본 대리비용으로 평가될 수 있다. 즉, 자기자본 구조조정을 통해서 성격이 서로 다른 사업단위를 분리한다는 것은 기업지배구조와 회계보고방식의 투명성 제고를 의미하고, 이는 일반적으로 대리비용을 감소시켜 기업가치를 상승시키는 결과로 이어진다.³⁹⁾ 아울러, 이와 같은 자기자본 구조조정이 앞에서 논의한 해외교차상장과 어우러진다면 그 효과는 더욱 증대될 수 있을 것이다.

(2) Spin-off

Spin-off 방법은 모기업 산하의 사업단위를 별도법인(a new legal entity)으로 독립시킨 후에 동 법인의 주식을 모기업의 기존 주주들에게 무상 교부하는 방식의 구조조정을 의미한다. 이때, 별도법인은 모기업과 독립된 경영진과 이사회를 구성한다. 즉, spin-off 방법을 사용할 때에 모기업은 일반적으로 별도법인의 경영통제권(corporate control)을 포기하게 된다.

이 방법은 일종의 주식배당(stock dividend) 성격을 띠게 되므로, equity carve-outs나 tracking stock의 경우에서 사용할 수 있는 기업공개(initial public offering: IPO) 방식과는 달리, 실행과정에서 특별한 비용이 수반되지는 않는다.

일반적으로, spin-off는 내부경영자의 자발적 의사결정으로 이루어지기보다는 외부주주의 요구로 이루어지는 경우가 많다.

(3) Equity carve-outs

Equity carve-outs 방법은 spin-off의 경우와 마찬가지로 모기업 산하의 사업단위를 별도법인으로 독립시켜 모기업과 독립된 경영진과 이사회를 구성하는 방식의 구조조정을 의미한다. 하지만, spin-off의 경우와는 달리 기업공개 방식을 통해 별도법인의 지분 일부를 매각한다. 즉, 모기업 입장에서는 spin-off와는 달리 자금조달의 효과를 가진다.

이 방법을 사용할 때에 모기업은 별도법인의 매각 지분의 크기를 일정 범위 내로 제한함으로써 사업단위의 분리 후에도 별도법인에 대한 경영통제권을 유지하는 경우가 일반적이다.

(4) Tracking stock

Tracking stock 방법은, spin-off나 equity carve-outs의 경우와는 달리 모기업 산하의 사업단위를 별도법인으로 독립시키지 않고 모기업 산하에 동 사업단위를 잔류시키면서, 모기업의 성과와 분리하여 동 사업단위의 성과에만 기초한 주식을 별도로 발행하는 방식의 구조조정을 의미한다.⁴⁰⁾ 따라서, tracking stock의 경우에는 분리된 사업단위에 대하여 모기업과 독립된 경영진과 이사회를 구성하지 않는다. 즉, 이 방법을 사용하면 tracking stock을 발행한 후에도 모기업과 기업자원의 공동 활용을 지속할 수 있다.

이의 발행은 spin-off의 경우와 마찬가지로 모기업의 기존 주주에게 주식배당 방식으로 무상 교부하거나 equity carve-outs의 경우와 마찬가지로 tracking stock의 일부를 기업공개 방식을 통해 매각한다. 즉, 기업공개 방식을 취하는 경우에 tracking stock 방법은 자금조달의 효과를 가질 수 있다.

한편, tracking stock 방법은 spin-off나 equity carve-outs의 경우와는 달리 별도법인이 설립된 것은 아니므로 필요하다고 판단되면 이후에 이를 취소할 수도 있어 전략적 관점에서 신축적인 면모를 가지고 있다고 평가될 수 있다.

(5) 비교 및 평가

위에서 논의한 3가지 방법은 각각 나름대로의 장·단점을 가지고 있다. 기업이 이 중 하나를 선택할 때에는 시장의 평가, 자금조달의 필요 정도, 사업단위에 대한 경영통제권의 필요 정도 등의 요소를 고려하여야 할 것이다.

이 중 가장 중요한 요소는 시장의 평가이다. 시장이 자기자본 구조조정 이전의 상황을 기업 지배구조 및 회계정보의 불투명성으로 판단하고 주가하락으로 응징하고 있다면, 이를 최소화할 수 있는 방법을 선택해야 한다. 이는 기업지배구조 및 회계정보의 투명성에 문제가 없더라도 한 기업 산하의 사업단위들 사이에 시너지 효과가 불명확할 때에도 마찬가지이다.

기업지배구조 및 회계정보의 불투명성이 심각한 상태이고 한 기업 산하의 사업단위들 사이에 시너지 효과가 대단히 불명확하다면 spin-off 방법이 가장 효율적이라고 평가될 수 있다. 회계정보의 불투명성이 심각한 상태이고 사업단위들 사이에 시너지 효과가 대단히 불명확하다면 equity carve-outs 방법이 선호될 수 있다. 사업단위들 사이에 시너지 효과가 인정되면서 회계정보의 불투명성이 심각한 상태라면 tracking stock 방법이 보다 효과적일 수 있다.

대상 사업단위의 가치를 시장이 과대평가(overvaluation)하고 있다면 equity carve-outs 방법이나 tracking stock 방법을 사용하여 일정 지분을 과대평가된 가격으로 매각하는 선택을 할 수 있다. 반대로, 대상 사업단위의 가치를 시장이 과소평가(undervaluation)하고 있다면 spin-off 방법을 이용할 수 있을 것이다.

그리고 자금조달이 필요하다면 equity carve-outs 방법이나 tracking stock 방법을 이용하여 기업공개시의 매각 지분을 조절할 수 있다. 반대로, 자금조달이 필요 없다면 spin-off 방법을 선택하면 될 것이다.

한편, 사업단위에 대한 경영통제권이 전혀 필요없다면 spin-off 방법의 선택이 유효할 것이고, 경영통제권이 상당 정도 필요하다면 equity carve-outs 방법이 적절할 수 있으며, 경영통제권이 완벽하게 필요하다면 tracking stock 방법이 선호될 수 있을 것이다.

(6) 삼성전자의 경우

위에서 논의한 바와 같이, 자기자본 구조조정은 새로운 실물투자 없이 기존 영업활동을 재무적 관점에서 재구성함으로써 기업지배구조 및 회계보고의 투명성을 제고시켜 결과적으로 기업가치를 상승시키는 효과를 창출한다. 이와 같은 구조조정은 한국기업들에게 다양하게 적용될 수 있는데, 여기에서는 삼성전자의 경우를 간략하게 논의하도록 한다.41)

삼성전자는 반도체, 정보통신, 멀티미디어, 디지털가전 등의 4개 단위사업으로 구성되어 있으며 이를 효율적인 사업다각화라고 주장하고 있다. 그리고 IMF 관리체제를 거치면서 기업 지배구조 및 회계보고의 투명성을 크게 제고시켰음에도 불구하고 주가가 저평가되고 있다는 불만을 감추지 않고 있다.

그런데 일부 국제투자금융기관이 이들 4개 단위사업의 각 부문별 영업성과를 정확하게 파악할 수 없다고 불만을 제기하고 있다는 사실에 주목할 필요가 있다. 동 국제투자금융기관은 한국의 국가신인도가 가지고 있는 현재의 제약을 감안하더라도 Micron, Intel, Nokia 등의 기업이 단일 사업단위만을 가지고 이른바 사업다각화를 하지 않고 있는 상황에서 삼성전자의 주가가 이들 기업의 주가보다 저평가된 이유가 무엇인가라는 질문을 하고 있다.

실제로, 삼성전자는 4개 단위사업 사이의 시너지 효과를 분명하게 제시하면서 이를 국제투자금융기관들에게 납득시키는 데에 성공하지 못하고 있다. 다시 말해서, 삼성전자는 이들 4개 단위사업을 모두 분리하였을 때 어떠한 문제가 발생하는지를 명쾌하게 설명한 바 없다.

이와 같은 논의는 삼성전자에 대해서 자기자본 구조조정의 필요성을 제기하고 있다. 삼성전자에 대한 정보를 가장 많이 가지고 있는 삼성전자의 내부 경영진이 결정해야 할 사안이지만, 적어도 삼성전자는 이들 4개 단위사업을 모두 분리시키는 자기자본 구조조정으로 잃을 것은 없다고 판단된다.42)

VII. 맺 음 말

IMF 사태로 인하여 투기등급으로까지 급락했던 한국의 국가신용등급은 2002년 7월 현재 'A-'(S&P 기준) 수준으로 크게 상향조정되었다. 아울러, 기업지배구조와 회계보고방식의 투명성도 IMF 관리체제를 거치면서 크게 향상되었다.

한국금융시장에서의 이와 같은 발전은 경제 전반에 걸쳐 진행된 구조조정과 함께 해외자금 조달의 순기능에도 힘입은 바 크다. 해외자금조달의 순기능은 단순한 의미의 유동성 공급을 넘어서서 채권시장 및 주식시장에서 시장규율의 확충으로 이어졌다.

시장규율의 확충은 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 제고를 뜻하고, 이는 결과적으로 한국기업의 자금조달 대리비용(agency cost of debt and equity)을 완화시키는 데에 있어서 적지 않은 기여를 하였다.

한국금융시장에서의 이와 같은 발전에도 불구하고 이른바 주식관련 한국할인(Korea discount) 혹은 채권관련 한국프리미엄(Korea premium)이 그 폭은 줄었지만 국제금융시장에서 엄연히 존재하고 있다.

한국할인 혹은 한국프리미엄의 존재는 기업지배구조의 효율성과 회계보고방식의 투명성 수준이 아직 미흡한 수준에 머물고 있음을 의미하고, 이는 결과적으로 해외자금조달의 유효성을 제약하고 있다. 즉, 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 제고는 해외자금조달의 유인으로 작용하고 있는 데에 반하여, 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성의 현 수준은 대리비용의 모습으로 해외자금조달의 장애로 작용하는 이중성을 표출하고 있다.

본고에서는 개별기업의 입장에서 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 제고라는 해외자금조달의 유인에 보다 초점을 맞추고자 하였다.

이와 같은 관점에서, 해외자금조달의 성격과 기능을 이전과는 달리 새롭게 바라볼 필요가

있다. 즉, 재무구조개선, 수익성 위주의 경영전략, 저금리 추세 등의 요인으로 인한 최근의 자금잉여 상태에서, 해외자금조달의 역할은 이전의 자금확보 그 자체에서 자금조달 대리비용의 해소방안의 하나로 그 비중이 옮겨가고 있다고 평가될 수 있다.

해외자금조달 대리비용의 두 원천 중 채권부문은 환위험 분산 등의 유인이 있기는 하나 국가신용도의 현 수준이 적지 않은 장애로 작용하므로, 개별기업의 노력으로 대리비용을 줄여 기업가치를 상승시킬 수 있는 여지가 주식의 경우에 비하여 상대적으로 크지 않다. 그리고 채권의 성격상 대리비용이 광범위하게 일상적으로 발생할 가능성은 상대적으로 적다고 할 수 있다.

반면에, 주식부문은 국가신용도의 제약을 크게 벗어날 수는 없지만 개별기업의 노력으로 (해외)자금조달 대리비용을 줄여 기업가치를 상승시킬 수 있는 여지를 상대적으로 많이 가지고 있다. 그리고 주식의 성격상 대리비용이 광범위하게 일상적으로 발생할 가능성이 채권의 경우에 비하여 상대적으로 크다고 할 수 있다.

이와 같은 관점에서, 본고는 채권부문보다는 주식부문에서의 기업가치 증대방안을 구체적으로 제시하고자 하였다. 주식부문에서 (해외)자금조달 대리비용을 축소 혹은 해소하는 방안으로는 주식의 해외교차상장(cross listing)과 자기자본 구조조정(equity restructuring)을 들 수 있다. 주식의 해외교차상장은 해당 한국기업이 국제증권시장의 보다 까다로운 상장요건 혹은 등록요건을 충족시켰다는 것을 의미한다. 이는 결과적으로 기업지배구조의 효율성과 회계보고의 투명성을 제고시키는 효과를 가지게 된다. 아울러, 해외교차상장은 해당국가의 거래소에서 일상적인 거래가 가능하도록 함으로써 동 국가의 투자자들에게 한국주식의 노출도(degree of exposure)를 증대시키는 동시에 동 국가의 여러 주가지수에 한국기업의 주식을 편입시키도록 유도한다. 이는 결과적으로 해당 한국기업의 주식에 대하여 새로운 수요를 창출하는 효과를 가지게 된다.

자기자본 구조조정은 새로운 실물투자 없이 기존 영업활동을 재무적 관점에서 재구성함으로써 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성을 제고시켜 결과적으로 기업가치를 상승시키는 효과를 가지게 된다. 아울러, 자기자본 구조조정이 해외교차상장과 어우러진다면 그 효과는 더욱 배가될 수 있을 것이다.

자기자본 구조조정의 방법으로는 spin-off, equity carve-outs, tracking stock 등을 예거할 수 있는데, 각 방법은 나름대로의 특성과 장·단점을 가지고 있다. 기업이 이 중 하나를 선택할 때에는 시장의 평가, 자금조달의 필요 정도, 사업단위에 대한 경영통제권의 필요 정도, 세금, IPO 수수료 등의 요소를 고려하여야 할 것이다.

자기자본 구조조정은 현재의 한국기업들에게 폭넓게 적용될 수 있다. 2001년 상반기에 회사를 분할한 구 LG화학(주)과 2002년 상반기에 회사를 분할한 구 LG전자(주)는 결과적으로 자기자본 구조조정의 성공적인 사례가 될 수 있다. 이들의 시장가치는 동 기업들이 속한 산업이나 시장의 효과(sector or market effects)를 제외하더라도 전반적으로 증가한 바 있다. 현재 4개 사업부문으로 구성된 삼성전자(주)도 이의 적용대상이 될 수 있다. 일부 국제투자금융기관이 이들 4개 단위사업의 각 부문별 영업성과를 정확하게 파악할 수 없다고 불만을 제기하고 있다는 사실에 주목할 필요가 있다.

기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 미흡은 개별기업의 문제일 뿐만 아니라 전체적인 국가신용등급의 부여에 있어서도 부정적인 요소로 작용하고 있다. 따라서, 기업지배구조의 효율성 및 회계보고의 투명성 제고를 위해서는 개별기업의 노력과 함께 금융감독 당국도 법·제도적 차원에서 보다 적극적으로 대응해야 한다.

미국의 경우에 기업지배구조의 비효율성과 회계보고방식의 불투명성으로 인해 야기된 2002년 6월과 7월 두 달 동안의 증시불안에 신속하게 반응하여, 각 금융감독 유관기관들이 전면에서 나서 Sarbanes-Oxley Act 등의 법·제도적 대응책을 다양하게 마련한 사례를 음미해 볼 필요가 있다.

■ 참고문헌

재정경제부, homepage www.mofe.go.kr

한국은행, homepage www.bok.or.kr

한국증권감독원, homepage www.fss.or.kr

한국증권거래소, homepage www.kse.or.kr

Bloomberg.com, Korean Credit Cards Fuel Boom in Asset-Backed Bonds, Aug. 14, 2002.

Businessweek.com, Can You Trust Your Fund Company?, Aug. 8, 2002.

Chew, D.H., Corporate Finance: Where Theory Meets Practice, McGraw-Hill, 1999.

Economist.com, "Corporate Governance Designed by Committee," Jun. 13, 2002.

Economist.com, "Swearing by the Numbers," Aug. 13, 2002.

Goldman Sachs, homepage www.gs.com

Loeffler E., "Korea Discount: Does It Exist? Is It justified?" Research Paper in Seminar given by The Korean Securities Association, Jun. 21, 2002.

Morgan Stanley, homepage www.morganstanley.com

SalomonSmithBarney, homepage www.salomonsmithbarney.com

Weston J.F., K. Chung, and S. Hoag, Merger, Restructuring, and Corporate Control, Prentice Hall, 1990.

1) 즉, 변동성이 큰 프로젝트를 의미한다. 이는 콜옵션의 가치가 기초자산의 가격변동성이 클수록 증가한다는 사실과 연계된다.

2) 이는 주로 과대투자를 억제하기 위한 사전조치의 하나로 해석될 수 있다. 반면에, 과소투자의 경우에는 그 성격상 채권약정서 등과 같은 사전조치가 매우 곤란하다. 따라서, 채무자인 기업이 매우 어려운 상태에 있으면 채무조정(debt restructuring)보다는 청산을 서두르는 것이 과소투자로 인한 피해를 최소화하는 선택이 될 수 있다.

3) 한국의 경우에 재벌그룹의 우량기업이 부실기업을 지원한 내부거래가 좋은 예가 된다. 미국의 경우에는 내부경영자의 성과급을 극대화하기 위한 우량기업들의 회계정보 왜곡이 이에 해당될 수 있다.

4) 한국의 경우에 대우그룹, 한보그룹 등이 위기에 몰리자 기업의 재산을 대주주 개인의 몫으로 외부유출시킨 사례가 이에 해당된다. 미국의 경우에는, 내부경영자들이 허위정보를 발표한 뒤에 자신들의 지분을 매각한 Qwest Communications 등의 기업과 창업대주주의 무려 23억 달러에 달하는 개인적 은행차입이 가능하도록 지급보증을 선 Adelphia Communications 등의 기업이 이에 해당된다. 한국과 미국의 이들 관련 내부경영자는 모두

형사·고발되어 처벌을 받았거나 형사·고발되어 조사를 받고 있다.

5) 미국에서 2002년 중반에 발생한 기업관련 비리에 대한 정책당국의 반응도 기업지배구조의 변화를 포함하고 있다. 예를 들면, 특정 규모 이상의 스톡옵션을 임원들에게 지급할 때에는 이전의 이사회 결의와는 달리 주주총회의 승인을 강제하고 있으며, 이사회의 사외이사 자격요건도 당해 기업으로부터 더욱 독립적이도록 강화한 바 있다.

6) 미국에서 2002년 중반에 발생한 기업관련 비리에 대한 정책당국의 반응도 회계보고방식의 변화를 포함하고 있다. 예를 들면, 재무제표의 신뢰도를 제고하기 위하여 연 매출액이 12조 달러를 상회하는 기업의 경우에는 이의 공표 전에 최고경영자(CEO)와 재무담당임원(CFO)이 재무제표에 공동 서명하도록 강제하였고, 스톡옵션을 이전과는 달리 기업의 비용으로 처리(expensing stock option)하도록 권고한 바 있다.

7) 극단적인 예이기는 하지만, 미국기업인 Enron Corp., Adelphia Communications, Imclone Systems, Qwest Communications, WorldCom Inc. 등의 내부경영자의 경우가 이에 해당될 수 있다.

8) 자유현금흐름에 관한 관점은 주로 성숙산업에 속한 기업들에 해당된다. 한국에서 S-Oil 회사가 고배당정책을 채택하고 있는 것은 이의 한 예로 이해될 수 있다. 그리고 미국에서 1980년대에 휘몰아쳤던 LBO(leveraged buy-out) 혹은 MBO(management buy-out) 방식의 기업매수·합병 열풍도 이의 한 예에 해당될 수 있다. 한편, IMF 관리체제에서 이해될 수 있는 부분도 있고 이후에 많이 완화되기는 하였지만, 이와 같은 관점에서 업종구분 없는 기업의 부채비율 상한에 대한 행정지도 등은 재고될 필요가 있다.

9) 이와 같은 커미션은 금리규제가 없었다면 수수되지 않아도 되었을 일종의 사회비용으로 이해될 수 있다.

10) 이러한 무상보험 효과는 II.의 타인자본의 대리비용 부문에서 논의한 바와 같은 주주의 과대투자 행위와 연계될 수 있다.

11) 더구나, 정책실패를 인정하지 않으려는 정부는 되도록이면 정책금융을 받은 기업이 성공할 수 있도록 각종 정책지원을 아끼지 않은 바 있다. 동 기업이 그래도 어려워지면 심지어는 추가 정책자금을 지원하는 경우도 적지 않았다.

12) 이 경우에, 금융기관이 보증한 회사채가 일반 예금상품과 다른 점은 유가증권으로서 양도성(negotiability)이 있다는 것뿐이다.

13) 회사채의 보유자는 발행회사 대신에 이의 보증기관인 금융기관을 감시해야 하나 당시의 사회·경제적 분위기로는 그럴 필요가 없었다. 즉, 당시의 금융기관은 정부가 파산방지를 보장한 듯이 행동하였고 시장에서도 이를 암묵적으로 인정한 바 있었다.

14) 정상적으로는, 회사채의 무보증 발행이 일반화되고, 이의 발행회사는 시장메커니즘(market mechanism)에 의하여 기관투자자, 신용평가회사 등에 의하여 감시되어야 한다.

15) 과도한 채무로 한국경제 전체에 큰 부담을 주었던 기아그룹 사태, 한보그룹 사태, 대우그룹 사태, 현대그룹 사태 등이 이의 한 결과라고 평가될 수 있다.

16) 이는 2001년에 경제부총리와 주요 기업의 최고경영자들이 중국을 방문한 후에 중국이 한국보다 훨씬 자본주의적이라고 평가한 것과 연계될 수 있다.

17) 재벌 소유주는 소수의 지분보유(minority equity ownership)만으로 대규모의 집단적인 기업자산들에 대한 경영권을 장악하였고, 정부, 언론, 외부주주 등은 관행적으로 이를 용인한 바 있다. 그리고 재벌 소유주가 소수의 지분보유로 경영권을 장악할 수 있었던 데에는 계열사간의 상호출자라는 제도적인 뒷받침도 일조를 하였다.

18) 비정상적인 기업지배구조하에서는, 이사회가 기업가치의 극대화 원칙에 반하는 이와 같은 결정을 실제로 할 수 있는데, 문제는 이 모두가 어쨌든 합법적이며 동 이사회의 임원은 불이익을 당하지 않는다는 데에 있다.

19) 특히, 부실기업이 비상장기업일 경우에는 내부경영자와 그의 특수관계자가 동 기업의 주식을 전량 소유하고 있는 경우가 많은데, 우량기업의 내부경영자가 부실기업을 부실기업에 유리한 조건으로 흡수합병을 하는 방법을 사용하면 외부주주의 피해는 더더욱 심각한 규모에 이르게 된다.

20) 이때 기아자동차에 대한 적대적 매수·합병이 성공하였다면, 삼성그룹이 독자적으로 삼성자동차를 무리하게 시도하지 않았을 것이고 기아자동차도 파산으로까지는 가지 않았을 것으로 볼 수 있다. 물론, 삼성그룹의 자동차산업 진출이 적절했는가의 여부는 별도의 논제이다.

21) 보증 혹은 담보에 기초한 여신을 반드시 부정적으로 볼 이유는 없다. 선진 외국금융기관들도 필요할 경우에 보증 혹은 담보를 이용하며, 신용에 기초한 여신에는 매우 조심스럽게 접근한다. 이는 매우 당연한 영업전략이며, 한국의 경우에 문제가 된 것은 보증 혹은 담보 관행이 무분별하게 이루어졌다는 점이고, 이와 관련하여 신용보증기금이 부실화된 사례를 주시할 필요가 있다.

22) 최근에, H재벌그룹이 내부경영자의 관계자가 대주주인 기업을 내부거래로 지원하여 시장가치를 키운 후에 이에 그치지 않고 시장가격보다 높은 가격에 동일그룹 내의 우량기업에 흡수·합병하려던 시도가 시장의 부정적인 반응으로 좌절된 바 있는데, 이는 시장규율의 성공적인 사례로 평가될 수 있다.

23) 주식투자를 위해 금융감독원에 등록된 외국인 투자자의 수는 2002년 7월 현재 13,684명에 이르고 있다. 이들 중에는 동일인 지분으로 특정 기업의 한국인 대주주 지분을 넘어서는 경우도 발견되고 있다. 예를 들면, 미국의 한 투자회사인 Putnam은 2002년 7월 현재 삼성전자의 지분을 4.1% 보유하고 있는데, 이는 이른바 재벌소유주인 이모씨 일가의 전체 지분 3.5%를 능가하는 수준이다.

24) 여기에서는 직접투자(foreign direct investment: FDI)와 포트폴리오투자(portfolio investment)는 제외하고 타인자본과 연계된 해외자금조달만을 대상으로 한다.

25) 1998년 8월에 러시아 위기가 발생하고 이어서 미국 헤지펀드의 하나인 Long Term Capital Management가 부도위기로 몰리자, 미국 연방은행은 위기극복 방안의 하나로 금리인하를 단행하였는데, 이와 같은 조치는 세계 전반적으로 유동성 잉여를 가능하게 하였고 결과적으로 세계경제의 회복을 촉발시킨 바 있다. 이는 뒤에 이른바 정보통신 버블(information-technology bubble: IT bubble)로 이어지지만 한국경제가 IMF 관리체제를 극복하는 데에 결정적인 도움을 준 것도 사실이다.

26) 한국에서 주식연계채권이 최초로 발행된 사례는 1985년 하반기의 삼성전자의 해외전환사채이다.

27) <표 4>의 총계 U\$8,557million과 <표 5>의 총계 U\$9,610million의 합이 U\$18,167million으로서 <표 3>의 총계 U\$18,168million과 약간 차이가 나는데, 이는 자료처리과정에서 각 항목에 대한 반내림 혹은 반올림으로 인한 오차이다.

28) 한국기업의 주식예탁증서는 현재 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE), 런던증권거래소(London Stock Exchange: LSE) 등에서 거래되고 있다.

29) 한국은행이 2002년 7월에 조사한 결과에 의하면, 조사대상 148개 기업 중 무려 88%

에 해당되는 130개 기업이 적정 수준 이상의 여유자금을 보유하고 있다고 응답한 바 있다. 증권거래소의 자료에 의하면 12월 결산법인의 차입금 규모 자체가 2002년 6월 현재 전년 동월 대비 9% 감소하였고, 회사채의 경우에도 상환이 발행보다 많아 그 잔액이 지속적으로 감소하고 있다.

30) 기발행분 8억 달러 중 5억 달러는 외환신용카드가 2002년 8월에 LIBOR에 0.49%의 프리미엄을 붙여 조달하였다.

31) 실제로, 2001년과 2002년에 걸쳐 이른바 3대 게이트 사건 등 주식관련 대형비리가 계속 이어지고 있다.

32) Loeffler(2002)에서 재인용.

33) 이는 그나마 일종의 담보부채권이라 0.2% 차이 정도가 되었지만, 신용에만 의존하는 보통채권의 경우에는 프리미엄 차이가 더욱 커질 수 있다.

34) 회계비리 사건이 연이어 터진 2002년 6월과 7월 두 달 동안에 미국의 주요 주식지수가 20% 내외 폭락하였다. 그리고 Kmart Corp.와 US Airways Group Inc.는 정보통신업종에 속하지 않는 일반 기업이다. 특히, US Airways Group Inc.는 IT bubble보다는 9.11 테러사건의 직접적인 영향을 받아 영업이 악화된 경우이다.

35) 이들 조치 중 가장 중요한 것은 최근에 양원을 통과하여 법제화된 Sarbanes-Oxley Act라고 할 수 있다. 이의 주요 내용으로는 재무제표에 대한 CEO와 CFO의 서명, 회계감사 산업을 폭넓게 감독할 수 있는 5인 위원회의 신설, 회계감사업무와 기업자문업무의 분리, 증권분석자의 왜곡된 보고서 발표금지, 수사를 방해하기 위한 목적의 기업 회계자료의 훼손 금지 등을 예거할 수 있다. 아울러, 이 법은 위반시의 처벌규정을 대폭 강화하여 명시하고 있다. 그런데 미국 외의 외국기업에게는 일부 조항의 적용면제(exemption)를 규정하고 있다.

36) 일반적으로, 기업은 과다평가된 유가증권을 발행하여 자금을 조달한다. 한국기업의 부채비율이 국제기준으로 볼 때 아직 높은 상태를 유지하고 있는 이유 중의 하나로 주식가격의 저평가를 꼽을 수 있다. 그리고 한국기업이 1999년에 IT 붐에 힘입은 증시활황을 이용하여 대규모 증자를 실행한 바 있는데, 이는 내부경영자들이 주가가 일시적으로 고평가된 상황을 최대한 이용한 사례로 해석될 수 있다.

37) 올해에 한국의 신용등급을 한 단계만 상향조정한 Standard & Poor's는 국가신용등급을 조정하기 위한 목적으로 9월에 조사단을 한국에 파견할 예정이다.

38) 여기에서 언급한 3가지 방법을 이용한 자기자본 구조조정은 1990년대 하반기 이후에 미국에서 이용도가 높아지는 추세를 보이고 있다.

39) 원칙적으로, 시장은 시너지 효과(synergy effect)가 분명히 증명되지 않는 한 이른바 기업의 사업다각화 체제를 불신하며, 대신에 하나의 독립적인 기업이 하나의 사업단위를 운영하는 체제를 선호한다. 이는 기업지배구조와 회계보고방식의 투명성 관점에서 매우 명확하다.

40) Tracking stock 방법은 미국에서 비교적 최근(1980년대 중반)에 개발된 금융기법으로서 GM, AT&T, Sprint 등의 기업이 이미 활용한 바 있다.

41) 2001년 상반기에 회사를 분할한 구 LG화학(주)과 2002년 상반기에 회사를 분할한 구 LG전자(주)가 결과적으로 자기자본 구조조정의 좋은 예가 될 수 있고, 이들의 시장가치는 동 기업들이 속한 산업이나 시장의 효과(sector or market effects)를 제외하더라도 전반적으로 증가하였다. 이들 경우에 적용된 방법은 IPO를 통한 자금조달이 없었으므로 spin-off

에 가깝다고 할 수 있다. 그리고 대웅제약(주)이 LG그룹과 같은 방법에 따라 2002년 10월 1일을 기준으로 기업분할을 할 예정이다.

42) 개별기업의 입장에서는 세금, IPO 수수료 등의 관련 비용도 아울러 고려하여 자기자본 구조조정의 실행 여부 및 방법 선택에 관한 의사결정을 하여야 할 것이다. 아울러, 이의 활성화를 위해서는 법·제도적 뒷받침도 필요하다.