

中小企業의 資金흐름特性 理解와 財務競爭力 革新을 위한 研究*

金 喆 中*

요 약

본 연구는 중소기업의 자금흐름특성과 기타 재무특성이 대기업의 그것과 어떤 차이를 갖는가를 살펴보고, 중소기업의 재무경쟁력을 규명하는데 그 목적을 두고 있다. 본 연구에서는 차입시장에서의 재무경쟁력은 실질유효이자율과 대출효율성계수를 기준으로 하였으며, 주식시장에서의 재무경쟁력은 자기자본비용과 주당 EVA를 기준으로 하였다. 그리고 본 연구에서는 연구목적을 달성하기 위해 MANOVA검정과 패널 자료를 이용한 일반화 최소자승법을 사용하였다.

중소기업의 단기 운전자금 사정은 대기업에 비해 열악하며, 재무경쟁력 역시 뒤떨어지는 것으로 나타났다. 다시 말해서 중소기업의 영업수익성은 대기업에 비해 오히려 좋으나, 차입시장 및 주식시장에서의 재무경쟁력은 상대적으로 낮은 것으로 밝혀졌다.

중소기업의 차입시장에서의 재무경쟁력을 결정하는 요인으로는 재무위험(-), 영업수익성(+), 유동성(+), 담보력(+) 등이 있었다. 그리고 중소기업의 주식시장에서의 재무경쟁력을 결정하는 요인으로는 재무위험(-), 영업위험(-), 영업수익성(+), 유동성(+), 성장성(+)등이 있었다.

* 본 연구는 1996년도 산학협동재단의 학술연구비 지원을 받아 수행되었음.

** 홍익대학교 경영학과 부교수

I. 서론

중소기업은 여러 가지 면에서 대기업과 다른 특성을 갖는다. 특히 한국의 중소기업은 대기업과 비교해 볼 때 자금흐름면에서 상당히 열등하다. 대기업은 영업활동으로 인한 순현금유입액으로 운전자금수요를 충당하고 있으며, 이를 바탕으로 어느 정도 설비투자수요를 감당하고 있다. 그러나 중소기업은 영업활동으로 인한 현금유입액으로 운전자금 수요도 충당하지 못하는 만성적인 자금부족 상태에 직면해 있다.

기업의 자금흐름에 영향을 미치는 요인은 실로 무수하다. 만성적인 자금부족 현상을 겪고 있는 중소기업의 재무적 특성은 대기업의 그것과 어떤 차이를 보이는 것일까? 이를 분석해 봄으로써 중소기업의 자금흐름특성을 이해하는 것은 의미있는 일일 것이다.

중소기업의 자금흐름특성을 이해하기 위해서 먼저 중소기업의 업종별 자금현황을 살펴보고, 자금부족 원인을 분석해 보기로 한다. 그리고 중소기업의 운전자본 관리실태를 알아보기 위해서 매출채권 규모, 재고자산 규모를 매출액과 대비해서 살펴보기로 한다.

중소기업의 재무특성을 대기업의 그것과 통계적으로 비교하는데 있어, 위에서 설명한 변수들 이외의 변수들도 추가하였다. 이들 변수들은 현금전환사이클, 이자지급전 경상이익, 대출효율성 계수, 담보력, 성장성, 재무위험, 영업위험, 노동집약도, 기업역사, 대주주 1인 지분을, 주식분산 성과 등을 포함하고 있다.

한편, 중소기업의 재무경쟁력을 결정하는 요인들을 규명하는 것도 본 연구의 주요 목적 중의 하나이다. 중소기업은 금융력에서 대기업과 비교해서 열세에 놓여 있기 때문에, 중소기업의 재무경쟁력은 기업존립과 매우 밀접한 관련을 맺고 있다. 따라서 중소기업의 재무경쟁력을 결정하는 요인을 규명하는

것은 매우 의미있는 일이라 생각한다. 본 연구에서는 기업의 재무경쟁력 변수로 실질 유효이자율과 자기자본비용을 사용할 것이다.

본 연구는 중소기업의 자금흐름특성을 이해하고 재무경쟁력 결정요인을 규명하기 위해서 동일 업종에서 짝짓기 표본추출 방법으로 대기업, 중소기업, 소기업을 선정하였다. 자금흐름특성을 규명하기 위해서 MANOVA검정을 하였다. 그리고 중소기업의 재무경쟁력 결정요인을 규명하기 위하여 패널자료를 이용한 일반화 최소자승법을 사용하였다.

II. 선행연구 검토

중소기업과 관련된 연구는 그 동안 수없이 많이 이루어져 왔다. 그러나 그 내용은 대체로 중소기업을 육성하기 위한 금융제도의 개선에 초점을 맞추고 있다. 본 연구의 내용과 비교적 관련이 있는 선행연구 중에서 최근의 두 가지 연구를 간략히 살펴보면 다음과 같다.¹⁾

대우경제연구소(1995년)는 『상장중소기업의 자금사정분석』에서 업종별 자금여유율, 영업활동에 의한 순현금유입 그리고 기업신용을 분석한 바 있다. 이 연구에서는 대기업과 중소기업의 재무특성을 기술적으로 비교·분석하였다. 그 내용을 간추리면 다음과 같다.

대우경제연구소의 연구는 영업활동에 의한 순현금유입 규모가 1991년-1995년 사이에 중소기업의 경우 매출액 대비 약 7%내외로 대기업의 매출대비 약 10%에 비해 현저히 작은 규모임을 보여주고 있다. 특히 1994년 이후의 중소기업의 수익성 악화는 매출액 대비 순현금유입의 비율을 급속히 낮추는 원인이 되고 있다. 중소기업의 수익성 악화 원인으로는 중소기업이 주로 내수위

1) 이들 연구외에도 많은 연구가 있으며, 그 목록은 참고문헌을 참조.

주의 제품을 생산하고 있으며 수입개방에 따라 가격경쟁력이 감소되는 것을 들 수 있다. 그리고 중소기업의 금융비용 부담률 증가도 그 원인으로 지적할 수 있다.²⁾

대우경제연구소의 연구에서 자금여유율이 (-)의 값을 갖는다는 것은 기업이 필요로 하는 단기운전자금 수요도 충당하지 못하고 있음을 보여주는 결과이다. 자금여유율이 (-)의 값을 갖는 중소기업은 자금수요를 단기적으로 외부 차입을 통해 충당해야 할 것이며, 궁극적으로는 보유 부동산을 처분해서 자금 수요를 충당해야 할 것이다. 이런 방법이 여의치 않을 때는 도산가능성을 회피하기 어렵다. 결론적으로 중소기업이 갖고 있는 현재의 자금능력으로는 기업의 생존 및 국제경쟁력을 확보하는데 기초가 되는 R&D투자 및 설비투자를 감당하지 못하는 것으로 나타났다.

중소기업의 자금사정이 악화되는 원인은 영업활동에 의한 현금유입이 상대적으로 적다는 것도 있지만, 그밖에도 중소기업의 매출채권과 재고자산의 규모가 상대적으로 많다는 데에서도 찾아볼 수 있다. 매출채권과 재고자산의 규모가 많다는 것은 자금압박을 더해주는 요인이 되기 때문이다. 영업활동에 의한 현금유입이 자금의 공급이라면 매출채권과 재고자산 규모는 자금의 수요이다. 따라서 운전자금의 수요가 지나치게 많은 것은 중소기업의 자금사정을 악화시키는 원인이 된다.³⁾

대우경제연구소의 연구로부터 중소기업은 매출채권의 회수지연액이 많고 재고자산의 규모가 큼으로써 대기업보다 단기운전자금 수요가 과다함을 알 수 있다. 결국 이는 중소기업의 자금사정을 악화시키는 원인이 되고 있는 것이

2) 특히 중소기업의 경우 1994년의 평균 차입금리가 11.8%이던 것이 1995년에는 12.4%로 상승하였다.

3) 1993년 이후 중소기업의 매출액 대비 매출채권 규모는 대기업보다 늘어나 1995년에는 대기업의 1.2배가 되었으며, 재고자산 보유규모도 대기업의 1.2배에 이르고 있다.

다.

김지수(1996년)는 중소기업과 대기업간의 재무특성 차이와 금융비용 차이 및 그 원인을 규명한바 있다. 먼저 중소기업과 대기업간의 재무특성 차이를 살펴보면 다음과 같다.

금융비용과 무형고정자산 비중은 기업규모별로 많은 차이를 보이고 있으며, 수익성은 기업규모별로 별차이가 없는 것으로 나타났다. 그리고 규모가 작을수록 실패 금융비용이 높게 나타나고 있으며, 규모가 작을수록 수익의 변동이 심한 것으로 나타났다.

담보력을 나타내는 유형고정자산비율은 규모와 (-)의 관계를 갖고 있어 규모가 작을수록 담보력이 취약한 것으로 나타났다. 보상예금 예치율은 규모변수와 (+)의 관계를 가지며 단기차입 비중도 기업규모와 (+)의 관계를 갖고 있는 것으로 규명되었다. 지급능력을 나타내는 당좌비율, 유동비율이 규모와 유의적인 (+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 그러나 부채비율은 규모와 유의적인 (-)의 관계를 갖는 것으로 확인되었다.

김지수의 연구에서는 금융비용의 차이요인을 규명하였다. 금융비용의 차이에 영향을 주는 요인을 다음과 같이 요약할 수 있다. 금융비용의 차이는 유형고정자산 비중, 규모, 업종, 총자산이익률 분산, 부채비율, 유동비율, 자기자본이익률의 순으로 영향을 주고 있다.

Ⅲ. 연구 설계

본 연구에서는 중소기업의 자금흐름특성을 이해하고 재무경쟁력을 검토하기 위해서 다음과 같이 표본기업을 선정하고, 변수를 정의하며, 연구방법을 설계하였다. 특히 대기업의 특성과 비교하기 위해서 업종별로 대기업, 중기업 및 소기업의 수를 동일하게 하였다.

1. 표본기업의 선정

본 연구의 분석대상 기업은 11개의 상장 제조업종에 속한 219개 기업이다. 기업의 규모는 자본금 규모를 기준으로 대기업(150억원 이상), 중기업(50억원 ~150억원), 소기업(50억원이하)으로 분류하였다. 대·중·소기업에서 각 73개 기업씩 총 219개 기업이 표본기업에 포함되었다.

〈표 1〉 표본기업의 수

업 종	대기업	중기업	소기업
음식료품	7	7	7
섬유·의복·가죽제품	11	11	11
나무 및 나무제품	2	2	2
종이 및 종이제품	2	2	2
화학·석유·석탄·고무제품	15	15	15
비금속광물제품	7	7	7
1차금속제품	12	12	12
조립금속·기계장비제품	4	4	4
기타제조업	5	5	5
도매업	5	5	5
운수창고업	3	3	3
합 계	73개	73개	73개

분석대상 기업은 분석기간 중 계속 상장되어 있고, 완전한 자본잠식이 없으며, 자산재평가 및 합병이 없는 기업으로 하였다. 물론 회계자료의 비교성유지를 위해 결산일을 매년 12월말로 한 기업을 대상으로 하였으며, 분석대상기간 중 업종을 변경한 기업과 3개월 이상 주식거래가 없는 기업은 제외하였다.⁴⁾

본 연구의 분석대상 기간은 1987년 1월 1일부터 1995년 12월 31일까지이다. 9년간의 기간은 3개의 하위기간으로 세분하여 분석하였다. 즉, 본 연구의 분석은 1987년 1월 1일부터 1989년 12월 31일까지의 1989년 기준분석과 1989년 1월 1일부터 1992년 12월 31일까지의 1992년 기준분석 및 1993년 1월 1일부터 1995년 12월 31일까지의 1995년 기준분석으로 이루어졌다.

연구에 필요한 주가수익률 자료는 한국신용평가(주)의 'KIS-SMAT' 수익률 데이터를 사용했다. 그리고 기업의 회계자료도 동사의 'KIS-FAS' 재무자료를 사용했다. 또한 분석에 필요한 기초자료는 한국상장회사협의회의 '상장회사총람'과 동서경제 연구소에서 발간한 '상장기업 재무분석'에서 얻었다. 이 밖에도 본 연구에 필요한 자료는 대한증권업협회의 '증권시장지', '주식' 및 '증권통계년보'를 이용했으며, 한국은행의 각종자료를 사용했다.

2. 변수의 정의 및 연구방법

본 연구에서 사용한 변수는 다음과 같이 정의된다.

NWCS : 매출액 대비 영업활동으로 인한 순운전자본

POR : 매출채권 회수기간

POI : 재고자산 회전기간

4) 업종별로 짝을 이루게 하고 업종별 구성기업을 총기업수와 비례하여 분석대상 기업을 추출한 것은 업종별 재무특성치의 차이를 없애기 위해서이다.

- POP : 매입채무 지급기간
- CCC : 현금전환 사이클(재고자산 회전기간 + 매출채권 회수기간 - 매입채무 지급기간)
- APOIP : 재고자산 회전기간 - 매입채무 지급기간
- PRP : 매출채권 회수기간 - 매입채무 지급기간
- OIBI : 매출액대비 이자지급전 경상이익
- ROII : 대출효율성 계수(이자지급전 총자본경상이익률 - 평균이자부담률)
- FR : 재무위험(부채비율)
- OR : 영업위험(βu)
- LQDITY : 유동성(총자산 대비 순운전자본)
- POW : 담보력 (유형고정자산 구성비율)
- GREPS : EPS 성장률
- GRRD : (R&D+광고비) 성장률
- DLI : 노동집약도
- ROE : 자기자본순이익률
- ROA : 총자산영업이익률
- KE : 자기자본비용(배당수익률 + 성장률)
- EVA : 주당 EVA (=총투자자본 × [ROIC - WACC]/발행주식수)
 ROIC = NOPLAT/총투자자본, NOPLAT = FCC + 순투자액, WACC = 가중평균 자본비용(FCC: 잉여현금흐름)
- HIS : 기업역사(연수)
- ONE : 대주주 1인 지분율
- LRG : 기관투자가 지분율
- DIVS : 주식분산 성과(= $[E(R_i) - R_f] / \delta_i$)
 $E(R_i)$: 주식수익률, R_f : 무위험자산 수익률, δ_i : 주식수익률의

분산

EI : 실질 유효이자율 (지급이자 할인료 + 사채이자 + 사채발행비상각 + 사채상환 손실 - 수입이자와 할인료) / (단기차입금 + 장기차입금 + 유동성 장기차입금 + 사채발행액 - 예금 - 장기성예금 - 단기대여금 - 특정 현금과 예금)

ROIEI : 실질 대출효율성 계수(이자지급전 총자본 경상이익률 - 실질 유효이자율)

본 연구에서는 중소기업의 자금흐름특성을 살펴보기 위해서 MANOVA 검정을 사용했다. 그리고 중소기업의 재무경쟁력 결정요인을 규명하기 위해 패널자료에 의한 동시적인 복합오차 모형과 일반화 최소자승법에 의한 회귀분석을 실시하였다. 패널자료에 의한 일반화 최소자승법을 소개하면 다음과 같다.

패널자료를 이용하여 회귀분석을 실시하는 경우에 오차항은 횡단면 자료상의 교란요인과 시계열 자료상의 교란요인 그리고 횡단면·시계열 자료상의 결합 교란요인으로 구성되어 있을 가능성이 매우 높다. 따라서 단순 OLS회귀분석으로는 이런 횡단면 자료상의 異分散性(heteroskedasticity)과 시계열 자료상의 계열상관성(serial correlation) 문제를 해결하기 어렵다.⁵⁾

따라서 본 연구에서는 이러한 문제를 해결하기 위한 방법으로 복합오차 모형(error components model)과 일반화 최소자승법(Generalized Least Squares : GLS)을 사용하여 분석하기로 한다. 통계처리는 계량경제학적 통계프로그램인 EViews(Econometric Views)를 이용하였다. 복합오차 모형과 GLS를 구체적으로 이해하기 위해 다음의 회귀모형을 생각해 보자.⁶⁾

5) 패널자료를 이용한 회귀분석 기법에 대한 보다 자세한 내용은 Badi H. Baltagi(1995)의 「Econometric Analysis of Panel Data」, Kmenta(1990)의 「Elements of Econometrics」을 참조.

6) 이종원, 「계량경제학」, 박영사, 1985. pp. 504~506.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\varepsilon_{it} = \mu_{it} + \nu_{it} + \omega_{it}$$

ε_{it} : 오차항

$\mu_{it} \sim N(0, \delta \mu^2)$: 횡단면 단위오차 요인

$\nu_{it} \sim N(0, \delta \nu^2)$: 시계열 단위오차 요인

$\omega_{it} \sim N(0, \delta \omega^2)$: 복합적 오차요인

위의 식은 복합오차 모형의 오차항이 세 가지 독립적인 요인, 즉 시계열 단위, 횡단면 단위, 그리고 두 항목의 복합적 요인으로 구성되었음을 보여주고 있다. 또한 각 오차요인간에는 다음과 같이 상관관계가 없고 또 각 오차요인 내에서도 계열상관이 없다고 가정한다.

$$E[\mu_i \mu_j] = 0 \quad (i \neq j)$$

$$E[\nu_t \nu_s] = 0 \quad (t \neq s)$$

$$E[w_{it} w_{is}] = E[w_{it} w_{jt}] = E[w_{it} w_{js}] = 0$$

$$E[\mu_i \nu_t] = E[\mu_i \omega_{it}] = E[\nu_t \omega_{it}] = 0$$

위와 같은 가정 하에서 복합오차 모형을 이용해 일차적으로 OLS를 적용하여 잔차항을 식별해 내고, 두 번째 단계로 구해진 잔차항을 이용하여 구성요인별 오차항의 추정치를 산출한 다음 일반화 최소자승법(GLS)을 실시한다.

IV. 자금흐름특성에 관한 분석

중소기업의 자금흐름특성을 이해하기 위해서 단기운전자금의 수요와 관련된 지표와 단기운전자금의 공급과 관련된 지표를 대기업의 그것과 비교해 보기로 한다. 그리고 중소기업의 자금흐름에 간접적으로 영향을 미치는 제반 재무특성을 대기업의 그것과 비교해 보기로 한다.

1. 자금흐름특성의 이해

본 연구에서 중소기업의 자금흐름특성을 대기업의 그것과 비교하기 위해서 사용한 변수는 다음과 같다.

NWCS(매출액대비 순운전자본), POR(매출채권 회수기간), POI(재고자산 회전기간), POP(매입채무 지급기간), CCC(현금전환 싸이클), APOIP(재고자산 회전기간-매입채무 지급기간), OIBI(매출액대비 이자지급전 경상이익), ROII(이자지급전 총자본경상이익률-평균이자부담률), LQDTY(총자산대비 순운전자본), ROE(자기자본순이익률), ROA(총자산영업이익률), EVA(주당 경제적 부가가치), PRP(매출채권 회수기간-매입채무 지급기간), KE(보통주 자본비용), EI(실질 유효이자율), ROIEI(실질 대출효율성 계수)

이들 변수들을 기준으로 대기업, 중기업 그리고 소기업간의 MANOVA검정을 시행한 결과는 다음과 같다.

〈표 2〉 규모별 자금흐름특성 차이검정

(a) 1987년-1989년

구분	규모별			F	유의수준
	대기업	중기업	소기업		
NWCS	0.094	0.099	0.096	0.144	0.86
POR	61.609	71.783	75.166	3.056	0.05
POI	70.405	69.720	72.011	0.050	0.95
POP	45.801	47.278	43.202	0.448	0.63
CCC	86.213	94.226	103.974	3.596	0.03
APOIP	24.604	22.443	28.809	0.306	0.73
PRP	15.808	17.506	31.963	3.014	0.05
OIBI	0.084	0.100	0.108	5.504	0.01
ROII	0.025	0.073	0.095	1.356	0.26
LQDITY	0.040	0.057	0.065	3.571	0.03
ROE	0.064	0.107	0.158	4.016	0.02
ROA	0.073	0.092	0.106	9.729	0.01
EVA	-6.958	-7.812	-33.897	3.014	0.05
EI	0.062	0.157	0.134	1.173	0.31
ROIEI	0.170	0.060	0.055	1.024	0.36
KE	0.063	0.103	0.099	3.374	0.03

(b) 1990년-1992년

구분	규모별			F	유의수준
	대기업	중기업	소기업		
NWCS	0.087	0.081	0.068	0.831	0.43
POR	72.633	79.090	86.202	2.964	0.05
POI	69.459	75.011	80.094	0.830	0.43
POP	52.005	52.271	46.810	0.988	0.37
CCC	90.086	94.829	119.486	2.955	0.05
APOIP	17.453	22.739	33.284	1.621	0.20
PRP	20.628	29.819	39.392	3.488	0.03
OIBI	0.060	0.065	0.080	3.586	0.03
ROII	0.008	0.006	0.005	3.618	0.03
LQDITY	0.071	0.078	0.074	0.165	0.84
ROE	-0.177	0.131	0.071	1.154	0.31
ROA	0.057	0.062	0.078	3.554	0.03
EVA	-8.928	-10.639	-64.907	2.977	0.05
EI	0.028	0.213	0.187	2.998	0.05
ROIEI	0.081	-0.149	-0.073	3.076	0.05
KE	0.059	0.160	0.077	1.179	0.30

(c) 1993년-1995년

구분	규모별			F	유의수준
	대기업	중기업	소기업		
NWCS	0.041	0.043	0.030	0.587	0.55
POR	80.692	89.727	97.840	4.175	0.02
POI	68.237	89.591	75.609	1.132	0.32
POP	49.865	54.559	49.981	0.568	0.50
CCC	99.063	106.759	124.000	2.594	0.05
APPIP	18.372	27.032	25.828	0.496	0.60
PRP	30.826	35.168	48.144	2.980	0.05
OIBI	0.051	0.050	0.052	1.021	0.36
ROII	0.024	0.096	0.076	0.527	0.59
LQDTY	0.036	0.045	0.051	3.151	0.05
ROE	0.003	0.028	0.053	5.200	0.01
ROA	0.053	0.048	0.051	0.208	0.81
EVA	-10.337	-19.067	-15.843	2.918	0.04
EI	0.068	0.072	0.145	2.310	0.10
ROIEI	0.015	-0.019	-0.097	2.224	0.10
KE	0.058	0.087	0.100	2.782	0.06

규모별 자금흐름특성에 대한 MANOVA검정 결과를 설명해 보기로 하자. 자금흐름특성을 나타내는 변수 중 NWCS부터 PRP까지의 변수는 기업의 운전자금에 직접적인 영향을 주는 변수이고 OIBI부터 KE까지는 간접적인 영향을 주는 변수로 볼 수 있다.

기업의 단기운전자금에 직접적인 영향을 미치는 매출액 대비 영업활동으로 인한 순운전자본(NWCS)은 3개 기준연도 중에 기업규모별로 별 차이가 없는 것으로 나타났다. 앞에서 살펴보았던 대우경제연구소의 연구와는 다른 결과를 얻었다.⁷⁾

NWCS가 기업규모별로 유의적인 차이를 보이지 않는 것으로 볼 때 기업규모별로 단기운전자본의 공급에는 별 차이가 없음을 알 수 있다. 단기운전자금에 영향을

7) 대우경제연구소의 연구는 평균의 차이만을 기술적으로만 비교했고 통계적 차이검정을 실시하지 않았다.

주는 변수들 중에서 기업규모별로 유의적인 차이가 있는 변수로는 POR, CCC, 그리고 PRP가 있다.

먼저 매출채권 회수기간(POR)의 차이를 살펴보기로 하자. <표2>의 (a), (b), (c)모두에서 기업규모별로 POR이 차이를 보이고 있다. 기업의 규모가 작을수록 POR은 길어지고 있다. 소기업의 POR은 대기업의 POR보다 평균적으로 약 15일 내지 20일 정도 길게 나타났다.

이로부터 우리는 기업의 규모가 작을수록 매출채권 회수기간이 길어져서 신용공여 부분이 많아짐을 알 수 있다. 신용 공여기간이 길어질수록 기업의 자금사정은 악화되기 마련이므로, 규모를 통제했을 때 중소기업의 운전자본 수요가 대기업의 그것보다 상대적으로 많음을 알 수 있다.

현금전환 사이클(CCC)의 차이를 살펴보기로 하자. CCC란 기업운영과 관련하여 걸리는 기간으로서 흔히 1회전 운전기간이라 부르기도 한다. CCC는 재고자산 회전기간에 매출채권 회수기간을 더한 후 매입채무 지급기간을 차감하여 구한다. CCC가 길어진다는 것은 기업의 생산, 판매, 회수활동에 소요되는 기간이 길어진다는 것을 의미한다.

<표 2>의 (a), (b), (c) 모두에서 CCC는 기업규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. 기업의 규모가 작을수록 1회전 운전기간은 길어지고 있다. 소기업의 CCC는 대기업의 CCC보다 평균적으로 약 20일 이상 길게 나타났다.

이로부터 우리는 기업의 규모가 작을수록 현금전환 사이클이 길어져서 단기운전자본 수요가 많아짐을 알 수 있다. 앞에서 분석한 바와 같이, 단기운전자본 공급은 기업규모에 따라 별로 차이를 보이지 않으므로 단기운전자본 수요의 증가는 중소기업의 자금압박을 가중시키는 원인이 되는 것으로 해석할 수 있다.

매출채권 회수기간에서 매입채무 지급기간을 차감한 값인 PRP의 차이를 살펴보기로 하자. PRP는 기업이 신용을 공여한 기간에서 신용을 얻는 기간을

차감한 값이다. PRP가 길어진다는 것은 신용 공여기간이 신용 수혜기간보다 길어진다는 것으로, 이 때 기업의 단기운전자본 수요는 늘어나게 된다. 즉, PRP가 길어진다는 것은 기업의 단기운전자금 사정이 악화됨을 의미한다.

〈표 2〉의 (a), (b), (c)모두에서 PRP는 기업규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. 기업규모가 작을수록 PRP는 길어지고 있다. PRP의 증가는 단기운전자본 수요의 증가로 이어지고 궁극적으로는 기업의 자금사정을 어렵게 한다.

지금까지는 중소기업의 단기자금 흐름에 직접적으로 영향을 미치는 요인을 대기업의 그것과 비교하여 검정해 보았다. 이제는 단기운전자금에 간접적인 영향을 주는 재무특성들을 규모별로 비교해 보기로 하자.

기업의 매출액대비 이자지급전 경상이익(OIBI)은 2개년도 기준에서 기업규모별로 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 이자지급전 수익성을 기준으로 할 때, 규모가 작을수록 오히려 수익성이 좋아짐을 알 수 있다. 이로부터 재무활동 이외의 활동 즉, 영업활동상에서 중소기업이 오히려 대기업보다 수익성이 떨어지지 않고 오히려 약간 우위에 있음을 알 수 있다.

중소기업의 영업활동이 대기업의 영업활동에 비해 뒤지지 않고 오히려 앞서고 있는 것은 총자산영업이익률(ROA)변수를 보아도 알 수 있다. ROA와 ROE는 2개년도 기준에서 규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. ROA와 ROE 모두 규모가 작을수록 높아지는 경향을 보이고 있는데, 이는 중소기업의 영업활동 수익성이 대기업의 그것보다 앞지르고 있음을 보여주는 결과이다.

대출효율성 계수로 불리어지는 ROII는 이자지급전 총자본경상이익률에서 평균 이자부담률을 차감한 값이다. ROII가 0보다 크다는 것은 기업의 투자수익성이 부채자본비용을 커버한다는 것을 의미한다. ROII가 1개년도 기준에서 규모와 비례하는 것으로 나타났다. 이 결과는 부분적이긴 하지만 중소기업의 수익성은 재무활동까지 고려하면 대기업보다 열세에 있음을 보여주는 결과이

다.

주당 경제적 부가가치(EVA)란 영업활동에서 얻은 수익에서 자본조달에 따른 총비용을 차감한 후 이를 발행주식수로 나눈 값이다. 즉, EVA란 영업이익에서 얻은 잉여현금흐름(Free Cash Flows)을 기준으로 한 수익률에서 자본조달 비용을 차감한 값에 총투자자본을 곱해서 얻은 값이다. EVA는 기업이 경영활동을 통해 얻은 성과가 자본조달비용을 초과하는 정도를 측정하는 지표로서, 진정한 기업가치의 증가 또는 실질적 이익을 의미한다.

주당 EVA는 모든 기준년도에서 (-)값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 한국의 기업들이 회계적으로는 이익을 얻고 있으나, 잠재적 비용인 자기자본비용까지 감안하면 실질적으로 (-)의 경영성과를 얻고 있음을 보여주는 결과이다.

<표 2>의 (a), (b), (c) 모두에서 주당 EVA는 기업규모별로 유의적인 차이를 보여주고 있다. 기업규모가 작을수록 주당 EVA는 더욱 작아지는 경향을 보이고 있다. 소기업의 주당 EVA는 대기업의 그것과 비교할 때 적게는 1.5배에서 많게는 8배까지 적게 나타나고 있다. 이런 결과는 시장의 효율성에 관한 가정에 따라 2가지의 해석이 가능하다.

시장이 비효율적이라면 소기업의 주가가 충분히 반영되지 않고 저평가되어 자기자본비용이 높게 나타나서 주당 EVA가 낮아지는 것으로 이해할 수 있다. 그리고 시장이 효율적이라면 기업의 규모가 낮을수록 위험이 높아져서 자본조달비용이 커지고 궁극적으로 주당 EVA가 낮아지는 것으로 생각할 수 있다. 자본시장이 어느 정도 효율화되고 있는 점을 감안할 때 후자의 생각이 상대적으로 더 타당할 것으로 사료된다.

기업의 실질 유효이자율 EI는 규모별로 대체로 유의적인 차이를 보이고 있다. 1989년도 기준분석을 제외하고 실질 유효이자율은 규모가 작을수록 유의적으로 높게 나타나고 있다. 실질 유효이자율이 높다는 것은 기업이 피부로 느끼는 이자부담이 크다는 것을 의미한다. 따라서 중소기업일수록 시장에서

이자부담을 훨씬 더 크게 느끼고 있음이 통계적으로 검증되고 있다.

중소기업의 EI가 높아지는 현상은 경기상승기 보다는 침체기에서 더욱 뚜렷하게 나타난다. 즉, 경기상승기인 1987년-1989년간에는 규모별 실질 유효이자율이 유의적으로 차이나지 않으나, 경기침체기에 해당하는 1990년 이후에는 실질 유효이자율이 대체로 유의적인 차이를 보이고 있다. 중소기업의 실질 유효이자율이 이처럼 실질적으로 높게 나타나는 현상은 중소기업의 재무경쟁력이 열악하며, 특히 경기침체기에는 그 열악성이 심화됨을 보여주는 결과이다.

실질적인 대출효율성 계수인 ROIEI는 규모별로 대체로 차이를 보이고 있다. 경기상승기인 1987년-1989년의 기간을 제외하고 ROIEI는 규모가 작을수록 유의적으로 낮아지는 결과를 보이고 있다. 특히 경기침체기인 1990년 이후에는 중소기업의 실질적인 대출효율성 계수가 (-)의 값을 갖고 있어, 중소기업은 불황기에 재무경쟁력이 회생하기 어려운 지경에 처하게 됨을 알 수 있다.

중소기업의 수익성이 대기업의 그것과 비교해서 떨어지지 않고 오히려 높은 것으로 보아서, 이런 현상은 중소기업의 실질적인 유효이자율이 현저히 높은 데서 그 원인을 찾을 수 있다. 실질적인 유효이자율이 높은 것은 물론 평균 이자부담률이 높은데 그 원인이 있다. 그러나 이 밖에도 실질 유효이자율이 높은 것은 재무환경의 열악성에서 그 원인을 찾을 수 있다. 예를 들면 보상예금을 요구한다든지, 음성적인 자금할인관행 등이 재무환경을 열악하게 하는 요인이 되고 있다. 중소기업의 재무환경의 열악성은 상대적으로 차입시장에서 크게 나타나고 있다.

다음에는 보통주 자본비용 KE에 대해 살펴보기로 하자. 보통주 자본비용은 위험이 클수록 커지고, 시장에서 주가 반영도가 낮을수록 커지기 마련이다. 보통주 자본비용 KE는 규모별로 대체로 차이를 보이고 있다. 기업규모가 작을수록 보통주 자본비용은 커지는 것으로 나타났다. 중소기업의 보통주 자본

비용이 큰 것으로 보아서, 중소기업이 주식시장을 통해 자본을 조달하더라도 제값을 받고 유상증자하지 못하는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 중소기업의 주가가 주식시장에서 상대적으로 낮게 평가되고 있음을 알 수 있다.

이 밖에도 기업의 유동성을 나타내는 총자본대비 순운전자본비율(LQDITY)도 2개년도 기준에서 규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. 규모가 작을수록 기업의 유동성은 커지는 것으로 나타나고 있어 중소기업의 상대적 유동성이 대기업보다는 양호한 것으로 나타난다. 기업의 경영활동상의 수익성에 있어서 중소기업이 대기업보다 양호한 사실과 유동성이 양호한 사실은 상호관련성을 갖는 것으로 보인다.

그러나 중소기업의 매출채권회수기간, 1회전 운전기간 등이 대기업의 그것보다 길다는 사실로부터 미루어 볼 때, 중소기업의 상대적인 유동성 양호현상은 주로 매출채권의 과다, 매입채무의 과소 또는 재고자산의 과다 현상과 밀접한 관계를 맺고 있는 것으로 해석할 수 있다.

2. 기타 재무특성의 이해

본 연구에서는 자금흐름특성 변수이외에도 중소기업의 재무특성을 대기업의 그것과 비교하기 위해서 다음과 같은 변수를 비교·분석하였다.

FR(재무위험), OR(영업위험), POW(담보력), GRRD([R&D+광고비]성장률), GREPS(EPS성장률), DLI(노동집약도), HIS(기업역사), ONE(대주주1인지분율), LRG(기관투자가지분율), DIVS(주식분산성과)

이들 변수들을 기준으로 대기업, 중기업, 그리고 소기업간의 MANOVA검정을 시행한 결과는 다음과 같다.

〈표 3〉 규모별 재무특성 차이검정

(a)1987년-1989년

구분	규모별			F	유의수준
	대기업	중기업	소기업		
FR	2.589	2.821	4.862	2.895	0.05
OR	0.397	0.327	0.284	8.440	0.01
POW	0.367	0.383	0.344	1.436	0.24
GRRD	0.928	1.333	2.341	5.628	0.01
GREPS	-0.021	0.079	0.071	0.309	0.73
DLI	0.109	0.158	0.180	14.176	0.01
HIS	29.778	27.694	28.042	0.468	0.46
ONE	27.459	30.492	39.835	20.285	0.01
LRG	29.541	26.140	20.014	3.967	0.02
DIVS	1.360	0.985	0.619	4.515	0.01

(b)1990년-1992년

구분	규모별			F	유의수준
	대기업	중기업	소기업		
FR	3.541	3.811	4.290	2.855	0.05
OR	0.313	0.257	0.248	2.977	0.05
POW	0.353	0.368	0.337	0.923	0.39
GRRD	1.027	1.873	2.636	4.249	0.02
GREPS	-0.110	-0.704	-0.750	0.497	0.60
DLI	0.105	0.148	0.177	16.603	0.01
HIS	32.616	30.743	30.877	0.663	0.51
ONE	20.030	26.258	28.910	7.347	0.01
LRG	50.260	39.839	27.543	28.609	0.01
DIVS	-2.967	-3.251	-2.922	0.346	0.70

(c)1993년-1995년

구 분	규 모 별			F	유의수준
	대 기 업	중 기 업	소 기 업		
FR	4.141	4.941	5.751	2.978	0.05
OR	0.354	0.305	0.284	3.817	0.02
POW	0.379	0.390	0.350	1.349	0.26
GRRD	1.451	2.043	3.016	2.842	0.05
GREPS	-0.413	-0.342	-0.459	0.946	0.38
DLI	0.091	0.129	0.161	15.211	0.01
HIS	35.616	33.635	33.833	0.738	0.48
ONE	18.449	25.605	30.786	10.537	0.01
LRG	44.980	34.084	25.363	28.791	0.01
DIVS	-0.452	-0.445	-0.515	0.072	0.93

자금흐름특성이외의 규모별 재무특성을 MANOVA검정한 결과를 설명해 보기로 하자. 기업의 재무위험 변수인 FR의 경우, 3개년도 기준에서 기업규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. 기업의 규모가 작을수록 재무위험이 커지고 있다. 소기업의 재무위험은 대기업의 그것보다 약 1.2배에서 1.8배만큼 크게 나타났다. 중소기업이 대기업에 비해 주식시장에서 자본을 조달하기 어려운 현실을 반영하는 결과라 생각된다.

소규모 기업일수록 기업은 은행차입에 의한 자본조달에 주로 의존하며, 앞에서 분석한 바와 같이 소기업은 단기운전자금의 만성적인 부족현상에 시달리고 있는 것으로 나타났다. 부족한 자금을 은행의 단기차입에 의존하는 현실이 소기업의 재무위험을 높이는 결과를 가져온다고 할 수 있다. 이자율 역시 대기업보다 불리하게 결정된다.

기업의 영업위험 변수인 OR의 경우, 3개년도 기준에서 기업규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. 그러나 예상과는 달리 기업의 규모가 작을수록 영업위험이 작아지고 있다. 영업위험이 상대적으로 작다는 것은 경기변동에 따른

매출액의 변동성이 작거나 또는 영업레버리지도가 낮은 것을 의미한다. 소기업의 영업위험이 낮은 것은 상대적으로 낮은 영업레버리지도(degree of operating leverage)에 기인하는 것으로 추측된다.

기업의 성장성을 나타내는 변수 중 R&D(광고비포함) 성장률이 3개년도 기준 모두에서 기업규모별로 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 기업규모가 작을수록 매출액 대비 R&D비율이 더 커짐을 보여주고 있다. 대기업의 매출액 대비 R&D비율이 소기업의 그것보다 낮다는 것은 시사하는 바가 많다.

기업의 노동집약도를 나타내는 변수인 DLI가 3개년도 기준 모두에서 기업규모별로 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 예상한대로 기업의 규모가 작아질수록 노동집약도가 커지고 있다.

대주주 1인 지분을 변수 ONE와 기관투자가 지분을 변수인 LRG도 3개년도 기준 모두에서 기업규모와 유의적인 차이를 보이고 있다. 기업규모가 작을수록 대주주 1인 지분이 높아지는 현상을 보이고 있다. 이는 중소기업의 경우 소유와 경영의 분리가 상대적으로 덜되어 있음을 보이는 결과이다.⁸⁾

또한 기업규모가 작을수록 기관투자가의 지분율은 낮아지고 있음을 보여주고 있다. 이는 중소기업의 주식이 기관투자가의 선호대상이 되지 않고 있음을 보여주는 결과이다. 중소기업은 일반적으로 기업정보가 잘 공개되어 있지 않아 기관투자자들의 선호대상이 되지 않는다. 그러므로 중소기업의 주가는 기업가치를 충분히 반영하지 않는 경향을 보이고 있다. 앞서서도 분석한 바와 같이 중소기업 주식의 저평가현상은 자기자본비용을 높이는 결과를 초래해서 중소기업의 주당 EVA를 대기업의 그것에 비하여 현저히 낮게 하고 있다.

이 밖에도 담보력 변수인 POW도 기업규모가 작을수록 낮아지는 경향이 있으나 통계적으로 유의적인 차이를 보이지는 않고 있다. 주식분산 성과를 나타

8) 이는 중소기업의 대리문제가 상대적으로 덜 심각함을 알 수 있는 결과이기도 하다.

내는 변수인 DIVS는 첫번째 기준년도에서 기업규모별로 유의적인 차이를 보이고 있으며, 그 크기도 기업규모가 클수록 커지는 것으로 나타났다.

대기업일수록 주식분산 성과가 크게 나타나는 것은 대기업이 운영하는 사업이 중소기업의 그것보다 다양하기 때문인 것으로 해석된다. 그러나 나머지 2개 기준년도에서 DIVS는 기업규모별로 유의적인 차이가 나지 않는 것으로 나타나서 대기업이라고 해서 주식분산 성과가 반드시 높지는 않은 것으로 보인다.

V. 재무경쟁력에 관한 분석

중소기업의 재무경쟁력을 결정하는 실제요인을 살펴보기로 한다. 재무경쟁력은 구체적으로 정의하기가 어렵다. 본 연구에서는 재무경쟁력을 크게 차입시장에서의 경쟁력과 주식시장에서의 경쟁력으로 나누어서 분석하고자 한다. 여기서는 중소기업의 차입시장에서의 재무경쟁력과 주식시장에서의 재무경쟁력을 결정하는 주요 요인을 규명하는데 분석의 초점을 맞추고자 한다.

1. 차입시장에서의 재무경쟁력

차입시장에서의 재무경쟁력은 구체적으로 기업의 실질 유효이자율(EI)의 크기로 나타나는 것으로 한다. 차입시장에서의 재무경쟁력이 커질수록 실질 유효이자율은 낮아지게 된다. 본 연구에서는 차입시장에서의 재무경쟁력 이외에도 실질 대출효율성 계수를 재무경쟁력의 대응변수로 보기로 한다.

〈표 4〉 차입시장에서의 재무경쟁력

(a) EI 비교

기 간	대기업	중기업	소기업	F	유의수준
1987년-1989년	0.062	0.157	0.134	1.173	0.31
1990년-1992년	0.028	0.213	0.187	2.998	0.05
1993년-1995년	0.068	0.072	0.145	2.310	0.10

(b) ROIEI 비교

기 간	대기업	중기업	소기업	F	유의수준
1987년-1989년	0.170	0.060	0.055	1.024	0.36
1990년-1992년	0.081	-0.149	-0.073	3.076	0.05
1993년-1995년	0.015	-0.019	-0.097	2.224	0.10

〈표 4〉는 차입시장에서의 규모별 재무경쟁력을 정리한 것이다. 먼저 기업의 실질 유효이자율 EI는 중소기업이 대기업보다 훨씬 높게 나타났다. 실질 유효이자율은 평균이자부담률과는 차이가 있는 개념이다. 실질 유효이자율은 기업이 부담하는 실제이자율 이외에도 보상예금 관련항목과 수입이자율을 감안한 개념이다. 따라서 실질 유효이자율은 기업이 단기운전자본 흐름과 관련하여 직접적으로 느끼는 자금부담을 지표화한 것으로 볼 수 있다.

중소기업이 대기업에 비해서 높은 평균 이자부담률을 갖고 있음은 우리의 금융관행에서 흔히 볼 수 있는 보편적 현상이다. 본 결과로부터도 통계적 유의성이 떨어지는 경우도 있지만, 대체로 중소기업의 실질 유효이자율이 대기업의 그것과 비교해서 높음을 확인할 수 있었다.

실질 유효이자율과 기업의 수익성을 동시에 감안한 차입시장에서의 재무경쟁력을 포괄적인 관점에서 살펴보기 위해서, 본 연구에서는 실질 대출효율성 계수 ROIEI를 분석하였다. 기업의 실질 대출효율성 계수는 대체로 중소기업

이 대기업에 비해 훨씬 낮음을 알 수 있었다. 실질 유효이자율의 규모별 차이에 비해서 실질 대출효율성 계수의 규모별 차이는 더 현저하였다.

기업의 규모가 작을수록 실질 대출효율성 계수는 상당히 낮아짐을 확인할 수 있었다. 특히 경기침체가 시작되는 1990년 이후에 중소기업의 실질 대출효율성 계수는 음(-)의 값을 갖고 있어, 대기업의 그것이 양(+)의 값을 갖는 것과 비교할 때, 불황기의 중소기업의 재무경쟁력은 매우 열세에 있음을 확인할 수 있었다.⁹⁾

2. 주식시장에서의 재무경쟁력

주식시장에서의 재무경쟁력은 구체적으로 기업의 보통주 자본비용 KE와 주당 경제적 부가가치 EVA로 대응할 수 있다. KE와 EVA를 기준으로 기업규모별 주식시장에서의 재무경쟁력 차이를 살펴보면 다음과 같다.

〈표 5〉 주식시장에서의 재무경쟁력

(a) KE비교

기 간	대기업	중기업	소기업	F	유의수준
1987년-1989년	0.063	0.103	0.099	3.374	0.03
1990년-1992년	0.059	0.160	0.077	1.179	0.30
1993년-1995년	0.058	0.087	0.100	2.782	0.06

9) 특히 경기불황기에는 이런 현상이 더욱 두드러지게 나타나고 있었다.

(b) EVA비교

기 간	대기업	중기업	소기업	F	유의수준
1987년-1989년	-6.958	-7.812	-33.897	3.014	0.05
1990년-1992년	-8.928	-10.639	-64.907	2.977	0.05
1993년-1995년	-10.337	-19.067	-15.843	2.918	0.04

<표 5>는 주식시장에서의 규모별 재무경쟁력을 정리한 것이다. 먼저 기업의 보통주 자본비용 KE는 1992년도 기준분석을 제외하고는 규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. 대체로 중소기업의 KE가 대기업의 그것보다 약 1.5배 내외로 높게 나타나고 있다. 중소기업의 보통주 자본비용이 높은 이유를 어디에서 찾을 수 있을까?

중소기업의 위험이 대기업의 위험보다 상대적으로 높은 것이 중소기업의 KE를 높게 하는 원인이 될 수 있다. 그리고 중소기업의 KE가 높은 것은 시장의 비효율성에서도 원인을 찾을 수 있다. 중소기업의 주가가 과소평가되고 있음은 그 동안의 연구의 공통된 결과이다. 즉, 중소기업의 정보는 상대적으로 주식시장에 덜 공개되므로 중소기업의 주가는 내재가치를 충분히 반영하지 않는 경향이 있다. 주가의 상대적인 저평가 현상은 보통주 자본비용을 높이는 데 기여할 것이다.

경제적 부가가치 EVA는 기업이 영업활동을 통해 얻은 이익에서 자본조달에 따른 총비용을 차감한 값이다. 기업 재무의사결정에서 흔히 자기자본비용이 간과되는 경우가 많다. EVA개념은 타인자본비용뿐만 아니라 자기자본비용까지도 감안한, 다시 말해서 주식시장에서의 자본비용을 고려한 후의 경영성과이다. 따라서 기업규모별 주당 EVA의 차이를 분석하는 것은 주식시장에서의 재무경쟁력을 파악하는데 도움이 될 것이다.

주당 EVA는 분석기간중 규모와 관계없이 모두 (-)의 값을 보이고 있어, 한

국의 제조기업들이 자기자본비용까지 감안하면 (-)의 경영성과를 갖는 것을 알 수 있다. 주당 EVA를 기준으로 기업규모별 차이를 검정한 결과, 주당 EVA는 기업규모별로 유의적인 차이를 보이고 있다. 기업규모가 작을수록 주당 EVA는 매우 낮아지는데, 이는 중소기업이 주식시장에서의 재무경쟁력을 갖지 못한다는 것을 보여주는 증거로 볼 수 있다.

중소기업은 차입시장에서와 마찬가지로 주식시장에서도 열세적인 재무경쟁력을 갖는 것으로 정리할 수 있다. 구체적으로는 기준년도에 따라 다르지만 중소기업의 주당 EVA값은 대기업의 그것보다 적게는 1.5배에서 많게는 8배까지 낮아짐을 알 수 있다. 특히 경기침체기에는 이런 현상이 더욱 두드러지게 나타나고 있다.

3. 재무경쟁력 결정요인

차입시장에서의 재무경쟁력과 주식시장에서의 재무경쟁력에 영향을 미치는 요인을 규명해 보기로 하자. 재무경쟁력을 대응하는 변수로는 실질 유효이자율 EI와 자기자본비용 KE가 이용되었다.

〈표 6〉은 기업의 실질 유효이자율을 기준으로 회귀분석한 결과이다.¹⁰⁾ 먼저 기업의 재무위험 FR은 규모에 관계없이 실질 유효이자율 EI와 강한 양(+)의 관계를 갖고 있어, 재무위험이 클수록 재무경쟁력이 낮아지는 것으로 나타났다. 그러나, 기업의 영업위험 OR은 중소기업에서만 일부 EI와 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났을 뿐이다. 즉, 대기업의 경우 영업위험은 재무경쟁력에 영향을 주지 않으나, 중소기업에서는 영업위험이 클수록 재무경쟁력이 낮아지는 약한 증거를 발견하였다.

10) 중기업과 소기업의 특성은 유사한 점이 많아 회귀분석에서는 중소기업을 대상으로 실시하였다.

〈표 6〉 EI를 기준으로 한 회귀분석 결과

변 수	1987년~1989년		1990년~1992년		1993년~1995년	
	대기업	중소기업	대기업	중소기업	대기업	중소기업
(Constant)	0.19517**	-0.26237**	0.16628**	0.44044**	0.26807**	0.85228**
FR	0.03057*	2.37221**	0.02748	9.86768**	0.34518**	8.58488**
OR	-0.01018	0.12123*	0.02411	0.08652*	0.01725	-0.03626
LQDTY	-0.00255*	-0.67448**	-0.17382*	-0.66412*	-0.09523*	-5.19765**
POW	0.00178	0.64960	-0.18987**	-0.81841**	-0.07498**	-0.96797**
GRRD	-0.00001	0.00549	-0.02112	-0.01840	0.00231	-0.05052
ONE	-0.00079**	-0.00334	-0.00080	0.00010	-0.00099**	0.00314
ROA	-0.00035*	-0.02451*	-0.01232*	-0.01858*	-0.00331*	-0.00028*
Adj R ²	0.140	0.180	0.121	0.135	0.152	0.181

유의수준 : ** 1%, * 5%

기업의 유동성 지표인 LQDTY는 규모에 관계없이 실질 유효이자율 EI와 음(-)의 관계를 갖고 있어, 유동성이 좋을수록 재무경쟁력이 우수한 것으로 나타났다. 그리고 기업의 담보력 지표인 POW는 대체로 EI와 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 규모에 관계없이 담보력이 높을수록 차입시장에서의 재무경쟁력이 좋아진다는 일반적인 통념을 확인할 수 있었다.

연구개발의 성장성 지표인 GRRD는 대기업과 중소기업 모두에서 EI와 유의적인 관계를 갖지 않는 것으로 나타나고 있어, 연구개발비 투자가 기업의 단기적인 재무경쟁력과 관련이 없는 것으로 나타났다.

대주주 1인 지분을 ONE는 대기업에서만 일부 EI와 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있어, 대기업의 경우 대주주 1인 지분률이 높을수록 실질 유효이자율이 낮아지는 것으로 나타났다. 마지막으로 수익성 지표인 ROA는 규모에 관계없이 EI와 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타나, 수익성이 좋을수록 재무경쟁력 또한 좋아짐을 확인할 수 있었다.

다음에는 자기자본비용 KE를 기준으로 한 주식시장에서의 재무경쟁력 결정 요인을 분석해 보기로 하자.

〈표 7〉 KE를 기준으로 한 회귀분석 결과

변 수	1987년~1989년		1990년~1992년		1993년~1995년	
	대기업	중소기업	대기업	중소기업	대기업	중소기업
(Constant)	-3.70477**	0.11143**	-0.38223**	-0.45400**	0.10646	0.05985
FR	1.88847*	4.92903**	5.50391**	5.69385**	3.30556**	3.19267*
OR	2.68925**	-0.07260	0.29289**	-0.35393	0.20809**	-0.04245
LQDTY	-8.59033**	-0.84799*	-1.52605*	-0.27200*	-1.78821**	-0.75233*
POW	-3.30812**	-0.24196**	-0.97682**	0.04450	0.04041	-0.00196
GRRD	-0.95893*	-0.00212**	-0.14492*	-0.01589**	-0.04220*	-0.00078
ONE	0.31230	-0.00050*	0.00062	0.00978	-0.00079	-0.00404**
ROA	-0.95953**	0.28243	-0.35043*	-1.51101**	-0.89125**	-0.11606*
Adj. R ²	0.488	0.454	0.532	0.255	0.258	0.387

유의수준 : ** 1%, * 5%

〈표 7〉은 KE를 기준으로 한 회귀분석 결과이다. KE는 주식시장의 재무경쟁력을 나타내는 변수로 이용되었다. 먼저 재무위험 FR은 규모에 관계없이 KE와 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있어, 재무위험이 클수록 주식시장에서의 재무경쟁력은 낮아지는 것으로 나타났다. 영업위험 OR은 대기업에서만 KE와 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타나고 있고, 중소기업에서는 KE와 아무 관계가 없는 것으로 나타났다. 즉, 대기업의 경우 영업위험이 클수록 주식시장의 재무경쟁력은 떨어지는 것으로 볼 수 있다.

유동성 지표인 LQDTY는 규모에 관계없이 KE와 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있어, 유동성이 클수록 주식시장에서의 재무경쟁력이 높아지는 것으로 나타났다. 그리고 담보력 지표인 POW는 부분적으로만 KE와 유의적인 음(-)의

관계를 갖는 것으로 나타났다.

연구개발의 성장성 지표인 GRRD와 수익성 지표인 ROA는 KE와 대체로 유의적인 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 그리고 대주주 1인 지분을 ONE는 중소기업의 경우에만 일부 KE와 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있었다.

VI. 맺 음 말

본 연구는 중소기업의 자금흐름특성을 대기업의 그것과 비교하여 살펴보았으며, 중소기업의 재무경쟁력을 결정하는 요인을 규명하였다. 먼저 중소기업의 자금흐름특성을 규명한 결과를 요약하면 다음과 같다.

중소기업의 매출채권 회수기간과 1회전 운전기간은 대기업의 그것보다 평균적으로 길어서, 중소기업의 단기운전자금 사정을 악화시키는 원인이 되고 있다. 그리고 매출채권 회수기간에서 매입채무 지급기간을 차감한 기간 역시 중소기업이 대기업보다 길어서, 단기운전자금 사정을 악화시키는 원인이 되고 있다.

중소기업의 영업수익성을 나타내는 지표들은 대기업의 그것과 비교해서 떨어지지 않으나, 재무경쟁력은 상대적으로 중소기업이 열세에 있는 것으로 나타나고 있다. 구체적으로 실질 유효이자율 측면에서 볼 때, 중소기업의 실질 유효이자율은 대기업의 그것보다 훨씬 높은 것으로 나타났다.

실질 유효이자율과 영업수익성을 동시에 감안한 실질 대출효율성 계수도 대체로 중소기업이 대기업에 비해 훨씬 낮은 수준에 있었다. 규모별 차이는 실질 유효이자율에서보다 실질 대출효율성 계수에서 훨씬 더 크게 나타나고 있었다. 특히 경기 침체기에 중소기업의 차입시장에서의 재무경쟁력은 매우 열세에 있음을 알 수 있었다.

주식시장에서의 재무경쟁력을 나타내는 변수인 자기자본비용을 비교한 결과, 중소기업의 자기자본비용이 대기업의 그것보다 큰 것으로 나타났다. 이는 중소기업이 주식시장에서 자본을 조달할 때 상대적으로 불리함을 보여주는 결과이다.

주식시장에서의 재무경쟁력을 나타내는 또 다른 변수인 EVA를 비교한 결과, 기업규모가 작아질수록 EVA는 낮아지고 있어, 중소기업이 주식시장에서도 열세적인 재무경쟁력을 갖는 것으로 나타났다.

다음에는 재무경쟁력을 결정하는 요인들을 분석한 결과를 정리해 보면 다음과 같다. 실질 유효이자율을 기준으로 한 차입시장의 재무경쟁력은 재무위험과 음(-)의 관계를 갖고 있으며, 영업수익성, 유동성 및 담보력과는 대체로 양(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 규명되었다.

그리고 자기자본비용을 기준으로 한 주식시장에서의 재무경쟁력은 재무위험 및 영업위험과 음(-)의 관계를 갖고 있으며, 영업수익성, 유동성 및 성장성과는 대체로 양(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 규명되었다.

본 연구는 자료의 제약상 상장기업만을 대상으로 이루어 졌다는 한계를 갖고 있다. 향후 등록법인 및 기타 중소기업을 대상으로 한 재무경쟁력 분석으로 확대되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김대식, “중소기업지원 금융제도·정책의 문제점과 개선방안”, 중소기업연구원, 1995.
- 김준경, “자금흐름의 개선과 상업어음할인제도 활성화방안”, KDI 분기별 경제 전망, 한국개발연구원, 1991.
- 김지수, “중소기업의 재무적 특성과 자본비용에 관한 연구-기업규모별 금융비용의 차이분석을 중심으로-”, 재무연구, 제12호, 재무학회, 1996. 10.
- 산업연구원(KIET), “제조업 기업규모별 경영지표 추이“, 조사자료, 1997.
- 대우경제연구소, “상장중소기업의 자금사정 분석“, 조사자료, 재무분석팀, 1996. 2.
- 임정택, “최근 중소기업 부도의 원인과 대책“, 한국의 중소기업, 기업은행조사부, 1994.
- 윤계섭, “중소기업금융과 자본시장의 개편“, 벤처금융, 1993.
- 윤계섭, 허희영, “우리 나라 상장기업의 금융비용에 대한 금리규제 효과“, 재무연구, 제 8호, 1994. 8.
- 이종원, 「계량경제학」, 박영사, 1985 .
- 중소기업은행, 「기은조사월보」, 각호.
- _____ , 「자율·개방시대에 적응하기 위한 중소기업금융의 과제」, 1995.
- 중소기업협동조합중앙회, 「중소기업현황」, 각호.
- 최동규, “중소기업금융의 현황과 원활화 방안”, 중소기업연구원, 1995.
- 한국은행, 「자금순환분석」, 각호.
- 日本中小企業廳, 「中小企業白書, 平成5年度版」, 1994.
- 通商産業省 産業集積推進室, 「特定産業集積法の解説- 力ある商業集積づくり-」, 通商産業調査會, 1991. 7.

- Altman, E. I., "Financial Ratio, Discrimination Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance* 23(4), 1968, 589-609.
- Altman, E. I., Halderman, R, and Narayanan, P, "ZETA Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations", *Journal of Banking and Finance* 1(1), 1977, 29-54.
- Altman, E. I., 'Corporate Financial Distress', John Wiley and Sons, New York, 1983.
- Arrow, K., "Vertical Integration and Communications", *Bell Journal of Economics*, Spring 1975.
- Badi, H. Baltagi, 'Econometric Analysis of Panal Data', John Wiley & Sons Ltd., 1995.
- Bernhardt, I., "Vertical Integration and Demand Variability", *Journal of Industrial Economics*, March 1997.
- Deakin, E.B., 'Business Failure Prediction : An Empirical Analysis', in Altman, E. I., and A.W. Sametz, eds, *Financial Crises*, John Wileys & Sons, 1977.
- D. W. Jorgenson and Z. Griliches, "The Explanation of Productivity Change", *The Review Economic Studies*, July 1967, 249-280.
- Edmister, R. O., "An Empirical Test of Financial Ratio Analysis of Small Business Failure Prediction", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7(2), 1972.
- Falk, E., "The Importance of Small Business in Economics Activity", A Paper Presented at International Congress on Small Business, Trreinolinos, Spain, Oct.1982.

- Fisher, L., "Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds", *Journal of Political Economy* 67, 1987, 217-237.
- Fonds, J.S., "The Default Premium and Corporate Bond Experience", *Journal of Finance* 42, 1987, 81-97.
- Gladstone, D., "Venture Capital Investing", Prentice Hall, 1989.
- Kendrick, J. W., "Understanding Productivity", The Johns Hopkins University Press, 1977.
- Kmenta, J., "Elements of Econometrics", second ed., Macmillan Publishing Co., 1990.
- Levitt, T., "The Industrialization of Service", *Harvard Business Review*, Sept. - Oct. 1976.
- MaCaley, R. N. and S. A. Zimmer, "Explaining International Differences in the Cost of Capital : The United States and United Kingdom vs Japan and Germany", FRB of NY Research Paper, No. 8913, 1989.
- _____, "Explaining International Differences in the Cost of Capital", *Quantitative Review*, FRB of NY, Summer, 1989.
- Yomanaka, T., "The Small and Medium Business of World", *Asahi Evening News*, 1981.