

영업부채의 정보특성에 관한 연구

박래수

(경상대학교 경영학과)

rs00@gsnu.ac.kr

윤석헌

(한림대학교 재무금융학과)

shyoon@hallym.ac.kr

본 논문은 2006년도 5개 공동학회 학술대회 발표용으로 작성되었음. 아직 진행중인 논문이므로 인용은 삼가하기 바라며, 관련 비판은 환영함.

I. 서론

기업들 간의 거래에서 구매기업의 대금지급과 관련하여 일정한 유예기간을 두는 것이 관례인데, 이 기간 동안 구매기업이 납품기업에게 미지급한 거래대금을 거래신용 또는 영업부채(trade credit)라고 부른다. 그간 재무학에서는 영업부채를 일종의 영업관행으로 간주하여 큰 관심을 보이지 않았으나, 최근 들어 납품기업이 제공하는 거래신용의 정보특성과 중개서비스에 주목하고 이들을 분석대상으로 삼는 연구들이 늘고 있다.¹⁾

우리나라의 경우에도 영업부채 내지 기업들 간 거래신용이 기업의 매출액에서 차지하는 비중이 20%를 오르내림으로써, 기업 재무활동의 주요한 부분을 차지하고 있다. 다만 그간의 통념은 구매기업이 시장지배력이 강한 재벌기업인 경우 거래신용을 시장지배력이 약한 중소기업체에 대한 일종의 착취수단으로 사용해 왔다는 인식이 지배적이었다(손상호, 1996). 그렇다면 우리나라의 경우는 영업부채를 둘러싸고 선진국에서 관찰되고 있는 정보특성과 중개서비스는 존재하지 않는가라는 질문이 제기된다.

영업부채에 관한 초기 연구들은 주로 거래기업간 거래비용 절감(Ferris, 1981; Nilsen, 2002), 거래처간 가격 차등의 효과적인 수단(Brennan, Maksimovic and Zechner, 1988) 및 암묵적 품질보증(Long, Malitz and Ravid, 1993) 등 주로 영업적 동기에 주목했다. 그러나 최근의 연구들은 납품기업의 정보창출능력 및 채무상환 강제능력 등에 주목하고 있으며, 정보 비대칭성 문제에 직면한 자본시장에서 여타 금융기관에 의한 신용제공과 비교하여 영업부채의 재무적 역할과 동기를 분석한다.

먼저 납품기업은 일상적인 거래과정을 통해 구매기업의 신용도 관련정보를 취득하고 평가하는데, 여타 금융기관들보다 더 신속하고 정확하며 또한 저렴하다(Mian and Smith, 1992). 이는 금융기관이 주로 회계적 정보에 의거하여 기업의 신용도를 판단하는데 비해서, 납품기업은 구매기업의 상환과정 및 매출과정에 대한 정보를 추가로 획득함으로써 금융기관이 가지기 어려운 신용관련 정보를 갖는 것으로 이해된다(Biais and Gollier, 1997; Petersen and Rajan, 1997). 그리고 비록 거래특성상 납품업체의 규모가 작고 구매업체의 매입총액에서 차지하는 비중이 작을지라도, 영업부채의 상환이나 이와 관련된 구매업체의 부적절한 행위에 대해서 미치는 영향은, 거래(납품)중단 등의 위협이 금융기관 등의 대출회수의 위협보다 더욱 효과적일 수 있다(Burkart, Ellingsen and Giannetti, 2004). 게다가 구매기업의 부도로 담보(혹은 압류)자산을 인수하는 경우에도, 납품기업은 해당자산이나

1) 본 논문에서 기업간 거래신용과 영업부채는 구분 없이 쓰이는데, 기업 간 거래신용이 한 기업의 영업부채로 대차대조표 상에 존재한다는 점에 착안하여 실증분석 편의상 후자를 사용한다. 한편 보다 구체적으로 거래신용이라는 표현이 신용의 공여 및 이와 관련된 중개기능에 주목함으로써 중소기업 간 거래에 적절한 표현이라면, 영업부채는 정보가 채무제표를 통해서 어느 정도 공개되는 증권 및 대기업을 대상으로 한다는 점에서 다소의 차이를 인정할 수 있다.

제품의 처분 시에 상대적으로 이점을 지니는 것으로 이해된다(Frank and Maksimovic, 1998; Mian and Smith, 1992). 따라서 영업부채 조달비용은 여타 채원들보다 통상 비싼 것으로 이해되지만(Petersen and Rajan, 1997; Berlin, 2003), 정보 비대칭성이 극심한 경우에는 영업부채가 오히려 상대적으로 저렴한 조달원이 될 수도 있는 것이다.

최근 영업부채의 정보특성에 관해서 많은 연구들이 제시되고 있다. 이들은 기업규모, 기업연령 및 성장성과 관련된 기업특성적 요인으로 인해 정보비용이 과다하거나(Nilsen, 2002), 경제위기나 신용할당 등으로 인해 자본시장이 제 기능을 수행하지 못하는 상황이거나(Biais and Gollier, 1997), 또는 관련제도 및 자본시장의 효율성이 취약한 국가들의 경우(Demisguc-Kunt and Maksimovic, 2001; Fisman and Love, 2003; Blasio, 2005) 등에서 자본시장 접근이 어려운 기업들에게 있어서 영업부채가 일종의 신용제공의 역할을 하는 것으로 이해된다.

본 연구에서는 영업부채의 이러한 정보기능에 주목하면서, 국내 기업들간 거래과정에서 영업부채가 채원조달에 추가하여 정보전달 기능을 수행하고 있는지를 규명하고자 한다. 먼저 영업부채의 역할과 관련해서, 신용제공(혹은 정보창출)가설을 검증한다. 앞서 설명한 것처럼 납품기업이 구매기업 관련 정보창출능력이 있고 또 신용제공능력이 있다면, 영업부채는 그 자체로 하나의 중요한 채원으로서는 역할을 할 것이다. 뿐만 아니라 이러한 정보관련 비용부담이 커서 기존의 금융기관으로부터의 차입이 여의치 않은 기업일수록 영업부채에 대한 이용이 많을 것으로 예상된다. 정보관련 비용부담이 큰 기업들은 주로 규모가 작거나 영업기간이 오래되지 않은 기업들, 외부자금시장 접근이 용이치 않은 기업들, 그리고 영업 관련 위험이 크거나 과다한 부채사용으로 재무압박이 심한 기업들이다. 그리고 1997년 말 외환위기 직후 금융시장의 경직으로 자금조달이 원활치 못한 시점도 영업부채의 정보창출역할 의존도가 높은 것으로 추정된다.

정보비용이 큰 기업들의 대체적 채원 역할을 한다는 신용제공가설과는 달리, 국내기업들의 영업부채 이용이 신용도가 불확실한 구매기업에 대한 납품기업의 자발적인 신용제공이라기 보다 단순히 영업상 지불관행의 일종이라는 주장이 있다. 즉 구매기업은 거래관계상 협상력 우위를 바탕으로 납품기업에게 오히려 불리한 신용의 제공을 강요하는 측면도 고려할 수 있다(손상호, 1996). 이를 본 연구에서는 ‘구매력우위가설’이라고 부르는데, 기업 규모도 크고 기업연령도 오래된 재벌기업일수록 납품기업에 대한 협상력도 크며, 따라서 영업부채 이용도 높을 것으로 기대한다.

추가로 영업부채가 구매기업의 조달 채원으로서의 역할을 수행함을 전제로, 이것이 통상의 금융기관으로부터 조달하는 부채와는 어떠한 관련성이 있는지를 분석한다. 먼저 대체가설은 영업부채가 금융중개에 의한 부채 조달에 대해 대체재라고 주장한다. 정보관련 비용부담이 많거나 금융시장이 취약한 경우라면, 잠재적 구매기업들은 채원조달이 힘들게

되고, 이를 대체하기 위해 비금융기업 쪽에서 추가재원을 모색할 것이기 때문이다 (Petersen and Rajan, 1997; Demirguc-Kunt and Maksimovic, 2001). 이에 비해 보완 가설은 구매기업의 은행차입과 영업부채를 서로 대체재로 보지 않고, 공급자가 은행대출에 더 쉽게 접근할수록 구매기업이 얻게 될 영업부채가 더 커지는 보완관계로 본다(Biais and Gollier, 1997; Frank and Maksimovic, 1998). 기업은 금융기관이나 자본시장에서 재원을 조달하는데, 금융기관이 기업을 충분히 직접적으로 모니터링 할 수 있다면, 금융기관이나 자본시장이 직접적으로 자금을 공급해 줄 것이다. 그러나 구매기업의 유인문제가 첨예하여 납품기업이 모니터링 하는 것이 더욱 효과적이라면, 금융기관은 공급자에게 자금을 제공하고, 납품기업은 구매기업에게 자금을 빌려주는 것이 더 바람직할 수 있다. 또한 납품기업은 구매기업의 일상적인 영업부채의 상환여부와 관련제품에 대한 시장의 수요와 공급 등 매출과정에 대한 정보를 추가로 획득함으로써 전통적인 금융기관도 갖기 어려운 신용관련 정보를 취득할 수 있다(Brennan, Maksimovic and Zechner, 1988; Smith, 1987; Petersen and Rajan, 1997). 따라서 이러한 정보를 바탕으로 납품기업이 구매기업에게 영업부채를 제공한다는 것은 여타 기업들이나 금융기관들에게 해당기업의 신용위험에 대한 긍정적인 신호전달을 의미하게 되는 것이다(Biais and Gollier, 1997; Cook, 1999). 이런 관점에서 금융기관에 의한 차입과 영업부채간에는 서로 양(+)의 관계가 있을 것으로 기대된다.

마지막으로 재벌기업들의 경우에 한해, 내부자거래가설을 분석한다. 외환위기 이후 진행된 재벌개혁 등의 영향으로 계열사내 내부자금시장의 역할과 지원이 현저히 줄어든 것은 사실이나, 아직은 일정부분 존재한다는 주장이 대두되고 있는데 재벌기업별로 그 영향도 동일하지 않은 것으로 보고되고 있다(송원근, 2003; 이원호, 2005). 그러나 내부차입과 내부자본지원이 예전 같지 않게 됨에 따라, 자원 조달이 여의치 않은 계열사내 기업들에 대한 영업부채의 제공이 점차 중요한 대안으로 부각될 수 있다. 이에 외환위기 이후 재벌소속 기업들간 대한 영업부채 제공이 일정한 역할을 하였는지를 추가로 분석하고자 한다.

실증분석결과는 다음과 같다. 먼저 정보관련 비용부담이 큰 기업일수록 영업부채 의존도가 유의적으로 높은 것으로 드러났다. 이는 국내기업들의 경우에서도 납품기업에 의한 영업부채가 구매기업관련 정보창출 및 전달 역할을 수행하고 있으며, 정보관련 비용부담이 큰 기업들에게는 효과적인 자금조달원이 될 수 있음을 시사한다. 그러나 재벌소속기업들이 비재벌기업들에 비해 상대적으로 영업부채 의존도가 높게 나타났는데, 이러한 결과는 재벌소속기업들이 구매력우위를 바탕으로 납품기업들로부터 영업부채 제공을 더 많이 받는 것으로 분석되었다. 또한 영업부채를 많이 사용하는 기업들은 은행으로부터의 차입이 상대적으로 적은 것으로 드러났는데, 이는 국내기업들에게 있어서 영업부채와 은행부

채가 서로 대체재 관계임을 의미하는 것이다. 그리고 국내 재벌기업들간 영업부채를 통한 내부지원에 대한 증거는 유효하지 않은 것으로 나타났다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ절에서는 본 연구의 분석모형 및 표본기업의 자료특성을 소개한다. 제Ⅲ절에서는 실증분석결과를 제시된 가설과 비교하여 설명한다. 마지막으로 제Ⅳ절에서는 본 논문의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 분석모형 및 자료

1. 분석모형

본 논문은 국내기업들의 영업부채 사용요인을 분석하기 위하여 회귀모형을 사용하였다. 종속변수로는 영업부채를 사용하였으며, 이를 매입채무/총자산으로 측정하였다. 그리고 거래기업에 의한 신용제공가능 여부를 가늠하기 위하여 다음 변수들을 독립변수로 사용하였다. 먼저 성장 혹은 투자기회가 많은 기업일수록 영업부채에 대한 수요도 많을 것으로 예상된다. 본 연구에서는 $\log(\text{장부가치}/\text{총자산})$ 으로 측정된 기업규모변수, $\log\{1+(2003-\text{설립연도})\}$ 로 측정된 기업연령변수 및 매출액증가율변수를 표본기업들의 성장기회에 대한 대용치로 사용하였다. 기업의 자금원은 기업성장과 더불어 증가하는 것으로 보고되므로(Berger and Udell, 1998), 기업규모가 크고 영업기간이 긴 기업일수록 영업부채 이외의 다른 재원도 충분할 것으로 예상된다. 이들 변수들은 기업 투명성에 대한 대용변수 역할도 하는데(Berger and Udell, 1998; Fluck, 1999), 경영투명성이 높을수록 도덕적 해이나 역선택과 관련된 정보비용이 적을 것으로 이해된다. 또한 자금조달 우선순위가 설에 따르면 규모가 크거나 기업연령이 길고 수익성이 높은 기업은 내부보유자금이 충분한 만큼 영업부채에 대한 의존도가 상대적으로 낮을 것으로 기대된다. 참고로 기업연령이 미치는 영향의 비선형성을 감안하여(Petersen and Rajan, 1997), 해당변수의 제곱항을 분석에 추가하였다.

한편 어떤 기업이 다양한 자금원에 접근 가능하여 재원조달에 어려움이 없는 경우라면, 구태여 비싼 영업부채를 이용할 가능성은 줄어들 것이다. 본 연구에서는 표본기업들의 자금시장 접근 가능성을 측정하는 지표로, 재벌소속 여부와 은행차입금 이용도를 사용하였다. 어떤 기업이 재벌그룹에 속하면 계열기업 간에 존재하는 내부자금시장 접근이 용이할 것으로 풀이된다. 그리고 은행차입 이용도가 높은 것은 그만큼 은행부채에의 접근이 용이한 것으로 풀이된다. 재벌소속 여부는 30대계열기업군 소속 여부로, 그리고 은행차입

금 이용도는 상장기업 사업보고서의 부속명세서에 보고된 장단기은행차입금/총부채와 대차대조표상의 (단기차입금+ 장기차입금+ 유동성장기차입금-특수관계자장단기차입금)/총부채 등 두 가지 변수로 각각 측정하였다.

또한 영업부채는 상대적으로 비싼 재원이지만, 재무적 곤경 등 기업 내적요인(Petersen and Rajan, 1997) 또는 금융위기 등 기업 외적요인(Love, Preve and Sarria-Allende, 2005; Blasio, 2005)으로 신용할당에 직면한 기업들에게는 유효한 재원이 될 수 있어 이와 관련된 분석이 바람직하다. 기업 내적요인으로서는 총부채/총자산으로 측정된 부채비율변수와 (과거 5년간 매출액의 표준편차)/총자산으로 측정된 영업위험변수를 사용하였고, 금융시장 위기는 연도별 더미변수를 통해 측정하였다.

영업부채의 신용공여기능과는 별개로 국내 상장기업들이 협상력 우위를 바탕으로 납품 기업들로부터 과다한 영업부채를 제공받는지를 검증하기 위하여 표본기업들의 구매력우위 여부를 기업규모, 기업연령 및 재벌여부 등의 변수를 통해 측정하였다. 규모가 크거나, 기업연혁이 길수록, 그리고 재벌소속일수록 기업간 거래의 협상력이 높아서 거래과정에서 납품기업들에게 외상매출금 부담을 더욱 크게 떠안길 것으로 기대된다.

한편, 납품기업의 정보력을 바탕으로 한 영업부채 관련 거래신용이 금융기관들로부터 제공받는 부채와 어떤 연관성을 갖는가를 검증하기 위해서 두 가지 은행차입금 이용도 변수를 사용하였다. 여기서 만약 양자가 서로 보완관계를 갖는다면, 해당변수들은 양(+)의 회귀계수를 가질 것이다. 그리고 만약 서로 대체관계를 갖는다면, 음(-)의 회귀계수를 가질 것으로 기대된다.

영업부채를 이용하여 계열기업간 자금지원 여부를 검증하기 위해서, 재벌소속변수와 재벌기업군에 속하는 기업들의 경우 동일 계열사로부터의 영업부채를 계열내 영업부채변수로 측정하여 해당변수가 전체 영업부채에 미치는 영향을 분석하였다. 여기서 내부자거래가설이 타당하다면 해당변수들은 모두 양(+)의 계수를 가질 것으로 기대된다.

추가적으로 모형에 이용된 통제변수들의 선정근거는 다음과 같다. 먼저 만기일치가설에 따르면, 일반적으로 기업은 자산과 부채간 만기 불일치에 따르는 위험을 감안하여 자산과 부채의 만기를 일치시키려고 한다는 것이다(Diamond, 1991; Hart and Moore, 1991). 따라서 유동자산이 많은 기업일수록 영업부채 수요도 클 것으로 기대되는데, 이들을 분석하기 위해서 (현금및현금등가물)/총자산으로 측정된 현금자산변수와 (유동자산-현금및현금등가물)/총자산으로 측정된 비현금유동자산변수를 사용하였다. 또한 자금조달 순위가설에 따르면, 기업들은 내부 현금흐름을 상대적으로 비싼 영업부채보다 선호할 것이므로, 유동성이 풍부한 기업들은 영업부채 수요가 적을 것으로 기대되는 것이다. 기업의 유동성과 현금흐름 창출능력(영업이익+ 감가상각비+ 감모상각비)/총자산으로 측정된 현금흐름변수와 당기순이익/총자산의 수익성변수를 이용하여 추정하였다.

한편 영업부채는 납품기업에 의해 제공받는 신용액으로 부터 제한받을 수밖에 없는데, 납품기업에 의한 영업부채의 공급은 해당 기업의 상품, 제품 및 기타 매입액에 비례할 것으로 기대된다(Delooof and Jerger, 1999). 따라서 본 연구에서는 (상품매입+ 제품매입+ 기타매입)/총자산으로 측정된 상품/제품매입변수를 납품기업에 의한 거래신용 공급관련 대응변수로 이용하였다. 마지막으로 업종별 특성에 따라 기업들의 영업부채 이용이 달라짐을 감안하여 업종더미변수를 모형에 추가하였다(Ng, Smith and Smith, 1999; Fisman and Love, 2003).

2. 자료 및 기초통계량

본 연구에 사용된 표본기업들은 기본적으로 1998년 이후 2003년도까지 해당연도 상장기업중 비금융상장기업들이다. 표본기업들 중 해당변수의 자료값이 없거나 각 변수들 중 이상치를 보이는 경우는 분석에서 제외하였다. 분석에 이용된 자료는 한국신용평가(주)에서 제공하는 KIS 회계자료 및 상장회사 사업보고서에서 취하였다. 분석에 사용된 변수들에 대한 1998년도부터 2003년까지의 기초통계량을 <표 2>에 제시하였다.

Ⅲ. 실증분석결과

<표 3>은 1998년부터 2003년까지의 각 연도를 기준으로 증권거래소에 상장되어 있었던 국내 기업들의 영업부채 결정요인에 대한 회귀분석 결과를 제시한다. 이를 살펴보면 기업 규모가 작을수록 영업부채 규모가 큰 것으로 드러나고 있다. 그리고 기업 연령은 영업부채 수준과 비선형관계를 보이는데, 기업연령이 증가하면서 처음에는 영업부채의 사용이 증가하지만, 일정한 연령을 넘으면 오히려 감소하는 것으로 남으로써 일관성을 보이지 못하고 있다. 한편 매출액증가율변수는 유의적인 양(+)의 회귀계수를 나타내고 있다. 이러한 분석결과를 종합할 때, 향후 투자기회가 많으면서 정보문제로 자금의 조달이 여의치 않은 기업일수록 영업부채 의존도가 높았던 것으로 풀이할 수 있을 것이다.

한편 부채비율이 높고 기업위험이 큰 기업들도 영업부채 의존도가 높은 것으로 나타났는데, 이는 정보문제가 심각하여 정보관련 비용부담이 큰 기업들이 상대적으로 영업부채를 많이 사용한다는 사실을 뒷받침하고 있다. 또한 은행부채 이용도가 낮아 금융기관에 대한 접근성이 제한적인 기업들 역시 영업부채 의존도가 높은 것으로 나타났다. 이러한 회귀분석 결과는 국내기업들의 경우에서도 납품기업에 의한 영업부채가 정보창출 역할을

하고 있으며, 정보관련 비용부담이 큰 기업들에게서 영업부채가 효과적인 자금조달원이 될 수 있음을 시사하는 것이다.

그러나 내부자금시장 접근이 가능한 재벌소속 기업들의 영업부채에 대한 사용이 비재벌기업들의 경우보다 유의하게 높게 나타난 것은 다소 기대 밖이라 할 것이다. 재벌소속 기업들의 경우 동일계열 기업들과의 거래관계에서도 영업부채를 지원받을 수 있겠지만, <표 2>에서 보는 바와 같이 그 비중이 크지 않을 뿐더러 과반수의 경우 동일계열 기업들 간 영업부채 이용이 전혀 없는 것으로 드러났다. 그리고 재벌기업들만을 대상으로 분석한 <표 4-1>에서도 ‘계열내영업부채변수’의 유의성이 없는 것으로 드러났다. 이러한 결과들로 미루어 볼 때, 재벌기업들이 영업부채를 더 많이 이용한다는 <표 3>의 결과는 동일계열 기업으로부터의 내부지원을 반영하는 것은 아닌 것으로 풀이된다. 오히려 재벌소속기업들의 경우 비재벌기업들에 비해 구매력 우위를 바탕으로 납품기업들로부터 영업부채 제공을 더 많이 받는다는 구매력우위가설이 설득력을 지니게 된다. 이러한 분석결과들을 종합할 때, 국내 기업들의 영업부채 이용에 있어서 납품기업에 의한 정보창출을 핵심으로 하는 신용제공가설과 더불어 재벌기업들이 구매력 우위를 바탕으로 납품기업들에게 영업부채 제공을 요구하는 구매력우위가설이 공존함을 확인할 수 있다.

영업부채의 신용제공역할을 전제로, 기존의 금융부채와의 관계를 분석하기 위하여 본 연구에서는 두 가지 은행부채 변수들을 도입하였다. <표 4>의 회귀분석결과에서 모든 회귀식에서 두 변수가 유의적인 음(-)의 회귀계수를 가짐을 확인할 수 있다. 이는 국내기업들의 경우, 영업부채를 많이 사용하는 기업일수록 은행으로부터의 차입이 상대적으로 적다는 것으로, 영업부채와 은행부채가 상호 대체관계를 지니는 재원임을 증거하는 결과로 풀이된다. 그리고 이러한 분석결과는 앞서 설명한 정보관련 비용 부담이 큰 기업일수록 영업부채 의존도가 높다는 분석결과와 더불어, 국내 상장기업들의 경우 영업부채가 일반 금융기관들이 미처 담당하지 못하는 정보창출 기능의 일부를 담당하고 있는 것으로 해석된다.

기타 통제변수들의 분석결과는 기존의 연구결과와 크게 다르지 않게 나타났다. 즉, 만기일치가설에 따라 유동자산이 많을수록 영업부채에 대한 수요가 높게 나타났다. 그리고 영업부채의 공급측면을 나타내는 상품/제품매입 변수는 양(+)의 계수를 가짐으로써, 납품기업에 의한 영업부채 공급이 많을수록 표본기업들의 해당 부채에 대한 수요도 함께 증가하였음을 확인할 수 있다. 또한 자금조달 순위가설에 따르면 내부유동성 창출이 원활한 기업들은 굳이 비싼 영업부채에 대한 수요가 많지 않을 것인데, 본 연구의 분석결과 수익성이 좋은 기업일수록 영업부채 의존도가 낮아 이러한 주장을 뒷받침하고 있다. 그러나 현금흐름변수는 예상과 달리 양(+)의 계수값을 갖는 것으로 나타났다. 그리고 금융시장의 위기시 납품기업에 의한 부채공급으로 신용할당을 일부 극복할 수 있을 것이라는 당초의

기대와 달리, 외환위기 직후 일정기간 동안은 오히려 영업부채의 이용이 감소한 것으로 나타났다. 이는 당시 금융시장의 경색이 납품기업들의 유동성 자체에 부정적인 영향을 미쳤다는 증거인데, 이러한 부정적인 영향이 납품기업의 경우에 더욱 심각했던 것이 아닌가 추측된다.

<표 3>에 나타난 재벌기업들에 의한 영업부채 이용도와는 별개로, 재벌소속 여부에 따라 영업부채 결정요인의 차이를 분석하기 위해서 재벌기업 여부에 따라 구분된 별도의 표본들에 대해 동일한 분석을 하여 그 결과를 <표 4-1>과 <표 4-2>에 제시하였다. 분석의 결과 두 기업군 간 영업부채 결정요인의 차이는 두드러지지 않았으며 계열내 영업부채 변수도 유의하지 않아서, 단순히 구매력 우위를 바탕으로 재벌기업들이 납품기업으로부터 제공받는 영업부채의 양이 더 많았다는 <표 3>의 분석결과를 뒷받침하고 있다.

추가로 금융시장 여건에 따라 기업들의 영업부채 이용이 달라지는가를 분석하기 위해서, 금융위기 직후인 1998년과 금융시장이 상대적으로 안정되었던 2003년도의 표본기업들을 대상으로 동일한 회귀분석을 실시하였고, 그 결과를 <표 5>에 제시하였다. 분석결과 1998년에는 재벌기업들도 영업부채 의존도가 높지 않았음을 확인할 수 있다. 이는 당시 금융시장 경색으로 인한 부정적인 영향이 비재벌기업들에게 더욱 컸으며, 이로 인해 재벌기업들에게 제공 가능했던 영업부채 여력이 고갈되었기 때문인 것으로 추측된다. 이는 금융위기시의 결과에 대한 <표 4>의 결과와 같은 맥락으로 풀이된다. 여타 변수들의 영향은 두 기업군간 차이가 두드러지지 않았다.

IV. 결론

본 논문은 납품기업에 의해 제공되는 거래신용 또는 영업부채의 정보기능에 주목하면서, 국내 상장기업들 간의 거래에서도 영업부채가 채원조달 및 정보기능을 수행하는지를 분석하였다. 먼저 신용제공가설에 따라 영업부채가 정보관련 비용부담이 큰 기업들에게 효과적인 채원이 될 수 있는지, 혹은 구매력 우위를 바탕으로 납품기업들에게 부채를 강제로 부담시킴으로써 부담을 떠넘기는 것은 아닌지를 분석하였다. 그리고 영업부채가 정보관련 부채로서의 역할을 할 수 있다는 최근의 이론을 근거로, 이것이 일반적인 은행부채와 보완 관계를 지니는지 또는 대체 관계를 지니는지를 분석하였다. 또한 재벌기업 내 영업부채 제공이 계열기업들 간 내부거래 내지 내부지원의 성격을 지니는지도 추가로 분석하였다.

분석결과는 다음과 같다. 국내기업들의 경우, 다양한 기업 특성으로 인해 정보비용 부

답이 큰 기업일수록 영업부채 의존도가 유의적으로 높은 것으로 나타났다. 이는 외국의 선행연구 결과들과 일치하는 것으로, 국내기업들의 경우에도 납품기업에 의한 영업부채가 정보 서비스를 제공하고 있으며, 정보관련 비용 부담이 큰 기업들에게 효과적인 재원이 될 수 있음을 나타내는 결과이다. 그러나 재벌소속 기업들의 경우에는, 다소 놀랍게도, 상대적으로 영업부채 의존도가 높은 것으로 나타났다. 추가적인 분석을 통해, 이러한 결과는 재벌소속 기업들이 비재벌소속 기업들에 비해 구매력 우위를 바탕으로 납품기업들로부터 영업부채 제공을 더 많이 받기 때문인 것으로 분석되었다.

한편, 영업부채를 많이 사용하는 기업들은 은행으로부터의 차입이 상대적으로 적은 것으로 나타났는데, 이는 국내기업들에게 있어서 영업부채와 은행부채가 상호 대체 재원임을 말해주는 결과이다. 그리고 국내 재벌기업들간 영업부채를 통한 내부지원을 지지하는 증거는 유의하지 않은 것으로 드러났다.

본 연구는 국내기업들을 대상으로 영업부채의 정보특성을 처음으로 실증분석 하고자 시도하였다. 위에서 언급된 몇 가지 연구결과에도 불구하고, 본 연구는 다음과 같은 한계점을 지닌다. 우선 본 연구는 거래소 상장기업을 분석대상으로 함으로써 상대적으로 신용도가 불확실한 소규모 기업에 대한 가설검증을 충분히 하지 못하였다. 이는 물론 자료의 가용성 때문이지만, 정보문제가 상대적으로 심각할 것으로 예상되는 소규모 구매기업들에게 제공되는 거래신용에 대해서 본 논문의 결과에 대응되는 분석결과를 제시하지 못하고 있다. 그리고 본 연구의 분석자료들이 대부분 회계자료로서 영업부채의 가격 및 이용조건과 관련된 자료를 분석하지 못하고 있다는 점이 또 다른 한계이다.

참고문헌

- 손상호(1996), 『어음제도 개선방안』, 한국금융연구원 정책조사 보고서 96-01
- 송원근(2003), “외환금융 위기 이후 4대 재벌의 사업구조와 내부거래,” 《한국의 재벌: 기초자료 수집, 분석 및 평가》, 참여사회연구소·인하대 산업경제연구소 공동 심포지엄 자료집
- 이윤호, 『재벌의 재무구조와 자금조달』, 나남출판사, 2005.
- Berger, A., and G. Udell, (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle," *Journal of Banking and Finance* 22, 613-673
- Berlin, M., (2003), "Trade Credit: Why Do Production Firms Act as Financial Intermediaries?" *Business Review* (Federal Reserve Bank of Philadelphia), 21-28
- Biais, B., and C. Gollier, (1997), "Trade Credit and Credit Rationing," *Review of Financial Studies* 10(4), 903-937
- Blasio, G., (2005), "Does Trade Credit Substitute for Bank Credit? Evidence from Firm-Level Data," *Economic Notes* 34(1), pp. 85-112
- Brennan, M., V. Maksimovic and J. Zecgner, (1988), "Vendor Financing," *Journal of Finance* 43, 1127-1241
- Burkart, M., T. Ellingsen, and M. Giannetti, (2004), "What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts," working paper
- Cook, L., (1999), "Trade Credit and Bank Finance: Financing Small Firms in Russia," *Journal of Business Venturing* 14, 493-518
- Deloof, M., and M. Jerger, (1999), "Trade Credit, Corporate Groups, and the Financing of Belgian Firms," *Journal of Business Finance and Accounting* 26(7), 945-966
- Demirguc-Kunt, a., and V. Maksimovic, (2001), "Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data," World Bank
- Diamond, D., (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk," *Quarterly Journal of Economics* 56, 709-738
- Ferris, J., (1981), "A Transactions Theory of Trade Credit Use," *Quarterly Journal of Economics* 94, 243-270

- Fisman, R., and I. Love, (2003), "Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth," *Journal of Finance*, 353-374
- Fluck, Z., (1999), "Capital Structure Decisions in Small and Large Firms: A Life-Cycle Theory of Financing," working paper
- Frank, M., and V. Maksimovic, (1998), "Trade Credit, Collateral, and Adverse Selection," working paper
- Hart, O. and J. Moore, (1991), "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital," working paper, MIT
- Long, M., I. Malitz and A. Ravid, (1993), "Trade Credit, Quality Guarantees and Product Marketability," *Financial Management* 22, 117-127
- Love, I., L. Preve and V. Sarria-Allende, (2005), "Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises," *World Bank Policy Research Working Paper No. 3716*
- Mian, S., and C. Smith, (1992), "Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, 169-200
- Nilsen, J., (2002), "Trade Credit and the Bank Lending Channel," *Journal of Money, Credit and Banking* 34, 408-423
- Ng, C., J. Smith and R. Smith, (1999), "Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade," *Journal of Finance* 54(June), 1109-1129
- Petersen, M. and R. Rajan, (1997), "Trade Credit: Theories and Evidence," *Review of Financial Studies* 10, 661-691
- Smith, J., (1987), "Trade Credit and Information Asymmetry," *Journal of Finance* 4, 863-869

<표 1>

연도별 매입채무 및 매출채권 추이

변수 \ 연도	1998	1999	2000	2001	2001	2003
매입채무/총자산	0.0972	0.1013	0.1038	0.0969	0.0918	0.1051
매입채무/매출액	0.1389	0.1763	0.2403	0.2562	0.1117	0.1074
매출채권/총자산	0.1609	0.1621	0.1625	0.1591	0.1658	0.1693
매출채권/매출액	0.2297	0.2291	0.2101	0.2093	0.1829	0.1864
관측치수	483	527	525	528	546	538

<표 2>

기초 통계량

변수명	평균	표준편차	최대값	중간값	최소값
총자산(억원)	8,392	31,212	641,494	1,741	69
매출액(억원)	6,720	24,854	435,820	1,428	31
영업부채	0.0969	0.0776	0.6521	0.0740	0
계열내영업부채	0.0698	0.1653	1	0	0
영업채권	0.1630	0.1135	0.6479	0.1424	0
매출액증가율(%)	8.24	34.22	456.57	2.39	-79.29
기업연령(년)	31.78	1.526	102	33	2
상품/제품매입	0.1057	0.1815	0.9959	0.0219	0
현금및현금등가물	0.0534	0.0651	0.5426	0.0314	0.0001
비현금유동자산	0.3898	0.1655	0.8988	0.3785	0.0206
수익성	0.0206	0.1359	1.4960	0.0239	-0.9940
현금흐름	0.0834	0.0794	0.5764	0.0831	-0.5416
위험	0.1646	0.1303	0.9984	0.1324	0.0037
부채비율	0.5337	0.2007	0.9992	0.5348	0.0432
은행부채1	0.3767	0.4610	0.7886	0.3456	0
은행부채2	0.3420	0.2188	0.9187	0.3349	0

<표 4-1> pooling자료를 이용한 영업부채 결정요인 회귀분석결과 (재별기업의 경우)

종속변수로 사용된 영업부채변수는 매입채무/총자산로 측정되었다. 상품/제품매입은 (상품매입+ 제품매입+ 기타매입)/총자산, 수익성은 당기순이익/총자산, 비현금유동자산은 (유동자산-현금및현금등가물)/총자산, 현금자산은 (현금및현금등가물)/총자산, 영업채권은 매출채권/총자산, 현금흐름은 (영업이익+ 감가상각비+ 감모상각비)/총자산, 부채비율은 총부채/총자산, 위험은 (과거 5년간 매출액의 표준편차)/총자산, 기업규모는 $\log(\text{장부가치총자산})$, 기업연령은 $\log\{1+(\text{해당연도}-\text{설립연도})\}$, 매출액증가율은 (해당연도 매출액/직전연도 매출액) - 1, 은행부채1은 은행차입금/총부채, 은행부채2는 (단기차입금+ 장기차입금+ 유동성장기차입금-특수관계자장단기차입금)/총부채로 각각 측정되었다. 표의 내용은 각 회귀식의 독립변수에 대한 회귀계수이며, 괄호 안의 값은 t값을 나타낸다. *, ** 및 ***는 각각 10%, 5% 및 1% 신뢰수준에서 유의함을 의미한다.

변수	회귀식1	회귀식2	회귀식3	회귀식4	회귀식5	회귀식6
상품/제품매입	0.063 (3.21)***	0.062 (3.14)***	0.071 (3.71)***	0.069 (3.63)***	0.063 (3.20)***	0.072 (3.75)***
수익성	0.026 (0.53)	0.040 (0.83)	0.020 (0.42)	0.033 (0.72)	0.032 (0.75)	0.013 (0.32)
비현금유동자산	0.177 (5.93)***	0.174 (5.85)***	0.171 (5.91)***	0.168 (5.83)***	0.176 (5.93)***	0.172 (5.94)***
현금자산	0.145 (2.24)**	0.148 (2.30)**	0.094 (1.47)**	0.097 (1.53)	0.145 (2.24)**	0.094 (1.48)
영업채권	0.040 (0.97)	0.038 (0.92)	0.039 (0.98)	0.037 (0.92)	0.041 (0.99)	0.039 (0.97)
현금흐름	0.014 (0.24)	-0.002 (-0.03)	-0.017 (-0.29)	-0.029 (-0.51)		
부채비율	0.132 (5.92)***	0.137 (6.16)***	0.150 (6.87)***	0.155 (7.11)***	0.131 (6.00)***	0.151 (7.04)***
위험	0.091 (4.28)***	0.098 (4.61)***	0.096 (4.68)***	0.103 (5.00)***	0.091 (4.31)***	0.096 (4.67)***
계열내영업부채	0.007 (0.36)	0.002 (0.13)	0.011 (0.64)	0.007 (0.41)	0.007 (0.37)	0.011 (0.63)
기업규모	-0.012 (-4.42)***	-0.011 (-4.09)***	-0.015 (-5.65)***	-0.014 (-5.34)***	-0.012 (-4.42)***	-0.015 (-5.69)***
기업연령	0.014 (1.91)*	0.092 (2.96)***	0.015 (2.14)**	0.087 (2.92)***	0.014 (1.90)*	0.015 (2.18)**
기업연령 ²		-0.014 (-2.59)***		-0.013 (-2.49)**		
매출액증가율	0.023 (2.08)**	0.029 (2.57)**	0.023 (2.17)**	0.028 (2.63)***	0.023 (2.11)**	0.023 (2.16)**
은행부채1	-47.424 (-2.86)***	-42.313 (-2.55)**			-47.118 (-2.86)***	
은행부채2			-0.125 (-6.20)***	-0.120 (-6.00)***		-0.124 (-6.20)***
연도더미98	-0.046 (-4.30)***	-0.051 (-4.72)***	-0.040 (-3.82)***	-0.045 (-4.22)***	-0.046 (-4.30)***	-0.040 (-3.88)***
연도더미99	-0.023 (-2.25)**	-0.027 (-2.63)***	-0.025 (-2.55)**	-0.028 (-2.90)***	-0.023 (-2.27)**	-0.025 (-2.54)**
연도더미00	-0.016 (-1.54)	-0.020 (-1.89)*	-0.017 (-2.55)**	-0.020 (-2.00)**	-0.016 (-1.54)	-0.017 (-1.54)*
연도더미01	-0.011 (-1.02)***	-0.014 (-1.34)	-0.014 (-1.35)	-0.016 (-1.63)	-0.011 (-1.02)	-0.014 (-1.36)
연도더미02	-0.009 (-0.88)	-0.010 (-0.98)	-0.010 (-1.04)	-0.011 (-1.13)	-0.009 (-0.87)	-0.010 (-1.05)
F값	16.66 (0.001)	16.54 (0.001)	18.65 (0.001)	18.45 (0.001)	17.25 (0.001)	19.30 (0.001)
	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음
adj R ²	0.487	0.493	0.517	0.521	0.488	0.518
관측치수	513	513	513	513	513	513

<표 5> 주요 연도별 영업부채 결정요인 회귀분석결과

종속변수로 사용된 영업부채변수는 매입채무/총자산로 측정되었다. 상품/제품매입은 (상품매입+ 제품매입+ 기타매입)/총자산, 수익성은 당기순이익/총자산, 비현금유동자산은 (유동자산-현금및현금등가물)/총자산, 현금자산은 (현금및현금등가물)/총자산, 영업채권은 매출채권/총자산, 현금흐름은 (영업이익+ 감가상각비+ 감모상각비)/총자산, 부채비율은 총부채/총자산, 위험은 (과거 5년간 매출액의 표준편차)/총자산, 재벌소속은 해당연도 30대 계열기업군에 속하면 1, 아니면 0, 기업규모는 log(장부가치총자산), 기업연령은 log{1+(해당연도-설립연도)}, 매출액증가율은 (해당연도 매출액/직전연도 매출액) - 1, 은행부채1은 은행차입금/총부채, 은행부채2는 (단기차입금+ 장기차입금+ 유동성장기차입금-특수관계자장단기차입금)/총부채로 각각 측정되었다. 표의 내용은 각 회귀식의 독립변수에 대한 회귀계수이며, 괄호 안의 값은 t값을 나타낸다. *, ** 및 ***는 각각 10%, 5% 및 1% 신뢰수준에서 유의함을 의미한다.

변수	패널A: 1998년 표본분석결과				패널B: 2003년 표본분석결과			
	회귀식1	회귀식2	회귀식3	회귀식4	회귀식1	회귀식2	회귀식3	회귀식4
상품/제품매입	0.106 (5.03)***	0.105 (4.95)***	0.109 (5.23)***	0.108 (5.16)***	-0.011 (-0.53)	-0.013 (-0.63)	-0.005 (-0.25)	-0.007 (-0.34)
수익성	0.058 (1.16)	0.063 (1.25)	0.055 (1.12)	0.059 (1.19)	-0.005 (-0.17)	-0.004 (-0.15)	0.016 (0.60)	0.016 (0.62)
현금자산	0.040 (1.42)	0.038 (1.35)	0.047 (1.67)*	0.046 (1.61)	0.054 (1.97)**	0.050 (1.81)*	0.040 (1.51)	0.037 (1.37)
현금자산	-0.060 (-1.67)*	-0.062 (-1.70)*	-0.064 (-1.78)*	-0.065 (-1.80)*	-0.002 (-0.03)	-0.006 (-0.10)	-0.069 (-1.24)	-0.072 (-1.29)
영업채권	0.014 (0.41)	0.017 (0.48)	0.008 (0.22)	0.010 (0.27)	0.163 (4.15)***	0.164 (4.16)***	0.166 (4.37)***	0.166 (4.38)***
현금흐름	0.030 (0.57)	0.025 (0.47)	0.024 (0.47)	0.020 (0.39)	0.006 (0.12)	0.002 (0.04)	0.033 (0.66)	0.029 (0.58)
부채비율	0.090 (4.16)***	0.090 (4.17)***	0.097 (4.49)***	0.097 (4.49)***	0.137 (7.66)***	0.136 (7.64)***	0.175 (9.58)***	0.174 (9.55)***
위험	0.089 (2.80)***	0.094 (2.93)***	0.077 (2.45)**	0.081 (2.54)**	0.046 (2.01)**	0.048 (2.10)**	0.024 (1.11)	0.026 (1.20)
재벌소속	0.003 (0.33)	0.003 (0.31)	0.005 (0.62)	0.005 (0.61)	0.031 (2.93)***	0.030 (2.83)***	0.023 (2.23)**	0.022 (2.15)**
기업규모	-0.007 (-2.75)***	-0.007 (-2.77)***	-0.010 (-3.53)***	-0.010 (-3.53)***	-0.006 (-1.92)*	-0.006 (-1.72)*	-0.009 (-2.75)***	-0.008 (-2.55)**
기업연령	-0.043 (-1.22)	2.645 (1.11)	-0.044 (-1.28)	2.017 (0.85)	-0.004 (-0.62)	0.035 (1.22)	-0.005 (-0.79)	0.029 (1.06)
기업연령 ²		-0.274 (-1.13)		-0.210 (-0.87)		-0.007 (-1.39)		-0.006 (-1.26)
매출액증가율	0.005 (0.52)	0.005 (0.47)	0.009 (0.86)	0.008 (0.81)	-0.010 (-1.22)	-0.006 (-0.71)	-0.012 (-1.58)	-0.009 (-1.09)
은행부채1	-66.949 (4.54)***	-66.614 (-4.52)***			-46.796 (-5.33)***	-46.519 (-5.31)***		
은행부채2			-0.090 (-5.32)***	-0.089 (-5.25)***			-0.121 (-8.05)***	-0.120 (-8.00)***
F값	10.87 (0.001)	10.54 (0.001)	11.35 (0.001)	10.96 (0.001)	10.54 (0.001)	10.26 (0.001)	12.52 (0.001)	12.16 (0.001)
	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음	상수항, 업종 더미있음
adj R ²	0.387	0.388	0.398	0.398	0.347	0.348	0.391	0.392
관측치수	423	423	423	423	504	504	504	504