

자본잠식 수입자에 대한 무역보험 신용평가 개선방안 연구

A Study on Improvement of Trade Credit Insurance Rating for Capital Impaired Foreign Buyers

김 경 철* Kyung-Chul Kim

I. 서론	차
II. 이론적 고찰	V. 결론
III. 사례분석	참고문헌
IV. 개선방안 제안	Abstract

국문초록

본 연구는 자본잠식 상태의 우량 해외바이어에 대한 신용평가 개선방안을 고찰하였다. 미국을 대표하는 우량기업 중 당기순익을 시현하면서도 오히려 자본이 감소하는 특수한 상황의 기업이 적지 않은 바, 해외기업 사례연구를 실시하여 자본잠식 발생원인을 심층 분석하였다. 자본잠식 유형을 발생원인에 따라 영업손실 누적에 의한 적자형 자본잠식과 자사주 매입 등 주주환원 정책에 의한 흑자형 자본잠식으로 구분하였다. 본 연구는 무역보험공사가 자본잠식 해외바이어에 대해 일률적으로 무역보험 이용제한 대상인 G등급으로 평가하는 현행 신용등급 평가방식의 개선 필요성을 지적하며, 흑자형 자본잠식 기업에 대한 신용평가를 형식적 심사에서 실질적 심사로 개선할 것을 제안하였다. 수입자 신용등급이 적정 수준 대비 하향 평가될 경우 무역보험 제공이 제한되어 수출자 지원이 위축될 우려가 있는 바, 본 연구 결과가 무역보험 신용평가 개선에 활용되어 적극적 무역보험지원에 기여하길 기대한다.

(주제어) 무역보험, 자본잠식, 신용등급평가, 주주환원, 자사주 매입

* 성균관대학교 경제대학원 무역학과 겸임교수, E-mail: kkc0480@gmail.com

I. 서론

자본잠식은 기업의 대표적 부실징후이다. 경영성과가 부실하여 적자가 누적되면 과거에 쌓아 놓은 이익잉여금은 물론 납입자본까지 소진하게 되기 때문이다. 한국의 상장폐지기업에 대한 사례분석을 살펴보면, 자본잠식이 뚜렷한 부실징후라는 것이 확인된다. 금융감독원이 2017년부터 2022년 6월까지 5년반 동안 한국 유가증권시장 및 코스닥시장에서 상장폐지된 총 75사를 대상으로 특징을 분석한 결과, 상장폐지 기업은 자본잠식 문제가 발생한 경우가 빈번하였다. 상장폐지 직전 연도에 결손누적으로 전액 또는 부분 자본잠식 상태에 직면하게 되는 경우가 75개사 중 절반 이상인 43개사에서 발생하였으며, 상장폐지의 직접적 원인이 자본잠식, 부도, 파산에 의한 경우는 9개사에서 관찰되었다.¹⁾

수출거래 상대방인 해외바이어가 자본잠식 상태가 될 경우, 한국무역보험공사는 해당 바이어의 신용등급을 자본잠식 G급으로 특례평가하고 무역보험 제한대상으로 취급한다. 이 경우 국내 수출기업은 해당 바이어에 대한 매출채권 신용위험 담보 또는 신용보증부 대출을 위한 무역보험 및 보증 이용에 제한을 받게 된다. 자본잠식 상태인 해외바이어에 대한 무역보험 지원제한은 채무불이행 위험이 높은 부실기업에 대한 위험노출을 제한하여 무역보험기금 손실을 최소화하기 위한 조치이다.

그러나, 미국을 대표하는 우량기업 중 자본잠식 상태인 기업이 적지 않다. 뉴욕증권거래소의 대표적 주가지수인 다우존스 산업평균지수(DJIA)를 구성하는 30개 우량기업 중 홈디포, 보잉, 맥도널드 등 3개사는 2022년말 현재 자본잠식 상태이다. 자본잠식이 통상의 경우 부실기업의 특성으로 인식되는 점을 감안하면, 우량기업의 납입자본이 잠식되는 것은 특기할 만한 사례이다. 반면, 한국 증권시장에 상장된 우량기업의 자본잠식 사례는 관찰되지 않는다. 미국과 달리 한국거래소에서는 유가증권시장 상장규정 기준에 따라 자본잠식이 발생할 경우 해당 기업이 관리종목으로 지정되거나 및 상장폐지 되는 등 불이익이 크기 때문이다. 그러나, 미국의 경우 후자를 내는 우량 상장기업의 경우에도 자본잠식에 이르는 사례가 종종 있다. 벌어들인 이익이 기업에 쌓이면서 자기자본이 증가하는 것이 아니라 오히려 감소하는 것은 일반적인 재무적 상식에 반하는 경우이다. 본 연구는 우량 기업의 자본잠식 패러독스에 대해 고찰하고, 자본잠식 상태이지만 채무불이행 위험이 높지 않은 우량 해외바이어에 대한 신용평가 개선방안을 제안하고자 한다. 해외바이어 신용평가 및 신용불량 데이터베이스를 구축·운영하고 있는 국내 유일한 기관은 무역보험공사이므로, 본 연구의 분석대상 범위는 무역보험공사의 자본잠식 해외바이어에 대한 신용평가로 한정하여 개선방안을 논의하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 선행연구를 살펴보고 자본의 분류 및 자본잠식 발생 원인에 대해 고찰한다. 제3장에서는 자사주 매입에 따른 자본잠식 사례를 분석한다.

1) 금융감독원 공시심사실(2022), "최근 상장폐지기업의 사전징후에 따른 시사점," 공시조사이슈분석2022-04호, 2022.11.2. 보도자료

제4장에서는 자본잠식 해외바이어에 대한 신용평가 개선방안을 제안한다. 제5장은 결론을 요약한다.

Ⅱ. 이론적 고찰

1. 선행연구

한국학술지인용색인 사이트에서 논문명 기준으로 '자본잠식'을 검색시 3건의 논문이 조회되며, '자사주 매입'을 검색시 조회되는 논문은 41건이 조회된다.²⁾ 자본잠식에 대한 선행연구는 자본잠식이 상장폐지에 미치는 영향 등에 대해 연구하고 있다. 자사주 매입에 대한 연구는 자사주 매입이 주가에 미치는 영향, 기업성과에 미치는 영향 등 재무적 분석에 집중하고 있다. 선행연구의 구체적 내용은 아래와 같다.

임창우(2015)는 자본잠식의 상장폐지 예측력 연구를 위해 이분형 로지스틱 회귀분석을 사용하여 상장폐지 예측모형을 제하였다. 자본잠식을 상장폐지의 신호로 인식하고 자본잠식이 발생하는 시점에 수집가능한 자료인 자본잠식률, 기업규모, 감사의견, 그룹소속 여부 등을 독립변수로 설정하여 미래의 상장폐지 여부를 실증적으로 예측하였다. 이신(2019)은 저비용항공산업 사례를 중심으로 재무비율과 자본잠식간의 관련성에 관해 연구하여 저비용항공사의 경쟁력 강화방안을 모색하였다. 국내 6개 저비용항공사의 10년간 연도별 재무제표를 근거로 수익성, 유동성, 안정성, 활동성, 성장성 재무비율을 추출하여 회귀분석하였다. 분석결과 이익창출능력을 측정하는 수익성, 투하자본의 운용 효율성인 활동성, 장기적 채무상환능력인 안정성, 지속가능 성장성은 자본잠식에 유의미한 영향을 미치는 반면, 기업의 단기지급능력을 나타내는 지표인 유동성은 자본잠식에 대한 유의미한 영향요인이 아니라고 주장하였다. 임충혁·구도훈·정창훈(2022)은 행정안전부의 재무보고서 자료를 활용하여 지방자치단체 출자출연기관 자본잠식에 관한 분석하였다. 2020년 현재 출자기관 92개 및 출연기관 669개 중 자본잠식 기관은 각 18개 및 23개 기관인 바, 출자기관에 비해 출연기관의 자본상태가 상대적으로 양호하다고 평가하였다. 재정부실화 예방을 위해 경영성과 측정지표에 부채비율에 더불어 자본잠식률을 추가하여 자본상태를 주기적으로 모니터링할 것을 제안하였다.

Palladino and Lazonick(2022)는 자사주 매입이 미국 산업 전반에 걸쳐 광범위하게 증가하고 있는 상황을 살펴보고 자사주 매입이 미국 경제의 생산성이 취약해지는 원인 중 하나라고 주장하며, 기업 자금을 자사주 매입에 과도하게 사용하는 것을 억제하는 정책을 제안하였다. 설원식·김수정·장호윤(2004)는 국내 기업들의 자사주 매입이 활성화되는 현상에 주목하여 자사주 매입이 배당금결정에 영향을 주는가와 배당과 자사주 매입전략에 따라 기업의

2) 한국학술지인용색인 Korea Citation Index, www.kci.go.kr (2023년4월29일 최종방문)

장기성과에 차이가 있는가를 고찰하였다. 배당수익률은 높으면서 자사주 매입은 이용하지 않는 기업군과 배당수익률도 높고 자사주 매입도 적극적으로 행하는 기업군의 장기성과는 벤치마크보다 유의적으로 높다고 분석하였다.

선행연구를 살펴본 결과, 본 연구의 관심주제인 자본잠식 및 자사주 매입이 기업 신용평가에 미치는 영향에 대한 기존 연구는 활발하지 않은 상황이다. 본 연구는 자본잠식 유형을 발생원인에 따라 구분하고, 자본잠식 상태이지만 채무불이행 위험이 높지 않은 우량 해외바이어에 대한 신용평가 개선방안을 제안하는 최초의 연구로서 의의가 있다. 이런 맥락에서 본 연구는 기존 연구와 차별성이 있으며 학술 연구범위 확대에 기여코자 한다.

2. 자본 및 자본금

자본은 자본금, 자본잉여금, 자본조정, 기타포괄손익누계액, 이익잉여금 등 총 5가지 항목으로 분류된다. 일반회계기준에 따르면 자본은 기업의 자산에서 모든 부채를 차감한 후의 잔여지분을 나타내며, 주주로부터의 납입자본에 기업활동을 통하여 획득하고 기업의 활동을 위해 유보된 금액을 가산하고, 기업활동으로부터의 손실 및 소유자에 대한 배당으로 인한 주주지분 감소액을 차감한 잔액이다.³⁾ 기업은 주주가 납입한 일정한 자본금인 납입자본을 바탕으로 설립된다. 주주와 자본거래에서 수익이 발생할 경우, 자본잉여금으로 집계된다. 영업을 통해 수익을 얻게 되면 이익잉여금으로 누적된다. 즉, 기업이 정상적 영업활동을 하고 흑자를 낸다면, 해당 수익 중 주주에게 지급한 배당금, 자사주 매입 금액 등을 차감한 나머지를 이익잉여금으로 적립한다. 포괄손익 중 실현된 이익은 당기순이익으로, 미실현된 이익은 기타포괄손익으로 구분된다. 당기순이익은 이익잉여금으로 처리되고, 기타 포괄손익은 기타 포괄손익 누계액으로 회계 처리되어 다음 회계기간의 기초로 이월된다.

〈표 1〉 자본의 분류

자본 (Equity)	내용
자본금 (Paid-in Capital)	주주납입 자본 중 상법에 따라 자본금으로 계산된 금액 (상법 제451조: 회사의 자본금은 발행주식의 액면총액)
자본잉여금 (Capital Surplus)	유상증자 또는 무상감자 등의 자본활동으로 발생하는 잉여금. 회사가 주주와 자본거래하면서 발생한 이익으로서 주식발행초과금, 감자차익, 자기주식처분이익 등이 해당.
자본조정 (Capital Adjustment)	자본에서 가감되는 성격의 자본항목을 일시적으로 통합하는 데 사용되는 계정으로 자본거래의 상계나 완료 시점에 자본 또는 자본잉여금으로 대체됨. 자기주식, 주식할인발행차금, 주식매수선택권, 배당건설이자, 출자전환채무, 자기주식처분손실, 감자차손 등이 해당.

3) 일반회계기준 제15장(자본)에 기술된 자본의 정의이다.

기타 포괄손익 누계액 (Accumulation of other comprehensive income)	포괄손익계산서의 기타포괄손익의 누계액을 재무상태표에 나타낸 것으로 자본거래를 제외한 모든 거래에서 인식한 자본의 변동액으로서 당기순이익에 기타포괄손익을 가감하여 산출. 매도가능증권 평가손익, 해외사업환산손익, 재평가잉여금 등이 해당.
이익잉여금 (Retained Earnings)	기업의 영업 및 재무활동을 통해 축적된 금액. 손익계산서의 당기순이익은 배당 이후 잔액이 재무상태표의 이익잉여금으로 전환.

자료: 일반회계기준 등을 참고하여 저자 정리

3. 자본잠식

1) 개요

자본잠식은 자본 총계가 자본금보다 적어진 상태를 말한다. 거액 적자가 발생하거나 적자가 다년간 누적될 경우, 우선 이익잉여금에서 차감한다. 이익잉여금을 모두 소진한 경우 자본금을 차감하게 된다. 자본금이 설립시 납입자본보다 적은 경우를 부분 자본잠식이라 한다. 상황이 더욱 악화되어, 부채가 자산 보다 커져 납입자본금과 잉여금을 더한 자본총계 자체가 마이너스가 될 경우 전액 자본잠식이라 한다. 자본잠식 정도를 나타내는 자본잠식률은 음(-)이면 정상기업이며, 양(+)이면 자본잠식이 발생한 기업이다.

〈표 2〉 자본잠식률 산식

$$\text{자본잠식률} = [(\text{자본금} - \text{자본}) / \text{자본금}] \times 100\%$$

2) 자본잠식 기업에 대한 금융권의 대응

기업이 자본잠식 상태가 될 경우, 해당 기업에 대한 다양한 불이익이 발생한다. 자본잠식 기업이 국내기업인 경우 해당 기업이 거래의 직접 당사자인 바, 금융권 대응이 적극적이다. 구체적 대응내용을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 거래소에 상장된 기업인 경우 관리종목 지정 또는 상장폐지 대상이 된다. 둘째, 은행 신용공여액이 500억원 이상인 기업인 경우 신용위험 발생 기업으로 인식되어 부실징후기업 해당 여부를 평가받게 된다.⁴⁾ 셋째, 수출기업의 경우 무역보험 이용 제한대상인 신용등급 G급으로 평가되어 수출신용보증, 수출보증보험 등 일부 무역보험 종목 이용에 제한을 받게 된다. 넷째, 상호금융기관은 상호금융업감독규정의

4) 채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약 제3장 신용위험평가 제1절 신용공여액 500억원 이상인 기업의 신용위험평가 제9조(기본평가) 제3항 제3호. 회계연도를 기준으로 최근 자본총계가 부인 기업

자산건전성 분류기준에 따라 자본잠식기업에 대한 대출은 요주의 또는 고정으로 분류하고 대손충당금 적립시 정상 대출금(1%) 대비 높은 적립률(10~20%)을 적용한다.⁵⁾

자본잠식 기업이 국외기업인 경우 해당 기업이 직접 당사자인 경우는 드물고 무역거래 상대방 해외바이어인 경우가 일반적이다. 이 경우 무역보험공사를 제외한 한국거래소, 시중은행 등은 직접적 이해관계가 없으므로 별다른 조치를 취하지 않는다. 무역보험공사는 해외바이어가 자본잠식 상태가 될 경우, 해당 바이어를 무역보험 제한대상인 신용등급 G급으로 평가한다. 이 경우 국내 수출기업은 해당 바이어에 대한 매출채권 신용위험 담보 또는 신용보증부 대출을 위한 무역보험 및 보증 이용에 제한을 받게 된다. 자본잠식 상태인 국내외 기업에 대한 제한은 해당 기업이 부실기업으로 채무불이행 위험이 높다는 판단에 따른 것이다.

3) 자본잠식 발생원인

자본잠식이 발생하는 경로는 ①영업손실 누적 및 ②주주환원 정책에 의한 현금유출로 구분된다. 첫째, 일반적으로 영업손실을 수년간 누적적으로 내면서 납입자본 및 이익잉여금을 소진하는 경우 자본이 점차 줄어들고 심한 경우 전액 자본잠식에 이른다. 영업손실 누적에 따라 자본잠식이 심화되는 경우 전환사채 발행, 유상증자 등의 투자활동 방법으로 자본확충을 도모할 수 있다. 그러나, 단기간 자본잠식을 모면한다고 해도 영업능력이 개선되지 않는다면, 결국 자금조달 능력도 점차 저하되어 추가 자본확충은 어려운 경우가 많다. 이런 이유로 자본잠식은 부실기업 재무상태표의 단적인 특징으로 인식된다. 둘째, 주주가치 극대화를 위해 배당과 자사주매입 등 주주환원 정책을 펴는 경우 자본이 잠식될 수 있다. 당기순이익 및 이익잉여금, 자본금 보다 많은 현금을 배당과 자사주 매입에 사용하는 극단적 주주환원 전략을 펼치는 경우 자본잠식에 이르는 경우도 발생한다.

본 연구는 자본잠식 발생 원인을 기준으로 영업손실에 의한 적자형 자본잠식과 배당 및 자사주 매입 등 주주환원 정책에 의한 흑자형 자본잠식으로 구분하고자 한다. 신용평가 시 적자형 자본잠식과 흑자형 자본잠식은 구별하는 것이 필요하다.

4. 주주환원

1) 주주환원 활성화의 배경

미국의 경우 1980년대 중반 이후 자사주 매입 관행이 본격적으로 확대되기 시작되었다.⁶⁾

5) 세부규정은 상호저축은행업감독규정 제11조(자산건전성 분류기준) 및 [별표1의1] 자산건전성 분류기준을 참조할 수 있다.

6) Palladino, L. and Lazonick, W.(2022). "Regulating stock buybacks: the \$6.3 trillion question," *International Review of Applied Economics*, p. 2.

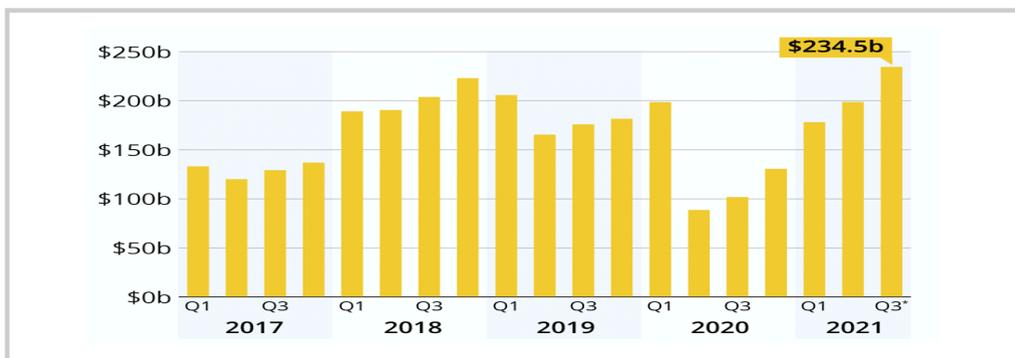
이러한 변화는 시장규제 완화 정책기조를 펼쳤던 레이건 대통령 집권기에 자사주 매입에 관한 증권거래위원회 규정(SEC Rule 10b-18)이 도입된 것이 배경이다. 동 조항은 SEC Rule 10b-5에 규정된 자사주 매입관련 기업의 의무를 경감시켜주는 안전항(safe harbor)조항이다.⁷⁾

1934년 미국 연방 증권거래법 섹션 10(b)는 증권의 매수나 매매와 관련하여 시세 조정적 이거나 사기적인 수단을 사용하는 것을 불법으로 규정하였다.⁸⁾ 그러나, Rule 10(b)-18은 ‘발행인과 타인에 의한 특정 주식의 구입’이라는 표제하에 발행인과 그의 관계인에게 섹션 9(a)-2와 섹션10(b), Rule 10(b)-5하에서의 조작행위 책임에 대한 안전항을 제공하였다. 동 안전항에 규정된 방식, 시간, 가격, 거래량에 따라 보통주를 시장에서 재구입할 경우 책임면제 특권이 부여므로 자사주 매입이 활성화될 수 있었다.

2) 자사주 매입 현황

미국을 대표하는 S&P 500 지수 구성기업의 2017년부터 2021년 사이 5년간 자사주 매입 상황을 살펴보면, 코로나 19 팬데믹 기간을 제외하고는 증가 추세를 보였다. 미국 주요 기업들의 자사주 매입이 2017년에서 2019년 사이 증가한 배경은 트럼프 행정부의 2017년 법인세 감세 정책(Tax Cuts and Jobs Act of 2017)이었다. 기업들은 감세 혜택으로 증가한 이익을 설비투자나 부채 상환보다는 자사주 매입에 집중 사용하였다. 코로나 19로 촉발된 위기 상황이었던 2020년초에 급감하였으나, 이후 점차 회복하여 2021년 3분기에는 역대 최대의 자사주 매입금액을 기록하였다.

〈그림 1〉 S&P 500 기업의 자사주 매입 추세



자료 : Statista

7) CFR § 240.10b-18 - Purchases of certain equity securities by the issuer and others.

8) 한국법제연구원(2008), "미국 연방 증권거래법 Section 10(b) 상의 사기 및 시세조정적 행위금지 규정에 관한 연구," 최신외국법제정보 2008 제8호, pp.29-50.

Ⅲ. 사례분석

1. 홈디포(Home Depot) : 흑자형 완전 자본잠식

1) 사례연구

홈디포는 1978년 미국에서 설립된 종업원 수 47만여 명의 세계 최대 건축자재 및 인테리어 관련 전문 소매업체이다. 미국을 중심으로 캐나다, 멕시코 지역에서 2천개 이상의 매장을 운영하며 가전제품, 가구, 타일, 조명 등 주택 개조에 필요한 제품을 판매한다. 홈디포는 1월 말 결산법인으로 총자산, 총부채, 순자산 현황은 아래와 같다. 최근 4년 중 2019년, 2020년, 2022년 3개 연도에 완전 자본잠식이 발생하였다.

〈표 3〉 홈디포 순자산 연도별 현황

(단위 : US\$백만)

구분	2019	2020	2021	2022
총자산(A)	44,003	51,236	70,581	71,876
총부채(B)	45,881	54,352	67,282	73,572
순자산 (C=A-B)	△1,878	△3,116	3,299	△1,696

자료 : 연차보고서

홈디포의 경영성과를 살펴보면 우수한 결과를 시현하고 있다. 매출 및 당기순이익이 지속적으로 증가하고 있다. 당기순이익은 2019년 111억달러에서 지속 증가하여 2022년 164억달러를 기록하였다. 대규모 흑자를 내고 있음에도 불구하고 자본잠식이 발생한 원인은 장기간 대규모 자사주매입 및 고배당 정책을 고수하였기 때문이다. 당기순이익 대비 주주환원 금액 비율을 살펴보면, 2019년, 2020년, 2022년에 1배를 초과하였다. 즉, 순이익 보다 많은 현금을 배당과 자사주 매입에 사용하였기 때문에 그 결과 해당 연도에 자본잠식이 발생하였다. 반면, 2021년의 경우 당기순이익 대비 주주환원 금액 비율이 1배 이하이며, 그 결과 자본잠식에서 벗어났다.

홈디포는 발행주식을 2010년 17억주에서 2019년 2월 11억주로 35% 이상 감소시킬 정도로 적극적 주주환원 정책을 추진했다. 이러한 사유로 홈디포는 자사주 매입 괴물(Buyback Monster)로 불린다.⁹⁾

9) 미국 CNBC는 자사주 매입으로 2010년 대비 2019년 2월 현재 발행주식을 25% 이상 감소시킨 경우 자사주 매입 괴물기업으로 구분하였다. 해당 기업은 Travelers(51%), AutoZone(48%), Kohl's(46%), Lowe's(44%), Gap(42%), IBM(32%) 등으로 다양하다. (CNBC, "Companies keep buying their own stock in force, led by 'buyback monsters' like Home Depot," 2019.2.27)

〈표 4〉 당기순이익 대비 주주환원 규모

(단위 : US\$백만)

구분	2019년	2020년	2021년	2022년
매출액	108,203	110,225	132,110	151,157
당기순이익(A)	11,121	11,242	12,866	16,433
주주환원금액(B)	14,704	12,958	7,048	21,986
현금배당	4,704	5,958	6,451	6,985
자사주매입	10,000	7,000	597	15,001
순익대비 환원 비율(C=B/A)	1.3	1.2	0.5	1.3

자료: 연차보고서

2) 시사점

홈디포는 흑자형 자본잠식 기업의 전형적 사례이다. 홈디포는 영업부문에서 강력한 시장 지배력을 확보하고 있는 우수한 기업이다. 안정적 영업현금흐름을 갖고 있기 때문에 부채 대비 EBITDA는 1.8 수준으로 양호하며, 부채 상환능력은 우수하다고 평가된다. 전체 타인자본 사용액 중 단기성 자금 비율 5% 미만, 유동비율 141%를 기록하여 단기 유동성 위험도 높지 않다. 영업경쟁력, 순익 창출능력, 부채상환 능력 등을 종합적으로 고려하여 신용평가할 필요가 있다. 따라서, 흑자형 자본잠식 기업에 대해 평가모형에 의한 실질적 심사를 생략하고 단순히 자본잠식이라는 형식적 사유만으로 무역보험 이용제한 G등급으로 특례평가하는 것은 바람직하지 않으며 개선이 요구된다.

2. 애플(Apple) : 흑자형 부분 자본잠식

1) 사례연구

애플은 미국 기업 중 2010에서 2019년까지 10년간 자사주 매입 금액이 가장 큰 기업이다. 오라클, 마이크로소프트, JP모건은행 등이 그 뒤를 잇고 있다. 시가총액기준 세계최대의 기업인 애플은 해당 10년간 당기순이익 대비 76% 수준의 자사주를 매입하고, 21% 수준의 배당을 지급하였다. 자사주 매입과 배당으로 당기순이익의 거의 대부분인 97%를 사용한 것이다. 애플보다 주주환원에 더욱 적극적인 기업들도 있다. 상위 10개 기업중 오라클, IBM, 시스코, 화이자 등 4개사는 벌어들인 당기순이익 보다 더 많은 금액을 자사주 매입 및 배당으로 사용하였다.

〈표 5〉 2010~2019년 10년간 자사주 매입 상위 기업 순위

Rank	Company	Buybacks 2010-2019 (\$ billions)	BB/NI (%)	DV/NI (%)	(BB+DV)/ NI (%)
1	Apple	320	76	21	97
2	Oracle	119	127	24	151
3	Microsoft	113	54	44	98
4	JP Morgan Chase	97	41	30	70
5	Wells Fargo	93	46	34	81
6	Exxon Mobil	92	35	45	80
7	IBM	89	72	37	108
8	Cisco Systems	86	106	44	150
9	Pfizer	77	60	55	116
10	Bank of America	73	58	28	86

BB: Buyback, NI: Net Income, DV: Dividend

자료: Palladino and Lazonick (2022)¹⁰⁾

당기순이익은 1년간 수익을 나타내는 지표이나, 자기자본은 장기간의 기업활동이 누적된 지표이다. 따라서, 설립기간이 짧은 신생 기업이 아니라면 통상 자기자본이 당기순이익보다 크기 때문에, PER(price earning ratio)이 PBR(price earning ratio)보다 높은 경우가 일반적이다. PER(주가순이익 비율)은 시가총액을 당기순이익으로 나눈 값이고, PBR(주가순자산 비율)은 시가총액을 기업이 보유하고 있는 자기자본으로 나눈 값이다. 그러나, 주주환원 정책을 적극 시행하는 기업의 경우 그 비율이 반대로 나오는 경향이 발생한다. 2023년 3월 16일 현재 다우존스 지수 30개사 중 PBR이 PER보다 높은 기업은 홈디포, 애플, 암젠 등 3개사이다. 애플과 같이 주주환원 정책에 적극적인 기업의 경우 PBR이 PER보다 높은 경향을 보인다. 한국의 우량기업에서는 찾기 쉽지 않은 사례이다. 다우존스 지수 30개사 중 PBR 상위 10개사는 아래와 같다.

〈표 6〉 2010~2019년 10년간 자사주 매입 상위 기업 순위

No.	Company	PER	PBR
1	Home Depot	17.1	187.0
2	Apple	26.3	42.7
3	Amgen	19.2	34.2
4	Visa	29.8	12.7
5	Nike	33.8	12.0

10) Palladino, L. and Lazonick, W.(2022). "Regulating stock buybacks: the \$6.3 trillion question," *International Review of Applied Economics*, pp.1-25.

6	Coca-Cola	27.2	10.9
7	Microsoft	30.6	10.8
8	P&G	25.0	7.7
9	Honeywell	26.0	7.5
10	Caterpillar	17.3	7.1

자료: 2023.3.16. 기준 작성

2) 시사점

애플은 2022년말 현재 부분 자본잠식 상태이다. 애플이 2020년부터 2022년까지 3년간 벌어들인 당기순이익이 2,492억달러이다. 그러나, 애플의 자기자본은 해당 3년간 오히려 653억달러에서 507억달러로 감소하였다. 이익 발생에도 불구하고 자기자본이 감소한 이유는 자사주 매입 때문이다. 애플의 주주환원 정책으로 인해 부분 자본잠식이 발생하였다. 그러나, 애플이 세계 초우량기업인 점은 주지의 사실이다. 애플은 우량기업의 흑자형 부분 자본잠식 사례이다. 미국의 경우 애플뿐만 아니라, 오라클, 마이크로소프트, JP모건은행, IBM, 시스코, 화이자 등 다수의 우량한 기업이 주주환원 정책을 적극 시행하고 있는 상황이 확인된다. 따라서, 이러한 흑자형 자본잠식 기업에 대해서는 적자형 자본잠식 기업과 구별하여 평가할 필요성이 있다.

3. 소결

상기 사례분석에서 주주환원에 의한 자사주 매입 및 배당에 의해 우량기업이 완전 또는 부분 자본잠식 상태에 이르는 경우를 살펴보았다. 자본잠식에 이르는 수준의 극단적 주주환원 정책은 시장지배력이 확보되어 안정적 영업현금 흐름을 시현하고 있는 기업이 취할 수 있는 전략이다. 이 경우 손실 누적에 따른 통상의 부실기업의 자본잠식과 구별할 필요성이 높다.

요약하면, 무역보험공사는 자본잠식을 발생원인에 따라 흑자형 자본잠식과 적자형 자본잠식으로 구분하여 신용평가 방식을 달리 적용할 필요가 있다. 홈디포, 애플 등 자본잠식 우량기업에 대한 신용평가 시 특례평가 대신 일반평가 하는 것이 바람직하다고 사료된다. 다음장에서 자본잠식 상태이지만 채무불이행 위험이 현저히 낮은 우량 해외바이어에 대한 신용평가 개선방안을 제안하고자 한다.

IV. 개선방안 제안

1. 해외바이어 신용평가의 역할

국제무역에서 신용리스크는 수입자리스크 또는 상업리스크 등 다양한 용어로 통용된다. 국제 상거래에서 거래상대방의 신용리스크를 측정하는 것은 용이하지 않다. 이 점은 외환시장 등 다수 참여자의 거래시장이 존재하여 측정이 용이한 환율, 금리 등 시장리스크 지표와 구별되는 특징이다. 따라서, 국제무역에서 신용리스크를 효과적으로 비교 분석하는 방법으로 신용등급 평가의 역할은 중요하다. 정홍주 외(2017)는 수출기업이 해외거래선 발굴 대상 기업에 대한 신용정보를 조사하여 거래 여부를 결정하는 것은 손실 예방을 위해 반드시 필요한 절차라고 강조하였다.¹¹⁾

2. 무보의 해외바이어 신용평가 개요

한국무역보험공사는 약 485만개 해외바이어 신용정보를 보유하고 있다. 해당 데이터베이스는 1969년 무역보험법이 도입되고 1992년 무보가 설립된 이후 수십 년간 축적된 해외바이어 신용정보 노하우의 집적체이다.¹²⁾ 무역보험지원 심사과정에서 축적한 해외바이어 신용등급 및 영업중지·파산, 무역 보험사고 불량, 경제제재 불량 등 신용불량정보 4만여개, 자본잠식 기업 1만7천여개 등 총 5만7천여개의 신용불량 및 제한등급 기업 데이터 베이스를 구축하고 있다. 무보는 해외바이어 신용불량 DB를 보유한 국내 유일한 기관이다.

무보의 신용평가 개요를 평가모형, 평가항목 및 평가등급 관점에서 살펴보면 다음과 같다. 국외기업 신용평가 모형은 총 11개의 모형으로 구분된다. 국가, 산업, 기업규모 등에 따라 대기업-선진국, 중소기업-비제조업, 소기업-경공업, 재무미평가-선진국 등 모형으로 세분화된다. 평가항목 구성은 평가모형별로 다양하다. 대기업-선진국 모형의 경우 재무 및 비재무 평점을 합산하여 평가한다. 재무평점은 매출액, 자본금, 수익성, 안정성, 유동성, 활동성 등을 평가하여 산출하며, 비재무평점은 소재국가 신용등급, 기업 업력, 결제관행, 무역보험사고·소송 및 연체 등 불량정보, 산업위험도 등급 등을 평가하여 산출한다.¹³⁾

신용등급은 8단계로 평가된다. 신용등급은 A, B, C, D, E, F, G, R로 세분화되며 이중 A등급이 신용도가 가장 우수한 등급이다. A~F등급은 정상등급이다. G등급은 자본잠식 등 재무상황이 비정상적인 기업으로 무역보험 이용제한 등급이다. 2022년 G등급 평가건은

11) 정홍주 외(2017), 「무역리스크관리론」, 서울: 성균관대학교출판부.

12) 김경철(2022), “수출채권 미회수 리스크 및 무역사기 예방을 위한 해외바이어 신용정보 활용방안,” 「무역상무연구」, 제96권, p.90.

13) 상계논문, p.90.

6,985건이었고, 이중 자본잠식을 사유로 G등급 평가건은 1,342건이었다. R등급은 파산·영업중지, 연체, 무역보험사고, 경제제재 대상 등 신용도가 불량한 상태를 나타낸다.

〈표 7〉 2022년 무역보험공사 신용등급 평가 현황

신용등급	평가건	비중
A	2,198	4.2%
B	3,432	6.6%
C	6,305	12.2%
D	9,548	18.4%
E	8,837	17.1%
F	9,237	17.8%
G	6,985	13.5%
R	4,811	9.3%
기타	403	0.8%
합계	51,756	100.0%

자료 : 무역보험공사

3. 자본잠식 해외바이어에 대한 신용평가

무보는 자본잠식 기업에 대해 일반 기업과 달리 특례 신용평가 방식을 적용한다. 무보의 국외기업 신용평가는 일반신용평가와 특례신용평가로 구분된다. 일반신용평가는 국별·산업별·기업규모별 신용평가 모형에 따른 평점부여 방식(scoring model)을 따르는 시스템평가이다. 재무 및 비재무 신용평점에 따라 신용등급을 평가한다. 특례신용평가는 자본잠식, 영업중지·파산, 무역 보험사고 발생 등 특수한 상황의 기업에 대해 신용평가 모형을 적용하지 않고 등급 평가를 한다. 차이점을 정리하면, 일반신용평가는 평가항목별 값을 고려하여 등급을 판단하는 실질적 심사인 반면, 특례신용평가는 특정 조건의 해당여부에 따라 등급을 판단하는 형식적 심사이다.

〈표 8〉 무역보험공사 신용평가 방식 구분

평가방식	특징	내용
①일반신용평가	실질적 심사	국가, 산업, 기업규모별 신용평가모형에 근거하여 평점 부여 방식으로 신용등급책정
②특례신용평가	형식적 심사	자본잠식, 영업중지·파산 등 특수한 상황의 기업에 대해 신용평가 모형을 적용하지 않고 특례 적용기준 부합 시 해당 특례등급으로 신용평가등급 책정

자료: 무역보험공사 자료 정리하여 저자 작성

자본잠식 상태의 기업에 대한 특례신용평가를 구체적으로 살펴보면, ①납입자본금 전액이 잠식된 자 또는 ②최근 2년간 계속 적자경영이고 납입자본금의 2분의 1이상 잠식된 자에 대해 자본잠식 G급을 부여한다. 다만, 국제신용평가사로 부터 투자적격 등급을 받은 경우에는 예외적으로 등급 수정이 가능하다.

4. 자본잠식 해외바이어에 대한 신용평가 개선방안 제안

1) 개요

자본잠식 발생원인별 평가기준을 세분화할 필요가 있다. 현행 무보는 해외바이어 신용평가 시 자본잠식 요건에 해당하는 경우, 자본잠식 발생원인을 고려하지 않고 일률적으로 특례 G등급 평가를 하고 있다.¹⁴⁾ 현행 특례 G등급 평가 기준의 경직성을 개선하여, 흑자형 자본잠식 기업에 대한 신용평가 개선이 필요하다고 사료된다.¹⁵⁾

자본잠식 발생원인을 구분하여, 신용평가 기준을 현행 형식적 심사에서 향후 실질적 심사로 개선할 필요가 있다. 영업손실에 의한 적자형 자본잠식과 배당 및 자사주 매입 등 주주환원 정책에 의한 흑자형 자본잠식을 구분하여 기준을 개선할 것을 제안한다. 영업손실에 의한 자본잠식은 부실한 기업의 전형적 재무결과이므로 현행과 같이 엄격히 평가하는 것이 합리적이다. 그러나, 배당 및 자사주 매입에 의한 자본잠식에 대해서는 보다 탄력적 평가를 위한 기준 개선이 필요하다.

2) 유사 사례

개선방안 모색 시 동일한 취지의 개선사례를 살펴보는 것이 유용할 것이다. 자본잠식 상장사에 대한 실질심사를 도입한 한국거래소의 제도개선 사례를 참고할 수 있다. 한국거래소는 기업 경영난이 심화되는 어려운 경제 상황에서 기업 부담 완화와 투자자 보호를 위한 방안의 일환으로 2022년말 상장사 퇴출 기준을 합리화하였다.¹⁶⁾ 한국거래소는 퇴출제도 합리화를 위한 상장규정 개정을 추진하여 기존 형식적 상장폐지 사유였던 재무요건관련 사유를 실질심사 사유로 전환하였다.¹⁷⁾ 기존에는 재무 관련 상장폐지 사유가 발생한 경우 형식적 퇴출요건에 해당하여 곧바로 상장폐지 상황에 직면하였으나, 제도개선 이후 실질 심사를 통해 상장

14) 무디스, 한국신용평가 등 국내외 신용평가사의 신용평가 일반론 및 산업별 평가방법론 등을 살펴보면, 자본잠식 기업에 대한 일률적 평가방법은 제시되어 있지 않다.

15) 무보의 현행 규정상 자본잠식 해외바이어의 등급을 수정할 수 있는 유일한 예외 사유는 국제신용평가사 투자적격 등급이 있는 경우로 제한되어 있다. 다만, 실무상 해당 기업은 매우 제한적인 바, 흑자형 자본잠식 기업인 경우 투자적격 등급이 없는 경우에도 예외적으로 등급 수정할 수 있도록 기준을 완화할 필요성이 있다.

16) 한국거래소, "퇴출제도 합리화를 위한 상장규정 개정 예고", 보도자료 2022.11.15

17) 유가증권시장상장규정 제48조(상장폐지)

적격성을 인정받으면 구제 기회를 얻게 된다. 예를 들어, 기존 퇴출기준에 따르면 2년 연속 자본잠식률 50% 이상인 기업은 곧바로 상장폐지였지만, 금년부터는 상장적격성 실질 심사를 받을 수 있게 개선되었다. 상장기업이 일시적 재무상황 악화되더라도 곧바로 상장폐지의 위험에 직면하는 대신 재무구조 등을 개선하고 영업의 지속성을 확보하여 상장적격성을 유지할 수 있는 기회를 부여받게 되었다는 점에서 의의가 크다.

3) 개선방안 제안

본 연구는 무역보험공사가 신용평가 시 자본잠식 특례G급 예외 요건을 추가하여 평가기준을 개선하길 제안한다. 투명성과 수익성이 담보되는 해외바이어에 대해서는 자본잠식 특례평가 형식요건에 해당한다 하더라도 실질적 사유를 감안하여 신용평가를 할 필요가 있다. 즉, 완전자본잠식인 기업이라 할지라도 상장된 기업이며, 당기순익 2년 연속 흑자를 기록한 경우 일반평가를 하도록 개선을 제안한다.

일반평가를 적용할 경우 계량·비계량 모형에 따른 시스템등급 평가방식을 적용할 수 있다. 다만, 완전자본잠식의 경우 회사에 자본이 축적된 유사 기업 대비 취약성이 높은 점을 감안하여 자본잠식 조건 필터링을 적용하여 최종 등급을 한단계 하향적용하는 등 보완조치를 취하는 것도 가능하다. 이런 개선을 통해 자본잠식 해외바이어에 대한 신용평가를 형식적 심사서 실질적 심사로 전환하는 효과를 기대할 수 있다.

〈표 9〉 자본잠식 신용평가 기준 개선 제안

〈현행 기준〉

아래 대상자에 대해서는 자본잠식 G급으로 특례평가한다.

- ① 납입자본금 전액이 잠식된 자
- ② 최근 2년간 연속 적자경영이고 납입자본금의 2분의 1이상 잠식된 자

〈개선 제안〉

아래 대상자에 대해서는 자본잠식 G급으로 특례평가한다.

- ① 납입자본금 전액이 잠식된 자. **다만, 상장사로서 당기순이익이 최근 2년간 연속 발생한 자의 경우 일반평가한다. 이 경우 자본취약성 수준을 고려하여 필요한 경우 신용등급을 조정할 수 있다.**
- ② 최근 2년간 연속 적자경영이고 납입자본금의 2분의 1이상 잠식된 자

그러나, 과도한 주주환원 정책은 기업의 재무적 취약성을 크게 노출시키는 경영정책으로 평가할 수 있다. 거시경제 환경이 양호하여 지속적 잉여현금흐름이 발생 시 큰 문제가 될 여지가 없으며, 필요시 유상증자를 통해 자본확대가 가능하다. 반면, 거시경제 악화 및 경기침체 발생 시 리스크 요인으로 작용할 수 있다. 위기 발생시 정부 구제금융을 요청하는 행태에 대한 사회적 우려가 있으며, 이익은 사유화하고 손해는 사회화하는 도덕적 해이에 대해 비판

을 받고 있다. 따라서, 완전자본잠식의 경우 회사에 자본이 축적된 유사 기업 대비 취약성이 높은 점을 감안하여 최종 등급을 하향조정하는 등 보완조치를 취하는 것도 고려할 만하다.

V. 결론

본 연구는 자본잠식 유형을 발생 원인에 따라 영업손실 누적에 의한 적자형 자본잠식과 배당 및 자사주 매입 등 주주환원 정책에 의한 흑자형 자본잠식으로 구분하였다. 한국과 달리 미국에서는 유가증권시장에 상장된 기업 중 수익성은 높지만 자본이 잠식된 사례를 종종 관찰할 수 있다. 주주환원 정책으로 인해 이러한 패러독스가 발생할 수 있다는 점을 사례분석을 통해 살펴보았다. 흑자형 자본잠식은 영업부문에서 시장지배력이 확보되어 안정적 영업현금 흐름을 시현하고 있는 기업이 취할 수 있는 주주환원 전략의 극단적 사례이다.

본 연구는 무역보험공사 해외바이어 평가시 자본잠식 원인에 상관없이 해당 바이어의 신용등급을 자본잠식 G급으로 일괄 특례평가하고 무역보험 제한대상으로 취급하는 문제점을 지적하고, 흑자형 자본잠식 기업에 대한 신용평가를 현행 형식적 심사방식인 특례신용평가에서 향후 실질적 심사방식인 일반신용평가로 개선할 것을 제안한다. 투명성과 수익성이 담보되는 해외바이어에 대해서는 자본잠식 특례평가 형식요건에 해당한다 하더라도 실질적 사유를 감안하여 평가하는 것이 합리적이다. 따라서, 완전자본잠식인 기업이라 할지라도 상장기업이며, 당기순익 2년 연속 흑자를 기록한 경우 일반평가 방식을 적용하길 제안한다.

이런 개선을 통해 자본잠식 해외바이어에 대한 신용평가를 형식적 심사에서 실질적 심사로 전환하는 효과를 기대할 수 있다. 본 연구 결과를 활용하여 무역보험공사의 해외바이어 신용평가가 개선되고, 수출기업에 대한 적극적 무역보험지원에 도움이 되길 기대한다.

참고문헌

- 김경철(2022), “수출채권 미회수 리스크 및 무역사기 예방을 위한 해외바이어 신용정보 활용 방안,” 「무역상무연구」, 제96권, pp.77-100.
- 설원식·김수정·장호윤(2004), “자사주 매입이 기업의 배당 및 장기성과에 미치는 영향,” 「산업경제연구」, 17(4), pp.1291-1315.
- 정홍주 외(2017), 「무역리스크관리론」, 서울: 성균관대학교출판부.
- 유진호(2008), “미국 연방 증권거래법 Section 10(b) 상의 사기 및 시세조정적 행위금지 규정에 관한 연구,” 「외국법제정보」, Vol. 8, pp.30-50.
- 이신(2019), “재무비율과 자본잠식간의 관련성에 관한 연구-저비용 항공산업 사례,” 「한국항공

- 경영학회 추계학술발표논문집, pp.1-12.
- 임창우(2015), “자본잠식의 상장폐지 예측력에 관한 연구,” 『회계정보연구』, 33(1), pp.179-210.
- 임충혁·구도훈·정창훈(2022), “지방자치단체 출자출연기관 자본잠식에 관한 연구,” 『한국지방공기업학회보』, 18(2), pp.69-93.
- Palladino, L. and Lazonick, W.(2022). “Regulating stock buybacks: the \$6.3 trillion question,” *International Review of Applied Economics*, pp.1-25.
- 한국법제연구원(2008), "미국 연방 증권거래법 Section 10(b) 상의 사기 및 시세조정적 행위 금지 규정에 관한 연구," 최신외국법제정보 2008 제8호, pp.29-50.
- 금융감독원 공시심사실(2022), "최근 상장폐지기업의 사전징후에 따른 시사점," 공시조사이슈분석2022-04호, 2022.11.2. 보도자료.
- 한국거래소, “퇴출제도 합리화를 위한 상장규정 개정 예고,” 2022.11.15. 보도자료.
- 한국무역보험공사, www.ksure.or.kr
- 한국학술지인용색인 Korea Citation Index, www.kci.go.kr
- www.statista.com

A Study on Improvement of Trade Credit Insurance Rating for Capital Impaired Foreign Buyers

Kyung-Chul Kim

Abstract

This study is to investigate the problem of credit rating by Korea Trade Insurance Corporation(KSURE) which evaluates overseas buyers in a state of capital impairment as G-grade regardless of the cause of capital impairment. This study classifies capital impairment into two types: deficit-type capital impairment due to accumulated operating losses and surplus-type capital impairment due to shareholder return policies such as dividends and treasury stock buybacks. It is proposed to improve the credit evaluation method on companies with surplus capital impairment from a formal review to a substantive review. This study is expected to improve credit rating of KSURE on overseas buyers for better support of trade credit insurance for exporters.

〈Key Words〉 trade credit insurance, capital impairment, credit ratings, share buyback, shareholder return policy