



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

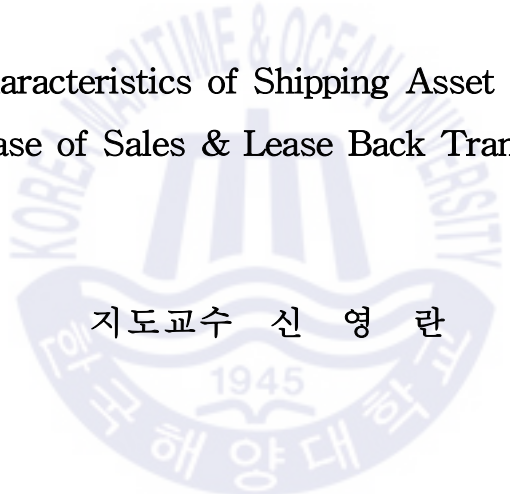
이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

해운산업 자산유동화 이용 기업의 재무적
특성에 관한 연구
- Sales & Lease Back을 중심으로 -

Financial Characteristics of Shipping Asset Securitization
: The Case of Sales & Lease Back Transactions



지도교수 신 영 란

2020년 2월

한국해양대학교 글로벌물류대학원

해운항만물류학과

윤상호

본 논문을 윤상호의 경영학석사 학위논문으로 인준함.

위원장 김 치 열 ㉠

위 원 김 환 성 ㉠

위 원 신 영 란 ㉠



2019년 12월

한국해양대학교 글로벌물류대학원

< 목 차 >

국문초록	v
Abstract	vii
제1장 서론	1
제1절 연구의 배경과 목적	1
제2절 연구의 방법 및 구성	3
제2장 이론적 배경	4
제1절 해운업의 특성	4
1. 시황의 변동성	4
2. 원가 차별화의 제한성	5
3. 선종별 사업의 이질성	6
제2절 우리나라 해운업의 경영현황	7
1. 타인자본 의존도	7
2. 비즈니스 모델의 단순성	8
3. 의사결정 역량의 취약성	8
제3절 해운업의 금융 형태	9
1. 은행을 통한 조달	9
2. 자본시장을 통한 조달	13
3. 특수한 형태의 조달	15
4. 사후적 금융	18
제4절 자산유동화 관련 연구	19
1. 자산유동화의 일반적인 의미 및 특징	19
2. 부동산 자산유동화 연구	21
3. 해운기업의 선박 매각후재용선(Sales & Lease Back) 현황	22

제5절 주요 재무비율의 이해	23
1. 재무비율 분석의 의의 및 체계	23
2. 성장성 분석비율	25
3. 수익성 분석비율	26
4. 유동성 분석비율	27
5. 안정성 분석비율	27
제3장 연구설계	29
제1절 연구가설	29
제2절 연구설계	30
제3절 자료의 수집 및 분석방법	32
1. 표본설계	32
2. 분석방법	32
제4장 실증분석	33
제1절 성장성 분석 결과	33
제2절 수익성 분석 결과	35
제3절 유동성 분석 결과	37
제4절 안정성 분석 결과	39
제5장 결 론	41
제1절 연구결과의 요약	41
제2절 연구의 한계점과 시사점	43
참고 문헌	44
<국내 문헌>	44
<외국 문헌>	46

<표 목차>

<표 2-1> 국내3사 2016년 장기차입금 구성	5
<표 2-2> 우리나라와 해외 주요해운기업의 부채비율 추이	7
<표 2-3> 한진해운의 사업별 비중	8
<표 2-4> 우리나라 상업은행의 해운업종 여신 분포	10
<표 2-5> 우리나라 시중 지방은행의 해운업종 여신규모 및 비중	11
<표 2-6> 중국의 주요 선박리스회사	16
<표 2-7> 금융의 분류	17
<표 2-8> 세계 각국의 해운금융 지원 사례	18
<표 2-9> 세계 주요 선박금융 취급 상업은행 및 공적수출금융기관	19
<표 4-1> 성장성 분석표	33
<표 4-2> 선박 자산유동화 기업 재무현황(매출액성장율, 자산성장율)	34
<표 4-3> 수익성 분석표	35
<표 4-4> 선박 자산유동화 기업 재무현황(자산·자본·매출액 영업이익율)	36
<표 4-5> 유동비율 분석표	37
<표 4-6> 유동부채와 유동자산 분석표	38
<표 4-7> 선박 자산유동화 기업 재무현황(유동비율, 유동자산, 유동부채)	38
<표 4-8> 부채비율 분석표	39
<표 4-9> 부채증감율과 자본증감율 분석표	40
<표 4-10> 선박 자산유동화 기업 재무현황(부채비율, 부채증감율, 자본증감율)	40

<그림 목차>

<그림 2-1> 건화물선, 컨테이너선 운임 및 유가, 환율의 변동률 추이	4
<그림 2-2> 컨테이너선 대형화에 따른 단위당 비용 감소 추이	6
<그림 2-3> 선박증권화 금융 구조	12
<그림 2-4> 전 세계 해운기업 공개모집 규모 및 건수 추이	13
<그림 2-5> 선박펀드 운용 구조도	14
<그림 2-6> 세일앤리스백 구조	22



국문초록

해운산업 자산유동화 이용 기업의 재무적 특성에 관한 연구 - Sales & Lease Back을 중심으로 -

윤 상 호

글로벌물류대학원 해운항만물류학과

본 연구에서는 해운기업이 보유한 자산을 활용한 금융기법으로써 선박을 정책금융기관에 매각후재임대(SLB: Sales & Lease Back)하는 금융프로그램에 참여한 기업이 갖는 특성 가운데 재무적 특성 정보를 기술적인 통계분석을 함으로써 해운기업이 보유한 어떤 재무적 특성이 SLB 프로그램 참여와 정의 상관관계를 갖는지를 조사하였다. 이러한 연구결과를 통하여 SLB 프로그램을 개발하고 운영하는 정책금융기관, 그러한 금융서비스를 이용하는 해운기업 등 관련 주체들의 사업 효율성과 효과성을 높이기 위해 연구를 진행하였다.

기술적 통계분석을 통한 해운기업의 재무적 특성에 대한 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 성장성 분석에서는 매출액 성장성의 감소보다는 자산 성장성 감소가 SLB 프로그램 참여와의 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 해운기업 및 SLB 프로그램의 특성을 고려할 때 자산 감소의 지속 또는 감소폭이 증가 될 때, 주요자산인 선박을 이용한 금융상품의 활용 필요성이 높아지는 것으로 해석된다.

둘째, 수익성 분석에서는 ROE(자기자본수익율)의 감소보다는 ROA(자산수익율)의 감소가 SLB 프로그램 참여와 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 자산매각을 통해 수익성을 높이고 부채비율을 낮추어서 채권자의 이해에 부합되는 금융 행위를 하는 경향이 있

는 것으로 해석된다.

셋째, 유동성 분석에서는 유동비율의 변화에 따른 영향은 낮은 것으로 나타났으나 유동부채의 증가는 SLB 프로그램 참여와 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 유동자산보다는 유동부채의 변화(증가)에 따라 해운기업이 유동성 확보 필요성을 더 민감하게 느끼게 되고 자산을 활용한 금융프로그램에 참여하는 것으로 분석된다.

넷째, 안정성 분석에서는 단순한 부채비율의 증가 또는 자기자본 감소는 SLB 프로그램 참여와 유의한 상관관계가 파악되지 않았으나 부채비율 평균이 감소하던 추세가 증가하는 추세로 바뀌는 상황에서 SLB 프로그램 참여와 유의한 상관관계를 보이고 있다. 즉, 부채비율이 감소하다가 증가하는 것으로 흐름이 바뀔 때 운영자금을 지원한 대출 금융기관의 상환요구가 커지고 이에 대응 필요성이 높아지는 것으로 이해된다.

향후 SLB 프로그램의 활용사례가 증가하고, 이러한 금융프로그램을 운영하는 정책금융기관 또는 민간금융기관이 늘어나고 SLB 프로그램의 활용사례가 증가하여 연구대상의 표본이 축적됨으로써 다양한 관점에서의 연구가 이어질 것으로 기대한다.

키워드: 해운산업 자산유동화, 기업의 재무적 특성, 매각후재임대

Abstract

Financial Characteristics of Shipping Asset Securitization : The Case of Sales & Lease Back Transactions

Yoon, Sang-Ho

Department of Shipping and Port Logistics
Graduate School of Global Logistics

In this study, as a financial technique of using assets held by a company, through technical statistical analysis on changes in financial characteristics a study was made on how the financial characteristics presented by shipping firms positively correlate with the Sales & Lease Back(SLB) transactions - among the characteristics of shipping companies that applied for participation in the sales & lease back program after sale of ships owned by the shipping company to a policy-making financial institution. Research was conducted in order to provide a basis for providing information that can increase efficiency and effectiveness for the related entities in terms of advancing business, to those such as policy-making financial institutions that develop and operate SLB programs, and shipping companies that use such financial services through recognizing and understanding the financial characteristics of shipping companies and the application of SLB programs in advance.

The results of research through technical statistical analysis are as follows.

First, growth analysis shows that the decrease in asset growth rather than the decrease in sales growth is highly correlated with the application for SLB programs. Considering the characteristics of a shipping company and the characteristics of the SLB program, when the decline in assets continues or size of decline increases, the availability of financial instruments using ships – a major asset, increases.

Second, profitability analysis showed that the decrease in return on assets (ROA), rather than the decrease in return on equity (ROE), is highly correlated with the application for SLB programs. In other words, the possibility of financial activities in line with the interests of creditors through sale of assets – increasing the asset profitability and lowering the debt to equity ratio which will increase.

Third, the liquidity analysis showed no significant impact on the change in the current ratio, but it was found that the increase in current liabilities was significantly correlated with the application for SLB program. In other words, an increase in current liabilities rather than a decrease in current assets makes shipping companies more sensitive to the need to secure liquidity and is influenced to use financial programs using assets.

Fourth, in the stability analysis, there was no significant correlation found between the increase debt to equity ratio or decrease in equity capital with the application for SLB program. In other words, it is understood that the sensitivity towards necessity for response of financial institutions which supported working capital in response to change in the flow of debt to equity ratio is high.

In the future, I look forward that there is increase in the use of SLB programs

and the number of policy-making financial institutions or private financial institutions that run these kind of financial programs - leading to increase of research specimen, so that various studies from diverse perspectives can be conducted. I hope that this research becomes the basis for in-depth and diverse study on the shipping industry related finance.

Key words: Shipping Asset Securitization, Financial Characteristics, Sales & Lease Back Transactions



제1장 서론

제1절 연구의 배경과 목적

호황기에 축적된 해운기업의 풍부한 유동성과 조선소 선박 건조기술의 발달에 따라 초대형선박 건조가 가능해져서 해운시장의 선복(Space) 공급이 크게 늘어 난 반면에, 2008년 리먼 사태로부터 촉발된 세계 경제성장률의 급격한 위축에 따른 수요 감소는 해운시장에서 수요와 공급의 불균형을 만들어 내며 장기침체를 불러왔고, 이는 현재까지도 이어지고 있다. 이러한 해운 환경변화에 선제적으로 대응하지 못한 원가경쟁력이 낮은 해운기업들은 경영위기에 빠지고 일부는 M&A¹⁾를 통해 사업을 접는 상황이 발생하였으며 2017년 2월 세계 7위의 컨테이너 운송선사 한진해운이 파산함으로써 글로벌 해운시장에 큰 충격을 주었다.

최근 조선 기술의 발달에 따른 단위 기간별 선박 건조수량이 대폭 늘어남에 비해서 해상운송 수요의 성장세는 낮은 상황이 이어지고 있어 해운산업 경기 사이클은 더 이상 과거와 같은 패턴을 보여주지 않는다.

이러한 환경변화에 제대로 대응하지 못한 해운기업의 경우, 선박 투자 시기 등 중요한 의사결정이 잘못되어 완전경쟁의 특성을 갖는 해운시장에서 경쟁에 뒤처지게 된다. 해운업의 불황이 장기간 이어지고 자본시장으로부터 직접 자금을 조달하는 직접금융(주식, 회사채 발행 등) 또는 간접금융(금융기관의 대출 등)을 통한 기업 운영에 필요한 유동성 공급이 더 어려워져 해운기업은 재무건전성 유지에 어려움을 겪게 된다.

1) M&A(Mergers & Acquisitions)란 외부 경영자원 활용의 한 방법으로 기업의 인수와 합병을 의미한다.

즉, 수요와 공급의 지속적인 불균형에서 야기된 장기불황은 해운기업의 유동성 확보를 어렵게 만들고 금융비용 증가를 불러와서 원가경쟁력 및 수익성이 낮아져서 선박 확보 등 주요 사업자산 확보에 대한 적기 투자를 어렵게 만드는 악순환의 고리가 이어진다.

우리나라 해운업 활성화를 위해서는 위기의 해운기업에 대한 여러 국가의 금융지원 사례를 살펴보고 해운기업의 재무적 상황에 맞는 금융지원이 절실하다. 본 연구에서는 선박을 활용한 유동성 공급과 사업 지속을 위해 선박을 다시 용선하는 전략적인 금융기법인 Sales & Lease Back(SLB) 프로그램과 해운기업의 재무적 특성에 대한 분석을 진행하였다.

하지만 대부분의 자산 유동화 관련 선행연구에서는 자산 유동화가 기업가치 변동에 미치는 영향(사후 영향도 분석) 등에 국한되거나 대상 자산의 증권화를 통한 유동성 확보에 관한 연구에 제한되는 경향을 보인다. 해운업이 활력을 되찾고 발전하기 위해서는 해운업 금융과 기업특성(재무적, 비재무적 특성)에 관한 연구가 더 늘어날 필요가 있다.

본 연구의 목적은 국내 해운기업의 성장성, 수익성, 유동성, 안정성과 같은 주요 재무적 특성의 변화와 SLB 프로그램 참여와의 상관관계를 기술적 통계분석을 통해 연구함으로써 해운기업의 재무적 특성에 관한 이해를 높이고 그간 부족했던 해운업에서의 자산 유동화에 관한 연구를 촉진하는 데 있다.

향후 이러한 이론적, 실증적인 분석기법을 활용한 연구 결과물들이 축적되고 이를 활용한 해운기업, 정책금융기관, 민간상업금융기관, 정부 관련부처 등 각 주체별 생산적인 아이디어 도출을 위한 초석이 될 것으로 기대된다.

제2절 연구의 방법 및 구성

본 연구에서는 해운업 금융프로그램 가운데 최근 활용성이 높아지는 매각후재용선(Sales & Lease Back)에 대한 기업의 재무적 특성을 연구의 대상 및 범위로 설정하였다.

SLB 프로그램에 관한 연구를 수행하면서 먼저 해운업의 특성에 대한 이해를 돕기 위해 세 가지 특성인 시황의 변동성, 원가 차별화의 제한성, 선종별 사업의 이질성에 대한 설명을 하였다.

다음으로 우리나라 해운업의 경영현황을 세 가지로 설명하였는데 첫째, 높은 타인자본 의존도 둘째, 단순한 비즈니스 모델 셋째, 취약한 의사결정 역량으로 요약된다. 그리고 해운업의 금융 형태에 대해 정리함으로써 우리나라 해운업에 대한 금융지원 실태에 대해 살펴보았다.

그리고 자산 유동화에 대한 일반적인 의의와 특징을 기술하고 해운업에 대한 자산 유동화 선행연구의 한계를 극복하기 위해 산업 특성상 유사성이 큰 부동산업 관련 선행연구 자료를 살펴보고, 해운기업의 선박 매각후재임대(SLB) 현황과 주요 재무비율 분석에 관한 선행연구를 살펴보았다.

제4장 실증분석에서는 기업의 재무적 특성을 주요 재무비율인 성장성, 수익성, 유동성, 안정성의 4가지로 분류하고, 자산 유동화 프로그램 참여에 대한 상관관계 분석을 위해 우리나라 정책금융기관이 운영 중인 자산 유동화 프로그램(SLB Program)에 참여한 25개 대상기업에 대한 정보를 한국기업데이터에서 운영 중인 신용정보시스템(CRETOP²⁾)을 통해 해당 기업의 재무적 데이터에 대한 정보를 수집하고, 이를 이용한 기술적 통계분석(Descriptive Statistics Analysis)을 하고 해운기업의 재무적 특성과 SLB프로그램 참여가 어떤 상관관계를 갖는지를 분석하였다.

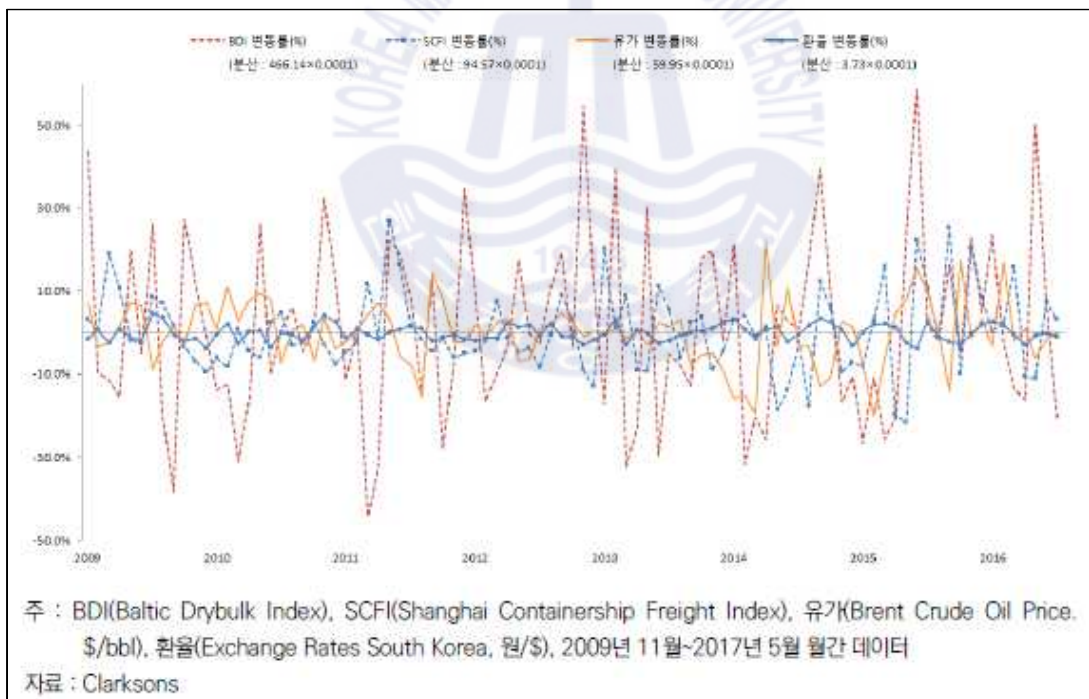
2) 한국기업데이터가 기업신용조사 등을 통해 구축한 기업신용정보, 벤처기업정보, 소비자신용정보, 각종 경제정보 등을 제공하는 인터넷 기반의 신용조회서비스이다.

제2장 이론적 배경

제1절 해운업의 특성

1. 시황의 변동성

Dry Bulk 해운 시황의 지표인 BDI(Baltic Drybulk Index)는 호황이었던 2008년 5월에 11,793포인트를 기록한 후 이듬해인 2009년 5월엔 1,782포인트로 급락하는가 하면, 컨테이너 시황지표인 SCFI(Shanghai Containership Freight Index)도 호황이었던 2010년 7월 1,583포인트를 기록한 후 지속적으로 하락하여 2016년 5월 400포인트 기록하여 다른 산업에서는 쉽게 볼 수 없는 롤러코스트 장세를 연출한 바 있다.



<그림 2-1> 건화물선, 컨테이너선 운임 및 유가, 환율의 변동률 추이

2. 원가 차별화의 제한성

해운기업의 원가는 크게 자본비용, 운영비용, 운항비용으로 구분할 수 있다. 연료비, 항비 등을 포함하는 운영 및 운항비용은 시장에서 결정되어 주어지는 외생변수들로서 해운기업이 관리 및 통제 가능한 영역에서 벗어난다. 자본비용은 선박 가격과 가중자본비용으로 결정이 되는데, 선박 가격은 선박확보 시기에 따라 매입가격이 크게 달라지며, 가중자본비용도 자금조달 원천에 따른 구성에 영향을 받는다. 원가 차별화가 가장 큰 부분은 자본비용이며 해운기업 경쟁력의 핵심요소라고 볼 수 있다.

<표 2-1> 국내3사 2016년 장기차입금 구성

(단위 : 억 원)			
구분	현대상선	대한해운	홍아해운
선박금융	13,659(72%)	3,416(84%)	549(82%)
기타 차입금	5,291(28%)	639(16%)	118(18%)
장기차입금 계	18,950(100%)	4,055(100%)	667(100%)

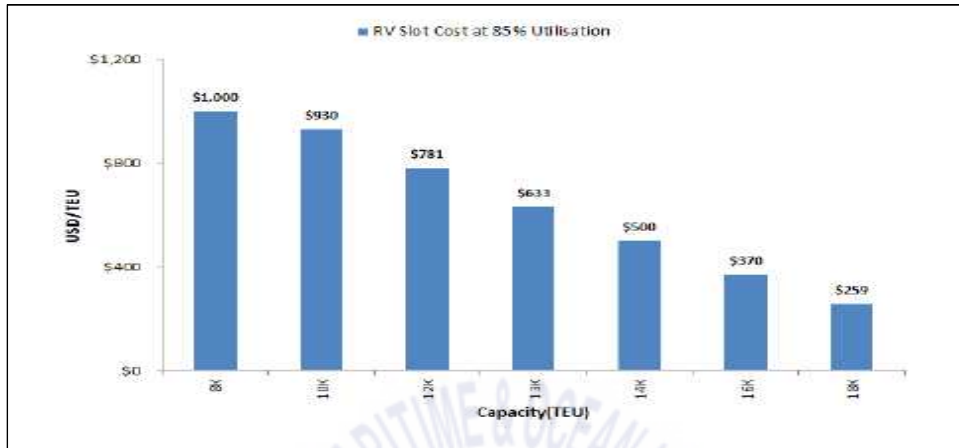
주 : 기타 차입금은 운영자금 등의 목적으로 차입한 자금의 합.
 자료 : 현대해상, “홍아해운 2016년 사업보고서”, 검색일: 2017. 05. 17.

해운기업 자본비용의 상당 부분은 선박확보를 위한 투자자금 조달에서 생긴다. 이는 장기차입금 구성에서 선박금융 비중이 상당히 높다는 데서 확인된다.

<표 2-1>은 국내 3사(현대상선, 대한해운, 홍아해운)의 선박금융 목적의 장기차입금 비중이 79.3%로 기타목적의 자금조달보다 훨씬 높은 비중을 보여주고 있다.

선박확보 시기에 대한 의사결정은 선종별로 다른 양상을 보인다. 컨테이너선의 확보는 컨테이너선 대비 상대적으로 독립적이고 다양하게 이루어진다. 그러나 컨테이너선의 확보는 얼라이언스 상황 등 시장 경쟁상황과 서비스 정시화 특성 등을 반영한 서비스 수준을 추가로 고려하여 판단한다. 컨테이너 초대형선 발주는 덴마크 머스크사의 Triple-E Class(18,000 TEU 급)³⁾ 이후 지금까지 이어지고 있다. 초대형선 발주는 건

화물선에 비해 서비스의 균질화, 표준화 수준이 높은 컨테이너선 시장에서 규모의 경제를 통한 비용경쟁력을 갖추기 위한 전략이다.



<그림 2-2> 컨테이너선 대형화에 따른 단위당 비용 감소 추이

자료 : Drewry.

<그림 2-2>은 기존 8,000 TEU급 선박의 단위당 Cost가 \$1,000이라 가정하였을 때, 18,000 TEU급 선박의 Cost는 \$259로 약 74%의 비용 절감이 발생함을 보여준다. 장기간 이어지는 해운업 불황에서 해운기업은 선박 대형화를 통한 단위당 비용 최소화를 추진하게 되고 이러한 원가경쟁력을 갖추지 못한 해운기업은 경쟁에서 어려운 상황에 빠지게 된다.

3. 선종별 사업의 이질성

컨테이너선과 건화물선 사업은 선박을 이용해서 해상운송 서비스를 제공하는 점에서는 유사하나 운영상 특성은 차이가 크다. 특히 서비스의 정기성(컨테이너선 사업)과 부정기성(벌크선 사업), 항로별 복수의 선박투입 필요성(컨테이너선 사업)과 개별 선박별 독립적인 서비스 가능성(벌크선 사업), 수송화물 종류의 상이성 등 큰 차이가 있다.

- 3) 트리플 E란 규모의 경제(Economy of scale), 에너지 효율(Energy efficient), 친환경(Environmentally improved)을 의미한다.

제2절 우리나라 해운업의 경영현황

1. 타인자본 의존도

해운업의 특징 가운데 하나는 높은 타인자본 의존도이다. 이것은 상환해야 할 자본비용이 커서 불황이 이어지면 자본비용 상환을 위한 재무적 부담이 높아지게 된다.

국내 주요해운기업의 4년간 평균 부채비율은 해외 주요해운기업의 평균 부채비율보다 약 3.6배 높은 것으로 나타났다. 국내 주요해운기업들이 사업을 통해 축적한 자기자본의 활용도가 낮고 타인자본에 의존한 자금조달의 규모가 커서 해외 주요해운기업 대비 자본비용이 높아 경쟁력이 떨어지는 것을 의미한다.

<표 2-2> 우리나라와 해외 주요해운기업의 부채비율 추이

해운 기업	2013년	2014년	2015년	2016년	평균
한국 평균	944%	696%	1,030%	301%	743%
현대상선	1,185%	959%	2,007%	350%	1,125%
대한해운	202%	161%	267%	252%	221%
한진해운	1,445%	968%	816%	-	1,077%
해외 평균	196%	181%	190%	247%	204%
Maersk	75%	63%	75%	90%	76%
Hapag-Lloyd	138%	142%	120%	124%	131%
CMA-CGM	214%	188%	164%	279%	211%
COSCO	284%	246%	230%	219%	245%
MOL	202%	194%	243%	248%	222%
NYK	230%	192%	166%	245%	208%
K-Line	206%	162%	194%	326%	222%
Yang Ming	324%	329%	388%	736%	444%
Evergreen	190%	191%	214%	100%	174%
OOIL	101%	108%	103%	108%	105%

자료: 각사 Annual Report 및 KMI 작성.

2. 비즈니스 모델의 단순성

컨테이너선 사업과 벌크선 사업으로 구분되는 국내 해운업에 있어서 벌크선 사업은 선박취득 시점의 조정을 통한 위험관리가 가능하지만 컨테이너선 사업은 정기 서비스의 특성을 유지해야 하므로 시황변동 시에도 선박취득 시기 조정 등을 통한 위험관리가 어렵다. 사업 포트폴리오가 단순할 경우, 해당 선종의 시황이 상승할 때 큰 수익을 창출할 수 있으나 반대로 시황이 하락할 때 대규모 손실을 회피할 수 없다. 따라서 비즈니스 모델의 포트폴리오를 선종별, 지역별로 다양화하는 것이 유리할 수 있으나 대부분의 국내 해운기업은 단순한 비즈니스 포트폴리오로 구성된 경향이 있다.

<표 2-3> 한진해운의 사업별 비중

구분	2014년		2015년	
	매출액(억원)	비중(%)	매출액(억원)	비중(%)
컨테이너	78,326	90.4	71,491	92.4
벌크	6,149	7.1	5,205	6.7
기타사업	784	2.5	659	0.9
합계	85,169	100	77,355	100

자료: 한진해운 IR 자료.

3. 의사결정 역량의 취약성

국내 해운기업들은 호황기에 선박을 비싼 가격에 구입하고 불황기에 싼 가격에 매각하는 ‘경기 순환적’ 투자를 해왔으나 주요 해운국인 그리스는 우리나라와 반대의 경향을 보인다. 이는 그리스의 경우처럼 수십년 이상 대를 이어서 해운업을 영위해온 오너 경영체제 중심의 의사결정 역량과 국내 해운기업의 경우처럼 단기간의 경영성과에 따라 의사결정권자가 쉽게 변동되는 환경 차이에서 이유를 찾을 수 있는데 결과적으로 그리스의 해운기업보다 국내 주요해운기업 의사결정권자의 전문성이 취약하다. 즉 국내 주요해운기업의 의사결정권자 평균 해운업 종사 기간이 해외 주요해운기업에 비해 상당히 짧고 의사결정에 대한 경험과 숙련도가 낮다.

제3절 해운업의 금융 형태

통상 선박금융은 선박취득에 활용되는 자금조달방식을 의미하고, 해운 금융은 해운 기업이 활용하는 모든 방식의 자금조달 방법을 포함하고 있다. 해운 금융에 대해 은행과 자본시장을 통한 조달, 특수 형태의 조달, 사후적 조달로 나누어 살펴본다.

1. 은행을 통한 조달

1) 공적 금융기관

외국 선주가 우리나라 조선소를 통해 선박 발주를 할 경우 공적 금융기관은 선박 수출을 장려하기 위해 정부 신용을 이용한 장기저리의 경쟁력 있는 수출금융을 제공하는 경우가 있다. 이러한 금융은 선박을 인도하는 시점을 기준으로 인도 전 금융과 인도 후 금융으로 구분할 수 있다.

선박 인도전 금융은 통상 해운기업이 직접 투자하는 계약금을 제외한 중도금에 대한 자금을 조달하는 용도로 사용되며, 건조 중이라서 담보권을 설정할 수 있는 선박이 없으므로 선박을 건조하는 조선소의 주거래 은행이 발행하는 환급보증서⁴⁾를 근거로 금융을 제공하게 된다. 한편 인도 후 금융은 조선소로부터 선박을 인도 후 일정 기간 동안 선사에 금융을 제공하는 것을 말한다.

4) 조선소가 계약을 이행하지 못하여 계약이 취소되는 경우 받은 선수금을 돌려준다는 보증서이며 선주가 인정하는 은행에서 발행한다.

2) 상업은행

(1) 기업대출

기업대출은 재무구조, 수익성, 담보능력이 잘 갖추어져 금융기관의 입장에서 상환능력이 안정적이라고 판단되는 대형 선사들에게 주로 기회가 주어지며 낮은 금융비용의 상환 시기가 탄력적인 자금조달 방식이라는 장점이 있다. 기간 대출은 대출금액의 규모, 기간 등을 특정하여 자금을 조달하는 방식이며, 회전 대출은 금융기관이 차입자의 신용도를 고려한 자금대출 한도를 사전에 정해두고 약정기간 동안 차입자가 자유로이 그 한도 이내에서 인출이 가능한 용자방식으로 금융기관은 항상 인출자금을 준비해두어야 한다. 회전 대출은 자금조달 측면에서의 유연성을 가지며, 이러한 유연성 제공을 이유로 기간 대출에 비해 금리가 높게 형성된다.

<표 2-4> 우리나라 상업은행의 해운업종 여신 분포

구 분	(단위 : 조 원, %)			
	해운업종 여신규모	기업여신 전체규모	해운업종 여신비중(%)	중소선사 여신비중(%)
전체	5.74	998	0.58	37.1
국내 시중은행	4.83	845	0.57	31.8
외국계 시중은행	0.26	59	0.43	2.6
지방은행	0.66	94	0.70	79.0

주: 해운업 여신 규모, 전체 여신 규모는 2015년 말, 중소선사 비중은 2015년 3월 기준 자료.
자료: 한국신용평가.

우리나라 상업은행의 해운업종 여신 규모는 2015년 말 기준으로 약 5조7,400억 원으로 전체 기업 여신 998조원 대비 약 0.58%에 그친다. 이 중 중소선사의 여신 비중이 약 37.1%로 우리나라 상업은행의 해운 금융은 중소선사보다 대형선사 위주로 이루어

지며, 특히 외국계 시중은행의 중소기업 여신 비중은 2.6%에 그쳐 대형선사 위주의 여신이 압도적임을 알 수 있다. 그러나 지방은행의 중소기업 여신 비중은 약 79.0%로 대형선사 중심의 여신보다는 지역적인 특성을 더 반영한 것으로 이해된다. 즉 대형선사의 여신은 일반 시중은행, 중소기업의 여신은 지방은행을 통해 이루어진다.

<표 2-5> 우리나라 시중 지방은행의 해운업종 여신규모 및 비중

단위 : 조 원, %

구분	국민	우리	신한	하나	SC	씨티	부산	경남	광주	전북	제주
해운 여신	0.67	1.27	1.01	1.88	0.26	0.00	0.56	0.03	0.05	0.01	0.02
전체 여신	223	211	202	209	32	27	37	27	15	11	4
비중	0.3	0.6	0.5	0.9	0.8	0.0	1.5	0.1	0.3	0.1	0.6

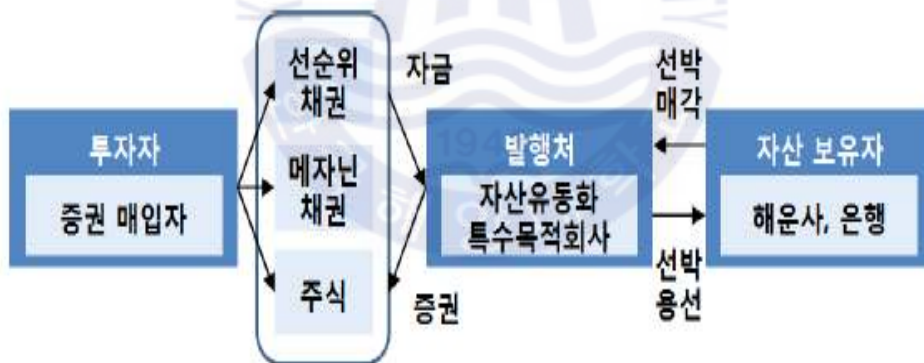
주: 2015년 말 기준 자료.
자료: 한국신용평가.

(2) 자산담보부 대출

선박금융에서 주로 이용되는 대출방식으로써 선박담보 및 용선계약 등 보장된 현금 흐름에 담보를 설정하여 대출하는 방식의 금융이지만 해운산업이 시황 변동성이 큰 고위험산업이고 고액의 선박 가격에 따른 금융 규모가 커서 일반적으로 공동대출의 형태를 취한다. 공동대출은 위험분산이 가능하여 대규모의 대출이 쉬워지고 선박금융에 대한 전문성이 부족한 은행도 주간사 은행의 주도에 따라 금융에 참여할 수 있는 장점이 있다. 담보권의 대상은 선박, 운임, 보험 등이 될 수 있으며 일반적으로 개별선박회사 단위로 이루어진다. 개별선박회사의 경우 해당 선박을 다른 채권 클레임과 분리할 수 있어 담보권 행사에 유리하다.

(3) 자산 증권화(Asset-backed Securitization)

자산 증권화는 자산 자체의 유동성이 낮지만 현금 창출능력을 보유하고 있는 부동산, 매출채권, 주택 저당채권, 기타 재산권 등과 같은 자산을 기초로 하여 증권을 발행하여 유동화하는 방식으로, 기초자산의 유동성을 높이는 금융방식을 말한다. 선박은 운임 및 대선료라는 현금흐름을 생성하는 영업자산이므로 이를 바탕으로 자산유동화 증권을 발행할 수 있다. 해운기업은 자금조달 수단의 다양화, 투자자 기반의 저변 확대, 재무비율 개선 등에서 유리하다. 그리고 발행을 주관하는 금융기관도 선박에 대해 유동성을 빠르게 확보하고, 선박의 유동화 과정에서 여러 신용보강 장치를 두게 되므로 유동화한 증권의 원리금 상환능력이 개선되어 상환 안정성이 높아지게 된다. 일반 투자자 입장에서도 선박유동화증권은 신용등급이 동일한 타 증권보다 나은 안정성과 수익성을 확보할 수 있으므로, 선박유동화증권은 투자자에게 매력적인 유인을 제공한다고 볼 수 있다.



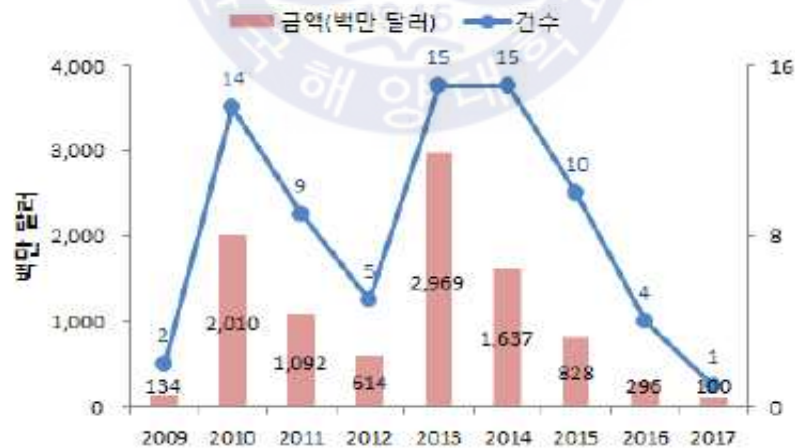
<그림 2-3> 선박증권화 금융 구조

자료: Maritime Economics(2008) 및 KMI 재구성.

2. 자본시장을 통한 조달

1) 공모주 발행

공모주 발행은 해운기업이 자금 확보를 위해 증권시장에서 기업의 주식을 직접 투자자들에게 발행하여 자금을 조달하는 방식이다. 이는 출자 형태의 자본조달방법이므로 대출과 달리 상환 부담 등이 없으며 한도액이 정해져 있지 않다는 특징을 가진다. <그림 2-4>는 세계 해운기업의 신규 공모주 발행 건수와 그 규모를 나타낸다. 저운임 국면으로 전환되었던 2010년에는 14건, 약 20억 1,000만 달러 규모의 신규 공모주 발행이 이루어졌으며, 이후 상황이 회복세에 접어들어 그 수가 감소하다가 2013년에 다시 15건, 29억 6,900만 달러 규모로 증가하였다. 2014년에도 15건의 신규 공모주 발행이 이루어졌으나 그 규모는 2013년의 절반 수준에 그쳤으며 이후 신규 공모주 발행은 점점 감소하는 흐름이다. 해운업의 특성인 폐쇄성과 배타성을 감안하면, 기업정보 공시의무 없이 개인 소유기업 형태로 유지되던 대형 해운기업들이 기업을 공개를 통해 자금조달을 하였다는 것은 그만큼 대규모 자금과 자본구조 전환을 위한 필요성이 컸던 것으로 이해된다.

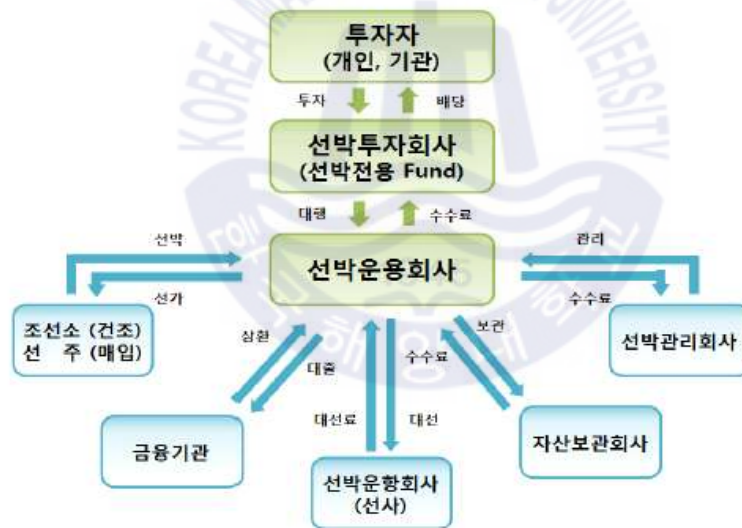


<그림 2-4> 전 세계 해운기업 공개모집 규모 및 건수 추이

자료: Clarksons.

2) 사모(Private Placements)

사모는 기업이 발행하는 주식, 채권 등을 소수의 금융기관 또는 투자자에게 직접 발행하는 비공개적 자금조달 방식을 의미한다. 사모는 해운기업이 정보를 많이 노출하지 않으며, 저렴한 금융비용을 부담한다는 점에서 공모보다 유리하지만, 유동성과 시장성이 크게 떨어진다는 약점도 있다. 사모를 통해 자금조달이 이루어지는 대표적인 금융기법인 선박 펀드는 선박투자회사법에서 규정한 선박 투자회사가 선박 펀드와 특수목적의 선박 운용회사를 구성하고 투자자로부터 모집한 자금과 금융사로부터 차입한 자금으로 선박 운용회사 소유의 선박을 건조하여 선박 운항회사(선사)에게 용선해주고 대선료를 받아 차입금과 부대 비용을 공제하고 잔여 수익금을 투자자에게 배당하는 방식으로 이루어진다.



<그림 2-5> 선박펀드 운용 구조도

자료: 국토교통부 및 KMI 제작성.

3) 채권발행(Bond Issue)

신용도가 높은 해운기업의 경우 채권발행을 통해 탄력적으로 대규모 자금 조달이 가능하다. 통상 약정기간을 10년 이상으로 길게 설정하여 해운 기업에게 안정적인 금융을 제공한다는 장점도 가진다. 하지만 저 시황 시기에 약정의 만기가 도래하면 해운 기업에게 불리한 측면으로 작용할 수도 있다. 또한 채권발행을 위해서는 일반적으로 신용평가를 받아야 하므로 금융부대비용이 다소 높고 해운기업의 정보를 공개해야 한다는 것이 부담으로 작용한다.

4) 메자닌 금융

선순위채권과 지분투자의 중간적 성격을 가지는 자금조달 방법으로 통상적으로 우선주, 후순위채권, 전환사채 등을 포함한다. 메자닌금융⁵⁾은 선순위 채권을 조달하는 입장에서 사실상의 지분이므로 해당 선순위채권의 원리금 상환 능력이 개선되어 안정성과 신뢰도를 높일 수 있는 도구가 된다. 선순위채권보다 위험이 높은 만큼 기대수익률이 높으며, 전환사채로 구성될 경우에 채권 금리는 다소 낮지만 향후 주식 전환에는 자본이득을 취할 수 있어 고위험 투자 경향의 투자자를 유인하는 수단이 될 수 있다. 투자자는 이에 따른 이자를 비용으로 처리할 수 있으므로 절세효과를 기대할 수도 있다.

3. 특수한 형태의 조달

1) 금융리스

금융리스를 제공하는 금융기관은 선박 확보자금을 조달하는 금융투자자로서의 한정

5) 채권과 주식의 성격을 모두 지닌 신주인수권부사채(BW), 전환사채(CB) 등을 말하며 주식을 통한 자금조달이 어려울 때 담보나 신용이 없어 대출을 받기 힘들 때 주식연계 채권 등을 발행해 자금을 조달하는 것임

된 역할을 수행하며, 해운기업은 금융리스를 이용하여 확보한 선박의 운영, 유지와 보수 등을 책임지는 형태이다. 즉 해당 선박의 법적 소유권은 금융을 제공한 리스 제공자에게 있으나, 실질적인 선박의 보유자는 해운기업으로 볼 수 있다.

<표 2-6> 중국의 주요 선박리스회사

분류	주요 리스사	
은행 계열	Industrial and Commercial Bank of China Financial Leasing Minsheng Financial Leasing Bank of Communications Financial Leasing	China Merchants Bank Financial Leasing China Construction Bank Financial Leasing Agricultural Bank of China Financial Leasing China Development Bank Leasing
조선소 계열	CSSC HK Shipping AVIC International Leasing	China COSCO Shipping Development Leasing OOOC Financial Leasing CIMC Capital
기타	CMIG Financial Leasing Far Fast Financial Leasing	China Haurong Shipping Financial Leasing Taiping & Sinopec Financial Leasing SIPG Financial Leasing

자료: Clarksons.

최근 대부분의 글로벌 선박 리스 회사는 중국계인데 이는 중국이 1990년대에 들어 급증한 선박 수요를 감당하고, 미국 달러 유동성이 부족한 중국금융기관의 한계를 극복하기 위한 방안으로 리스회사를 통한 금융기법이 활성화된 것에 기인한다.

2) 운용리스

운용리스는 해운기업이 임대자인 리스회사로부터 선박을 계약기간 동안 임차하여 이용하는 것으로, 선박확보에 따르는 금융과 선박의 소유 및 유지관리를 임대자인 리스회사가 부담하는 것이다. 리스회사가 선박확보에 대한 투자 의사 결정을 하여 자금을 조달하고 선박의 소유와 유지관리도 맡게 되므로 선박의 용선계약을 통해 계약기간 동안 선박을 임차한 해운회사는 연료비, 항비 등 운항경비에 대해서만 책임을 진다.

3) 매각 후 채용선(Sales & Charter-back)

해운기업이 선박을 투자자에게 매각하고 해당 선박을 다시 용선하여 사용하는 거래로, 용선을 조건으로 선박을 매각하는 금융계약 형태이다. 부채 규모를 줄이고, 선박 매각을 통해 추가 유동성을 확보하고 채용선 시 발생하는 용선료는 세법상 비용으로 처리할 수 있다는 점에서 유리하다. 투자자 입장에서는 선박 매입 이후 용선자가 확정되어 있어서 거래 및 정보비용이 추가로 발생하지 않고 채용선 계약 이후 안정적인 대선수입을 확보하는 이점을 가지게 된다. 하지만 선박 가격의 변동성이 크기 때문에 해운기업 입장에서는 채용선 계약기간이 종료된 이후 용선료 상승으로 인한 비용부담이 높아 질 수 있는 위험이 존재하고 리스회사는 용선료 하락으로 수익이 감소할 수 있는 위험을 부담하므로 선박의 매각·매입 시점에 대한 정확한 예측이 매우 중요하다.

위에서 언급된 자금 조달의 다양한 형태를 표로 요약하면 다음과 같다.

<표 2-7> 금융의 분류

분류	조달기관	조달형태
사적조달	· 비공개기업 사주 · 사적 투자자	· 주식(Equity), 대여금(Loan)의 형태의 사적매각(Private Placement)
은행을 통한 조달	· 수출금융기관(ECA) · 상업금융기관(Commercial Bank)	· 자산담보대출(Mortgage-backed Loan)의 경우 주로 협조융자(Syndicated Loan) · 기업대출(Corporate Loan)의 경우 회전 대출(Revolving Credit), 기간대출(Term Loan) · 조선소신용(Shipyard Credit), 증권화 등
자본시장을 통한 조달	· 투자은행(Investment Banks) · 증권회사	· 공개모집(Public Offering), 사적매각(Private Placement)을 통한 주식(Shares), 채권(Bonds) · 메자니(Mezzanine) 상품
특수한 형태의 조달	· 리스회사 · 선주회사 · 금융선주(선박투자회사 포함)	· 금융리스 · 선체용선(Bareboat Charter) · 매각후 채용선(Sales and Charter-back)

자료: KMI 작성.

4. 사후적 금융

사후적 금융은 해운기업이 비상 경영상태일 때 정부 및 정책금융기관이 해당 해운기업의 구조조정 지원을 목적으로 투입하는 금융을 의미한다. 신속한 유동성 지원 또는 구조조정 지원 등이 필요할 때 주로 정부 차원에서 금융지원이 이루어지며, 정부가 해운기업의 생존이 국가적 차원에서 중요하다고 판단할 때 부실화된 해운기업의 경영 정상화에 필요한 금융지원을 시행하는 것이다.

<표 2-8> 세계 각국의 해운금융 지원 사례

국가	지원방법	지원내용
미국	융자보증제도	선박 신/개조 시 원리금 상환을 정부가 보증
중국	선박대출센터	해운/조선사 자금조달 및 보증 관련 지원
독일	대출보증 및 KfW특별프로그램	Hapag-Lloyd 12억 유로 정부대출보증 KfW(정책금융기관) 150억 유로 중소 선사 지원
프랑스	투자전략기금(FSI)	CMA-CGM 1억 5천억 유로 유동성 지원
일본	선박투자촉진회사	자국 신조발주 촉진을 위해 자국 은행자금 지원

자료: 한국해양수산개발원, “세계 해운의 트렌드 변화와 우리나라 해운의 대응방향”, 2015년 CEO 초청 해운시황 세미나.

다수의 해운국가가 <표 2-9>에서와 같이 해운산업에 대한 정부의 개입이 필요하다고 판단하여 금융지원 조치를 진행하였다.

<표 2-9> 세계 주요 선박금융 취급 상업은행 및 공적수출금융기관

지역	상업은행	공적수출금융기관	
스칸디나비아	<ul style="list-style-type: none"> • DNB • Danish Ship Finance • Danske Bank 	<ul style="list-style-type: none"> • Nordea • SEB 	<ul style="list-style-type: none"> • GIEK(노르웨이) • Eksport Kredit Fonden(덴마크) • Eksportskredit(노르웨이) • Finnerva(핀란드)
유럽	<ul style="list-style-type: none"> • HSH • Nordbank • DVB Bank • KfW • IPEX-BANK Credit • Agricole • ABN Amro ING 	<ul style="list-style-type: none"> • Nord LB • BNP Paribas Credit • Suisse Societe Generale 	<ul style="list-style-type: none"> • SACE(이탈리아) • COFACE(프랑스) • Atradius(네덜란드) • Euler Hermes(독일)
아시아	<ul style="list-style-type: none"> • SMBC • CDB • ICBC 	<ul style="list-style-type: none"> • DBS • HSBC • Bank of China 	<ul style="list-style-type: none"> • KEXIM(한국) • Sinosure(중국) • Japan Bank for International Cooperation(일본) • Nippon Export and Investment Insurance(일본) • Export Import Bank of Malaysia(말레이시아) • K-Sure(한국) • CEXIM(중국)
기타	<ul style="list-style-type: none"> • Citi • Bank of America Merrill Lynch 		<ul style="list-style-type: none"> Ex-Im Bank(미국) Export and Finance Corporation(호주)

자료: Clarskon Research, Shipping Review and Outlook, Spring 2017, 검색일 : 2017. 05. 17.

제4절 자산유동화 관련 연구

1. 자산유동화의 일반적인 의미 및 특징

1) 자산유동화의 의미

김준태(2014)는 <자산유동화를 통한 기업자금조달의 구조 및 특성에 관한 연구>에서 자산유동화증권의 원리금 상환은 전통적 자금조달에서 차주 기업의 신용도에 의존하던 것에서 자산 유동화 대상 자산의 현금흐름으로 그 초점이 옮겨진다고 하였다.⁶⁾ 자산 유동화는 기업 자체의 가치나 신용도가 아닌 기업에 속해있는 특정 보유자산을 평가하고 그 보유자산에서 예측되는 미래의 현금흐름의 양과 수익성을 기반으로 하여

6) 김준태(2014), “자산유동화를 통한 기업자금조달의 구조 및 특성에 관한 연구”, 『전문경영인연구』, 제17권 제3호, pp.67-97.

발행되는 증권이 투자자에게 판매되는 것이다. 따라서 기업의 신용이나 가치가 시장에서 저평가되고 있는 경우, 주식과 채권발행을 통한 직접 금융방식의 자금조달은 금융 시장에서 가격경쟁력이 떨어지기에 기대한 만큼 자금조달이 이루어지지 않는 경우가 발생한다. 그러나 우량자산을 보유하고 있는 경우, 그것을 기초자산으로 하여 보유기업의 전체 위험으로부터 분리해서 증권을 발행하면 금융시장에서 높은 가격경쟁력이 생겨 자금조달이 쉬워지고 자원의 효율적 배분 측면에서도 최적화할 수 있다는 데에 자산 유동화 제도의 의의가 있다.

2) 자산 유동화의 특성

자산 유동화의 특성을 네 가지로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 자산유동화제도에서는 자금조달의 초점이 기업 전체의 내재가치에서 구체적인 유동화 대상 자산의 내재가치로 옮겨가게 되었다(Feeney, 1995). 원래 유동성이 없는 자산이 자산 증권화를 거쳐 시장에서 거래가 가능한 유동성이 있는 증권으로 변환되는 것이다. 이는 자금조달 기업의 금리부담을 낮추고 금융시장 투자자의 입장에서도 위험대비 기대수익률이 높아지므로 금융상의 유인이 크다.

둘째, 기업발행 주식은 기업이 존속하는 한 그 존재가 유지되고 기업이 도산하면 법적 절차를 거쳐 기업의 순자산이 주주들에게 배분되게 된다. 그러나 자산유동화증권의 발행기관은 그 자산이 소유자인 기업과 분리된 특별목적으로 설립된 법인이고 자산을 소유했던 기업이 도산하더라도 그 자산은 특별목적법인이 매입 또는 양도받은 것이므로 법적인 영향을 받지 않는다.

셋째, 자산 유동화의 기초가 되는 자산은 동산, 부동산, 채권(債權), 무형의 권리 등 다양하다. 그 예로서는 선박, 운송계약에 따른 현금흐름, 신용카드대금채권, 할부판매

대금채권, 수출대금채권 등이 있고 안정적인 현금흐름을 창출할 수 있다면 형태에 구분 없이 다양한 자산이 유동화 대상이 될 수 있다.

넷째, 기업의 자금조달, 자금관리, 위험관리 등 복합적이고 다양한 재무상의 목적을 동시에 달성하기 위한 자금조달기법으로 자산 유동화가 좋은 방안이 될 수 있다. 특히 은행과 여신전문금융회사와 같이 다양한 채권(債權)을 보유하고 있는 금융회사에게 활용도가 높은 금융기법으로 인식되고 있다.

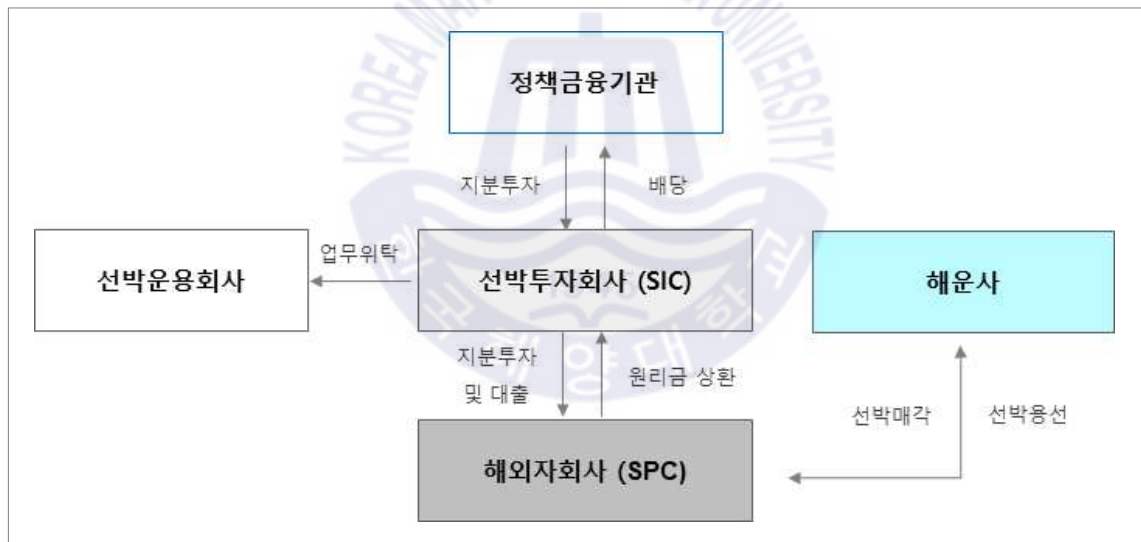
2. 부동산 자산 유동화 연구

기업은 통상적으로 경영활동을 위해 차입, 사채발행 등 타인자본을 유치하게 된다. 이때 기업이 보유한 부동산은 대출에 대한 담보 기능을 하고 기업이 저금리로 유동성을 확보하는데 활용도가 높다. 하지만 기업의 유동성이 현저히 부족할 경우 보유한 부동산을 부득이 매각하게 되는 경우가 발생한다. 기업부동산의 활용에 관한 의사결정은 부동산가격의 증감이나 기업특성의 변화에 따라 해당 기업의 미래가치에 큰 영향을 미친다. 기업부동산의 매입이나 매각에 관한 의사결정은 대규모 자금이 투입되거나 유입되므로 기업의 재무적 특성을 고려하여 진행되는 경향이 있다. 특히 신용도가 낮고 긴급 자본이 필요한 기업은 매각(Sales & Lease Back)을 통한 자본조달을 선호하는 경향이 있다.

3. 해운기업의 선박 매각후재용선(Sales & Lease Back) 현황

1) Sales & Lease Back의 의의 및 구조

해운기업이 보유하고 있는 선박을 금융기관 등 투자자에게 매각하고 동시에 그 선박을 당해 해운기업이 다시 용선하여 계약기간 동안 이용하는 거래로, 용선을 조건으로 선박을 매각하는 독특한 계약 형태이다. 자산의 매각을 통해 부채비율을 개선하고 유동성을 확보할 수 있으며, 발생하는 용선료는 세법상 비용 처리할 수 있다는 점에서 여러모로 유리하다. 반면에 사업을 위해 선박을 운용하지 않는 투자자의 입장에서 선박을 이용할 용선자가 이미 결정되어 있으므로 시장에서 용선주를 찾기 위한 위험을 부담하지 않고 안정적인 현금흐름을 확보할 수 있다는 이점을 가지게 된다.



<그림 2-6> 세일앤리스백 구조

2) Sales & Lease Back의 특징

해운업 SLB 프로그램의 특성은 일반적인 자산유동화제도의 특징과 유사하면서도

다른 특성이 있다. 이를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, SLB 프로그램은 자산을 활용한 증권화를 통해 유동화 하는 것과는 달리 실제 선박을 진성매각(True sale)함으로써 유동성을 확보한다. 즉, 단순히 자산자체가 갖는 담보 가치를 기업의 가치와 분리하여 유동화(증권화)시키는 것이 아닌 실제 자산 매각을 통해 유동성을 확보한다는 점에서 상이하다.

둘째, 자산매각을 통해 부채비율 및 유동성을 개선하는 금융기법의 일종이면서도 재용선 계약의 형태를 통해 해운기업이 영위하는 사업상 자산의 활용도가 훼손되지 않는 금융기법이다. 즉, 일반적인 자산 유동화(증권화)보다 본원적으로 해운기업의 재무적 상태를 실질적으로 개선시키는 효과가 크다. SLB 프로그램의 거래조건 가운데 BBCHP(국취부나용선계약)⁷⁾의 계약을 가질 경우 해운기업의 재무상황이 개선된 이후 다시 선박을 보유할 수 있는 옵션의 이용도 가능하다. 즉, 해운기업의 상황과 의사결정에 따라 다양한 재무적, 운영적 옵션을 갖게 되는 장점이 있다.

제5절 주요 재무비율의 이해

1. 재무비율 분석의 의의 및 체계

1) 비율분석의 의의

비율분석은 재무제표 각 항목 사이의 비율을 산출하여 회사의 경영성과와 재무상태를 분석하는 방법이다. 비율분석은 미국에서 금융기관이 자금대출 시 차입자의 단기채무 상환능력을 파악하기 위한 신용분석의 수단으로 사용한 데서 비롯되었다. 경영학의 발달과 함께 통계 등 사회과학의 분석기법이 많이 발전하게 됨에 따라 비율분석의 사

7) 외국국적의 배를 빌려와 일정 기간이 지나면 빌려 쓴 나라의 국적으로 바꾸는 것을 조건으로 하는 용선계약을 의미한다.

용범위도 늘어나고 있다.

재무비율은 특성에 따라 일반적으로 유동성 비율, 안정성 비율, 성장성 비율, 수익성 비율 등으로 분류된다. 유동성 비율은 회사의 단기 채무 상환능력을 나타내는 비율이며, 안정성 비율은 회사의 타인자본 의존도 및 손익확대 효과의 크기를 나타내며 자본의 배분과 자산구성의 안정성 수준을 측정하는 비율이다.

수익성 비율은 일정 기간의 사업성과를 분석하는 비율이다. 매출 수익성 비율은 기업이 벌어들인 전체 매출액 대비 이익을 얼마만큼 창출하고 있는지를 보여주는 비율이다. 그리고 자본 수익성 비율은 투자한 자본에 대한 이익의 비율, 즉 투자수익률을 나타내는 비율이고 자산 수익성 비율은 보유한 자산에 대한 이익의 비율을 나타낸다. 그리고 성장성 비율은 일정 사업기간 동안 자산, 수익 및 이익이 얼마만큼 증가했는지를 측정하는 비율이다.

2) 비율분석의 체계

(1) 재무상태표 비율분석, 손익계산서비율 분석 및 혼합비율 분석

재무상태표 비율과 손익계산서 비율은 일정 시점 또는 기간의 재무정보를 이용하는냐에 따른 차이가 있다. 재무상태표 비율분석은 일정 시점의 재무상태를 분석하는 것으로서 재무상태표에 나타난 정보를 대상으로 한 비율분석이다. 예를 들어 유동자산과 유동부채를 비교하거나 당좌자산과 유동부채를 비교하는 것은 재무상태표 비율분석에 포함된다. 손익계산서 비율분석은 일정 기간의 경영성과를 분석하는 것으로 손익계산서에 나타난 정보를 대상으로 한 비율분석이다. 예를 들어 매출액과 영업이익을 비교하는 것은 손익계산서 비율분석에 포함된다. 혼합비율 분석은 재무상태표 항목과 손익계산서 항목을 동시에 비교하는 비율분석이다. 즉 손익계산서 항목인 순이익과 재무상태표 항목인 총자본을 비교하는 것은 혼합 비율분석으로 분류 된다.

(2) 관계비율 분석과 구성비율 분석

관계비율 분석은 재무제표의 항목 사이의 관계를 비율로 나타내어 분석하는 방법으로 항목비율 분석이라고도 한다. 대부분의 재무비율은 관계비율 분석의 체계에 속해있다. 구성비율 분석은 손익계산서에서 매출액을 100%로 하여 각 항목을 매출액에 대한 백분율로 표시한다든지, 재무상태표에서 총자산을 100%로 하여 각 항목을 총자산에 대한 백분율로 표시하여 분석하는 방법이다. 구성비율 분석은 규모가 다른 기업들을 비교하거나 시계열 분석을 할 때 유용한 방법이다.

2. 성장성 분석비율

성장성 비율은 기업의 해당연도 경영 규모 및 성과가 전년도 대비 얼마나 증가하였는지를 나타내는 지표이다. 성장성 비율은 기업의 경쟁력이나 미래 수익 창출 능력은 간접적으로 나타내는 지표이다. 매출액증가율은 매출액이 전년도 대비 해당연도에 얼마나 증가하였는지를 나타내는 비율로서 매출액은 정상적인 영업활동에서 발생하는 영업수익이므로 기업의 외형적 성장세를 판단하는 대표적인 비율이다. 총자산증가율은 기업에 투입되어 운영된 총자산이 전년도 대비 해당연도에 얼마나 증가하였는지를 나타내는 비율로서 기업의 전체적인 외형적 성장 규모를 측정하는 지표이다. 자기자본증가율은 자기자본이 전년도 대비 해당연도에 얼마나 증가하였는지를 나타내는 지표로서 장부가치 기준으로 주주의 가치가 얼마나 늘었는지를 파악하는 성장지표이다. 순이익증가율은 기업 활동의 최종성과인 순이익이 전년도 대비 해당연도에 얼마나 증가하였는지를 나타내는 비율로서 매출액증가율이 외형적인 성장세를 보여준다면 순이익증가율은 실질적 성장세를 의미한다.

3. 수익성 분석비율

수익성이란 기업 활동의 결과로 나타난 일정 기간의 경영성과를 의미한다. 수익성 비율에는 매출 수익성 비율과 자본 수익성 비율이 있다.

1) 매출 수익성 비율

매출 수익성이란 매출에 대한 수익의 비중을 의미한다. 매출액총이익율은 매출총이익을 매출액으로 나눈 비율로서 기업의 총 수익성을 측정하는 비율이다. 매출액영업이익율은 영업이익을 매출액으로 나눈 비율로서 기업의 영업 수익성을 측정하는 비율이다. 매출액세전순이익율은 세전순이익을 매출액으로 나눈 비율이다. 이 비율은 경상 수익성을 나타내며 기업의 주된 영업활동과 함께 재무활동에서 발생한 경영성과를 동시에 포착할 수 있다. 매출액순이익율은 당기순이익을 매출액으로 나눈 비율이며 기업의 최종 수익성을 판단하는데 이용되는 비율이다. 즉, 영업활동과 재무활동 및 기타활동을 총망라한 경영활동의 성과를 최종적으로 평가하는 비율이다.

2) 자본 수익성 비율

자본 수익성이란 투입된 자본에 대한 수익률을 의미한다. 자본 수익성 비율에는 총자본영업이익률, 법인세전순이익률, 자기자본순이익률 그리고 총자본순이익률 등이 포함된다. 총자본영업이익률은 기업이 투자한 총자본에 대한 영업활동으로부터 얻는 이익의 비율이다. 총자본은 채권자와 주주가 제공한 자본이다. 따라서 이들이 공동으로 얻는 이익인 영업이익을 채권자와 주주가 공동으로 투자한 총자본과 비교하는 것은 의미가 크다. 즉, 기업 전체의 투자수익률로 볼 수 있으며 총자본영업이익률이 자본에 대해 지급해야 할 자본비용을 초과하느냐 아니면 그렇지 않느냐 하는 것은 기업의 부가 창출되느냐를 결정짓는 중요한 기준이 된다. 자기자본순이익률은 순이익을 자기자

본으로 나눈 비율로서 주주가 기업에 투자한 자본에 대해 벌어들이는 수익성을 측정하는 비율이다. 자기자본순이익율은 주주의 투자수익률을 나타내기도 하고 기업의 입장에서서는 사후적인 자기자본 비용의 대응치이기도 하다.

4. 유동성 분석비율

유동성이란 현금화될 수 있는 성질을 말한다. 기업이 높은 유동성을 유지하고 있다는 것은 1년 내에 만기가 돌아오는 단기 채무를 상환할 수 있는 능력이 있음을 의미한다. 유동비율은 유동자산을 유동부채로 나눈 비율로서 단기채무변제에 충당할 수 있는 유동자산이 얼마나 되는지를 나타내는 비율이다. 유동자산을 유동부채와 비교하는 이유는 단기 채무인 유동부채 상환능력의 원천을 유동자산에 두고 있기 때문이다. 유동비율이 100%일 때 기업의 유동성은 충분하지 못하다. 즉, 기업이 1년 안에 갚아야 할 유동부채만큼 유동자산을 보유하는 것으로는 유동성이 충분히 확보된다고 볼 수 없고 통상 유동비율이 200% 이상이어야 채권을 안전하게 상환할 수 있다고 볼 수 있다.

5. 안정성 분석비율

안정성 비율은 기업이 얼마만큼 타인자본에 의존하고 있는지를 측정하는 비율이며 일명 레버리지비율이라고도 한다. 레버리지 비율이 갖는 의미는 세 가지로 요약된다.

첫째, 레버리지비율은 기업경영에 따르는 위험을 누가 부담하고 있는지를 나타내 준다. 예를 들면 타인자본이 총자본 중에서 차지하는 비중이 클 경우, 기업의 위험은 주로 채권자들이 부담하게 된다. 둘째, 레버리지 비율이 높을수록 기업의 소유주는 적은 자기자본으로 기업을 지배할 수 있는 장점을 가진다. 셋째, 자산을 운영하여 얻는 수익률이 이자율을 초과하면 레버리지 비율이 높을수록 자기자본순이익률이 확대된다. 이와 같은 효과를 손익확대 효과라 한다. 부채비율은 부채를 자기자본으로 나눈 비율

이며 일반적으로 100% 이하를 표준비율로 본다. 즉, 부채가 자기자본을 초과하면 재무 위험이 증가하여 기업의 지급능력이 약화되기 쉽고 청산 시에 채권자에게 지급해야 할 금액이 커지므로 부채비율이 100% 이하가 되어야 한다는 것이다. 그리고 부채비율이 너무 높으면 기업소유주의 무책임을 조장할 위험이 있는데 소유주의 출자 원금이 상대적으로 적어서 투기적 경영활동이 실패하더라도 소유주의 부담손실이 적기 때문이다.



제3장 연구설계

제1절 연구 가설

해운기업의 유동성 확보 및 선박 운용 지속성을 담보하기 위한 자산 유동화 기법의 일환으로 이용되는 선박 매각후재용선(Sales & Lease Back) 프로그램 이용 참여와 이들 기업이 갖는 재무적인 특성 사이에 어떠한 관련성이 존재하는지 다음의 가설을 통하여 검증하고자 한다.

[가설 1] 해운기업 성장성 지표가 악화될수록 재무성과 악화에 따라 SLB 프로그램을 신청할 가능성이 증가할 것이다.

[가설 1-1] 매출액성장을 악화하는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 1-2] 자산성장을 악화하는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 2] 해운기업 수익성 지표가 악화될수록 유동성 확보를 통한 재무위험을 낮추기 위해 SLB 프로그램을 신청할 가능성이 증가할 것이다.

[가설 2-1] ROA(자산수익율)의 악화는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 2-2] ROE(자기자본수익율)의 악화는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 2-3] 매출액영업이익율의 악화는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 3] 해운기업의 유동성 지표가 악화될수록 재무안정성이 떨어지고 이에 따라 SLB 프로그램 신청 가능성이 높아질 것이다

[가설 3-1] 유동비율의 악화는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 3-2] 유동부채의 증가는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 3-3] 유동자산의 감소는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 4] 해운기업의 안정성 지표가 악화될수록 재무안정성이 떨어지고 이에 따라
SLB 프로그램 신청 가능성이 높아질 것이다

[가설 4-1] 부채비율의 증가는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

[가설 4-2] 자기자본의 감소는 SLB 프로그램 신청에 정(+)의 유의한 영향을 미친다.

제2절 연구 설계

비율분석법은 기업의 재무제표를 이용하여 사업성과를 평가하는데 사용되는 방법으로 기업의 경제적 상황을 설명해 줄 수 있는 재무비율을 계산하고 이를 산업표준과 비교하거나 특정 기업의 재무비율 추이와 비교하여 기업의 수익성(Profitability), 유동성(Liquidity), 안정성(Stability), 성장성(Growth)등을 분석하는 방법이다. 대표적인 재무비율분석은 유동성, 성장성, 수익성, 안정성 등으로 구분된다. 본 연구에서는 변수의 정의를 아래와 같이 하였다.

- 매출액 증감율 : $(\text{금년 매출액} - \text{전년 매출액}) / \text{전년 매출액} \times 100$, 기업의 사업 매출규모의 성장을 나타내는 지표
- 자산 증감율 : $(\text{금년 자산총액} - \text{전년 자산총액}) / \text{전년 자산총액} \times 100$, 기업의 총자산 규모 성장에 대한 성과를 나타내는 지표
- ROA(자산수익율) : $(\text{영업이익}/\text{총자산}) \times 100$, 기업의 총괄적 수익성을 나타내는 지표
- ROE(자기자본수익율) : $(\text{영업이익}/\text{자기자본}) \times 100$, 기업의 자기자본 성과를 나타내는 지표
- 매출액 영업이익율 : $(\text{영업이익}/\text{매출액}) \times 100$, 기업의 영업성과를 나타내는 지표

- 유동비율 : $(\text{유동자산} / \text{유동부채}) \times 100$, 기업의 단기 채무 상환능력을 나타내는 지표
- 유동부채 증감율 : $(\text{금년 유동부채} - \text{전년 유동부채}) / \text{전년 유동부채} \times 100$, 기업의 단기부채의 증감을 나타내는 지표
- 유동자산 증감율 : $(\text{금년 유동자산} - \text{전년 유동자산}) / \text{전년 유동자산} \times 100$, 기업의 단기자산의 증감을 나타내는 지표
- 부채비율 : $(\text{총타인자본} / \text{총자기자본}) \times 100$, 기업의 자본배분(자기/타인)의 안정성을 나타내는 지표
- 자기자본 증감율 : $(\text{금년 자기자본} - \text{전년 자기자본}) / \text{전년 자기자본} \times 100$, 기업의 순자산 가치의 증감을 나타내는 지표

본 연구는 총 5장으로 구성되어 있으며, 1장에서는 본 연구의 배경과 목적, 연구의 방법 및 구성을 기술하고 2장에서는 본 연구가 우리나라 해운업과 해운기업 그리고 그와 연관되는 금융기법에 대한 것에 초점이 맞춰져 있으므로 해운업의 특성, 우리나라 해운업의 경영현황, 해운산업의 금융방식, 자산 유동화 관련 연구와 주요 재무비율에 대한 선행연구를 정리하였다. 제3장에서 해운기업의 재무적 특성과 SLB 프로그램 참여와의 상관관계를 연구문제로 인식하고 지난 2년간 정책금융기관 SLB 프로그램에 참여한 기업에 대한 재무적 정보의 수집과 기술적 통계분석 방법을 설명하였다. 제4장에서는 해운기업의 재무적인 특성지표인 성장성, 수익성, 유동성, 안정성에 대한 분석 결과를 기술하고 마지막으로 제5장에서 연구결과의 요약, 시사점, 한계점에 대해 정리하였다.

제3절 자료의 수집 및 분석방법

1. 표본설계

정책금융기관이 운영 중인 2018년~2019년(2개년도)에 진행된 SLB 프로그램에 참여한 25개 국내 해운기업 재무특성을 연구대상으로 정하고 해당 해운기업의 재무정보를 기초정보로 기술적 통계분석을 진행하였다. 해운기업 재무특성별 영향을 측정하기 위해 성장성에서는 매출액성장률과 자산성장률을 분석하였고, 수익성에서는 ROA(자산수익율)와 ROE(자기자본수익율)의 변동성에 따른 영향을 분석하였다. 유동성에서는 유동비율의 증감과 유동부채와 유동자산의 증감을 각각 분석하였다. 마지막으로 안정성에서는 부채비율의 증감과 자기자본 증감을 분석하였다. 이러한 기술적 통계분석에 있어 비정상적인 데이터로써 전체 분석에 어려움이 있는 경우는 극단값의 일반화를 통해 데이터의 의미를 파악하는 데 보완하였다.

2. 분석방법

기업 재무특성과 SLB 프로그램 신청과의 상관관계 분석을 위해 기술적 통계분석 기법을 이용 하였으며, SLB 프로그램 신청기업의 연도별 재무지표를 표본으로 삼고 표본 평균과 표본 표준 편차를 계산하고, t score와 함께 두 집단의 표본 수에 따라 결정되는 자유도를 함께 고려하고 양측검정을 통해 p value를 구하고 유의수준에 따른 귀무가설의 채택 또는 기각을 구분하였다.

제4장 실증분석

제1절 성장성 분석 결과

해운기업 25개사의 전년 대비 매출액 성장률에 대한 16-17년, 17-18년의 데이터를 기술적 통계방법인 t-검정 결과 양측검증의 p값이 0.2237로 통계적 유의성을 찾기 어려웠다. 즉, 해운기업의 매출액 성장률의 감소 또는 위축에 따른 SLB프로그램의 신청 여부는 유의적인 상관관계가 없는 것으로 보여진다. 하지만, 16-17년, 17-18년의 자산 성장률 데이터를 기술적 통계방법인 t-검정한 결과 양측검증의 p값이 거의 0에 수렴하는 결과를 보여줌으로써 자산성장률의 감소 또는 위축과 SLB프로그램 신청 여부의 상관관계는 큰 유의성을 가진 것으로 나타난다.

또한, 자산의 감소가 극단적으로 일반적인 범주를 벗어나는 해운기업의 데이터는 극단값을 일반화하여 기술적 통계분석을 해도 동일한 양측검증 p값이 도출되는 결과를 얻었다. 즉, 매출액의 증감 여부보다는 자산의 증감 여부에 더 큰 유의성을 갖고 해운기업들이 SLB프로그램 신청을 한다는 것이 판명되었다.

<표 4-1> 성장성 분석표

구 분		2016-2017(1)	2017-2018(2)	평균차이(2-1)	p-value
매출액 성장률	평균	21.4%	1.7%	-19.7%	0.2237
	분산	59.4%	4.2%		
	관측수	25	25		
자산 성장률	평균	-6.9%	-99%	-92.1%	0.0000
	분산	10.9%	1.4%		
	관측수	25	25		

<표 4-2> 선박 자산유동화 기업 재무현황(매출액성장율, 자산성장율)

구분	매출액성장율		자산성장율	
	2017년	2018년	2017년	2018년
A사	61%	26%	4%	-105%
B사	17%	-12%	-12%	-92%
C사	6%	7%	-1%	-99%
D사	0%	16%	-9%	-93%
E사	-9%	-10%	25%	-122%
F사	3%	5%	3%	-103%
G사	29%	-45%	3%	-103%
H사	28%	20%	-3%	-98%
I사	-2%	-18%	-3%	-95%
J사	13%	-9%	-43%	-53%
K사	-2%	6%	4%	-103%
L사	-8%	39%	8%	-110%
M사	9%	6%	5%	-106%
N사	2%	2%	2%	-103%
O사	25%	14%	-155%	-95%
P사	36%	37%	6%	-106%
Q사	381%	-1%	-2%	-98%
R사	-22%	0%	4%	-104%
S사	0%	17%	-3%	-97%
T사	-6%	-35%	-8%	-91%
U사	-12%	15%	6%	-106%
V사	-2%	3%	-5%	-95%
W사	-19%	4%	-4%	-96%
X사	0%	-10%	-8%	-91%
Y사	7%	-33%	11%	-110%

제2절 수익성 분석 결과

ROA(자산 수익성 비율) 변동에 대한 기술적 통계분석 결과, 2016~2017년의 수익성 악화는 양측검증 p값이 0.0621로 유의한 결과를 보여주었으나, 2017~2018년의 분석결과는 양측검증 p값이 0.6977로써 통계적 유의성을 찾기 어려웠다. 2016~2017년 수익성 평균이 전년 대비 절반 수준으로 떨어지고, 이후 2017~2018년 수익성이 예년 수준으로 회복하지 못하고 낮게 유지됨에 따라 유동성 확보 필요성이 더 커지는 결과로 이해된다.

<표 4-3> 수익성 분석표

구 분	2016(1)	2017(2)	평균차이 (2-1)	p-value	2018(3)	평균차이 (3-2)	p-value	
ROA	평균	6.0%	2.8%	-3.2%	0.0621	3.2%	0.4%	0.6977
	분산	0.6%	0.1%	-0.5%		0.1%	0.0%	
	관측수	25	25			25		
ROE	평균	28.1%	24.3%	-3.8%	0.7056	11.0%	-13.3%	0.2472
	분산	5.4%	19.9%	14.5%		12.6%	-7.3%	
	관측수	25	25	25		25		
매출 액영 업이 익율	평균	10.3%	6.0%	-4.3%	0.1284	6.2%	-6.6%	0.9141
	분산	1.1%	0.9%	-0.2%		0.4%		
	관측수	25	25			25		

2016~2017년, 2017~2018년 ROE(자본 수익성 비율) 변동에 대한 기술적 통계분석 결과, 2016~2017년의 ROE평균은 28%에서 24%로 다소 감소했고 기술적 통계수치도 양측검증 p값이 0.7056으로 유의성을 입증하지 못하였다.

2017~2018년의 ROE평균은 24%에서 11%로 큰 폭으로 감소하였음에도 불구하고 통계수치의 양측검증 p값이 0.2472로 유의성을 찾기 어려웠다. 즉, 자기자본 대비 수익성의 변동(악화)과 SLB프로그램 신청과의 상관관계는 크지 않은 것으로 보여진다.

2016~2017년, 2017~2018년 매출액영업이익율의 변동에 대한 기술적 통계분석 결

과, 2016~2017년의 평균 수익률은 2016년 10.3%에서 2017년 6.0%로 악화되었고, 양측 검증 p값이 0.1284로 유의성을 찾기 어려웠다.

또한, 2017~2018년의 통계분석 결과는 18년 수익률 6.2%로 2017년과 유사한 수준이었고, 2017~2018년 변화에 대한 통계분석 결과는 양측검증 p값이 0.9141로 유의성을 찾기 어려웠다.

<표 4-4> 선박 자산유동화 기업 재무현황(자산·자본·매출액 영업이익율)

구분	자산 영업이익율			자본 영업이익율			매출액 영업이익율		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
A사	-1%	4%	6%	-6%	27%	37%	-3%	6%	8%
B사	13%	4%	4%	50%	11%	12%	31%	12%	13%
C사	1%	1%	-5%	5%	5%	-39%	0%	1%	-3%
D사	11%	4%	6%	36%	14%	17%	19%	9%	10%
E사	9%	3%	-1%	69%	9%	-4%	13%	6%	-3%
F사	8%	-1%	3%	40%	-4%	12%	18%	-2%	7%
G사	5%	6%	7%	56%	21%	27%	6%	6%	14%
H사	6%	11%	11%	59%	47%	38%	4%	6%	5%
I사	4%	4%	5%	20%	111%	101%	24%	14%	23%
J사	-4%	2%	4%	36%	22%	-18%	-12%	5%	6%
K사	11%	5%	3%	27%	11%	9%	13%	6%	5%
L사	8%	5%	6%	16%	10%	9%	12%	7%	6%
M사	2%	2%	3%	6%	7%	8%	4%	3%	3%
N사	1%	4%	0%	3%	11%	0%	8%	18%	1%
O사	37%	-8%	5%	64%	202%	-46%	4%	-21%	10%
P사	3%	-1%	5%	34%	-10%	54%	14%	-5%	13%
Q사	1%	3%	1%	17%	14%	5%	15%	9%	3%
R사	1%	1%	0%	1%	1%	0%	37%	32%	11%
S사	6%	5%	9%	75%	57%	78%	6%	5%	8%
T사	4%	5%	1%	9%	9%	1%	12%	13%	2%
U사	5%	2%	2%	15%	7%	10%	5%	2%	2%
V사	7%	6%	4%	31%	21%	11%	15%	11%	6%
W사	4%	2%	3%	20%	10%	13%	3%	2%	3%
X사	0%	-2%	-5%	1%	-15%	-72%	0%	-2%	-6%
Y사	9%	5%	4%	19%	9%	9%	9%	5%	7%

제3절 유동성 분석 결과

2016~2017년, 2017~2018년 유동비율의 변동에 대한 기술적 통계분석 결과, 2016~2017년의 평균 유동비율은 2016년 75.7%에서 2017년 75.9%로 거의 변화가 없었고, 양측검증 p값 역시 0.9942로 유의성을 보여주지 못했다. 2017~2018년의 통계분석 결과는 2018년 유동비율 78.4%로 2017년과 유사한 수준이었고, 2017~2018년 변화에 대한 통계분석 결과는 양측검증 p값이 0.9487로 유의성을 찾기 어려웠다. 따라서 유동비율의 변동과 SLB 프로그램 신청과의 상관관계에 대한 유의성을 확인할 수 없었다.

<표 4-5> 유동비율 분석표

구 분	2016(1)	2017(2)	평균차이 (2-1)	p-value	2018(3)	평균차이 (3-2)	p-value
유동 비율	75.7%	75.9%	0.2%	0.9942	78.4%	2.5%	0.9487
분산	65.2%	148.1%	82.9%		212.9%	64.9%	
관측수	25	25			25		

하지만, 유동비율을 구성하는 두 요소인 유동부채와 유동자산의 증감에 대한 분석을 별도로 진행해보면 다른 결과가 도출된다. 전체 표본기업을 대상으로 유동부채의 감소에 대한 기술적 통계분석 결과는 극단값을 보이는 1개 해운기업 데이터를 일반화하여 진행하였고 t-검정 양측검증 p값이 0.0401로써 상관관계 유의성을 나타내고 있다.

반면에 유동자산의 증감을 대상으로 기술적 통계분석을 했을 때 양측검증 p값이 0.5014로써 유의성을 찾기 어려웠다. 즉, 해운기업의 유동부채 악화는 SLB 신청에 상당한 상관관계를 나타내고 있으나 유동자산의 악화는 상대적으로 SLB 신청에 상관관계가 떨어진다는 것을 보여준다. 따라서 단기 상환 부담이 커지는 유동부채의 증가(악화)는 해운기업이 보유자산을 매각하여 유동성을 확보해야 할 유인으로 더 크게 작용하는 것으로 보인다.

<표 4-6> 유동부채와 유동자산 분석표

구분	2016-2017(1)	2017-2018(2)	평균차이(2-1)	p-value	
유동부채	평균	2.6%	24.1%	21.6%	0.0401
	분산	11.3%	13.7%	2.3%	
	관측수	24	24		
유동자산	평균	10.4%	19.7%	9.3%	0.5014
	분산	16.7%	30.8%		
	관측수	25	25		

<표 4-7> 선박 자산유동화 기업 재무현황(유동비율, 유동자산, 유동부채)

구분	유동비율 (%)			유동자산 (백만원)			유동부채 (백만원)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
A사	17%	25%	33%	13,010	16,823	24,394	75,095	68,631	73,976
B사	42%	16%	46%	5,038	2,539	5,456	12,034	15,602	11,800
C사	62%	53%	62%	33,548	34,354	39,048	54,308	65,098	62,905
D사	52%	35%	39%	6,610	6,060	5,733	12,601	17,299	14,640
E사	17%	20%	9%	4,497	5,897	5,064	26,084	29,864	57,222
F사	48%	39%	43%	11,192	11,141	9,182	23,101	28,895	21,386
G사	116%	56%	41%	2,727	2,451	2,397	2,355	4,360	5,874
H사	48%	62%	70%	3,491	5,863	6,051	7,278	9,417	8,605
I사	20%	22%	9%	44,399	48,050	18,922	223,854	217,278	220,734
J사	86%	66%	56%	6,171	4,535	5,632	7,140	6,884	10,116
K사	148%	122%	115%	29,911	25,875	32,001	20,166	21,267	27,822
L사	64%	137%	82%	12,671	9,355	12,423	19,730	6,804	15,090
M사	56%	61%	65%	347,778	320,050	401,093	617,189	526,885	612,769
N사	18%	31%	15%	4,850	8,268	6,153	26,661	26,474	41,148
O사	173%	13%	3%	248	352	309	143	2,762	10,057
P사	22%	42%	26%	993	1,955	1,616	4,497	4,669	6,143
Q사	236%	636%	757%	1,016	1,195	1,848	431	188	244
R사	365%	98%	40%	7,868	2,320	1,335	2,158	2,374	3,379
S사	54%	50%	50%	17,248	12,049	12,421	31,767	24,251	25,074
T사	85%	133%	169%	10,762	16,333	39,339	12,676	12,274	23,245
U사	43%	37%	39%	113,805	105,085	116,752	265,839	281,827	299,534
V사	8%	29%	35%	740	859	1,080	8,748	2,977	3,099
W사	46%	44%	34%	7,653	6,307	5,622	16,628	14,218	16,743
X사	36%	33%	33%	90,974	105,819	103,181	254,812	321,975	314,937
Y사	29%	40%	89%	1,295	2,307	6,594	4,470	5,778	7,382

제4절 안정성 분석 결과

2016~2017년, 2017~2018년 부채비율의 변동에 대한 기술적 통계분석 결과, 2016~2017년의 평균 부채비율은 극단적인 값을 보이는 2개 해운기업의 데이터를 일반화한 후 기술적 통계분석을 한 결과, 2016년 461.6%에서 2017년 425.8%로 큰 차이가 없었고 양측검증 p값 역시 0.8094로 유의성을 보여주지 못했다.

2017~2018년의 통계분석 결과는 2018년 부채비율의 평균이 412.8%로 2017년 대비 의미있는 차이를 보여주지 못했고 2017~2018년 변화에 대한 통계분석 결과는 양측검증 p값이 0.9334로 유의성을 찾기 어려웠다.

<표 4-8> 부채비율 분석표

구 분	2016(1)	2017(2)	평균차이 (2-1)	p-value	2018(3)	평균차이 (3-2)	p-value	
부채 비율	평균	461.6%	425.8%	-35.8%	0.8094	412.8%	-13.0%	0.9334
	분산	1396.7%	3614.6%	2217.9%		1916.6%	-1698.0%	
	관측수	23	23			23		

총부채액 증감율의 변동에 대한 기술적 통계분석 결과, 2016~2017년 대비 2017~2018년의 증감율의 차이는 10.5%만큼 악화되는 상황이고 극단값을 보이는 1개 해운기업의 데이터를 일반화시킨 후 분석한 결과 양측검증의 p값이 0.0503으로 유의성을 보이고 있다.

반면에 자기자본 증감율의 변동에 대한 분석은 2016~2017년 대비 2017~2018년의 증감율 차이는 -16.9% 악화되는 상황이나 기술적 통계분석 결과 양측검정 p값은 0.5226으로 유의성을 확인하기 어려웠다.

<표 4-9> 부채증감율과 자본증감율 분석표

구분		2016-2017(1)	2017-2018(2)	평균차이 (2-1)	p-value
부채증감율	평균	-6.9%	3.6%	10.5%	0.0503
	분산	1.9%	4.6%	2.7%	
	관측수	24	24		
자본증감율	평균	15.1%	-1.8%	-16.9%	0.5226
	분산	137.9%	34.8%		
	관측수	25	25		

<표 4-10> 선박 자산유동화 기업 재무현황(부채비율, 부채증감율, 자본증감율)

구분	부채비율			부채증감율		자기자본증감율	
	16	17	18	16-17	17-18	16-17	17-18
A사	549%	579%	524%	-11.3%	3.4%	-15.9%	14.3%
B사	289%	184%	186%	26.2%	-7.6%	98.6%	-8.7%
C사	503%	395%	635%	-8.4%	7.3%	16.6%	-33.2%
D사	234%	237%	198%	24.2%	-12.0%	23.1%	5.3%
E사	700%	203%	325%	-10.3%	38.8%	209.8%	-13.4%
F사	371%	349%	271%	-0.8%	-3.2%	5.3%	24.8%
G사	1125%	255%	261%	-15.7%	3.6%	272.7%	1.1%
H사	852%	346%	250%	-12.2%	-10.2%	116.3%	24.1%
I사	396%	2943%	1814%	-23.9%	-6.5%	-89.8%	51.7%
J사	-1024%	911%	-523%	-24.3%	-26.6%	-185.2%	-227.9%
K사	151%	141%	154%	8.4%	7.1%	15.4%	-1.8%
L사	104%	86%	58%	-25.0%	-13.2%	-9.1%	29.2%
M사	203%	187%	208%	-16.2%	9.8%	-9.1%	-1.2%
N사	141%	156%	141%	-22.1%	-1.2%	-29.4%	9.1%
O사	75%	-2560%	-1063%	6989.5%	0.5%	-308.4%	141.9%
P사	1076%	681%	1028%	-10.7%	10.8%	41.2%	-26.6%
Q사	1156%	328%	319%	-7.2%	-2.6%	227.5%	0.1%
R사	3%	3%	5%	10.0%	85.0%	0.3%	1.3%
S사	1183%	1139%	799%	0.6%	-5.9%	4.5%	34.1%
T사	99%	89%	92%	-13.3%	-6.7%	-3.6%	-10.3%
U사	219%	258%	315%	2.4%	11.9%	-13.3%	-8.4%
V사	310%	243%	222%	-14.6%	-7.6%	8.9%	1.3%
W사	421%	319%	299%	-15.5%	-5.4%	11.5%	0.9%
X사	413%	578%	1280%	-3.5%	-0.8%	-31.1%	-55.2%
Y사	120%	97%	111%	-2.1%	17.9%	21.7%	2.8%

제5장 결 론

제1절 연구결과의 요약

SLB 프로그램 신청기업의 재무적 특성 파악을 통해 어떤 재무적인 특성을 가진 기업들이 선박 자산을 유동화하는지를 실증적으로 검증함으로써 선박 자산 유동화(SLB)의 동기를 살펴보았다.

기술적 통계분석을 통한 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 성장성 분석에서는 매출액 성장성의 감소보다는 자산 성장성 감소가 SLB프로그램 신청과의 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 해운기업의 특성 및 SLB 프로그램의 특성을 고려할 때 자산의 감소가 지속 또는 감소의 폭이 증가 될 때, 주요자산인 선박을 이용한 금융상품의 활용 가능성이 높아진다. 즉, 시황변동이 큰 해운산업에 있어서 매출액의 변화에 따른 즉각적인 재무적인 대응 필요성은 높지 않으나 사업운영과 재무적 안정상태 유지의 기본이 되는 자산이 지속적으로 감소하거나 감소폭이 증가할 때 민감도가 커서 금융기법을 통한 재무안정성을 추구하게 되고 대출 금융기관이 유인하는 선박 매각을 통한 금융 활용 개연성이 높아지는 것으로 분석된다.

둘째, 수익성 분석에서는 ROE(자기자본 수익율)의 감소보다는 ROA(자산 수익율)의 감소가 SLB 프로그램 신청과의 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 일반적으로 해운기업은 주요자산인 선박 보유에 있어서 타인자본의 활용 비중이 자기자본의 활용보다는 훨씬 높아서 자산의 구성에 있어서 자기자본(자본)의 비중보다는 타인자본(부채)의 비중이 높은 산업적 특성을 가진다. 따라서 자기자본 대비 수익률의 감소보다는 전체 자산(타인자본이 포함된) 대비 수익률의 감소에 대해 더 재무적으로 민감하게 대응하는 것으로 보여진다. 즉, 주주 관점에서의 해운기업 재무상태 변동에 대한 민감도보다는

채권자 관점에서의 재무상태 변동에 대한 영향도가 높다. 해운기업은 금융기법을 활용하여 자산 수익성을 높일 개연성이 높아진다. 즉 자산매각을 통해 자산 수익성을 높이고 부채비율을 낮추어서 채권자의 이해에 부합되는 금융 활동을 할 가능성이 높아진다.

셋째, 유동성 분석에서는 유동비율 변화에는 크게 영향을 받지 않는 것으로 나타났으나 유동부채의 증가는 SLB 프로그램 참여와 상관관계가 유의한 것으로 나타났다. 즉, 유동자산의 감소보다는 유동부채가 증가할 경우 해운기업은 유동성 확보의 필요성을 더 크게 인지하고 자산을 활용한 금융프로그램 참여가 높아지는 것으로 해석된다. 대부분 선박금융은 장기금융의 형태로 이루어지나 운영자금 마련 목적의 차입은 상대적으로 단기 금융의 형태를 띄우게 된다. 대출 금융기관에서는 유동비율의 변동성보다는 실제 유동부채 크기의 증감에 더 예민하게 반응하게 되고 이러한 상황에서 해운기업은 유동부채가 증가하거나 증가 흐름이 계속되는 환경에서 금융기법을 활용한 유동부채 감소방안 마련에 대한 필요성이 커진다. 즉, 자산매각을 통해(자산의 가치가 선박 관련 부채보다 큰 경우) 대규모의 유동성 보충과 부채 감소가 가능하고 이는 운영자금을 제공해준 금융기관의 채무상환 압박을 해소할 수 있다.

넷째, 안정성 분석에서는 단순한 부채비율(타인자본)의 증가 또는 자기자본 감소는 SLB 프로그램 신청과 유의한 상관관계가 파악되지 않았다. 하지만 25개 대상 해운기업의 부채비율 평균이 감소하던 추세가 증가하는 추세로 변화되는 상황은 SLB 프로그램 신청과 유의한 상관관계를 보인다. 즉, 부채비율의 흐름이 바뀌는 것에 대해 운영자금을 지원한 금융기관의 대응 필요성에 대한 민감도가 높은 것으로 해석된다.

본 연구의 분석결과, 해운기업의 재무적 특성 가운데 매출액과 같은 단기 손익과 연계되는 지표와의 상관관계는 낮게 나타나고, 재무상태표 상의 자산 또는 부채(유동부채)의 증가 또는 방향성의 변동(기존보다 부채의 증가 등)은 해운기업이 선박 매각후 채임대(SLB) 프로그램에 참여하는 것과 큰 상관관계를 보여주고 있다.

제2절 연구의 한계점과 시사점

본 연구에 있어서 한계점은 해운업에 대한 금융지원 기법이 다양하지 않고 자산(선박)을 활용한 유동성 확보 방안으로써 SLB 프로그램이 최근에서야 활성화됨에 따라 연구 표본의 개수가 제한적이어서 유의한 통계적 결과를 얻는 것에 한계가 있었다.

한편, 해운기업의 재무적 특성 외에도 비재무적인 특성이 SLB 프로그램 참여에 미치는 영향에 대한 연구 등 더 다양한 방면의 연구가 필요하다.

SLB 프로그램의 참여 주체는 해운기업이지만, SLB 프로그램이 기존 선박금융에 대한 재금융적 특성을 갖거나 기존 채무상환 부담 등의 해소 목적으로 진행되는 경우가 많으므로, 대출 금융기관에서도 SLB 프로그램에 대해 분석하고 제도적인 개선이 필요하다. 따라서 본 연구를 통해 선박의 자산 유동화(SLB)를 활용하는 기업과 대출 금융기관이 해운기업의 재무적 특성 분석을 통해 선박의 자산 유동화의 규모 및 수요 예측 가능성을 높일 수 있는 기초 근거를 마련했다는 점에서 의의가 있다.

참고 문헌

<국내 문헌>

- 구종순(2013), “우리나라 선박투자회사의 위험조정 성과평가에 관한 연구”, 『해운물류연구』, 제29권 제1호, pp.83-103.
- 권세윤(2008), “조세회피와 기업특성에 관한 분석”, 경북대학교 석사학위 논문.
- 김경수·박근식·우수환(2014), “해운기업의 선박투자 의사결정 방식에 관한 연구”, 『물류학회지』, 제24권 제2호, pp.167-194.
- 김성범·정현재·이호영·여기태(2013), “우리나라 해운기업의 선박확보 투자의사결정 요인에 관한 연구”, 『한국항만경제학회지』, 제29권 제2호, pp.137-157.
- 김준태(2014), “자산유동화를 통한 기업자금조달의 구조 및 특성에 관한 연구”, 『전문경영인연구』, 제17권 제3호, pp.67-97.
- 김태일(2014), “외항해운기업의 경영성과에 대한 비교 분석”, 『해운물류연구』, 제30권 제1호, pp.197-218.
- 김현석·장명희(2014), “해운경기변동과 선박수요공급간의 비선형 장기균형관계 분석”, 『해운물류연구』, 제30권 제2호, pp.381-399.
- 박광서·이정선(2011), “한국 해운산업 발전을 위한 선박금융활성화 방안에 관한 연구”, 『해운물류연구』, 제27권 제4호, pp.695-718.
- 박연희·정영기·정도진(2010), “부동산유동화기업의 특성과 부동산유동화 동기”, 『회계정보연구』, 제28권 제4호, pp.247-269.
- 이광수·안기명(2002), “한국해운기업의 경영적 특성이 재무구조에 미친 영향에 관한 실증연구”, 『2002 전기 인문사회계열 박사학위논문 초록』, pp.49-51.
- 이재민·양종서·이기환(2013), “부산 금융중심지의 선박금융특화를 위한 정책선호

- 도 분석”, 『한국항만경제학회지』, 제29권 제4호, pp.97-117.
- 이종권·권치홍(2013), “임대주택 자산유동화 사례평가 및 구조개선사항 연구”, 『LHI Journal』, pp.107-117.
- 이천우(2004), “자산유동화구조의 결정요인 및 신호효과에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위 청구논문.
- 이충배·노진호(2010), “한국 해운산업의 경쟁력강화 정책방안에 관한 실증연구”, 『한국항만경제학회지』, 제26권 제3호, pp.259-278.
- 전형진·윤희성·최영재(2017), “우리나라 해운금융의 한계 및 발전방향”, 『KMI 현안연구』.
- 정근준·하영석(2010), “글로벌 금융위기가 BDI에 미치는 효과에 대한 실증분석”, 『해운물류연구』, 제26권 제1호, pp.1-16.
- 정희채·권도현(2018), “최근 국내외 ABS 시장 동향 및 시사점”, 『국제금융센터 Issue Analysis』, pp.1-8.
- 지문진·이기환·김강혁(2014), “선박금융기관의 소유구조와 경영성과 분석”, 『한국항만경제학회지』, 제30권 제3호, pp.187-207.
- 한재현·정석재(2013), “재무적 제약을 고려한 해운기업의 선박운영 및 투자의사결정 통합모형 연구”, 『해운물류연구』, 제29권 제1호, pp.5-28.
- 황경연·구종순(2011), “우리나라 선박투자회사에 대한 투자성과 분석”, 『해운물류연구』, 제27권 제4호, pp.719-746.

<외국 문헌>

Itzhak Ben-David(2005), “Company performance and leased assets in sale-and-leaseback transactions”, *Journal of Equipment Lease Financing*, Vol. 23, No. 2, pp.1-8.

R. Charles Moyer and V. Sivarama Krishnan(1995), “Sale and Leaseback Transactions :The Case of Electric Utilities”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 34, No. 4, pp.46-59.



感謝의 글

가정과 직장생활에 매진하며 흘러가던 일상 속에서 우연히 시작한 대학원 생활은 그 간 잊고 지내던 캠퍼스의 활력, 배움의 기쁨, 좋은 인연의 만남 등 삶의 새로운 활력소 되어 주었습니다.

서툴고 어색했던 주제 선정부터 시작해서 선행연구, 연구설계, 실증분석, 결론 내리기 등 하나씩 논문 구성의 뼈대가 잡히고 근육을 붙여가는 과정에서 한결같이 함께 고민해주고 좋은 연구여건을 제공해주신 신영란 지도교수님께 깊은 감사를 드립니다.

아울러 부족한 저의 논문 심사를 맡아 주시고 완성도를 높이기 위한 조언을 아끼지 않으신 김환성 교수님, 김치열 교수님께도 각별한 감사의 마음을 전합니다.

주말이면 함께 모여서 기록하지 않은 논문작성 과정을 서로 의지하며 이겨낸 16명의 동기에게도 사랑과 감사의 마음이 송글송글 생깁니다. 이 마음은 살아가며 더 크고 굳게 영글어서 서로가 서로에게 좋은 영양분을 전해주는 좋은 인연으로 이어질 것입니다.

마지막으로 미국에서 낯선 생활을 하며 잘 지내춤으로써 아무 걱정 없이 논문작성에 전념할 수 있도록 울타리가 되어 준 사랑하는 가족에게도 고마움과 사랑을 전합니다.

2020년 1월 10일

윤 상 호 드림