

국내 한계기업 추이에 대한 장기시계열 분석과 시사점*

김영일** · 정지연***

초 록

본 연구는 이자보상배율이 3년 연속 1 미만인 소위 한계기업 비중에 대한 장기시계열 분석을 통해 그 추세와 순환변동이 갖는 특징을 고찰한다. 분석을 위한 표본은 외부감사 이력이 존재하는 비금융 법인기업 중 3년 연속 재무제표를 보유한 기업이며, 생존편향(survivor bias)을 제거하기 위해 과거 외감대상이었으나 현재 외감에서 제외된 기업도 포함한다. 추정 결과 과거 20여년간 한계기업의 비중 추이는 추세적인 상승세를 기록하였다고보다는 감소-증가가 반복되는 장기간의 순환변동을 기록하였다. 이는 생존편향을 간과한 대부분의 국내 선행연구가 한계기업 비중의 추세적인 상승세를 과다 추정하였을 가능성을 시사한다. 한편 해당 순환변동의 대부분은 건설·부동산업에 의해 주도되는 것으로 나타났다. 본 연구는 산업별 이외에도 기업규모, 차입한 금융업권 등으로 구분하여 한계기업 비중이 갖는 장기시계열적 특징을 분석하였다. 본 연구에서 밝힌 소위 한계기업 비중에 대한 장기시계열적 특징은 국내 한계기업 추이에 대한 이해 및 전망에 주요 참고 자료가 될 것으로 기대한다.

핵심주제어: 한계기업, 이자보상배율

JEL: D22, D24, G33

* 본 연구는 정지연(2023)을 수정·보완하여 학술논문 형태로 발전시켜 작성하였습니다. 본고는 저자 개인의 의견이며, 저자가 속한 기관과는 무관함을 밝힙니다.

** NICE평가정보 리서치센터 센터장, Email: yikim@nice.co.kr

*** NICE평가정보 리서치센터 책임연구원, Email: jjy0421@nice.co.kr

I. 서론

기업부채의 누증과 경제성장률의 부진을 경험한 많은 나라에서 한계기업에 대한 연구에 관심을 보이고 있다. 예컨대, 초기 연구에서는 1990년대 일본의 ‘잃어버린 10년’과 관련하여 한계기업 연구에 관심이 컸었다(Hoshi 2000, Cabarelllo et al. 2008). 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국에서도 성장성에 정체를 맞으면서 한계기업 연구에 관심을 보이고 있다(Acharaya et al. 2020). 국내에서도 마찬가지로 이유로 한국은행과 주요 연구기관 등에서 국내 한계기업 관련 연구를 지속해 오고 있다. 본 연구는 이러한 배경하에서 국내 한계기업의 비중을, 특히 장기시계열적 특징을 중심으로 살펴보고 있다.

대부분의 한계기업 연구에서 한계기업을 식별하기 위해 3년 연속 이자보상배율 1미만인 조건을 이용하고 있다. 이는 영업활동으로 이자 비용을 감당하지 못하는 재무적 곤경 상태가 지속되는 기업을 뜻한다. 이러한 재무적 곤경 상태에 놓인 기업이 많을수록 금융안정이 훼손되거나 자원배분의 비효율을 통해 성장에도 부정적 영향이 있을 것으로 우려되고 있다. 이에 기존 문헌에서는 국내 한계기업의 규모 및 비중의 추이와 더불어 그 원인 및 영향 등을 분석하기 위한 연구가 활발하였다.

다수의 국내 문헌은 국내 한계기업의 비중이 비교적 오랜 기간 추세적인 증가세를 기록한 것으로 보고하였다. 그러나 본 연구는 선행연구에서 보고한 추세적 증가세가 연구 시점의 존속기업만을 포함한 표본을 이용함에 따라 발생할 수 있는 생존편향(survivor bias) 때문일 가능성에 주목하였다. 실제 본 연구는 더 이상 존속하지 않더라도 과거 연도별로 외감 이력이 있는 기업을 포함하여 표본을 구성하였다.

이상과 같이 생존편향을 제거한 표본을 이용하여 2000년부터 23년까지 장기간에 걸친 국내 한계기업 비중의 시계열적인 특징을 살펴보았다. 해당 표본 내 한계기업 비중의 시계열에서는 장기간에 걸친 추세적 증가세를 확인할 수 없었다. 대신 한계기업 비중의 시계열은 감소-증가가 반복되는 순환변동적인 특징을 보였다. 두 차례의 금융위기(97~98년 아시아 외환위기, 08~09년 글로벌 금융위기)를 거치며 이후 몇 년간 한계기업 비중은 감소하였으며, 04년부터 10년까지와 17년부터 23년 현재까지의 두 기간에는 한계기업 비중이 증가하였다.

주요 유형별(산업별, 기업규모별, 차입업권별 등) 한계기업 비중의 시계열에서도 추세적인 증가세는 확인할 수는 없었으며, 대신 뚜렷한 순환변동적인 특징을 보였다. 첫째, 산업별로는 국내 한계기업 비중의 순환변동 대부분이 부동산업 내 한계기업 비중의 증감에 의한 것으로 나타났다. 둘째, 기업 규모별로는 대기업과 중소기업 모두에서 한계기업 비중이 순환변동을 보였으며, 특히 중소기업 내 한계기업 비중의 순환변동이 전체 표본의 경우와 매우 유사한 모습을 보였다. 셋째, 차입 업권별로도 한계기업 비중의 시계열은 전체 표본 내 한계기업 비중의 순환변동과 대체로 유사한 모습을 보였다. 다만 금융비용이 더 높은 비은행 대출을 보유한 기업에서 한계기업 비중의 수준과 증가 폭이 은행 대출 보유 기업보다 더 크게 나타났다.

마지막으로 국내 한계기업 비중의 순환변동 대부분을 설명하는 건설·부동산업에 대해서는 이자보상배율을 요인별로 분해함으로써 주요 시기별로 한계기업 비중이 증가한 원인을 살펴보았다. 한계기업 비중이 증가한 기간에는 자산수익성이 하락하는 가운데, 차입비용이 증가했었던 것으로 나타났다. 이는 건설·부동산업의 수익성 또는 금융비용에 가시적인 개선이 없다면 23년 현재 진행 중인 국내 한계기업비중의 증가세도 당분간 지속될 가능성이 있음을 시사한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 제2장은 관련 선행연구를 개관하고 있으며, 제3장은 국내 한계기업 비중의 장기시계열을 산출하고 그 특징을 살펴보고 있다. 제4장은 한계기업 비중의 순환변동을 산업, 기업규모, 차입업권 등의 주요 유형별로 구분하여 차별적인 특징을 살펴본다. 제5장은 한계기업 비중의 순환변동을 설명할 수 있는 주요 요인을 살펴보고, 이에 기초하여 향후 전망에 대한 시사점을 논의한다. 마지막으로 제6장은 본 연구의 요지 및 기여에 대한 논의로 본고를 마무리한다.

II. 선행연구와 본 연구의 특징

기업부문의 취약성 또는 자원배분의 비효율성을 평가하기 위해 다수의 국내외 연구가 한계기업(또는 좀비기업)을 정의하여 그 규모 및 발생 원인과 제반 영향 등을 분석하였다. 기존 문헌에서 한계기업은 그 자체로 금융 부문의 건전성까지 악화시키는 요인으로 보기도 하며, 자원배분의 비효율성을 통해 경제 전반의 생산성을 저하시키는 요인으로 보기도 한다(Acharya, Borchert, Jager, and Steffen 2021, McGowan, Andrews, and Millot 2018, 박준호 2023). 다시 말해 한계기업은 기업의 성과가 열악하여 그 자체로 자생력을 갖기 어려우며, 또한 자원배분의 비효율을 통해 정상적인 기업의 성과에도 부정적인 영향을 미치는 것으로 보고하였다.

한계기업을 분석한 다수의 문헌에서는 이자보상배율(interest coverage ratio) 등의 재무적 취약성 지표를 이용하여 한계기업을 정의하였는데, 많은 경우에 3년 연속 이자보상배율이 1 미만인 기업으로 정의하였다. 물론 이에 더하여 업력이 짧은 신생기업을 제외하기도 하였으며, 부가적인 영업실적 정보 등을 이용하기도 하였다(송단비·조재한·김한현·김인철 2021, 송상운 2020, 박창균·정화영 2020, 박용민·임계원 2021, Banerjee and Hofmann 2018a). 본 연구는 다수 문헌에서 가장 흔하게 공통적으로 이용되고 있는 한계기업 정의인 3년 연속 이자보상배율 1 미만인 조건을 이용하였으며, 강건성 검증 차원에서 업력이 짧은 기업을 제외하기 위한 조건을 추가하기도 하였다. 이처럼 이자보상배율을 이용한 한계기업 정의는 실무적으로도 빈번하게 이용되고 있는데, 한국은행의 금융안정보고서와 금융안정상황 보도자료 등에서 빈번하게 보고되고 있다.

대부분의 국내 한계기업 연구는 연구 시점의 외감기업을 분석 대상으로 삼고 있

는데, 이는 과거 외감이력이 있으나 현재 존속하지 않는 기업을 표본에서 제외함에 따라 생존편향(survivor bias) 문제를 야기할 수 있다(김윤경 2022, 박용민·임계원 2021). 본 연구는 과거 외감 이력이 있는 기업까지 해당 연도별 표본에 포함함으로써 생존편향이 한계기업 비중 추이에 미치는 영향을 평가하였다.

한계기업을 분석한 다수의 국내 선행연구는 국내 한계기업 비중이 비교적 오랜 기간에 걸쳐 증가하였음을 보고하였다(박용민·임계원 2021, 박찬우2022, 박준호 2023, 금융안정보고서). 또한 해외 연구에서도 주요 선진국에서는 한계기업 비중이 비교적 오랫동안 증가해 왔음을 보고하였다(Banerjee and Hofmann 2018b). 본 연구도 장기시계열적 특징을 살펴보기 위해 아시아 외환위기 직후인 2000년부터 가장 최근 자료를 이용할 수 있는 23년 현재까지의 기간에 대해 한계기업 비중의 장기시계열 추이를 분석하였다. 본 연구의 분석에 의하면 대부분의 국내 연구에서 보고한 한계기업 비중의 추세적인 증가세는 생존편향에 따른 결과로 해당 효과를 제거하게 되면 해당 시계열은 추세적인 증가보다는 장기간에 걸친 순환변동적인 특징을 보이는 것으로 나타났다.

기존 연구에서는 산업별, 기업규모별 등 세부 유형별로 한계기업 비중 추이가 갖는 특징과 증가 배경 등을 분석하였다(송단비·조재한·김한훤·김인철 2021, 박준호 2023, 송상운 2020). 본 연구에서도 한계기업 비중의 장기시계열을 산업별, 기업규모별, 차입 금융업권별 등으로 구분하여 주요 유형별 특징을 분석하였다. 국내 한계기업 비중은 생존편향을 제거할 경우 다수 국내 선행연구에서 보고한 바와 달리 순환변동적인 특징이 뚜렷하게 나타나는데, 산업별로는 특히 건설·부동산업에서 한계기업 비중의 순환변동에 대한 기여가 컸었다. 또한 건설·부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동을 수익과 차입비용 측면으로 구분하여 설명하는 한편 23년 현재 진행 중인 한계기업 비중의 증가 원인을 검토하였다.

Ⅲ. 국내 한계기업 비중의 장기시계열적 특징

1 한계기업 비중 추정 방법 및 분석자료

‘한계기업’이란 용어는 영업활동으로 이자비용을 감당하지 못하는 재무적 곤경이 지속되는 기업, 즉 외부의 자금 지원 없이 자력으로 기업 활동을 유지하기 어려운 기업의 의미로 기존 문헌에서는 사용되고 있다. 이러한 한계기업은 자원배분의 비효율을 초래함에 따라 경제 전체의 생산성 및 고용에 부정적 영향을 미치는 것으로 이해되고 있다. 이처럼 한계기업의 비중 증가가 경제 전반의 부담 요인으로 인식됨에 따라 국내외 문헌에서는 한계기업의 비중 추이와 더불어 그 원인 및 영향 등을 이해하기 위한 연구가 활발하였다. 대부분 선행연구에서는 한계기업에 대한 식별을 위해 3년 연속 이자보상배율(=영업이익/이자비용)이 1 미만인 기업을 핵심

지표로 사용하고 있다. 본 연구도 이상의 정의를 이용하여 한계기업을 식별하고, 한계기업 비중의 장기시계열적인 특징을 분석하고 있다.

한계기업 관련 대부분의 국내 선행연구는 현재 생존 중인 외부감사 대상 기업을 표본으로 선정하여 표본에 포함된 기업별 이자보상배율을 연도별로 계산하는 방식으로 연도별 한계기업 비중을 산출하고 있다. 이처럼 표본을 선정하게 되면 과거에는 생존하였으나 현재는 더 이상 존속하지 않는 기업은 표본에서 제외되는 문제, 즉 생존편향(survivor bias)이 발생할 수 있다. 다시 말해 과거에는 생존하였으나 현재 더 이상 존속하지 않는 기업은 표본에서 제외됨에 따라 이상과 같이 계산한 과거 시점의 한계기업 비중과 당시의 실제 한계기업 비중 간에는 차이(bias)가 발생할 수 있다. 본 연구는 이러한 생존편향의 문제를 해결하기 위해 과거에 생존하였으나 현재는 존속하고 있지 않은 기업까지 포함하도록 표본을 구성하였다. 본 절에서는 생존편향 문제를 안고 있는 현재 외감기업만으로 구성된 표본과 여기에 과거 외감기업 이력이 있으나 현재는 존속하고 있는 않은 기업까지 포함한 표본 각각에 대해 한계기업 비중의 장기시계열을 계산하고 상호 비교함으로써 생존편향 문제의 심각성을 가늠하고자 한다. 이처럼 생존편향 문제를 해결하기 위한 표본 설계는 한계기업 비중의 장기시계열적 특징을 제대로 파악하는데 큰 도움이 될 수 있다.

한계기업을 식별하기 위해서는 3년 이상의 재무제표 정보를 보유한 기업을 표본에 포함하게 된다. 이는 최소 3년 이상의 업력을 지닌 기업을 표본에 포함하게 되나, 자칫 업력이 충분히 길지 않은 기업도 다수 포함될 가능성이 있다. 일부 선행연구에서는 업력이 짧은 설립 초기 기업의 경우에는 영업이익이 부진할 가능성이 크기 때문에 업력이 너무 짧은 기업은 한계기업 비중 추정 시 제외할 것을 권하고 있다. 이에 본 절은 강건성 검증을 위해 최소 5년 이상의 업력을 보유한 기업에 대해서도 한계기업 비중의 추이를 산출하고 시계열적 특징을 살펴보았다. 여기서 일부 선행연구에서는 설립일 정보를 이용하여 개별 기업의 업력을 파악하고 있기도 하나, 본 연구가 이용하고 있는 자료는 과거 시계열로 갈수록 설립일 정보의 커버리지가 높지 않아 과거의 자료일수록 표본의 손실이 커지는 문제가 있다. 이에 본 연구는 기업별 업력 정보 파악을 위해 재무제표 정보 보유기간을 업력 정보로 활용하였다. 예컨대, 최소 5년 이상의 재무제표 보유 기업은 최소 5년 이상의 업력 보유 기업으로 간주하였다.

본 연구는 비교적 장기간에 걸쳐 한계기업 비중의 시계열적 특징을 살펴보기 위해 2000~2023년까지 24년간 연간 단위로 국내 한계기업 비중을 산출하였다. 한계기업의 정의상 해당 연도 포함하여 3개년의 재무제표 정보를 이용하게 되는데, 여기에 더해 강건성 검정의 목적으로 해당 연도 포함 5개년의 재무제표 정보를 이용하였으므로 96년~23년까지의 기업 재무제표 정보를 이용하였다. 이와 같이 2000년 이후 20여 년간에 걸쳐 한계기업 비중의 장기시계열 추이를 산출함으로써 한계기업 비중의 장기간에 걸친 추세 및 순환변동 특징을 살펴볼 수 있다.

금융감독원의 보도자료에 따르면, 금융업을 포함한 전체 외부감사대상 기업은

2005년 14,287개, 2010년 18,598개, 2017년 29,263개, 2023년 41,212개로 그 규모가 꾸준히 증가하였다. NICE평가정보의 재무정보 DB로부터 추출한 전체 외부감사대상 기업은 2005년 13,766개, 2010년 17,944개, 2017년 26,526개, 2023년 34,782개이며, 이중 금융업을 제외한 본고의 분석대상은 2005년 13,597개, 2010년 17,729개, 2017년 26,160개, 2023년 34,323개로 금융감독원의 공식 수치 기준 약 90~95% 정도를 포괄하고 있다. 단, 2023년 재무제표의 경우에는 데이터 입수 시차가 존재하는 일부 기업 정보가 반영되지 않을 수 있는데, 금융감독원 공식 수치 기준으로 약 85% 수준을 포괄하므로 시계열적 추이 해석에는 문제가 없을 것으로 판단된다.

2 한계기업 비중 추이의 시계열적 특징

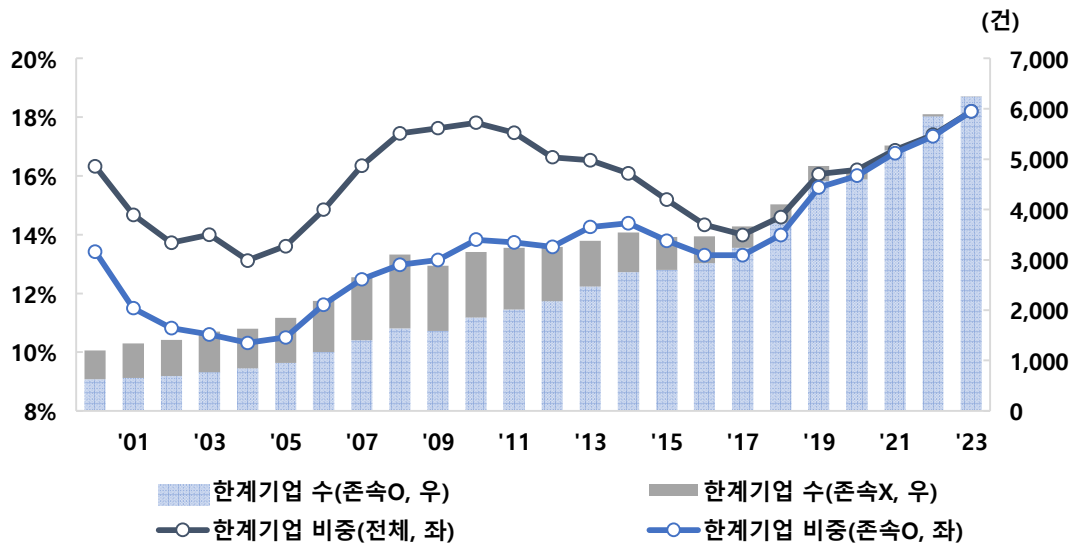
이상의 자료 및 추정방법에 따라 한계기업을 식별하면 한계기업 개수는 외감대상 비금융 기업 표본 중에서 2000년 기준 약 1,200개에서 23년에는 약 6,200개로 그 규모가 크게 증가하였다(그림 1). 이러한 한계기업 규모의 증가는 표본에 포함된 기업의 개수가 증가한데 따른 영향일 수도 있으므로 표본 내에서 한계기업 비중을 계산하면 2000년에 16.3%, 2023년에는 18.2%로 나타났는데, 한계기업 개수의 증가는 표본에 포함된 기업의 수가 크게 증가한데 따른 영향인 것을 확인할 수 있다.

2000년 이후 한계기업 비중의 시계열적 추이를 살펴보면 04년~10년과 17년~현재까지의 두 차례에 걸쳐 한계기업 비중은 증가하였으며, 나머지 두 기간(00년~04년, 10년~17년)에는 감소를 기록한 것으로 나타났다. 다시 말해 2000년부터 국내 한계기업 비중은 감소-증가-감소-증가를 되풀이하는 순환변동의 모습을 기록한 것으로 볼 수 있다. 다음으로 장기 추세적인 특징을 살펴보면 한계기업 비중은 주어진 순환변동의 고점에 해당하는 00년에 16.3%, 10년에 17.8%, 23년에 18.2%를 기록하였으며, 해당 고점 사이의 기간에는 큰 폭의 감소를 기록하였다. 이러한 한계기업 비중의 추이에서는 장기간에 걸친 추세적 증가세를 확인하기는 어려워 보인다. 요컨대, 2000년 이후 한계기업 비중의 추이는 추세적인 증가세가 아닌 감소-증가를 되풀이하는 순환변동적인 특징이 강한 것으로 볼 수 있다.

한편 다수의 선행연구에서는 국내 한계기업 비중이 오랜 기간에 걸쳐 증가세를 기록하였던 것으로 보고하였는데, 본 연구는 이를 짧은 시계열에 대한 고찰 또는 생존편향(survivor bias)의 영향 때문일 것으로 보고 있다. 다수의 선행연구에서는 연구 시점에 존속하고 있는 기업을 표본으로 선정하여 한계기업 비중의 시계열적인 특징을 살펴보았다. 반면, 본 연구는 현재 더 이상 존속하고 있지 않은 기업까지 포함하도록 표본을 설계하고 시계열적인 특징을 살펴보았는데, 표본 내 한계기업 비중의 시계열에는 [그림 1]에서 보는 바와 같이 추세적인 증가세를 확인할 수 없었다. 기업 존속 여부에 따라 이상과 같이 두 표본을 구분하여 각각의 표본에 대해 한계기업 비중의 추이를 산출하면 생존편향의 영향이 상당히 큰 것을 확인할 수 있다. [그림 1]에서는 회색 막대에 해당하는 부분이 과거에는 생존하였으나 현재는 더 이상 존속하고 있지 않은 기업의 규모를 보여주고 있다. 17년 이전까지만 하더라도

한계기업에 해당하는 이들 미존속 기업의 비중이 작지 않았음을 알 수 있다. 과거 한계기업이었던 기업 중 적지 않은 수가 표본에서 빠져나갔었는데, 이들 미존속 기업이 표본에서 제외됨에 따라 과거의 한계기업 비중이 과소 계상되었던 것으로 보인다. 이를 장기 추세적인 관점에서 보면 기존 문헌에서 보고한 한계기업 비중의 추세적인 증가세는 과다 추정되었던 것으로 볼 수 있다.

[그림 1] 기업 존속 여부별 한계기업의 수와 비중 추이



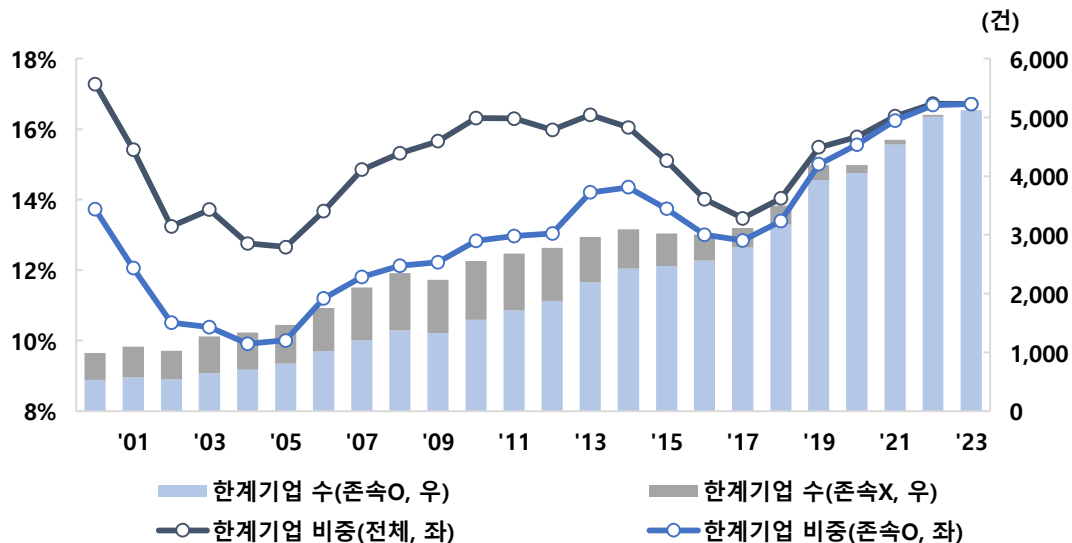
주: '존속O'는 현재 연구시점 기준 기업활동을 영위하는 외부감사대상 기업을 의미하며, '존속X'는 해당 과거시점에 기업활동을 영위하는 외부감사대상 기업이었으나 현재 연구시점 기준 휴폐업 등으로 더 이상 기업활동을 영위하지 않는 기업을 의미
 자료: NICE평가정보

한계기업 비중의 순환변동은 [그림 1]에서 보는 바와 같이 과거 발생했던 주요 위기 사례와 높은 관련성이 있어 보인다. 98년 아시아 외환위기 직후인 2000년부터 04년까지는 한계기업 비중이 감소하였으나, 04년부터 08년~10년의 글로벌 금융위기에 이르기까지는 한계기업 비중이 증가세를 기록하였다. 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기를 거치면서 17년까지는 한계기업 비중이 감소세를 기록하였으나, 17년 이후부터 23년 현재까지는 다시 증가세를 기록하였다. 요컨대, 국내 한계기업 비중은 97~98년 아시아 외환위기와 08~09년 글로벌 금융위기를 맞으면서 한계기업 비중이 감소세로 전환되었던 것으로 나타났다. 그러나 금융위기 이후 6~7년이 경과한 시점부터는 한계기업 비중이 다시 증가세로 전환되며 증가를 기록하였다.

일부 선행연구에서는 한계기업 비중을 산출할 때 업력이 짧은 설립 초기 기업은 표본에서 제외할 것을 제안하고 있다. 이는 설립 이후 몇 년 간은 부진한 영업이익을 나타낼 가능성이 크기 때문이다. 재무제표 보유기간을 3년 이상인 기업으로 제한할 경우 업력이 짧은 기업이 다수 포함될 가능성이 있으므로 여기서는 재무제표

보유기간이 5년 이상인 기업을 대상으로 한계기업 비중을 앞서서와 같은 방식으로 계산해 보았다. 이와 같이 계산한 결과 연도별 한계기업 비중의 추이는 [그림 2]에서 보는 바와 같이 나타났다. [그림 2]의 한계기업 비중 추이는 [그림 1]에서 살펴봤던 바와 마찬가지로 추세적인 증가세가 있다고 판단하기는 어려워 보인다. 또한 [그림 1]에서 살펴봤던 바와 마찬가지로 한계기업 비중은 여전히 감소-증가-감소-증가의 순환변동을 나타내고 있다. 2000년부터 04~05년까지는 감소세, 05년부터 10년까지는 증가세, 이후 17년까지는 감소세, 17년부터 23년 현재까지는 증가세를 보였다. 물론 일부 시기별로는 다소 차이를 보이기도 하였으나, 재무제표 보유기간을 5년 이상인 기업으로 제한할지라도 추세 및 순환변동적인 특징에서 큰 차이는 없는 것으로 보인다.

[그림 2] 기업 존속 여부별 업력 5년 이상 한계기업의 수와 비중 추이



주: '존속O'은 현재 연구시점 기준 기업활동을 영위하는 외부감사대상 기업을 의미하며, '존속X'은 해당 과거시점에 기업활동을 영위하는 외부감사대상 기업이었으나 현재 연구시점 기준 휴폐업 등으로 더 이상 기업활동을 영위하지 않는 기업을 의미
 자료: NICE평가정보

IV. 한계기업 비중의 순환변동과 주요 유형별 특징: 산업별, 규모별, 차입 업권별

이상에서 살펴본 한계기업 비중의 추이는 산업에 따라, 기업규모에 따라, 차입한 금융업권에 따라 유의미한 차이가 있을 수 있다. 본 절에서는 한계기업 비중의 장기 시계열을 산업, 기업규모, 차입한 금융업권 등 주요 유형별로 구분하여 각 유형별로

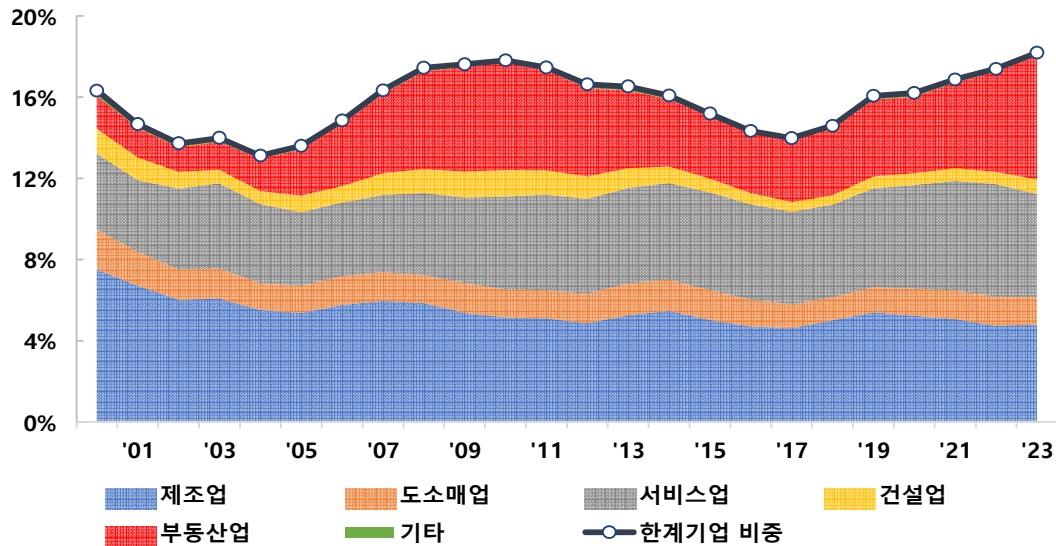
주요 특징을 살펴보고자 한다.

1 산업별 특징

먼저, 각 연도별로 한계기업 비중의 업종별 구성을 살펴보았다. 업종별 구분은 통계청 표준산업분류 내 대분류 기준에 따라 제조업, 도소매업, 서비스업, 건설업, 부동산업, 기타로 분류하였으며, NICE평가정보에 업종정보가 없는 기업은 기타 분류에 포함하였다. 이와 같이 업종을 구분하였을 때, 각 연도별로 한계기업 비중의 업종별 구성은 [그림 3]에서 보는 바와 같이 나타났다. 23년 기준 한계기업 비중이 18.2%였는데, 이 중 제조업(4.8%), 서비스업(5%), 부동산업(6.1%)이 높은 비중을 차지하였으며, 특히 부동산업이 한계기업의 약 1/3을 차지하였다.

제조업의 표본 내 한계기업 비중은 2000년대 초반 6~7%대에서 08~09년 글로벌 금융위기에 이르기까지 완만한 감소세를 기록하였으며, 이후에는 대략 5% 내외 수준을 유지하였다. 서비스업은 2000년도 초 3% 후반에서 시작하여 이후 완만히 증가하며 20년부터는 5%대 초반을 유지하고 있다. 이러한 제조업과 서비스업에서의 한계기업 증감은 국내 산업구조의 변화와도 관련이 있어 보인다. 한편 한계기업 비중에 대한 부동산업의 기여는 증가-감소-증가의 순환변동을 보이고 있는데, 이는 전체 한계기업 비중의 순환변동과 큰 흐름을 같이 하는 것으로 보인다. 예컨대, 04년부터 08년까지의 한계기업 비중 증가 기간 중에 부동산업의 기여가 크게 증가하였으며, 17년부터 23년까지의 한계기업 비중 증가 기간 중에도 부동산업의 기여가 컸었던 것으로 보인다. 이는 부동산업 내 한계기업 비중의 증가세 및 감소세가 전체 표본 내 한계기업 비중의 증가세 및 감소세에도 큰 영향이 있었던 것으로 볼 수 있다. 다른 한편으로는 국내 한계기업 비중의 순환변동은 부동산경기의 순환변동과도 높은 관련성이 있을 가능성을 시사한다.

[그림 3] 한계기업 비중의 업종별 구성



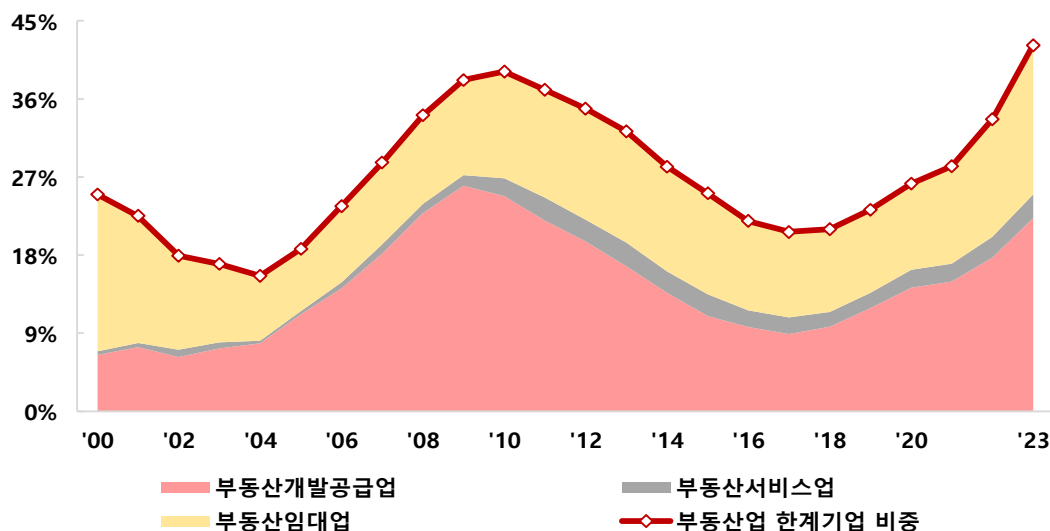
자료: NICE평가정보

이상에서 전체 표본 내 한계기업 비중의 전반적인 순환변동은 부동산업 내 한계기업의 확대 및 감소와 높은 관련성이 있음을 살펴보았다. 여기서는 부동산업 내 한계기업 비중의 장기 추이와 세부 업종별 구성을 살펴보고자 한다. 먼저 부동산업 내 한계기업의 비중을 연도별로 계산하면 [그림 4]에서 보여주는 바와 같다. 부동산업 내 한계기업의 비중 또한 전체 표본의 경우와 마찬가지로 추세적인 증가세가 아닌 감소-증가-감소-증가의 뚜렷한 순환변동을 보여주고 있다. 97~98년 아시아 외환 위기 직후부터 04년까지는 감소하였으며, 04년부터 08~10년의 글로벌 금융위기 도래까지는 증가세를 기록하였다. 글로벌 금융위기 이후부터 17년까지는 감소를 기록하였으나, 이후에는 지속적인 증가세를 유지하며 23년 현재에 이르고 있다.

부동산업 내 한계기업의 비중은 전체 표본의 경우와 비교하여 규모도 큰 편이며, 변동 폭도 큰 것으로 나타났다. 부동산업 내 한계기업의 비중은 23년 현재 약 42%로 전체 표본의 경우(약 18%)보다 2배 이상 높게 나타났다. 또한 한계기업 비중이 증가하기 시작한 17년 최저점에서 약 21%였음을 고려하면, 증가 폭 또한 상당히 큰 편임을 알 수 있다. 부동산업은 통계청 표준산업분류 소분류에 따라 부동산개발공급업, 부동산서비스업, 부동산임대업으로 구분할 수 있다. 부동산업 내 한계기업 비중의 각 하위 업종별 구성을 살펴보면, 시기에 따라 다소 차이가 있기는 하나 대체로 부동산개발공급업이 큰 비중을 차지하며, 다음으로 부동산임대업이 큰 비중을 차지하는 것으로 보인다(그림 4). 부동산업 내 한계기업 비중의 증감에 대한 하위 업종별 기여를 살펴보면 부동산개발공급업의 기여가 가장 큰 것으로 나타났다. 04~10년의 한계기업 비중 증가 기간 중 대부분의 변동 폭이 부동산개발공급업 내 한계기업의 증가에 의해 설명되며, 17년 이후 23년 현재까지의 한계기업 비중 증가 기간에도 부동산개발공급업 내 한계기업의 증가에 의해 대부분 설명되는 것으로 나타났다. 요컨대, 전체 표본에서 한계기업 비중의 순환변동을 주도한 업종이 부동산업이

었는데, 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동을 주도한 것은 부동산개발공급업인 것으로 볼 수 있다.

[그림 4] 부동산업 내 한계기업 비중의 세부 업종별 구성



자료: NICE평가정보

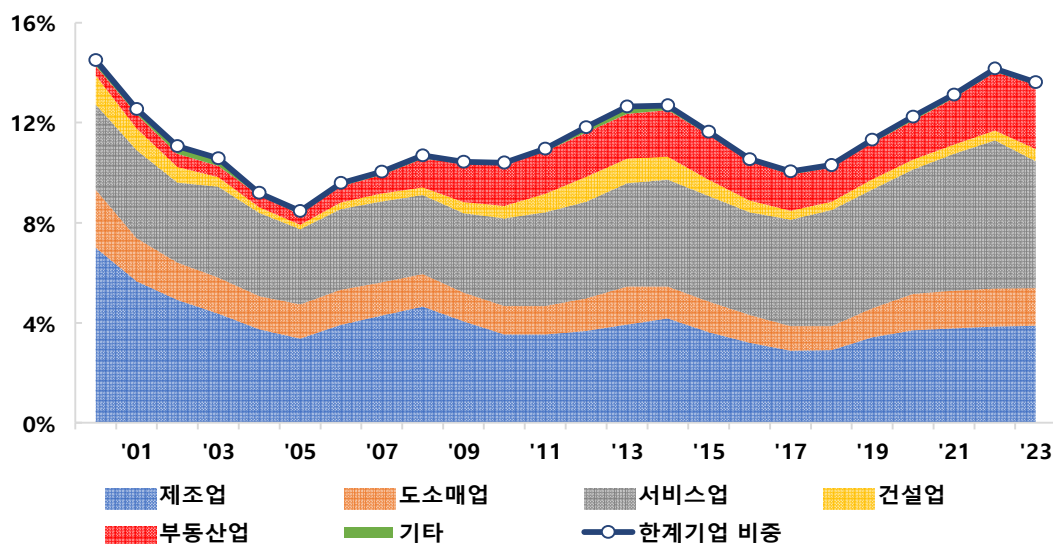
이상에서 한계기업 비중의 장기시계열은 순환변동적인 특징을 나타내고 있음을 살펴보았다. 여기서는 이러한 시계열적인 특징이 기업규모(대기업, 중소기업)별로 구분하더라도 여전히 유효한 것인지 살펴보고자 한다. 참고로 대·중소기업 구분은 중소기업기본법 범위 안의 기업들은 중소기업으로, 그 외의 기업들은 대기업으로 구분하였다. 먼저 대기업 내 한계기업 비중을 연도별로 계산한 값을 [그림 5]에서 보여주고 있다. 대기업 내 한계기업 비중은 전체 표본의 경우와 마찬가지로 감소-증가-감소-증가의 순환변동을 나타내고 있다. 다만, 대기업 내 한계기업 비중은 23년 기준 13.6%로 전체 표본의 경우(18.2%) 보다 적은 것으로 나타났다. 또한 감소에서 증가로 전환되는 최저점과 증가에서 감소로 전환되는 최고점의 시점이 전체 표본의 경우와 다소 차이가 있는 것으로 나타났다. 예컨대, 05년부터 시작된 증가세는 글로벌 금융위기(08~10년) 이후 몇 년 더 지난 14년까지 이어지는데, 이는 전체 표본 내 한계기업의 비중이 글로벌 금융위기 즈음까지 증가세를 기록하였음을 고려하면 비교적 장기간의 증가세였던 것으로 볼 수 있다. 다시 말해 글로벌 금융위기 및 유럽 재정위기를 거치는 기간 중에도 대기업 그룹에서는 한계기업 비중이 늘어났는데, 이는 전체 표본의 경우와는 다른 차이점에 해당한다.

2 기업 규모별 특징

다음으로 대기업 내 한계기업 비중의 업종별 구성을 살펴보면 23년 기준 서비스업이 가장 높은 비중(5.1%)을 차지하며, 다음으로 제조업(3.9%), 부동산업(2.6%)이 큰

비중을 차지하는 것으로 나타났다. 이러한 대기업 내 한계기업 비중의 업종별 분포는 전체 표본의 경우와 비교할 때 차이점에 해당한다. 대기업 내 한계기업 비중의 증가에 대한 업종별 기여도 전체 표본의 경우와는 다소 차이가 있는 것으로 보인다. [그림 5]에서 보듯이 05년부터 14년까지의 증가 기간에는 건설·부동산업 및 서비스업에서 기여가 컸으며, 17년부터 23년 현재까지의 증가 기간 중에는 부동산업을 포함한 대부분 업종에서 기여가 컸었던 것으로 나타났다.

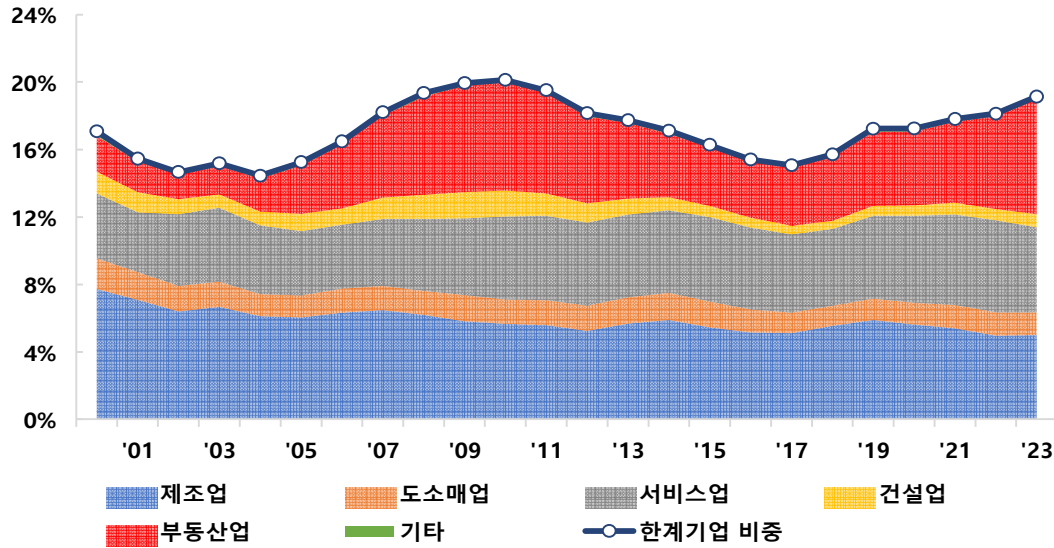
[그림 5] 대기업 내 한계기업 비중의 세부 업종별 구성



자료: NICE평가정보

전체 표본 중 다수가 중소기업인 점을 고려하면 앞에서 살펴 본 전체 표본 내 한계기업 비중의 추이는 중소기업 내 한계기업 비중의 추이와 유사할 것으로 보인다. 여기서는 중소기업 내 한계기업 비중의 추이와 세부 업종별 구성에 대해 살펴보고자 한다. 중소기업 내 한계기업 비중은 [그림 6]에서 보듯이 전체 표본의 경우와 마찬가지로 순환변동적인 특징을 보이며, 최저점 및 최고점의 시기도 전체 표본의 경우와 유사한 것으로 나타났다. 중소기업 내 한계기업 비중은 04년에 최저점을 지나며 증가세로 전환된 이후 10년에 최고점을 기록하였으며, 17년에는 최저점을 기록한 이후 23년 현재까지 증가세를 이어오고 있다. 23년 기준 중소기업 내 한계기업 비중은 약 19%로 전체 표본의 경우(약 18%)보다 조금 더 많은 편이며, 업종별로는 제조업(5%), 서비스업(5%), 부동산업(6.9%)이 비교적 큰 비중을 차지하며, 전체 표본의 경우와 대체로 유사한 모습이다. 제조업의 표본 내 한계기업 비중은 대체로 완만한 감소세를 기록한 반면, 서비스업은 완만한 증가세를 보였다. 한편 중소기업 내 한계기업 비중의 순환변동 대부분은 건설·부동산업에 의해 견인되는 것으로 나타났다.

[그림 6] 중소기업 내 한계기업 비중의 세부 업종별 구성



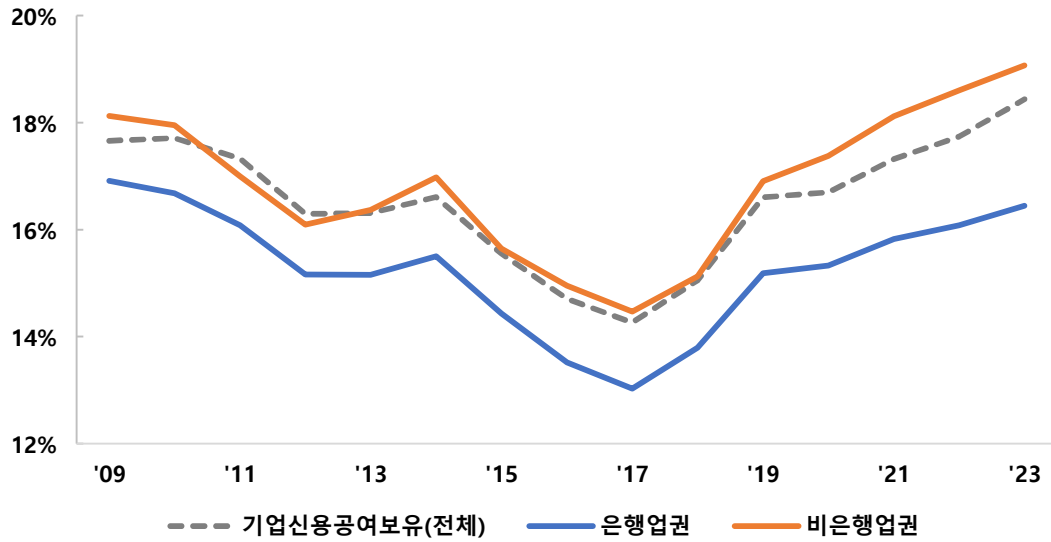
자료: NICE평가정보

3 차입 금융업권별 특징

한계기업 비중은 대출을 보유한 금융업권에 따라서도 차이가 있을 수 있다. 은행업권에 비해 비은행업권의 경우 대체로 차입비용이 높은 경향을 보임에 따라 비은행업권의 대출을 보유한 기업은 은행업권의 대출을 보유한 기업에 비해 상대적으로 한계기업의 비중이 높을 수 있다. 여기서는 대출을 보유한 금융업권에 따라 한계기업 비중에 어떠한 특징적인 차이가 있는지를 살펴보고자 한다.

[그림 7]은 은행 또는 비은행의 대출을 보유한 비금융 외감기업 중 한계기업의 비중을 보여주고 있다. 다만, 금융업권별 기업신용공여 보유 여부는 09년부터 식별할 수 있으므로 여기서는 09년부터 23년 현재까지의 기간에 대해 업권별 대출 보유 여부에 따른 한계기업 비중을 계산하였다. 금융기관 대출을 보유한 기업 표본 내 한계기업 비중은 앞서서의 분석과 마찬가지로 10년부터 17년까지 감소세를 기록한 이후 17년부터 23년 현재까지 증가세를 이어오고 있다. 한편 은행업권과 비은행업권으로 구분하여 살펴보면 비은행업권의 대출을 보유한 기업에서 한계기업 비중의 규모가 더 크고 19년 이후에는 한계기업 비중의 증가 폭도 더 컸던 것으로 나타났다. 이는 더 높은 금융비용을 부담하는 비은행업권 이용 기업에서 한계기업 비중의 수준과 증가 폭 모두 더 큰 상황임을 보여주고 있다.

[그림 7] 차입 금융업권별 한계기업 비중의 추이: 은행 vs. 비은행



자료: NICE평가정보

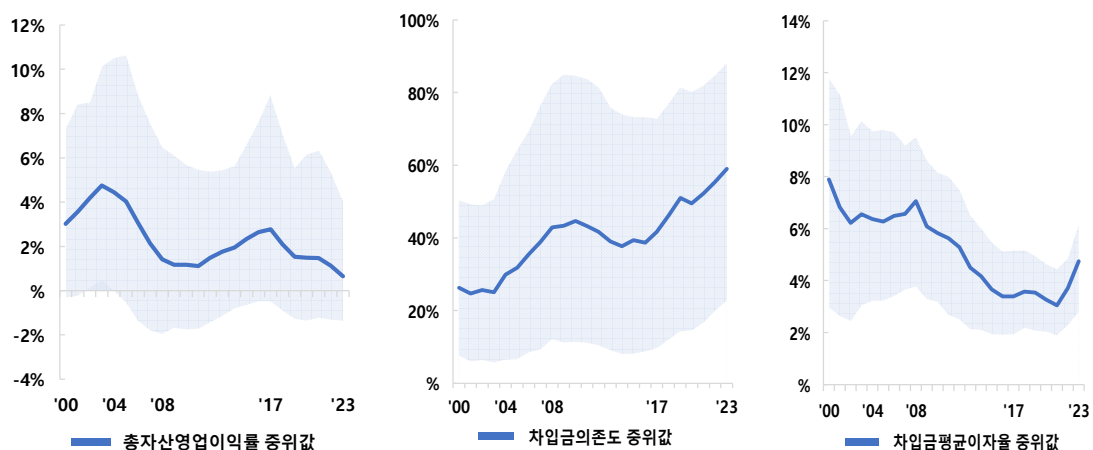
V. 한계기업 비중의 변동 요인 분해 및 시사점

본 연구는 국내 한계기업의 비중이 2,000년 이후 몇 차례의 감소-증가를 반복하며 순환변동을 나타내고 있음을 살펴보았다. 본 절에서는 이러한 한계기업 비중의 변화를 설명할 수 있는 주요 요인에 대해 살펴보고자 한다. 본 연구에서 한계기업은 3년 연속 이자보상배율 1 미만인 기업으로 정의하였으므로, 한계기업 비중의 변화도 결국 이자보상배율의 변화로 설명할 수 있다. 한편 이자보상배율은 식(1)과 같이 총자산영업이익률, 차입금의존도, 차입금평균이자율의 세 변수로 분해할 수 있다. 이러한 이자보상배율의 요인 분해에 의하면, 한계기업 비중의 변화는 결국 이상의 세 변수에 의해 설명하고 예측할 수 있다. 예컨대, 총자산영업이익률 하락, 차입금의존도 증가, 또는 차입금평균이자율 증가 등은 이자보상배율의 하락을 통해 한계기업의 비중을 증가시키는 요인이 될 수 있다.

$$\begin{aligned}
 \text{이자보상배율} &= \frac{\text{영업이익}}{\text{총이자비용}} \\
 &= \frac{\text{영업이익}}{\text{총자산}} \times \frac{1}{\text{총차입금/총자산}} \times \frac{1}{\text{총이자비용/총차입금}} \\
 &= \text{총자산영업이익률} \times \frac{1}{\text{차입금의존도}} \times \frac{1}{\text{차입금평균이자율}}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

앞에서 국내 한계기업 비중의 순환변동 대부분은 건설·부동산업에 의해 견인되는 것으로 나타났다. 이에 다음에서는 건설·부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동에 영향을 미친 주요 요인을 상기의 요인분해 방법에 의해 살펴보고자 한다. 건설·부동산업에 속한 기업의 각 연도별 이자보상배율을 총자산영업이익률(ROA), 차입금의존도(레버리지), 차입금평균이자율로 분해하면 [그림 8]에서 보는 바와 같다. 국내 한계기업 비중이 증가하였던 04년부터 10년까지의 기간에는 한편으로는 영업이익률이 하락하였으며, 다른 한편으로는 차입금의존도가 증가하는 가운데 평균이자율이 소폭 증가하였던 것으로 나타났다. 이러한 수익 및 비용측면의 변화는 04~10년 중 건설·부동산업 내 한계기업 비중이 크게 증가하는 주요 배경이 되었다. 국내 한계기업 비중이 증가세를 기록한 17년부터 23년 현재까지의 기간 중에는 수익 측면에서 영업이익률이 하락하였으며, 비용 측면에서 차입금의존도가 크게 증가하는 가운데 평균이자율이 코로나 기간을 거치며 소폭 하락하였으나 이내 크게 증가하였다. 이러한 경영실적의 악화는 17~23년 기간 중 건설·부동산업 내 한계기업 비중이 크게 증가하는 배경이 되고 있다. 이처럼 건설·부동산업 기업의 경영실적 악화는 현재 우려하고 있는 부동산 PF사업의 부실화 가능성과도 관련성이 큰 것으로 볼 수 있다. 만약 건설·부동산업에서 수익성 또는 차입비용의 개선이 없다면, 현재까지 이어지고 있는 해당 산업 내 한계기업 비중의 증가세도 당분간 계속될 가능성이 커 보인다.

[그림 8] 건설 및 부동산업의 이자보상배율 변동 요인 추이



주: 파란색 음영은 각 재무 지표의 상·하위 25% 수준 이내를 나타내며, 파란색 실선은 중위값을 나타냄

자료: NICE평가정보

Ⅵ. 결 론

본 연구는 국내 한계기업 비중의 장기시계열이 갖는 특징을 추세와 순환변동적인 관점에서 살펴보았다. 2000년 이후 국내 한계기업 비중의 추이에서 대부분의 선행연구가 보고한 추세적인 증가세를 확인할 수 없었다. 대신 감소-증가-감소-증가의 순환변동적인 특징을 확인하였다. 본 연구는 이러한 차이가 생존편향에 따른 결과임을 보이고 있다. 즉, 대부분의 국내 선행연구에서와 같이 연구시점에 존속하고 있는 기업만을 대상으로 한계기업의 비중을 추산할 경우 과거에 생존하였으나 현재 존속하고 있지 못한 기업이 표본에서 제외됨에 따라 한계기업의 비중에 큰 차이가 발생하는 것으로 나타났다.

본고는 이상에서 살펴 본 국내 한계기업 비중의 순환변동을 산업별, 기업 규모별, 차입 금융업권별로 구분하여 각 유형별로 주요 특징을 살펴보았다. 산업별로는 국내 한계기업 비중의 순환변동적인 특징이 특히 건설·부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동에 의해 주도되는 것으로 나타났다. 기업 규모별 및 차입 금융업권별로 구별하여 살펴보더라도 한계기업의 비중은 장기간에 걸친 순환변동적인 특징을 보였다.

본 연구는 건설·부동산업 기업의 이자보상배율을 수익성 및 차입비용으로 분해하여 한계기업 비중의 순환변동에 대한 영향을 평가였다. 이는 수익성 또는 차입비용 측면에서 가시적인 개선이 없을 경우 현재 진행 중인 한계기업 비중의 증가세가 당분간 이어질 수 있음을 시사한다. 17년부터 23년 현재까지 건설·부동산업을 중심으로 진행되고 있는 국내 한계기업 비중의 증가세는 현재 우려되고 있는 부동산 PF사업의 부실 가능성과도 밀접한 관련성이 있어 보인다. 특히 건설·부동산업 내 한계기업의 비중은 규모도 크고 변동 폭도 큰 것으로 나타났는데, 이는 현행 부동산 개발·공급방식의 고유한 특징 및 부동산경기와의 관련성이 높아 보인다. 이에 대해서는 향후 심도 있는 연구가 뒷받침된다면 부동산 개발공급방식 및 부동산 경기변동이 국내 한계기업 비중의 증가 및 부동산 PF사업의 취약성에 미칠 영향에 대해서도 이해가 깊어질 것으로 기대된다.

참고문헌

- 김윤경, 2022, “한계기업 현황과 기업구조조정 제도 개선방안,” KERI Brief 22-10, 한국경제연구원.
- 박준호, 2023, “좀비기업과 구조조정,” 『금융연구』 제37권 제2호, 한국금융학회.
- 박용민·임계원, 2021, “기업 재무상태 전환의 주요 특징: 한계기업의 회생을 중심으로,” BOK 이슈노트, 제2021-26호, 한국은행.
- 박찬우, 2022, “한계기업 현황과 시사점,” 산은조사월보 제800호, KDB산업은행 미래전략연구소.
- 박창균·정화영, 2020. 12. 7, “한계기업 현황과 자원배분 효율성 제고를 위한 과제,” 자본시장연구원 심포지엄 발표자료.
- 송단비·조재한·김한훤·김인철, 2021, “국내 한계기업의 결정요인 분석과 시사점,” ISSUE PAPER 2021-03, 산업연구원.
- 송상윤, 2020, “한계기업이 우리나라 제조업 노동생산성에 미친 영향,” BOK 이슈노트, 제2020-7호, 한국은행.
- 정지연, 2023, “기업부문의 취약성에 대한 분석과 시사점,” Credit Issue, NICE Credit Insight, 2023 여름호.
- 한국은행 금융안정보고서, 각호
- 한국은행 금융안정상황 보도자료, 각호
- Acharaya, V. V., L. Borchert, M. Jager, and S. Steffen, 2022, “Zombie Lending: Theoretical, International, and Historical Perspectives,” Annual Review of Financial Economics 14, 21-38.
- Acharya, V, T Eisert, C Eufinger, and C Hirsch, 2020, “Zombie Credit and (Dis-)inflation: Evidence from Europe,” NBER Working Paper, NO.27158.
- Banerjee, Ryan, and Boris Hofmann, September 2018a, “The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences,” BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements.
- Banerjee, Ryan, and Boris Hofmann, 2018b, “Corporate Zombies: Anatomy and Life Cycle,” BIS Working Papers No. 882, Bank for International Settlements.
- Caballero, R, T Hoshi, and A Kashyap, 2008, “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan,” American Economic Review, Vol 98, No 5, pp 1943-77.
- McGowan, M. A., D. Andrews, and V. Millot, 2018, “The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries,” Economic Policy 33, 685-736.
- Hoshi, T., 2000, “Why is the Japanese Economy Unable to Get Out of A Liquidity Trap,” Zero Interest Rate and the Japanese Economy, pp.233-266.