

## 보도자료

보도일시	2014년 11월 19일(수) 조간
담당자	정대희 KDI 거시경제연구부 연구위원 (044-550-4211, dhjeong@kdi.re.kr)
배포일시	2014년 11월 18일(화) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)

# 부실기업 구조조정 지연의 부정적 파급효과

정대희 KDI 연구위원

본고는 11월 말 발간 예정인 2014년 하반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정입니다.

# 부실기업 구조조정 지연의 부정적 파급효과

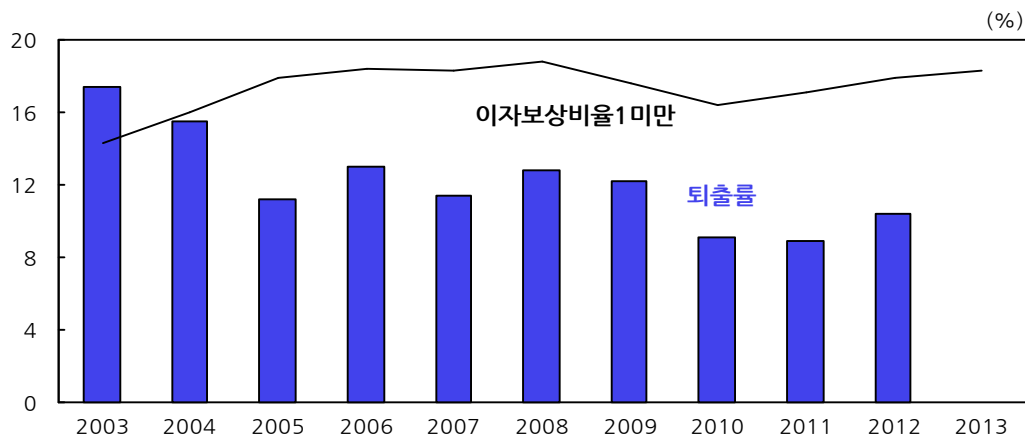
연구위원 정대희

## 1. 문제제기

■ 부실기업에 대한 금융지원 확대가 구조조정을 지연시킴으로써 경제역동성을 저해하는 요인으로 작용하고 있다는 우려가 꾸준히 제기되고 있음.

- 글로벌 금융위기 이후 잠재적인 부실기업(이자보상비율이 1 미만인 기업)이 증가하고 있음에도 불구하고, 실제 시장에서 퇴출되는 기업의 비중은 여전히 낮은 수준에 머물러 있어 기업부문의 구조조정이 지체되고 있음을 시사

이자보상비율 1 미만 기업 비중 및 법인 퇴출률



주: 이자보상비율은 표본에 존재하는 전체(공기업 제외 기준) 기업 대비 해당 기업(수)의 비중을 의미함.  
자료: 통계청; 중소기업청; KIS-Data; 저자 계산.

- 한편, 1990년대 버블 붕괴 이후 일본에서 취해진 부실기업에 대한 대규모 금융지원이 저생산성 기업의 퇴출을 지연시킴으로써 일본의 장기침체를 유발한 주요 요인으로 작용하였음이 다수 문헌에서 입증되고 있음(<Box> 참조).

■ 따라서 본고는 기업 미시자료를 사용하여 “부실기업에 대한 금융지원 ⇒ 경제역동성 저하”라는 연결고리가 실제 우리나라에서도 나타나고 있는지 살펴보고자 함.

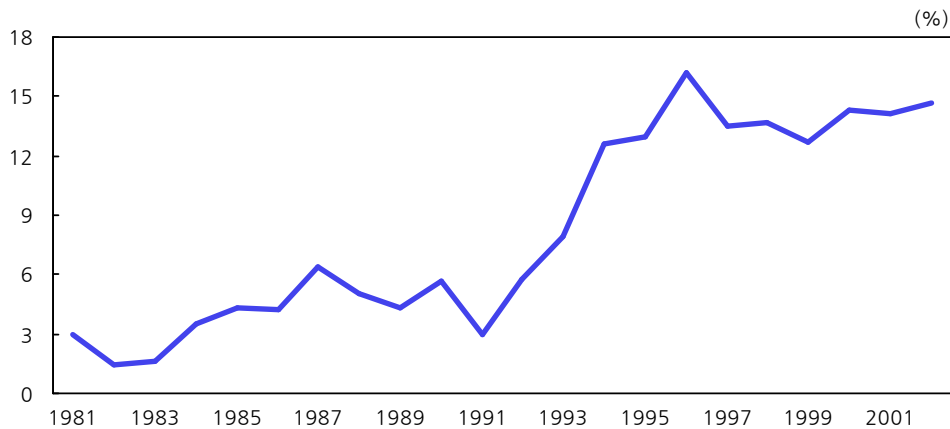
### Box. 과거 일본의 부실기업에 대한 금융지원 사례

■ 1990년대 초 일본의 부동산 버블 붕괴 이후 은행의 금융지원 확대가 기업부문에 대한 구조조정을 지연시킨 것으로 나타남.

● 일본의 상업은행들은 버블 붕괴 이후 자본적정성 훼손을 우려하여 정상 기업에 대한 여신은 축소한 반면, 부실기업에 대해서는 오히려 대출기간 연장 및 이자면제 등을 통해 자금을 추가적으로 지원한 바 있음.

- 이에 따라 좀비기업(금융지원을 받은 기업)이 전체에서 차지하는 비중이 버블 붕괴 이전 4~6% 내외에 머물렀으나, 90년대 후반에는 14% 수준으로 급격히 증가하여 부실기업의 퇴출이 지연되는 결과를 초래

#### 금융지원을 받은 기업 자산 비중: 90년대 일본



자료: Caballero *et al.*, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan," American Economic Review, Vol.98, No.5, 2008.

■ Caballero *et al.*(2008) 등 다수의 연구는 일본의 사례를 통해 부실기업에 대한 금융지원 증가가 생산성 등 경제 전반에 부정적인 영향을 미친다는 점을 발견

● 금융지원을 받은 기업이 증가할수록 정상기업의 고용 및 투자가 위축되었으며, 생산성이 낮은 기업의 퇴출을 저해함으로써 장기적으로는 경제 전반의 생산성 및 역동성이 저하된 것으로 나타남.

## 2. 금융지원과 좀비기업의 정의 및 현황

■ 기업 재무정보를 토대로 정의된 우리나라의 ‘좀비기업’(금융지원을 받은 잠재 부실기업)의 자산은 2013년 현재 전체 기업 자산의 15.6%에 달하는 것으로 나타남.

● 기업에 대한 금융지원에는 다양한 방식이 존재하고 있으나, 본고에서는 Caballero *et al.*(2008) 및 Hoshi and Kim(2012)에서와 같이 만기연장과 이자보조를 고려하고 이를 아래와 같이 각각 정의하였음.

- 만기연장: 당해 연도에 상환한 금액(차입금 잔액 증감)이 전년 말의 만기도래 차입금(단기차입금과 유동성 장기차입금)의 10% 미만인 경우 만기연장을 받은 것으로 간주
- 이자보조: 전년 말의 부채를 만기, 형태(차입금 또는 채권) 및 통화별로 구분한 후, 각각에 대해 시장에서 조달될 수 있는 최저금리를 적용하여 최저이자비용을 산출하고, 실제 이자비용이 이보다 낮은 경우 이자보조를 받은 것으로 간주

● 한편, 좀비기업은 기존의 문헌에서와 같이 금융지원에 의해 퇴출이 지연되고 있는 잠재 부실기업으로 정의하고 다음과 같이 식별

- ① 이자보상비율이 1 미만인 동시에 금융지원(만기연장 혹은 이자보조)을 받은 기업(아래 표에서 진한 회색음영으로 표시)
- ② 이자보조에 의해 재무제표상 이자보상비율이 1 이상으로 나타나기는 하였으나, 최저이자비용을 적용하여 재자산할 경우 이자보상비율이 1 미만으로 하락하는 기업(열은 회색음영)

● 이와 같은 정의를 적용하여 자료를 분석해 본 결과 좀비기업의 자산 비중이 15.6%로 나타났으며, 이는 본고의 좀비기업 정의가 기존 문헌보다 보수적이라는 점을 감안할 때 우리 경제에 상당히 많은 좀비기업이 존재하고 있음을 시사(앞의 <Box> 참조)

### 좀비기업의 구성

(단위: %)

	금융지원을 받지 않은 기업	금융지원을 받은 기업			합 계
		만기연장	만기연장과 이자보조	이자보조	
이자보상비율 1 이상	28.4	26.8	6.5	13.8	75.5
	-	-	0.7	0.3	1.0
이자보상비율 1 미만	8.9	12.0	1.7	0.9	23.5
소 계	37.3	38.8	8.9	15.0	100.0

주: 굵은 테두리는 좀비기업을 의미함.

자료: KIS-data; 저자 계산.

■ 2013년의 좀비기업 비중은 2010년에 비해 증가한 것으로 집계되고 있는데, 이는 주로 **잠재 부실기업에 대한 대출만기를 연장해 주었던 데에 기인한 것으로 보임.**

- 자산규모를 기준으로 볼 때, 좀비기업의 비중은 2010년 13.0%에서 2013년 15.6%로 2.6%p 증가
  - 이 중 이자보조를 받은 좀비기업은 2010년과 비교하여 2013년에 0.9%p 내외 감소한 반면, 만기연장을 받은 좀비기업은 해당 기간 중 2.2%p 증가하였음.
  - 만기연장을 받은 좀비기업이 증가해 왔다는 사실은 금융위기 이후 금융기관들이 부실기업의 대출만기 연장 및 신규 지원 등에 대해 관용적인 태도를 보여 왔음을 시사
- 기업 수 기준으로 볼 때에도 좀비기업의 비중은 만기연장에 주로 기인하여 2010년 12.1%에서 2013년에 12.7%로 상승
  - 2013년 만기연장을 받은 좀비기업(수)의 비중은 2010년(6.8%)에서 1.3%p 상승한 8.1%를 기록

### 좀비기업에 대한 금융지원 현황

(단위: %, %p)

		좀비기업			
		만기연장	만기연장과 이자보조	이자보조	합계
자산 기준	2010년	9.7 (75.1)	1.1 (8.7)	2.1 (16.2)	13.0 (100.0)
	2013년	11.9 (76.7)	2.3 (15.3)	1.2 (8.0)	15.6 (100.0)
	차이	2.2	1.2	-0.9	2.6
기업 수 기준	2010년	6.8 (56.2)	1.9 (15.7)	3.4 (28.1)	12.1 (100.0)
	2013년	8.1 (63.8)	2.0 (15.7)	2.6 (20.5)	12.7 (100.0)
	차이	1.3	0.1	-0.8	0.6

주: ( ) 안은 좀비기업 중 해당 금융지원을 받은 기업의 비중임.  
자료: KIS-data; 저자 계산.

■ 한편, 산업별로 좀비기업 비중을 살펴본 결과 금융위기 이후의 좀비기업 증가는 기타 운송장비(조선업 등)와 건설업에 크게 기인했던 것으로 나타남.

● 2010년과 비교하여 2013년에는 전기전자를 제외한 대부분의 주요 산업에서 좀비기업 비중이 증가한 것으로 나타남.

- 2010년 이후 수익성이 크게 악화된 것으로 나타난 기타운송장비 및 건설업에서 좀비기업의 자산 비중이 빠른 속도로 상승하고 있음.

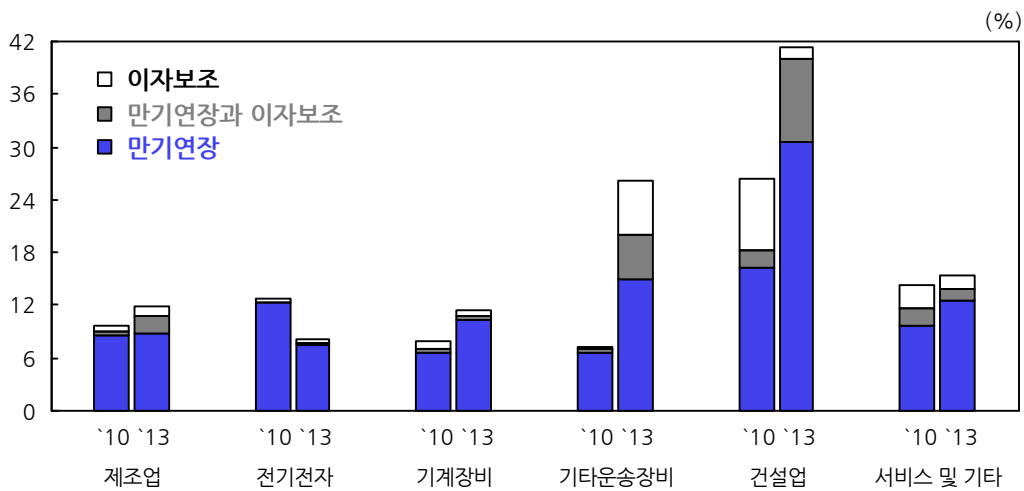
※ 기타운송장비 좀비기업 비중: (2010년) 7.1% → (2013년) 26.2%

※ 건설업 좀비기업 비중: (2010년) 26.3% → (2013년) 41.4%

- 금융지원 유형별로는 대부분의 산업에서 만기연장이 좀비기업의 비중 변화에 주요 요인이었던 것으로 나타남.

● 이상의 결과는 금융위기 이후 기타운송장비 및 건설업 등을 중심으로 우리 경제의 구조조정이 지체되고 있음을 시사

주요 산업의 좀비기업 비중과 금융지원



주: 전기전자, 기계장비 및 기타운송장비는 제조업에 포함된 하위 업종임.  
 자료: KIS-Data; 저자 계산.

### 3. 좀비기업 증가의 부정적 파급효과에 대한 분석

■ 이와 같은 좀비기업의 증가가 정상기업에 어떠한 영향을 미치는지 파악하기 위해, 산업별 좀비기업의 자산 비중과 해당 산업에 속한 정상기업의 고용증가율 및 투자율 간의 관계를 분석함.

● 금융지원으로 부실기업의 퇴출이 지연되는 경우, 이들 좀비기업이 한정된 시장수요를 잠식하고 노동 및 자본을 비효율적으로 사용함으로써 정상기업의 고용 및 투자에 부정적 영향을 미치게 됨.

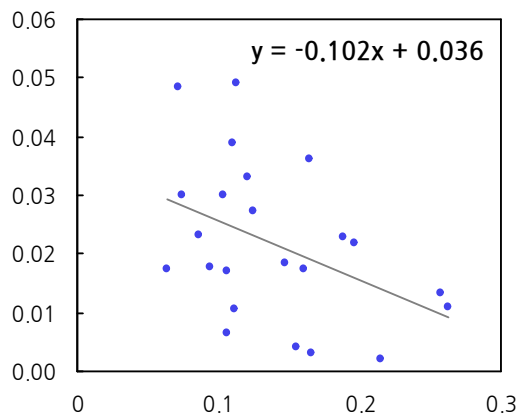
- 따라서 산업 내에 좀비기업이 차지하는 비중이 증가할수록 정상기업의 고용 및 투자가 더욱 위축될 가능성이 높음.

■ 산업별 정상기업의 고용증가율 및 투자율과 해당 산업의 좀비기업 자산 비중 간 상관관계를 2010년부터 2013년까지의 자료를 이용하여 분석한 결과, **좀비기업이 정상기업의 생산활동을 저해하고 있음**을 시사

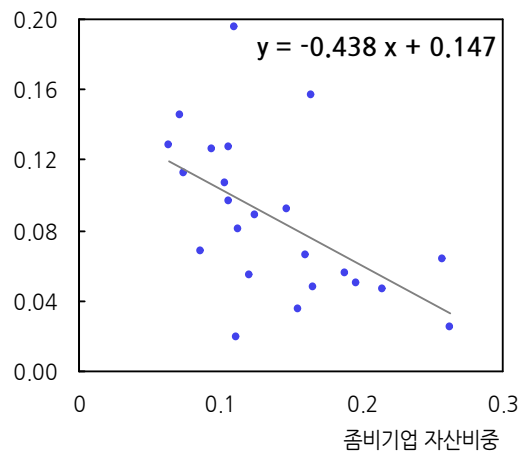
● 산업 내에 좀비기업 자산 비중이 높을수록 정상기업의 고용증가율과 투자율은 낮아지는 것으로 나타남.

#### 정상기업의 생산 활동과 업종 내 좀비기업 자산 비중

고용증가율



투자율



주: 1) 2010년부터 2013년 제조업 업종별 평균 기준.  
 2) 투자율은 감가상각 전 유·무형자산 대비 유·무형자산 증가로 인한 현금유출 기준함.  
 자료: KIS-Data; 저자 계산.

■ 이와 같은 **좀비기업의 부정적 파급효과**는 개별 기업 자료를 활용한 보다 엄밀한 회귀 분석 결과에서도 확인됨.

- 산업별 자료에 의한 상관관계 분석은 개별 기업의 영업환경, 산업별 경기 등에 의해서도 영향을 받을 수 있으므로, 이와 같은 요인들을 통제한 상태에서의 파급효과를 추정하기 위해 개별 기업 자료를 이용한 회귀분석을 시도(자세한 내용은 부록 참조)
- 산업 내 **좀비기업의 자산 비중이 증가하는 경우** 정상기업의 투자율 및 고용증가율이 모두 유의하게 감소하는 것으로 나타남.
  - 한 산업의 좀비기업 자산 비중이 10.0%p만큼 높아질 경우 해당 산업에 속한 정상기업의 고용증가율 및 투자율은 평균적으로 각각 0.53%p 및 0.18%p가량 하락하는 것으로 추정됨.
  - 이와 같은 결과는 현재 15.6%로 추정되고 있는 좀비기업 자산 비중을 5.6%로 10.0%p 하락시키는 것이 정상기업의 고용을 11만명 내외 증가시키는 효과가 있음을 의미(최근 우리 경제의 취업자 수 증가폭이 50만명(전년대비 2%) 내외라는 점과 표본 내 정상기업의 고용점유율이 80% 내외임을 감안한 결과이며, 투자확대에 따른 고용창출 효과를 감안하는 경우 고용증가폭은 더 클 수 있음).
  - ※ 한편, 좀비기업 자산 비중이 증가 혹은 감소할 경우에도 좀비기업의 고용증가율은 거의 변하지 않는 것으로 나타남(자세한 회귀분석 결과는 KDI 연구보고서로 출간 예정인 “우리경제의 역동성: 일본과의 비교를 중심으로” 참조).
- 한편, 금융지원 유형별로 구분하여 분석한 결과, 고용증가율에 대해서는 이자보조와 만기연장이 모두 유의하게 부정적 영향을 미치는 것으로 추정된 반면, 투자율에 대해서는 만기연장이 보다 중요한 요인인 것으로 나타남.

**좀비기업 자산 비중이 정상기업에 미치는 영향: 전 산업**

		좀비기업	
		이자보조	만기연장
고용증가율	-0.053*** (0.016)	-0.129*** (0.039)	-0.058*** (0.017)
투자율	-0.018* (0.008)	-0.018 (0.019)	-0.020* (0.009)

주: 1) 2010년부터 2013년 KIS-Data의 공기업 제외 개별 기업 자료 기준임.  
 2) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.  
 3) ( ) 안은 표준편차임.

■ 한편 산업별로는, 좀비기업 자산 비중 증가가 제조업에서는 정상기업의 투자에, 서비스업에서는 고용증가율에 각각 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.

- 제조업의 경우 산업 내 좀비기업 비중이 증가할수록 정상기업의 투자율은 감소하는 반면 고용증가율은 큰 변화가 없는 것으로 나타남.
  - 금융지원 유형별로는 이자보조보다는 만기연장에 의해 좀비기업 비중이 증가할 때, 정상기업의 투자율이 더 크게 감소하는 것으로 추정됨.
- 반면, 서비스업의 경우에는 좀비기업 비중의 증가가 투자율보다는 정상기업의 고용증가율에 부정적인 영향을 미치는 것으로 추정됨.
  - 금융지원 유형에 따른 좀비기업의 비중 증가가 고용증가율에 미치는 영향은 이자보조와 만기연장이 비슷한 영향을 미치는 것으로 나타남.
- 이러한 결과는 제조업이 자본집약적 산업인 반면 서비스업은 노동집약적인 데 따라 좀비기업의 증가가 각 산업의 주요 생산요소에 보다 큰 부정적 파급효과를 야기하는 것으로 사료됨.

### 좀비기업 자산 비중이 정상기업에 미치는 영향: 산업별

		좀비기업		
			이자보조	만기연장
제조업	고용증가율	-0.009 (0.034)	0.060 (0.143)	-0.011 (0.042)
	투자율	<b>-0.052*</b> (0.022)	-0.016 (0.084)	<b>-0.054*</b> (0.023)
서비스업	고용증가율	<b>-0.092***</b> (0.023)	<b>-0.203***</b> (0.057)	<b>-0.102***</b> (0.027)
	투자율	-0.012 (0.012)	-0.043 (0.025)	-0.009 (0.014)
건설업	고용증가율	0.030 (0.029)	0.113 (0.096)	0.019 (0.029)
	투자율	-0.016 (0.012)	-0.064 (0.038)	-0.013 (0.012)

주: 1) 2010년부터 2013년 KIS-Data의 공기업 제외 개별 기업 자료 기준임.  
 2) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.  
 3) ( ) 안은 표준편차임.

## 4. 결론 및 시사점

■ 최근 좀비기업이 증가하고 있는 가운데, 이에 따른 구조조정 지연은 정상기업의 고용 증가율 및 투자율을 하락시키는 것으로 추정됨.

- 금융위기 이후 좀비기업의 증가는 만기연장 확대에 주로 기인하는 것으로 나타났으며, 특히 건설업 및 기타운송장비업에서 좀비기업이 크게 늘어난 것으로 파악됨.
- 좀비기업이 증가할수록 제조업의 투자, 서비스업의 고용을 중심으로 정상기업에 부정적 파급효과를 야기하는 것으로 나타남.
- 이상의 논의는 최근 기업부문의 구조조정이 지체되고 있음을 시사하며, 이러한 현상이 지속되는 경우 우리 경제의 전반적인 역동성이 저하로 이어질 가능성이 높음.
  - 금융위기 이후 정책의 초점이 경기 대응에 맞추어져 있었던 반면, 기업 구조조정에 대한 정책적 노력은 상대적으로 미약했던 측면이 존재

■ 따라서 경제 전반의 역동성 제고를 위해 **금융지원 관행을 개선하여 기업 구조조정을 촉진할 필요**가 있음.

- 이자보조 및 만기연장 등 기업에 대한 금융지원과 관련한 관행을 개선하여 은행부문의 건전성을 제고함과 동시에 좀비기업에 대한 자연스러운 퇴출을 유도
- 특히, 최근 성장성이 한계에 도달한 가운데 수익성이 약화된 조선업 및 건설업 등에 대한 구조조정을 우선적으로 실시할 필요

## 부 록

- 개별 기업 및 산업 특성을 통제하기 위하여 기업별 매출액 증가율, 산업 및 연도 더미 등을 추가하여 회귀분석을 실시

- 회귀분석을 통해 개별 기업의 영업환경 및 산업별 경기 등을 통제할 필요

- 좀비기업(자산) 비중과 정상기업의 고용증가율 및 투자율 간 상관관계 분석은 개별 기업의 매출액 증가율 및 산업경기 등이 제대로 통제되지 않아, 좀비기업 비중이 구조조정 지연보다는 업종별 경기를 대리하는 변수라는 비판에서 자유로울 수 없음.

- 이와 같은 점을 반영하여 회귀분석 모형은 다음과 같이 설정

$$y_{i,j,t} = \alpha + \beta \text{nonz}_{i,j,t} Z_{j,t} + \gamma_1 \text{nonz}_{i,j,t} + \gamma_2 D_j \times D_t + \gamma_3 \text{dlog} S_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$$

- 여기서  $D_t$ 와  $D_j$ 는 각각 연도 및 산업 더미변수를 의미하며,  $\text{nonz}_{i,j,t}$ 는  $t$  연도에  $j$  산업에 속한  $i$  기업의 정상기업 여부를 나타내는 더미변수,  $Z_{j,t}$ 는 산업별 좀비기업의 자산비중을, 그리고  $\text{dlog} S_{i,j,t}$ 는 해당 기업의 매출액 증가율을 의미

- 매출액 증가율( $\text{dlog} S_{i,j,t}$ )은 개별 기업의 영업환경을 통제하기 위한 변수이며,  $D_t$ 와  $D_j$  간 상호항은  $t$  연도에  $j$  산업에 존재할 수 있는 모든 공통적 요인, 예컨대 산업별 경기변동 등을 제어하기 위한 변수임.

- 만약 산업 내 좀비기업 증가가 정상기업의 고용증가율 및 투자율에 부정적 파급효과를 야기한다면,  $\text{nonz}_{i,j,t} Z_{j,t}$ 의 계수( $\beta$ )는 음의 값을 가지며 통계적으로 유의할 것임.

- 동 실증분석 모형의 설정과 관련하여 보다 자세한 사항은 Caballero *et al.* (2010)을 참조하기 바람.

- 회귀분석에서 사용된 자료는 분석의 정확도 제고를 위해 다음과 같이 처리하였음.

- 금융·보험업 및 전기·가스·수도업과 2010~13년 기간 동안 산업 내 평균 기업 수가 100개 미만인 산업은 분석에서 제외

- 종속변수를 기준으로 상위 1% 및 하위 1% 백분위수를 각각 초과하거나, 미만인 관측치는 이상치로 간주하여 분석에서 제외