

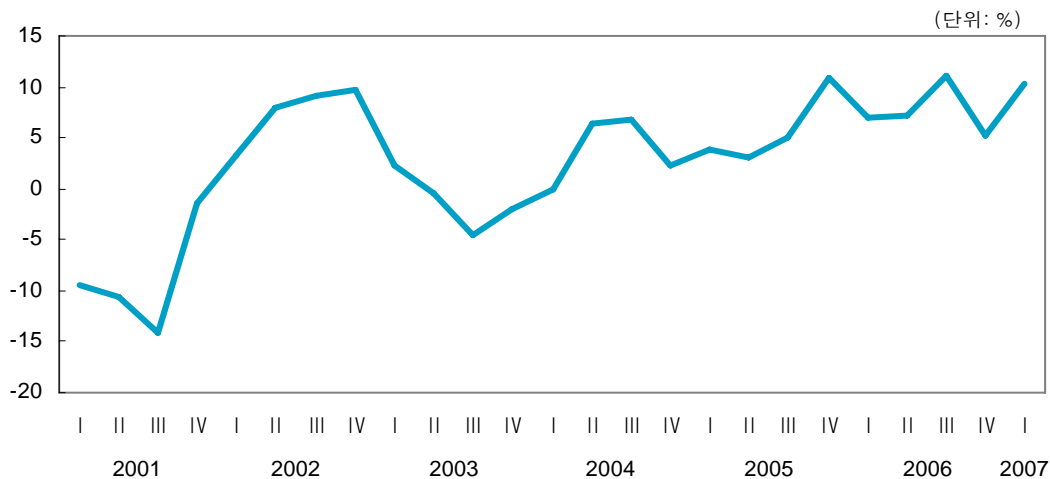
재무구조조정 측면에서 살펴본 최근 설비투자 추세

연구위원 임경묵

1. 문제의 제기

- 외환위기 이후 침체 양상을 보이던 설비투자가 안정된 증가세를 나타내고 있어 이의 원인과 지속가능성에 대한 관심이 높아지고 있음.
- 외환위기 이후 크게 위축되었던 우리나라의 설비투자는 점진적으로 회복되어 최근 10%에 근접한 견실한 증가율을 시현하고 있음.

국민계정 설비투자 증가율



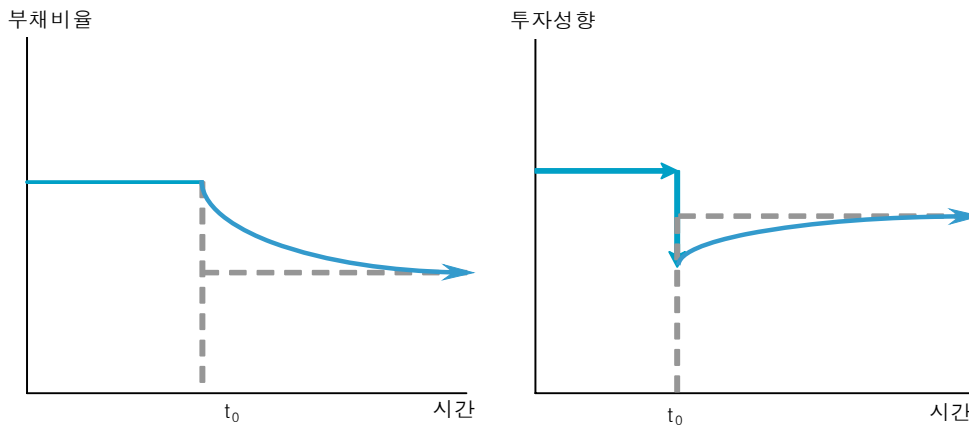
자료: 한국은행

- 본고는 최근의 설비투자 추이를 외환위기 이후 이루어진 기업의 재무구조조정과 관련하여 분석함으로써 향후 설비투자에 대한 시사점을 도출하고자 함.
- 이를 위해 상장기업의 재무자료를 이용하여 재무구조조정과정에서의 설비투자 행태변화를 분석하였으며, 이와 더불어 그동안 설비투자가 지극히 침체되었던 비상장기업의 설비투자의 추이에 어떠한 변화가 발생하고 있는지 살펴보았음.

2. 부채비율 조정과정에서의 투자행태 변화에 대한 이해

- 우리나라 기업들은 외환위기 이전 높은 부채비율에도 불구하고 차입에 의존한 투자를 지속하였으나, 위기를 경험한 이후 부채비율 축소에 대표되는 급격한 재무구조조정 과정을 경험
 - 1997년 외환위기 당시 상장기업의 부채비율은 312%에 달하였으나, 2006년에는 82%로 크게 하락
 - 부채비율의 하락은 정부의 규제 이외에도 외환위기 경험을 통해 제고된 재무위험에 대한 인식, 금융환경의 변화 등에 기인하였을 것으로 추론됨.
- 논의 대상을 부채비율과 투자성향(=설비투자/영업활동으로 인한 현금흐름)으로 한정하여 이해할 경우, 부채비율 축소 과정에서 기업의 투자성향은 일시적으로 급락하였다가 점진적으로 회복되는 것이 일반적인 현상 (Box 참조)
 - 구조조정 과정에 있는 기업은 영업활동에서 창출되는 현금의 상당부분을 부채상환에 사용해야 하기 때문에 투자성향이 일시적으로 크게 축소됨.
 - 이후에는 부채비율이 새로운 균형상태에 접근해 가는 과정에서 투자성향이 점진적으로 회복

부채비율 조정과정에서의 재무변수의 변화



논의의 전개를 위한 가정

■ 부채비율 축소과정에서의 투자행태변화를 개략적으로 이해하기 위해 기업의 자금흐름을 다음과 같이 단순화

- ① 기업의 자금흐름상 투자자금은 영업활동으로 창출되는 현금흐름과 부채 증가를 통해 조달된다고 가정
 - 이는 투자가 당기에 창출된 내부자금과 외부자금의 합으로 구성된다고 가정한 것이나, 실제로는 투자자금 조달에 기업의 현금 등 내부유보와 증자를 통한 자본 확충 등이 포함됨을 유의할 필요
- ② 기업의 투자에는 설비투자 이외에도 토지의 매입, 건설 투자, 다른 기업에 대한 출자 등이 포함될 수 있으나, 여기에서는 본고의 분석대상인 설비투자와 관련이 있는 항목만을 대상으로 논의

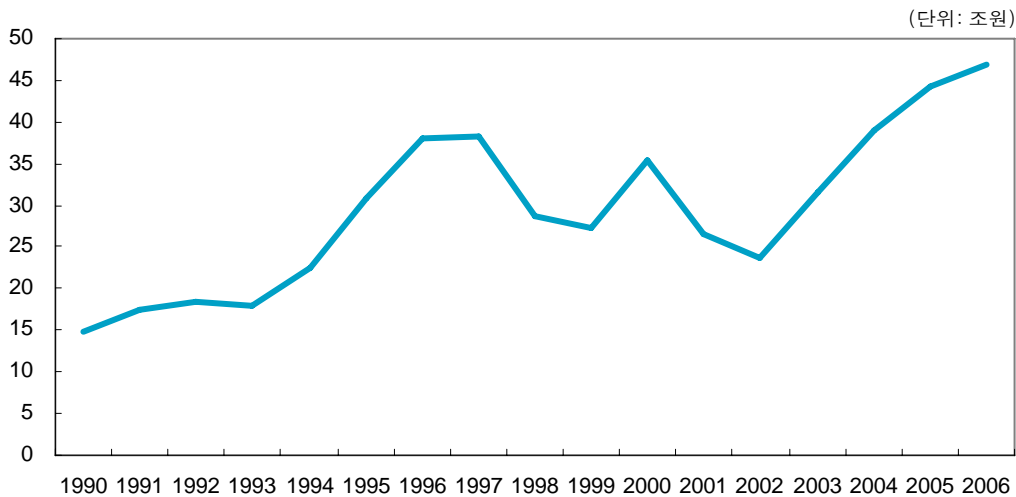
■ 이상의 논의는 재무구조조정과 관련하여 설비투자에 대한 다음과 같은 함의를 제공

- 부채비율 조정 기간 중에는 기업의 수익성이 유지된다고 하더라도 설비투자 수준이 일시적으로 급락한 후 점진적으로 회복되는 모습을 보이게 됨.
 - 이에 따라 설비투자 증가율은 초기에 급락한 후 큰 폭으로 반등하나, 이후에는 새로운 균형상태로 접근하면서 장기적으로는 수익 증가율 추세와 유사한 수준으로 서서히 하락하게 됨.
- 일단 부채비율이 목표수준에 가깝게 하락한 후에는 설비투자 규모가 기업의 수익성에 의해 결정되나, 기업의 부채비율 ‘목표치’가 낮아진 새로운 균형상태에서의 투자성향은 과거보다는 낮은 수준을 유지
 - 부채비율을 유지하는 균형상태에서는 부채 증가 속도와 내부 유보 이익잉여금을 통한 자본 증가 속도와 같아지게 되므로, 부채비율이 낮은 균형 상태에서는 부채증가를 통한 투자규모가 상대적으로 작아지면서 투자성향이 낮아짐.

3. 상장기업의 설비투자과 재무구조조정간의 관계 분석

- 본 절에서는 앞에서 분석한 부채비율 조정과정에서의 설비투자성향(=설비투자/영업활동으로 인한 현금흐름) 변화 패턴이 우리나라의 상장기업 재무자료에서 나타나고 있는지를 살펴보았음.
- 분석대상은 상장기업 중 비금융업으로 한정하였으며 설비투자는 현금흐름표에서 추출하였음.
- 상장기업의 설비투자는 외환위기 이후 2000년을 제외하고는 2002년까지 침체되었으나, 2003년 이후 지속적으로 증가
- 상장기업 설비투자가 2002년 23.7조에서 2006년 46.9조로 빠르게 증가하면서, 전체 설비투자 대비 상장기업의 설비투자 비중은 2002년 33%에서 2006년에는 62%로 높아짐.

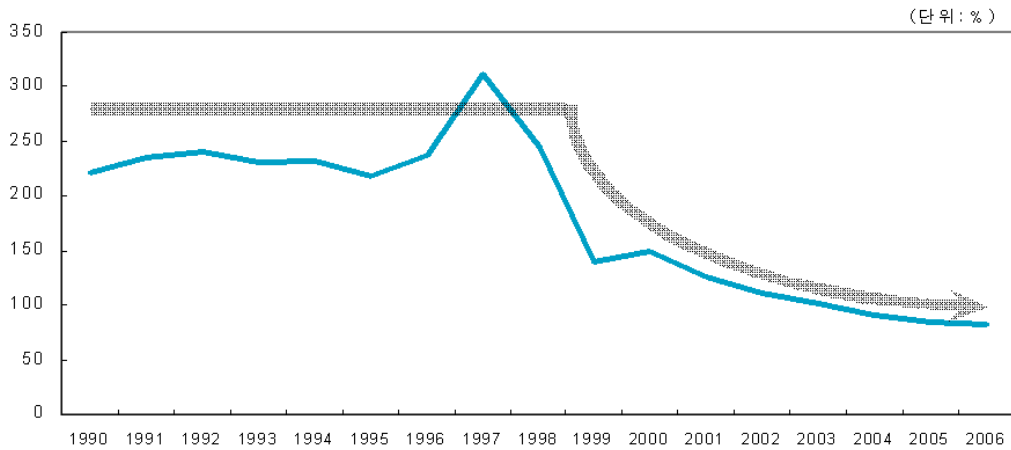
상장기업의 설비투자



자료: WiseFn.

- 한편, 우리나라 상장기업의 부채비율은 앞에서 논의한 바와 유사하게, 외환위기 발생 이후 급락한 후에도 지속적으로 하락하여 왔으나, 최근에는 부채비율의 하락 속도가 완만해지면서 안정되는 모습

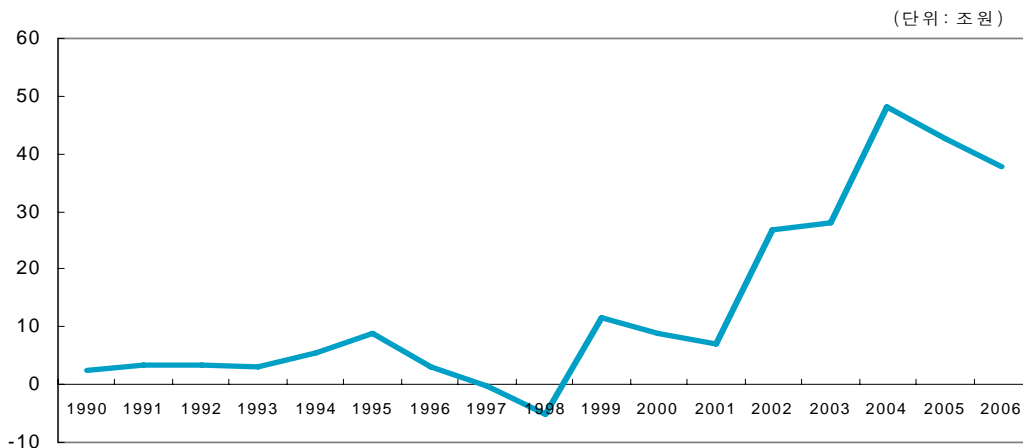
상장기업의 부채비율



자료: WiseFn.

- 특히 2003년 이후에는 이전의 기간과는 달리 부채증가에도 불구하고 순이익 급증에 따른 자본증가에 의해 부채비율이 하락하고 있다는 특징이 있음.
 - 1997년에서 2002년까지는 부채규모를 축소(305조원→270조원)하는 동시에 증자 및 자산재평가를 통해 자본을 확충(98조원→243조원)함으로써 부채비율이 급격히 하락
 - 반면, 2003년 이후에는 상장기업이 부채 규모를 오히려 증가시켜왔으나, 급증한 순이익이 내부유보되면서 자본증가(이익잉여금 항목)로 반영됨에 따라 부채비율이 하락하는 가운데 부채비율의 하락속도는 완만해지는 모습

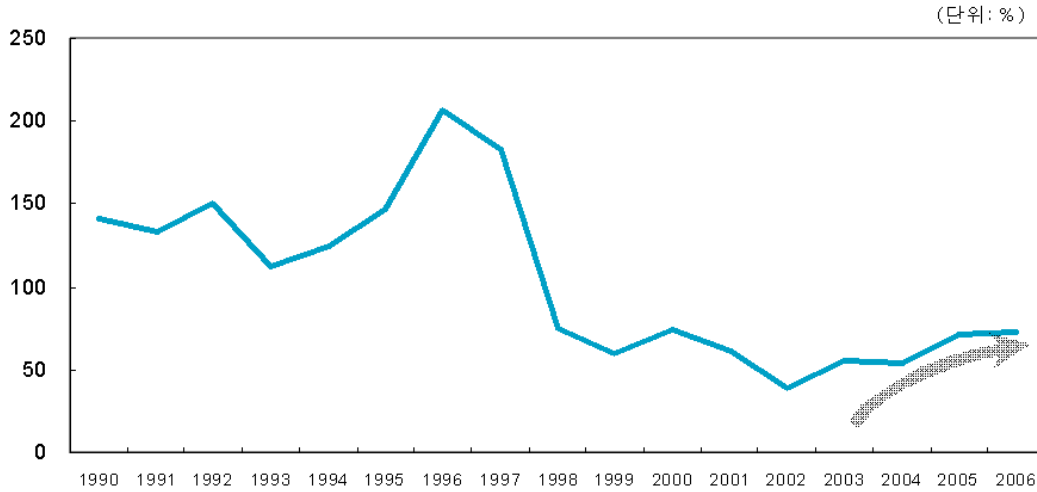
상장기업의 순이익



자료: WiseFn.

- 설비투자성향(=설비투자/영업활동으로 인한 현금흐름)도 앞에서 논의된 바와 같이 일시적으로 40%까지 급락하였으나, 2003년 이후 점진적인 회복세를 보이면서 2006년에 73%까지 상승

상장기업의 설비투자성향



자료: WiseFn.

- 이에 따라 상장기업의 설비투자 증가율은 2003년 32.8%로 급등한 후 점차 장기적으로 지속가능한 수준으로 둔화되고 있는 모습이며, 이러한 현상 역시 부채비율 조정과정에서 도출된 설비투자 증가율에 대한 함의와 유사한 모습임.
 - 이러한 조정이 진행되던 중 최근 전기·전자 업종의 수익성이 크게 악화되면서 설비투자 증가율의 둔화를 더욱 심화시킨 것으로 나타남.

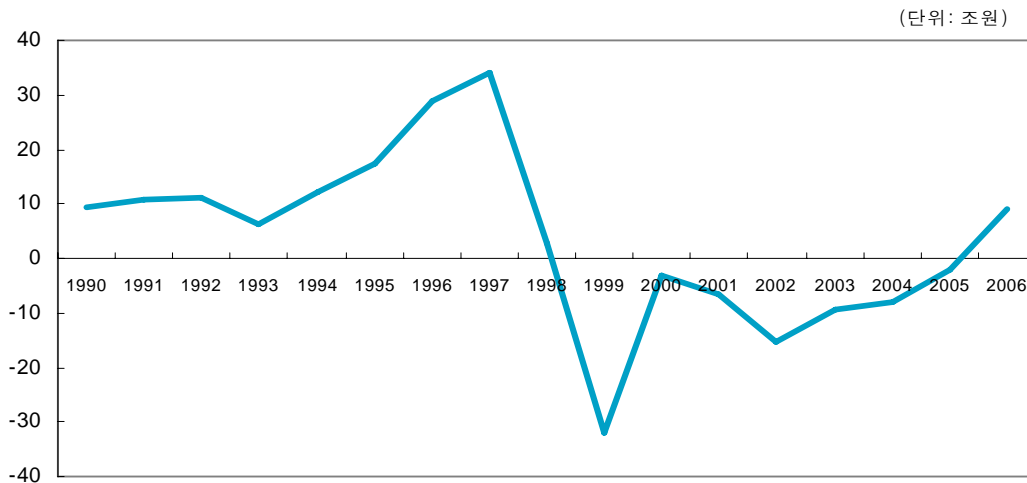
상장기업의 설비투자 증가율(명목)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
상장기업	29.5	-24.6	-11.1	32.8	23.8	13.4	6.1
전기전자제외(상장기업)	16.4	-17.0	-18.2	21.9	11.8	9.2	11.7
전기전자(상장기업)	80.2	-43.5	15.1	61.4	47.4	19.7	-1.6

자료: WiseFn.

- 특히, 최근에는 지속적인 순이익 발생으로 자본이 증가함에 따라, 금융부채 증가를 통해 적극적으로 투자자금을 조달하면서도 부채비율을 안정적으로 유지시킬 수 있는 여력이 발생
- 상장기업의 금융부채(=장단기차입금+사채) 상환은 2005년까지 이어지다가 2006년에 순증으로 전환되는 모습이며, 금융부채의 순증에도 불구하고 이를 넘어서는 이익잉여금의 증가로 2006년에도 부채비율은 소폭 하락

상장기업의 금융부채 증감



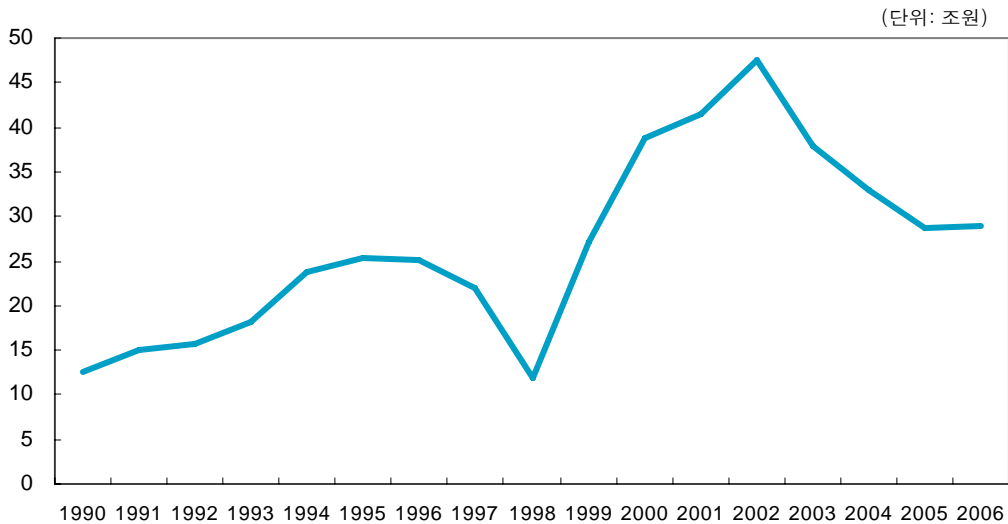
자료: WiseFn.

- 따라서 부채비율 조정으로 인한 설비투자의 애로요인은 거의 해소된 것으로 판단되며, 수익 증가세가 유지될 경우 설비투자가 안정적인 추세를 보일 수 있을 것으로 기대됨.
- 특히, 순이익 규모가 유지될 경우 이익잉여금 증가세를 넘지 않는 차입 증가는 부채비율을 크게 변화시키지 않을 수 있으므로, 차입을 통한 설비투자도 기대할 수 있을 것으로 판단됨.

4. 비상장기업의 설비투자 추이 분석

- 중소기업의 비중이 상대적으로 높을 것으로 판단되는 비상장기업의 설비투자는 2003년 이후 급격하게 감소한 후, 2006년에 감소세가 진정된 것으로 나타남.
- 외환위기 당시 유동성 악화로 상장기업보다 더욱 급격한 투자 위축을 겪었던 비상장기업의 설비투자는 1999~2002년에 IT, 벤처 버블 및 가계신용 급증으로 인한 내수 경기호황을 겪으면서 급격하게 증가
- 2003년 가계신용 급증 문제가 악화되면서 내수가 위축된 이후 비상장기업의 설비투자는 2005년까지 급격하게 감소하였으며, 감소폭이 완화되다가 최근에는 설비투자 규모가 더 이상 축소되지 않는 모습
 - 2006년 중소기업 대출증가율이 2004~2005년 급락한 이후 크게 증가한 것도 비상장기업의 설비투자 위축 완화에 영향을 미쳤을 가능성

비상장기업의 설비투자(명목)



주: 비상장기업의 설비투자는 국민계정 설비투자 총액에서 상장기업의 설비투자를 차감하여 추정하였음.
 자료: 한국은행, WiseFn.

■ 2003~2005년의 비상장기업 설비투자 위축은 소규모 기업들에 의해 주도되었을 것으로 추측됨.

- 이 기간 동안, 중소기업 중에서도 상대적으로 규모가 큰 외부감사대상 중소기업의 설비투자 증가율은 비상장기업의 설비투자 증가율을 상회하고 있어, 비상장기업의 설비투자 위축은 외감대상 이하 규모의 기업들에 의해 주도된 것으로 보임.
 - 벤처붐 및 내수호황이 있었던 2002년까지 비상장기업의 설비투자 증가율은 외부감사대상 중소기업보다 높은 수준을 유지하였으나, 2003년 이후에는 급락하고 있음.

외부감사대상기업과 비상장기업의 설비투자 증가율(명목)

(단위: %)

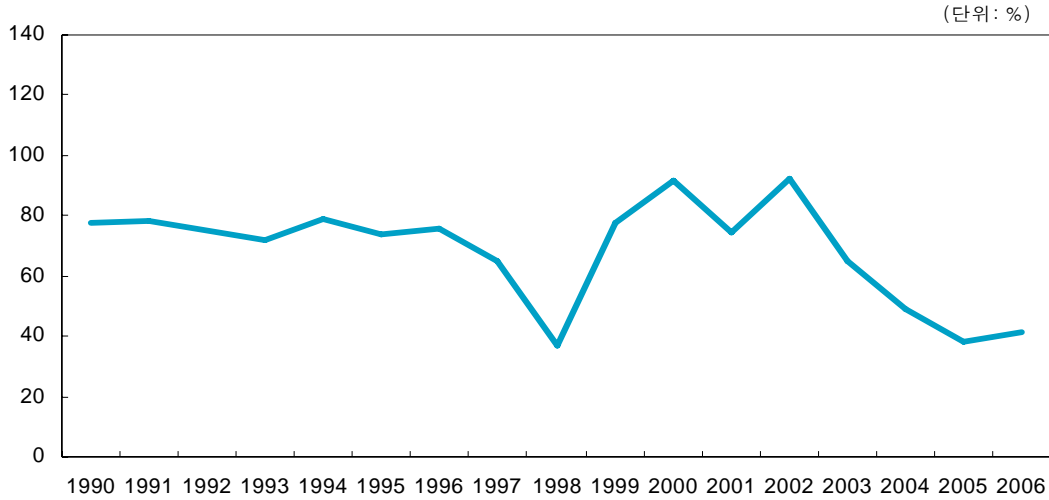
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
외감대기업	25.5	-24.3	-12.8	24.0	21.2	13.9	-
외감중소기업	9.9	-16.1	-5.5	4.1	8.2	8.3	-
비상장기업	43.2	6.9	14.6	-20.4	-13.2	-13.0	1.0

주: 2006년 외부감사대상기업 재무제표는 아직 가용하지 않음.
 자료: 한국신용평가정보 DB, 한국은행, WiseFn.

■ 한편, 비상장기업의 투자성향은 2003~2005년의 투자부진과정에서 급락한 이후 2006년에 다소 안정되고 있는데, 이는 비상장기업의 구조조정이 어느 정도 진전되었을 가능성을 시사

- 비상장기업의 투자성향은 상장기업이 적극적인 부채구조조정으로 낮은 투자성향을 보이던 1999~2002년 중에도 높은 수준을 유지하였으나, 이후 급락한 뒤 2006년 들어서 반등
- 이는 비상장기업의 구조조정이 IT, 벤처 버블 및 소비자 신용급증에 따른 내수 확대로 인해 상장기업에 비해 상대적으로 뒤늦게 진행되었을 가능성을 시사
 - 비상장기업의 투자성향은 (국민계정설비투자-상장기업설비투자)/(국민계정의 비금융기업 영업잉여-상장기업 비금융기업 영업이익)로 추정되었으며, 사용된 변수가 포함하는 범위에 차이가 일부 존재한다는 한계는 있음.

비상장기업의 투자성향



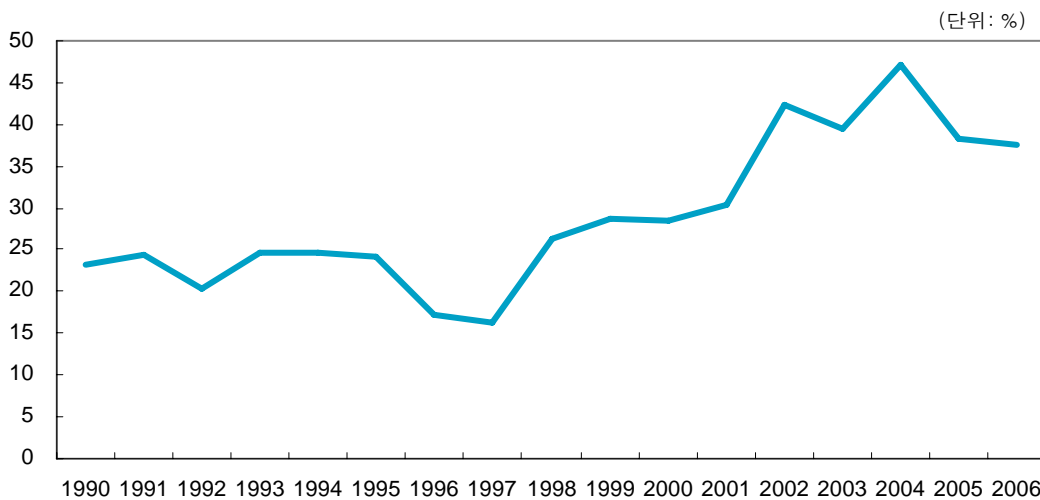
자료: 한국은행, WiseFn.

5. 결론 및 시사점

- 상장기업의 설비투자성향(=설비투자/영업활동으로 인한 현금흐름)은 외환위기 이후 부채비율 조정과정에서 급락하였다가 2003년 이후 점진적으로 회복되는 추세를 나타내고 있음.
 - 최근의 부채비율 및 자금흐름은 상장기업의 부채구조조정이 거의 완료되었음을 시사하고 있어, 이에 따른 설비투자 애로요인은 해소된 것으로 판단됨.
- 부채조정과정이 일단락되었다는 점을 감안할 때, 향후 상장기업 설비투자의 추이는 이들 기업의 수익성에 의해 결정될 것으로 판단됨.
 - 단기적으로는 외부 여건 등에 의해 설비투자 증가율이 영향을 받을 수 있을 것이나, 낮아진 부채비율 ‘목표치’가 유지될 경우 장기적으로 설비투자가 수익의 개선 폭을 넘어서는 수준으로 크게 활성화되기는 어려울 전망
- 한편, 2003년 이후 내수 침체로 급격히 위축되었던 비상장기업의 설비투자는 2006년에 더 이상 악화되지 않고 있는 모습을 시현

- 중소기업이 상대적으로 내수 경기에 민감하게 반응한다는 점을 감안하면 최근 내수 관련 지표들의 회복세는 중소기업의 설비투자에 긍정적인 요인
- 반면, 중소기업의 수익성이 전반적으로 큰 회복세를 보이지 못하고 있다는 점은 비상장기업의 설비투자 회복에 부정적인 요인
- 본고의 논의를 종합할 때, 향후 우리나라의 (수익성 대비) 설비투자 수준은 외환위기 이전 기간에 비해서는 상대적으로 낮으나, 최근 수준에서 안정적인 모습을 지속할 수 있을 것으로 사료됨.
 - 외환위기 이후 설비투자의 제약요인으로 작용하였던 상장기업의 재무구조조정 및 비상장기업의 설비투자 위축이 점차 완화되고 있어, 향후 설비투자는 상대적으로 안정적인 모습을 보일 가능성이 높을 것으로 판단됨.
 - 한편, 외환위기 이전처럼 설비투자가 활성화되기는 어려울 것으로 보이나, 설비투자의 효율성은 과거에 비해 개선된 상황이 지속될 수 있을 것으로 보임.
 - 최근 환율절상 및 유가상승 등 외부적 요인에 의해 상장기업의 수익성이 다소 악화되기는 하였으나, 설비자산(stock) 대비 현금창출능력으로 살펴 본 투자효율성은 여전히 외환위기 이전에 비해 상당히 높은 수준을 유지하고 있음.

상장기업의 영업활동으로 인한 현금흐름/설비자산



자료: WiseFn