

국내 한계기업 추이에 대한 장기시계열 분석과 시사점: 추세와 순환변동을 중심으로¹⁾

정지연²⁾ · 김영일³⁾

요약

본 연구는 이자보상배율이 3년 연속 1 미만인 소위 한계기업 비중에 대한 장기시계열 분석을 통해 그 추세와 순환변동이 갖는 특징을 고찰한다. 분석을 위한 표본은 외부감사(외감) 이력이 존재하는 비금융 법인기업 중 3년 연속 재무제표를 보유한 기업이며, 생존편향을 제거하기 위해 과거 외감 대상이었으나 현재 외감에서 제외된 기업도 포함한다. 추정 결과 과거 20여 년간 국내 한계기업 비중의 시계열에서는 뚜렷한 추세적 상승세를 찾기 어려웠던 반면, 감소-증가가 반복되는 장기 간의 순환변동 모습이 더욱 뚜렷하게 나타났다. 이는 생존편향을 간과한 대부분의 국내 선행 연구가 한계기업 비중의 추세적인 상승세를 과다 추정하였을 가능성을 시사한다. 한편 해당 순환변동의 대부분은 건설·부동산업에 의해 주도되는 것으로 나타났으며, 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동은 부동산 경기의 순환변동과 높은 관련성을 보였다. 본 연구는 산업별 이외에도 기업 규모별, 차입한 금융업권별 등으로 구분하여 한계기업 비중이 갖는 장기시계열 특징을 고찰하였다. 본 연구에서 밝힌 소위 한계기업 비중에 대한 장기시계열 특징은 국내 한계기업 추이에 대한 이해 및 전망에 주요 참고 자료가 될 것으로 기대한다.

주요 용어: 한계기업, 이자보상배율, 생존편향, 추세, 순환변동
경제학문헌목록 주제 분류: D22, D24, G33

1. 서론

기업부채 누증 및 경제성장률 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, Cabarellero 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 한계기업 비중의 추이를 특히 장기 추세와 순환변동적인 특징을 중심으로 살펴보고 있다.

대부분의 한계기업 연구에서 한계기업을 식별하기 위해 3년 연속 이자보상배율

1) 본 연구는 정지연·김영일(2024)을 수정·보완하여 작성하였습니다. 본고는 저자 개인의 의견이며, 저자가 속한 기관과는 무관함을 밝힙니다.

2) 제1저자, NICE평가정보 리서치센터 책임연구원, Email: jjy0421@nice.co.kr

3) 교신저자, NICE평가정보 리서치센터 센터장, Email: yikim@nice.co.kr

(interest coverage ratio) 1 미만인 조건을 이용하고 있다. 이는 영업활동으로 이자 비용을 감당하지 못하는 재무적 곤경 상태가 지속되는 기업을 뜻한다. 이러한 재무적 곤경 상태에 놓인 기업이 많을수록 금융안정이 훼손되거나 저생산성 기업에의 과도한 자원배분, 즉 비효율적 자원배분에 의해 경제성장에도 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. 본 연구는 생존편향의 영향을 제거하기 위해 더 이상 존속하지 않더라도 과거에 외부감사 대상 이력이 있는 기업까지 포함하여 표본을 구성하였다.

이상과 같이 생존편향을 제거한 표본을 이용하여 2000년부터 2023년까지 장기간에 걸친 국내 한계기업 비중 추이의 시계열적인 특징을 살펴보았다. 생존편향을 제거한 표본을 이용하여 한계기업 비중을 각 연도별로 계산한 결과, 해당 한계기업 비중의 시계열에서 장기간에 걸친 추세적 증가세를 확인할 수 없었다. 대신 한계기업 비중의 시계열은 감소-증가가 반복되는 순환변동적인 특징이 더욱 뚜렷하게 나타났다. 예컨대 두 차례의 금융위기(1997~1998년 아시아 외환위기, 2008~2009년 글로벌 금융위기)를 거치며 각 위기 이후 몇 년간은 한계기업 비중이 감소하였던 반면, 그 외의 기간인 2004~2010년과 2017~2023년(현재)의 두 기간에는 한계기업 비중이 증가한 것으로 나타났다.

주요 유형별(산업별, 기업 규모별, 차입 업권별 등)로 기업을 구분하더라도 각 유형별 표본에서 계산한 한계기업 비중 시계열에서 장기 추세적인 증가세를 확인할 수는 없었다. 대신 각 유형별 표본에서도 뚜렷한 순환변동적인 특징을 보였다. 각 유형별 한계기업 비중 추이의 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 산업별로는 국내 한계기업 비중의 순환변동 대부분이 부동산업, 특히 부동산개발공급업 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, 대출을 차입한 업권별로 구분하더라도 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 대출을 보유한 기업보다 더 크게 나타났다.

마지막으로 국내 한계기업 비중의 순환변동 대부분을 설명하는 건설·부동산업에 대해서는 이자보상배율을 수익 및 비용 요인으로 분해함으로써 주요 시기별로 한계기업 비중이 증가한 원인을 살펴보았다. 한계기업 비중이 증가한 기간에는 총자산 수익률이 하락하는 가운데, 차입비용이 증가했었던 것으로 나타났다. 이는 건설·부동산업의 수익성 또는 금융비용에 가시적인 개선이 없다면 2023년 현재 진행 중인 국내 한계기업 비중의 증가세도 당분간 지속될 가능성을 시사한다. 또한 부동산개발공급업을 포함한 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동과 주택가격지수 간 시차상관관계를 분석한 결과, 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동은 부동산 경기와 1~2년의 시차를 두고서 높은 관련성을 보였다. 이는 부동산 경기 확장에 기댄 부동산개발공급업에의 진입 및 투자

확대가 영업이익률 하락 및 차입비용 증가를 수반함으로써 한계기업 비중의 증가 배경이 되고 있음을 시사한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 제2장은 관련 선행연구를 개관하는 한편 본 연구의 기여 및 주요 특징을 논의하고 있으며, 제3장은 국내 한계기업 비중의 장기시계열을 산출하고 그 추세 및 순환변동 관련 특징을 살펴보고 있다. 제4장은 한계기업 비중의 순환변동을 산업, 기업 규모, 차입 업권 등의 주요 기업 유형별로 구분하여 각각의 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.

2. 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 보고 있기도 하며, 자원배분의 비효율성을 통해 경제 전반의 생산성을 저하시키는 요인으로 언급하기도 하였다(Hosh 2000, 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. 예컨대, 한계기업의 존재는 생산적인 영역에 투하되어야 할 자원이 생산성이 낮은 한계기업에 배분된 결과, 즉 비효율적 자원배분에 의해 경제 전반의 생산성이 저하될 수 있다는 우려를 낳고 있다(Hosh 2000).

한계기업을 분석한 다수의 문헌에서는 이자보상배율 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(이민준·진승화 2024, 송단비·조재한·김한훤·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 한계기업에 대한 정의는 실무적으로도 빈번하게 이용되고 있는데, 한국은행의 금융안정보고서와 금융안정상황 보도자료 등에서 빈번하게 보고되고 있다. 다만 대부분의 국내 한계기업 연구는 연구 시점의 외감기업을 분석 대상으로 삼고 있는데, 이는 과거 외감이력이 있으나 현재 존속하지 않는 미존속기업을 표본에서 제외함에 따라 생존편향 문제를 야기할 수 있다(김윤경 2022, 박용민·임계원 2021). 이에 본 연구는 과거 외감이력이 있는 기업까지 해당 연도별 표본에 포함함으로써 생존편향이 한계기업 비중의 규모와 시계열 추이에 미치는 영향을 평가하였다.

한계기업을 분석한 다수의 국내 선행연구는 국내 한계기업 비중이 비교적 오랜

기간에 걸쳐 증가하였음을 보고하였다(박찬우 2022, 박준호 2023, 금융안정보고서). 특히 한국은행(박용민·임계원 2021, 장근호 등 2025)과 다수 정책연구기관(이상호 2025, 최현경·박진 2016, 남창우·정대희 2015)의 보고서에서도 국내 한계기업 비중이 오랜 기간 증가해 온 것으로 언급하거나 보고하였다. 또한 일부 해외 연구에서도 모든 국가가 그러한 것은 아니지만 다수 선진국에서 한계기업 비중이 비교적 오랫동안 증가해 왔음을 언급하며, 구조적인 문제의 해결 필요성을 주장하기도 하였다(Banerjee and Hofmann 2018b, McGowan et. al. 2108). 본 연구도 장기시계열적 특징을 살펴보기 위해 아시아 외환위기 직후인 2000년부터 가장 최근 자료를 이용할 수 있는 2023년 현재까지의 기간에 대해 한계기업 비중의 장기시계열 추이를 분석하였다. 다만 본 연구는 다수 선행연구에서 보고하였거나 전제로 삼고 있는 한계기업 비중의 장기간에 걸친 증가 추세가 생존편향에 의해 과다 추정되었을 가능성을 검토하고 있다. 예컨대 현재 시점의 존속기업만 포함된 표본으로 한계기업 비중을 추정할 경우에는 과거 시점으로 갈수록 한계기업 비중이 과소 계상됨에 따라 한계기업 비중의 추세적인 증가세가 과다 계상될 가능성이 있다. 본 연구는 이상의 선행연구에서 간과되었었던 생존편향 문제가 한계기업 비중의 추세적 증가세에 미치는 영향을 분석하고 있다. 특히 현재 시점의 존속기업과 외감이력 미존속기업까지 포함하는 전체(=존속+미존속) 기업 표본에서 계산한 한계기업 비중을 준거로 삼아 현재 존속기업만을 포함하는 표본의 한계기업 비중 추정값이 전체 표본에서 계산한 준거 값과 얼마나 괴리를 보이는지 고찰하였다. 이는 외감이력 미존속기업을 고려하지 못할 경우 발생하는 생존편향의 크기에 대한 정량적 판단 기준을 제공한다.

본 연구의 분석 결과 다수 국내 연구에서 보고한 한계기업 비중의 장기간(2000~2023)에 걸친 추세적인 증가세는 생존편향의 영향이 크게 작용한 결과이며, 해당 효과를 제거하게 되면 해당 시계열은 추세적인 증가보다는 장기간에 걸친 순환변동적인 특징이 두드러진 것으로 나타났다. 기존 연구는 산업별, 기업 규모별 등 세부 유형별로 구분하여서도 한계기업 비중 추이가 갖는 특징과 증가 배경 등을 분석하였다(송단비·조재한·김한훤·김인철 2021, 박준호 2023, 송상운 2020). 본 연구에서도 한계기업 비중의 장기시계열을 산업별, 기업 규모별, 차입 금융업권별 등으로 구분하여 주요 유형별 특징을 분석하였다. 국내 한계기업 비중은 생존편향을 제거할 경우 다수 국내 선행연구에서 보고한 바와 달리 순환변동적인 특징이 뚜렷하였는데, 산업별로는 특히 건설·부동산업이 한계기업 비중의 순환변동에 대한 기여가 큰 것으로 나타났다. 또한 건설·부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동은 수익과 차입비용 측면으로 분해하여 분석하였는데, 이는 2023년 이후 진행 중인 한계기업 비중의 증가 원인에 대한 시사점을 제시하고 있다. 더불어 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동은 부동산시장의 과열 및 하락과도 높은 관련성이 있는 것으로 나타나 국내, 특히 부동산업 내 한계기업 문제는 부동산시장과 연계하여 살펴볼 필요성을 확인할 수 있었다.

본 연구에서 살펴본 한계기업 비중의 추세와 순환변동 관련 특징은 국내 한계기업 비중의 시계열적 특징에 대한 일반적인 사실(stylized facts)을 정립하는 데 도움이 될 것으로 기대한다. 특히 국내 한계기업 관련 다수의 선행연구가 ‘생존편향’ 문제를 간과한 것으로 보이며, 국내 한계기업에 대한 학술적·정책적 논의가 이에 기초하고 있음을 고려할 때, 본고는 앞으로의 한계기업 관련 연구 및 논의에 참고 자료로서 유용성이 있을 것으로 기대한다.

3. 국내 한계기업 비중의 장기시계열적 특징

3.1 한계기업 비중의 추정 방법 및 분석자료

‘한계기업’이란 용어는 영업활동으로 이자비용을 감당하지 못하는 재무적 곤경이 지속되는 기업, 즉 외부의 자금 지원 없이 자력으로 기업활동을 유지하기 어려운 기업의 의미로 기존 문헌에서 사용되고 있다. 이러한 한계기업의 존재는 경제 전체적인 관점에서 볼 때 생산성이 낮은 기업에 과도한 자원이 배분되는 비효율적 자원배분을 초래함에 따라 경제 전반의 생산성과 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. 이는 영업이익이 3년 연속하여 이자비용을 미달하는 기업을 의미한다. 본 연구도 이상의 정의를 이용하여 한계기업을 식별하고, 한계기업 비중의 장기시계열적인 특징을 분석하고 있다.

한계기업 관련 대부분의 국내 선행연구는 현재 기준 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 기업이 표본에서 제외되는 문제, 즉 생존편향이 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 미존속기업까지 포함하도록 표본을 구성하였다. 본 절에서는 생존편향 문제가 있는 현재 기준 외감기업만으로 구성된 표본과 더불어 과거 외감기업 이력이 있으나 현재 더 이상 존속하고 있지 않은 미존속기업까지 포함한 표본을 구축하였다. 이상의 2가지 표본 각각에 대해 한계기업 비중의 장기시계열을 계산하고 상호 비교함으로써 생존 편향 문제의 심각성을 가늠하고자 한다. 본 연구는 이처럼 생존편향 문제를 해결하기 위한 표본 설계를 통해 한계기업 비중의 장기시계열이 갖는 특징을 제대로 파악하고자 하였다.

한계기업을 식별하기 위해서는 3년 이상의 재무제표 정보를 보유한 기업을 표본에 포함하게 된다. 이는 최소 3년 이상의 업력을 지닌 기업이 표본에 포함됨을 의미하지만, 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 있기도 하다. 이에 본 연구는 3년 이상 업력을 지닌 기업을 분석 대상으로 하되, 업력에 따른 강건성 검증의 경우에 한정하여서만 5년 이상의 업력을 보유한 기업에 대해 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 보유 기간을 업력 정보로 활용하였다. 예컨대 최소 3년 이상의 재무제표 보유 기업은 최소 3년 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. 한계기업은 정의상 해당 연도 포함하여 3개년의 재무제표 정보를 이용하므로 1998년부터의 기업 재무제표 자료를 이용하였다. 다만 여기에 더해 강건성 검정의 목적으로 업력 5년 이상의 기업 표본을 분석한 경우에는 1996년~2023년까지의 기업 재무제표 정보가 이용되었다. 이처럼 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 외부감사 대상 기업은 2005년 14,287개, 2010년 18,598개, 2017년 29,263개, 2023년 41,212개로 그 규모가 꾸준히 증가하였다. NICE평가정보의 재무정보 DB로부터 추출한 전체 외부감사 대상 기업은 2005년 13,766개, 2010년 17,944개, 2017년 26,526개, 2023년 34,782개이며, 이중 금융업을 제외한 본고의 분석 대상은 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.

3.2 한계기업 비중 추이의 시계열적 특징 분석

이상의 자료 및 추정 방법에 따라 한계기업을 식별하면 한계기업 개수는 외감 대상 비금융 기업 표본 중에서 2000년 기준 약 1,200개에서 2023년에는 약 6,200개로 그 규모가 크게 증가하였다<그림 3.1>. 이러한 한계기업 규모의 증가는 표본에 포함된 기업의 개수가 증가하였기 때문일 수도 있으므로 표본 내에서 한계기업 비중을 계산하였다. 표본 내 한계기업 비중은 2000년에 16.3%, 2023년에는 18.2%로 나타난 것으로 보아 해당 기간 중 한계기업 개수의 증가는 표본에 포함된 기업의 수가 크게 증가한 영향임을 확인할 수 있다.

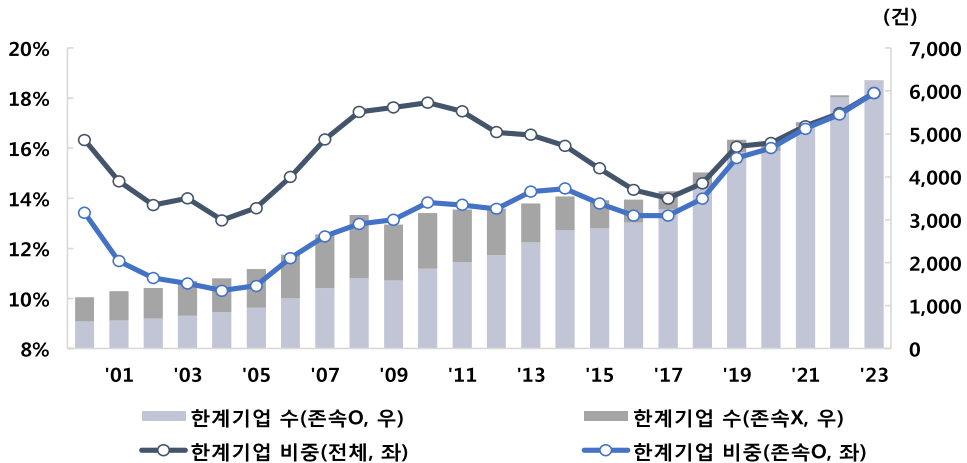
2000년 이후 한계기업 비중의 시계열적 추이를 살펴보면 2004~2010년과 2017년~현재까지 두 차례에 걸쳐 한계기업 비중이 증가하였으며, 나머지 두 기간(2000~2004년, 2010~2017년)에는 감소를 기록한 것으로 나타났다. 다시 말해 2000년 이후 국내 한계기업 비중은 감소-증가-감소-증가를 되풀이하는 순환변동의 모습을 기록한 것으로 볼 수 있다. 다음으로 장기 추세적인 특징을 살펴보면 한계기업 비중은 주어진 순환변동의 고점에 해당하는 2000년에 16.3%, 2010년에 17.8%, 2023년에 18.2%를 기록하였으며, 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 증가세보다는 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

생존편향의 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 미존속기업까지 포함하도록 표본을 설계하고 시계열적인 특징을 살펴보았는데, 표본 내 한계기업 비중의 시계열은 <그림 3.1>에서 보는 바와 같이 추세적인 증가세를 확인할 수 없었다. 기업의 존속 여부에 따라 이상과 같이 두 표본을 구분하여 각각의 표본에 대해 한계기업 비중의 추이를 산출하면 생존편향의 영향이 상당히 큰 것을 확인할 수 있다. 특히 과거로 갈수록 두 표본 간의 한계기업 비중의 차이는 확대되는 것으로 나타났다.

<그림 3.1>에서는 회색 막대에 해당하는 부분이 과거에는 생존하였으나 현재는 더 이상 존속하고 있지 않은 미존속기업의 규모를 보여주고 있다. 2017년 이전까지만 하더라도 한계기업에 해당하는 이들 미존속기업의 비중이 작지 않았음을 알 수 있다. 과거 한계기업이었던 기업 중 적지 않은 수가 표본에서 빠져나갔었는데, 이들 미존속기업이 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 3.1> 기업 존속 여부별 한계기업의 수와 비중 추이



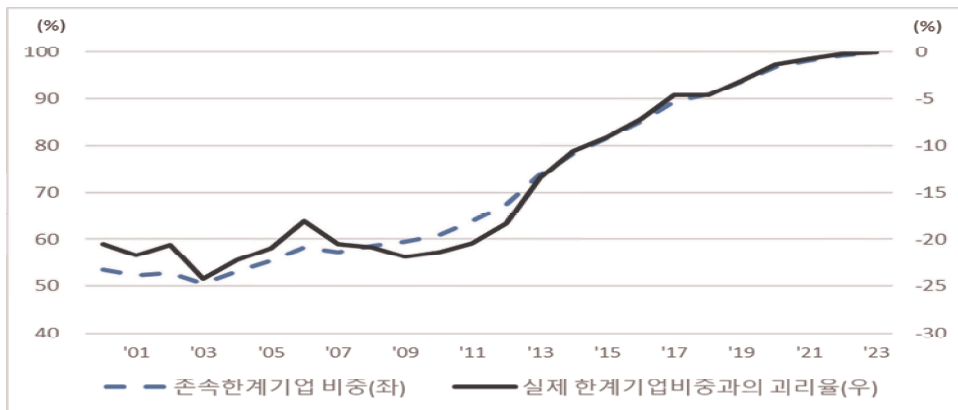
주: '존속O'은 현재 연구 시점 기준 기업활동을 영위하는 외부감사 대상 기업을 의미하며, '존속X'은 해당 과거 시점에 기업활동을 영위하는 외부감사 대상 기업이었으나 현재 연구 시점 기준 휴폐업 등으로 더 이상 기업활동을 영위하지 않는 기업을 의미
자료: NICE평가정보

한계기업 비중의 순환변동은 <그림 3.1>에서 보는 바와 같이 과거 발생했던 주요 위기 사례와 관련성이 높아 보인다. 1998년 아시아 외환위기 직후인 2000년부터 2004년까지는 한계기업 비중이 감소하였으나, 2004년부터 2008~2010년의 글로벌 금융 위기에 이르는 기간에 한계기업 비중이 증가세를 기록하였다. 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기를 거치면서 2017년까지는 한계기업 비중이 감소세를 기록하였으나, 2017년 이후부터 2023년 현재까지는 다시 증가세를 기록하였다. 요컨대, 국내 한계기업 비중은 1997~1998년 아시아 외환위기와 2008~2009년 글로벌 금융위기를 맞으면서 한계기업

비중이 감소세로 전환되었던 것으로 나타났다. 그러나 금융위기 이후 6~7년이 경과한 시점부터는 한계기업 비중이 다시 증가세로 전환되며 증가를 기록하였다.

이상에서는 <그림 3.1>에서와 같이 (1)현재시점 존속기업만으로 구성된 표본과 (2)존속기업과 더불어 외감이력 미존속기업까지 모두 포함한 표본 두 경우에 대해 각각 한계기업 비중을 계산하여 비교하였다. (2)의 표본은 (1)의 표본에 비해 현재 미존속기업까지 포함하므로 표본에 포함된 한계기업의 수도 훨씬 많음을 확인할 수 있다. 현재 미존속 한계기업까지 포함한 표본(2)의 한계기업 수 대비 현재 존속 중인 표본(1)의 한계기업 수의 비중을 계산하면 <그림 3.2>의 ‘존속한계기업 비중’과 같이 계산된다. 현재까지 존속 중인 한계기업의 비중은 2003년 50% 수준을, 2010년 들어 60%를 상회하였으며, 2018년 들어서며 90%를 상회하였다. 이처럼 현재까지 존속 중인 한계기업의 비중은 최근 연도에 가까워짐에 따라 증가하는 모습을 보인다. 이처럼 현재 존속 중인 한계기업의 비중이 증가함에 따라 표본(1)의 한계기업 비중이 일종의 준거점에 해당하는 표본(2)의 한계기업 비중에서 벗어난 정도, 즉 ‘실제 한계기업 비중과의 괴리율’도 점차 축소되는 것을 확인할 수 있다.⁴⁾ 해당 괴리율은 2011년까지 -20% 안팎 수준을 지속하였으며, 2018년에 들어서며 거의 -5% 수준으로 축소되었으며 그 이후 최근 4~5년 이내에는 -5%를 크게 하회하는 수준으로 축소되었다. 이는 생존편향이 한계기업 비중의 추정값에 미치는 영향이 최근 5년 이내에서는 크지 않다고 볼 수 있지만, 그 이상의 장기시계열에 대해서는 생존편향의 영향이 크게 확대되는 것으로 이해할 수 있다. 그리고 이처럼 과거 시점으로 갈수록 확대되는 생존편향의 크기는 한계기업 비중의 장기간에 걸친 추세적 증가세가 과다 계상되는 요인이 되고 있다.

<그림 3.2> 생존편향에 따른 실제 한계기업 비중과의 괴리율



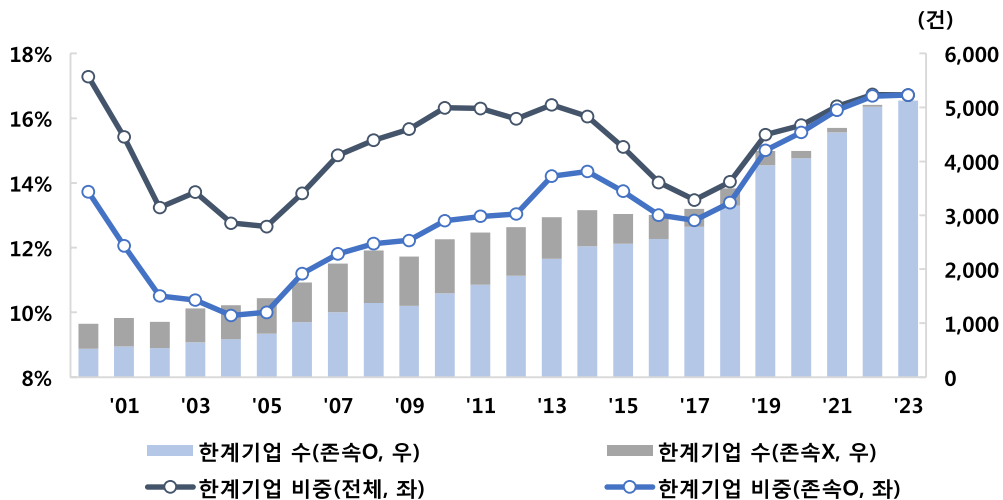
주: 파란색 점선은 전체 한계기업 중 현재시점 존속 중인 한계기업의 비중을 나타냄.
 검은색 실선은 현재 존속기업 표본을 대상으로 추정한 한계기업 비중이 전체(존속+미존속) 표본을 대상으로 추정한 한계기업 비중을 과소 추정하는 정도를 나타냄.
 자료: NICE평가정보

일부 선행연구에서는 한계기업 비중을 산출할 때 업력이 짧은 설립 초기 기업을 표본에서 제외할 것을 제안하고 있다. 이는 설립 이후 몇 년은 부진한 영업이익을

4) 실제한계기업비중과의 괴리율 = $\frac{\text{표본(1)의 한계기업 비중} - \text{표본(2)의 한계기업 비중}}{\text{표본(2)의 한계기업 비중}} \times 100 (\%)$

나타낼 가능성이 크기 때문이다. 재무제표 보유 기간을 3년 이상인 기업으로 제한할 경우 업력이 짧은 기업도 다수 포함될 가능성이 있으므로 여기서는 강건성 검증 차원에서 재무제표 보유 기간이 5년 이상인 기업을 대상으로 한계기업 비중을 앞에서와 같은 방식으로 계산해 보았다. 이와 같이 계산한 결과 연도별 한계기업 비중의 추이는 <그림 3.3>이 나타났다. <그림 3.3>의 한계기업 비중 추이는 <그림 3.1>에서 살펴본 바와 마찬가지로 추세적인 증가세가 있다고 판단하기는 어려워 보인다. 또한 <그림 3.1>에서 살펴본 바와 마찬가지로 한계기업 비중은 여전히 감소-증가-감소-증가의 순환변동을 나타내고 있다. 2000년부터 2004~2005년까지는 감소세, 2005년부터 2010년까지는 증가세, 이후 2017년까지는 감소세, 2017년부터 2023년 현재까지는 증가세를 보였다. 물론 일부 시기별로는 다소 차이를 보이기도 하였으나, 재무제표 보유 기간이 5년 이상인 기업으로 제한하더라도 추세 및 순환변동적인 특징에서 큰 차이는 없는 것으로 보인다.

<그림 3.3> 기업 존속 여부별 업력 5년 이상 한계기업의 수와 비중 추이

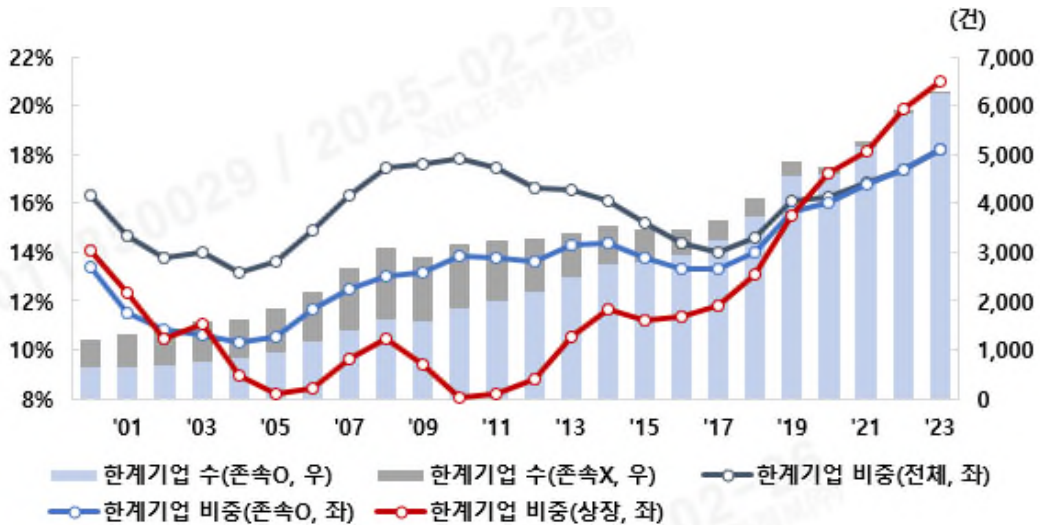


주: '존속O'은 현재 연구 시점 기준 기업활동을 영위하는 외부감사 대상 기업을 의미하며, '존속X'은 해당 과거 시점에 기업활동을 영위하는 외부감사 대상 기업이었으나 현재 연구 시점 기준 휴폐업 등으로 더 이상 기업활동을 영위하지 않는 기업을 의미

자료: NICE평가정보

한편, 선행연구 중 일부는 외부감사 대상 기업이 아닌 상장기업 표본을 이용하여 한계기업 비중을 산출하기도 하였는데, 대체로 추세적인 증가세가 있음을 보고하였다. 이처럼 상장기업 표본을 이용한 연구의 경우에도 현재 기준 존속하고 있는 상장기업 표본만을 이용한 연구인 이상 생존편향에 따른 과소추정 문제를 벗어날 수 없다. <그림 3.4>는 현재 연구 시점 기준 존속하고 있는 상장기업 표본에 대해 계산한 한계기업 비중을 보여주는데, 외부감사 대상 존속기업 표본의 경우보다 한계기업 비중이 더욱 가파르게 상승하는 것으로 나타났다.

<그림 3.4> 상장기업과 외감기업 표본 간 한계기업 비중 추이 비교



주: '존속O'는 현재 연구 시점 기준 기업활동을 영위하는 외부감사 대상 기업을 의미하며, '존속X'는 해당 과거 시점에 기업활동을 영위하는 외부감사 대상 기업이었으나 현재 연구 시점 기준 휴폐업 등으로 더 이상 기업활동을 영위하지 않는 기업을 의미, '상장'은 현재 연구 시점 기준 상장기업을 의미

자료: NICE평가정보

요컨대, 생존편향을 제거한 이상의 시계열 분석에 의하면 2000년대 이후의 국내 한계기업 비중 추이는 장기간에 걸친 추세적인 상승을 기록하였다기보다는 감소-증가의 순환변동에 가까운 모습을 보였다. 더욱이 생존편향을 제거하지 못한 표본의 경우에는 과거 시점의 한계기업 비중이 과소 계상됨에 따라 마치 한계기업 비중이 오랜 기간에 걸쳐 추세적인 상승세를 이어온 것처럼 잘못 해석될 여지도 있다. 물론 생존편향을 제거하지 못한 표본을 분석하더라도 4~5년 이내의 비교적 최근 연도에 대해서는 존속 기업이 표본의 대부분을 차지함에 따라 생존편향의 영향이 크지 않을 수 있음을 확인하였다. 이상의 분석 결과는 한계기업 비중 추이가 갖는 시계열적인 특징을 제대로 이해하기 위해서는 표본 설계의 특징 및 한계점을 충분히 고려할 필요가 있음을 시사한다.

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

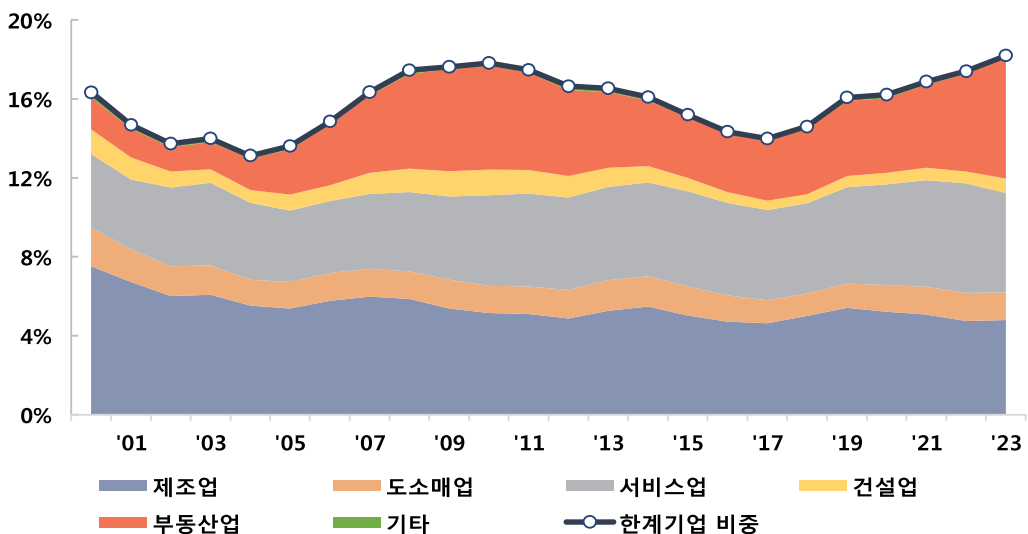
이상에서 살펴본 한계기업 비중의 추이는 산업에 따라, 기업 규모에 따라, 차입한 금융업권에 따라 차이가 있을 수 있다. 본 절에서는 한계기업 비중의 장기시계열을 산업별, 기업 규모별, 대출을 차입한 금융업권별 등 주요 유형별로 구분하여 한계기업 비중의 주요 특징을 살펴보고자 한다.

4.1 산업별 특징

먼저, 연도별 한계기업 비중의 업종별 구성을 살펴보았다. 업종별 구분은 국가데이터처 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 4.1>에서 보는 바와 같다. 2023년 기준 한계기업 비중이 18.2%였는데, 이 중 제조업(4.8%), 서비스업(5%), 부동산업(6.1%)이 높은 비중을 차지하였으며, 특히 부동산업이 전체 한계기업의 약 1/3을 차지하였다.

제조업의 표본 내 한계기업 비중은 2000년대 초반 6~7%대에서 2008~2009년 글로벌 금융위기에 이르기까지 완만한 감소세를 기록하였으며, 이후에는 대략 5% 내외 수준을 유지하였다. 서비스업은 2000년대 초 3% 후반에서 시작하여 이후 완만히 증가하며 2020년부터는 5%대 초반을 유지하고 있다. 이러한 제조업과 서비스업에서의 한계기업 증감은 국내 산업구조의 변화와도 관련이 있어 보인다. 한편 한계기업 비중에 대한 부동산업의 기여는 감소-증가-감소-증가의 순환변동을 보이고 있는데, 이는 전체 한계기업 비중의 순환변동과 큰 흐름을 같이 하고 있다. 예컨대, 2004년부터 2008년까지의 한계기업 비중 증가 기간 중 부동산업의 기여가 크게 증가하였으며, 2017년부터 2023년까지의 한계기업 비중 증가 기간에도 부동산업의 기여가 컸었던 것으로 보인다. 이는 부동산업 내 한계기업 비중의 증가세 및 감소세가 전체 표본 내 한계기업 비중의 증가세 및 감소세에도 영향이 컸었음을 시사한다. 다른 한편으로 국내 한계기업 비중의 순환변동이 부동산 경기의 순환변동과도 높은 관련성이 있음을 시사한다.

<그림 4.1> 한계기업 비중의 업종별 구성

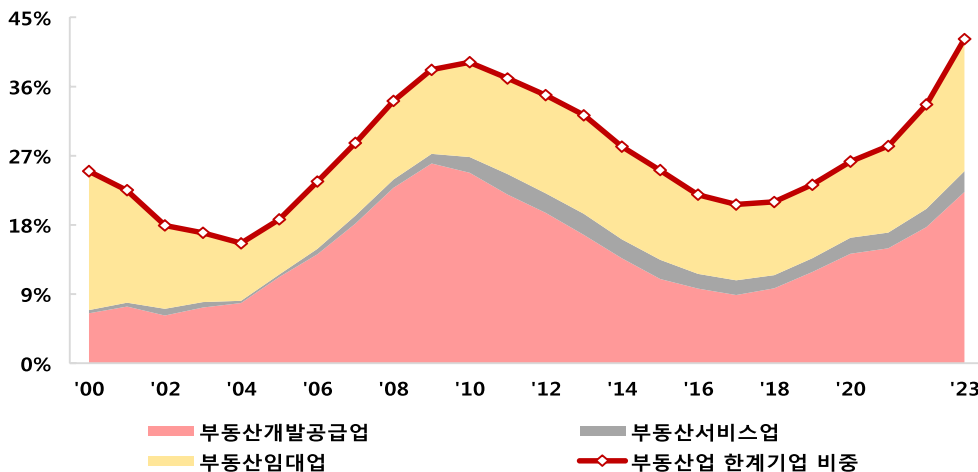


자료: NICE평가정보

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 4.2>에서 보여주는 바와 같다. 부동산업 내 한계기업의 비중 또한 전체 표본의 경우와 마찬가지로 추세적인 증가세가 아닌 감소-증가-감소-증가의 뚜렷한 순환변동을 보여주고 있다. 1997~1998년 아시아 외환 위기 직후부터 2004년까지는 감소하였으며, 2004년부터 2008~2010년의 글로벌 금융 위기 도래까지는 증가세를 기록하였다. 글로벌 금융위기 이후부터 2017년까지는 감소를 기록하였으나, 이후에는 지속적인 증가세를 유지하며 2023년 현재에 이르고 있다.

부동산업 내에서 한계기업의 비중은 전체 표본의 경우와 비교하여 규모도 큰 편이며, 변동 폭도 큰 것으로 나타났다. 부동산업 내 한계기업의 비중은 2023년 현재 약 42%로 전체 표본의 경우(약 18%)보다 2배 이상 높게 나타났다. 또한 한계기업 비중이 증가하기 시작한 2017년의 최저점에서 약 21%였음을 고려하면, 증가 폭 또한 상당히 큰 편임을 알 수 있다. 부동산업은 국가데이터처 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 차지하고 있다<그림 4.2>. 부동산업 내 한계기업 비중의 증감에 대한 하위 업종별 기여를 살펴보면 부동산개발공급업의 기여가 가장 큰 것으로 나타났다. 2004~2010년의 한계기업 비중 증가 기간 중 대부분의 변동 폭이 부동산개발공급업 내 한계기업의 증가에 의해 설명되며, 2017년 이후 2023년 현재까지의 한계기업 비중 증가 기간에도 부동산개발공급업 내 한계기업의 증가에 의해 대부분 설명되는 것으로 나타났다. 요컨대, 전체 표본에서 한계기업 비중의 순환변동을 주도한 업종이 부동산업이었는데, 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동을 주도한 것이 부동산개발공급업인 것으로 이해할 수 있다.

<그림 4.2> 부동산업 내 한계기업 비중의 세부 업종별 구성



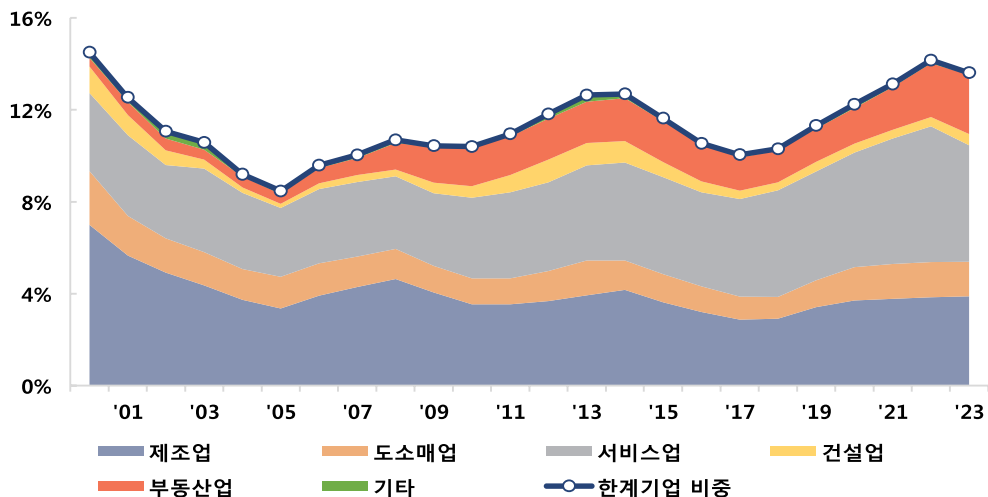
자료: NICE평가정보

4.2 기업 규모별 특징

이상에서 국내 한계기업 비중의 장기시계열은 순환변동하는 특징이 있음을 살펴 보았다. 여기서는 이러한 시계열적인 특징이 기업 규모(대기업, 중소기업)별로 구분 하더라도 여전히 유효한 것인지 살펴보고자 한다. 참고로 대·중소기업 구분은 중소기업 기본법 범위 안의 기업들은 중소기업으로, 그 외의 기업들은 대기업으로 구분하였다. 먼저 대기업 내 한계기업 비중을 연도별로 계산한 값을 <그림 4.3>에서 보여주고 있다. 대기업 내 한계기업 비중은 전체 표본의 경우와 마찬가지로 감소-증가-감소-증가의 순환변동을 나타내고 있다. 다만, 대기업 내 한계기업 비중은 2023년 기준 13.6%로 전체 표본의 경우(18.2%)보다 적은 것으로 나타났다. 또한 감소에서 증가로 전환되는 저점과 증가에서 감소로 전환되는 정점의 시점이 전체 표본의 경우와 다소 차이가 있는 것으로 나타났다. 예컨대, 2005년부터 시작된 증가세는 글로벌 금융위기(2008~2010년) 이후 몇 년 더 지난 2014년까지 이어지는데, 이는 전체 표본 내 한계기업의 비중이 글로벌 금융위기 즈음까지 증가세를 기록하였음을 고려하면 비교적 장기간의 증가세 였던 것으로 볼 수 있다. 다시 말해 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기를 포함하는 기간에도 대기업 표본에서는 한계기업 비중이 증가하였는데, 이는 전체 표본의 경우와 다른 것을 알 수 있다.

다음으로 대기업 내 한계기업 비중의 업종별 구성을 살펴보면 2023년 기준 서비스 업이 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 나타났다. <그림 4.3>에서 보듯이 2005년부터 2014년까지의 증가 기간에는 건설·부동산업 및 서비스업에서 기여가 컸으며, 2017년부터 2023년 현재까지의 증가 기간에는 부동산업을 포함한 대부분 업종에서 기여가 컸었던 것으로 나타났다.

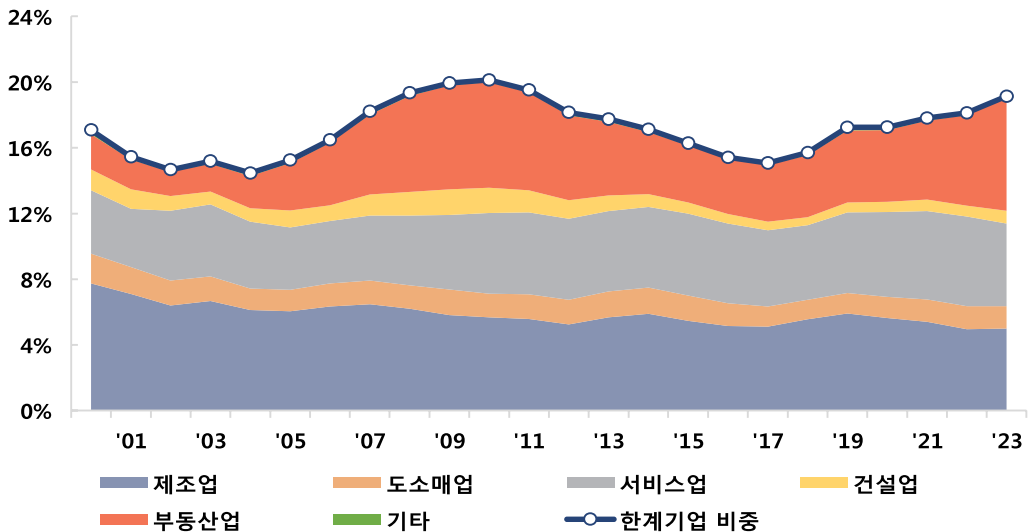
<그림 4.3> 대기업 내 한계기업 비중의 세부 업종별 구성



자료: NICE평가정보

전체 표본 중 다수가 중소기업인 점을 고려하면 앞에서 살펴본 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 4.4>에서 보듯이 전체 표본의 경우와 마찬가지로 순환변동하는 특징을 보이며, 저점과 정점의 시기도 전체 표본의 경우와 유사한 것으로 나타났다. 중소기업 내 한계기업 비중은 2004년에 저점을 지나며 증가세로 전환된 이후 2010년에 정점을 기록하였으며, 2017년에는 저점을 기록한 이후 2023년 현재까지 증가세를 이어오고 있다. 2023년 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 건인되는 것으로 나타났다.

<그림 4.4> 중소기업 내 한계기업 비중의 세부 업종별 구성



자료: NICE평가정보

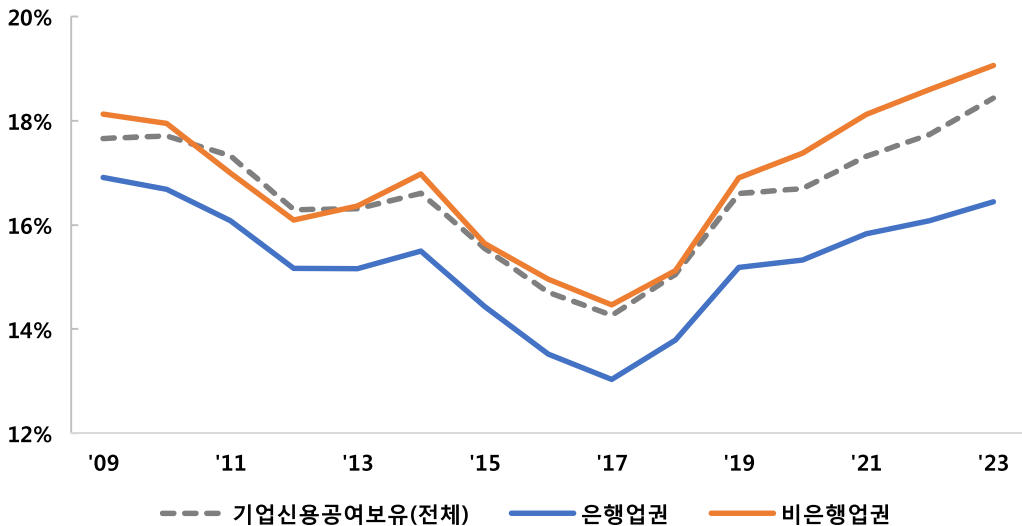
4.3 차입 금융업권별 특징

한계기업 비중의 시계열적인 특징은 대출을 받은 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. 이는 한계기업이 이자비용을 감당할 만큼의 영업이익을 갖추지 못해 현금흐름이 취약한 기업에 해당하므로 고신용 차주를 선호하는 은행업권의 대출에 대한 접근이 어려울 수 있기 때문이다. 여기서는 기업이 대출을

차입한 금융업권에 따라 한계기업 비중 시계열에 어떠한 특징적인 차이가 있는지를 살펴보고자 한다.

<그림 4.5>는 은행 또는 비은행의 대출을 보유한 비금융 외감기업 중 한계기업의 비중을 보여주고 있다. 다만, 금융업권별 기업신용공여 보유 여부는 2009년부터 식별할 수 있으므로 여기서는 2009년부터 2023년 현재까지의 기간에 대해 업권별 대출 보유 여부에 따른 한계기업 비중을 계산하였다. 금융기관 대출을 보유한 기업 표본 내 한계기업 비중은 앞에서의 분석과 마찬가지로 2010년부터 2017년까지 감소세를 기록한 이후 2017년부터 2023년 현재까지 증가세를 이어오고 있다. 한편 은행업권과 비은행업권으로 구분하여 살펴보면 비은행업권의 대출을 보유한 기업에서 한계기업 비중의 규모가 더 크고 2019년 이후에는 한계기업 비중의 증가 폭도 더 컸던 것으로 나타났다. 이는 더 높은 금융비용을 부담하는 비은행업권 대출을 이용하는 기업에서 한계기업 비중의 수준과 증가 폭 모두 더 큰 상황임을 보여주고 있다.

<그림 4.5> 차입 금융업권별 한계기업 비중의 추이: 은행 vs. 비은행



자료: NICE평가정보

5. 한계기업 비중의 변동 요인 분해: 건설·부동산업에 대한 분석과 시사점

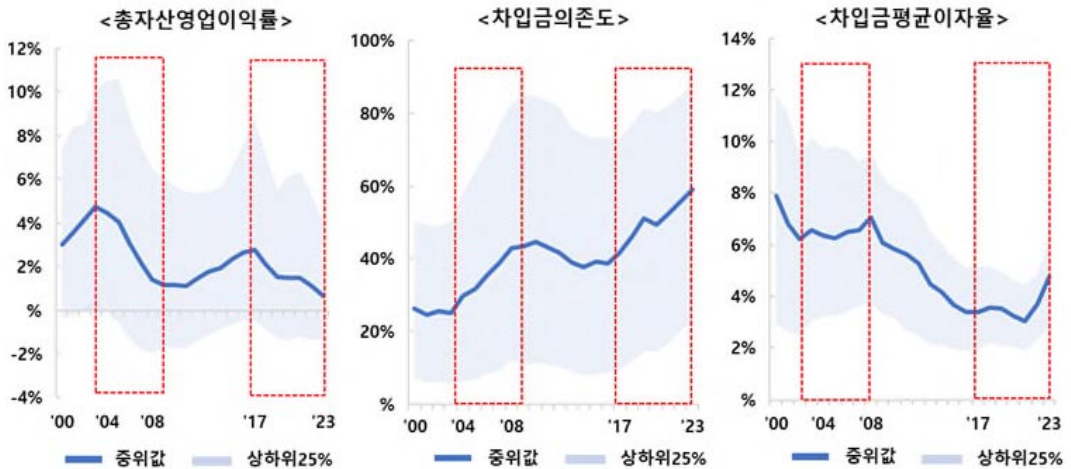
본 연구는 국내 한계기업의 비중이 2000년 이후 몇 차례의 감소-증가를 반복하며 순환변동을 보이고 있음을 살펴보았다. 본 절에서는 이러한 한계기업 비중의 변화를 설명할 수 있는 주요 요인에 대해 살펴보고자 한다. 본 연구에서 한계기업은 3년 연속 이자보상배율 1 미만인 기업으로 정의하였으므로, 한계기업 비중의 변화도 결국 이자

보상배율의 변화로 설명할 수 있다. 한편 이자보상배율은 식(5.1)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.

$$\begin{aligned}
 \text{이자보상배율} &= \frac{\text{영업이익}}{\text{총이자비용}} \\
 &= \frac{\text{영업이익}}{\text{총자산}} \times \frac{1}{\text{총차입금/총자산}} \times \frac{1}{\text{총이자비용/총차입금}} \\
 &= \text{총자산영업이익률} \times \frac{1}{\text{차입금의존도}} \times \frac{1}{\text{차입금평균이자율}}
 \end{aligned} \tag{5.1}$$

앞에서 국내 한계기업 비중의 순환변동 중 대부분은 건설·부동산업에 의해 주도되는 것으로 나타났다. 이에 여기서는 건설·부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동에 영향을 미친 주요 요인을 상기의 요인분해 방법을 이용하여 살펴보고자 한다. 건설·부동산업에 속한 기업의 연도별 이자보상배율을 총자산영업이익률(ROA), 차입금의존도(레버리지), 차입금평균이자율로 분해하여 각각에 대해 살펴보면 <그림 5.1>에서 보는 바와 같다. 국내 한계기업 비중이 증가하였던 2004년부터 2010년까지의 기간에는 한편으로 영업이익률이 하락하였으며, 다른 한편으로는 차입금의존도가 증가하는 가운데 평균 이자율이 소폭 증가하였던 것으로 나타났다. 이와 같은 수익률의 하락과 비용 부담의 증가는 2004~2010년 중 건설·부동산업에서 한계기업 비중이 크게 증가하는 배경이 되고 있다. 국내 한계기업 비중이 증가세를 기록한 2017년부터 2023년 현재까지의 기간에는 수익 측면에서 영업이익률이 하락하였으며, 비용 측면에서 차입금의존도가 크게 증가하는 가운데 평균 이자율이 팬데믹 기간 중 소폭 하락하였으나 이내 크게 증가하였다. 이러한 경영실적 악화는 2017~2023년 기간 중 건설·부동산업 내 한계기업 비중이 크게 증가하는 배경이 되고 있다. 이처럼 건설·부동산업에 속한 기업의 수익률 하락 및 비용 증가는 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 5.1> 건설·부동산업의 이자보상배율 변동 요인 추이



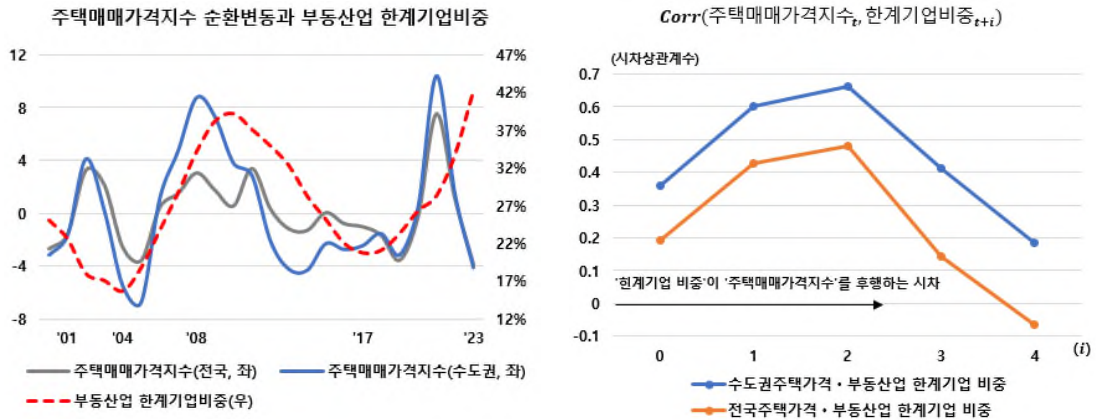
주: 파란색 음영은 각 재무 지표의 상·하위 25% 수준 이내를, 파란색 실선은 중위값을 나타냄.

빨간색 점선 테두리는 한계기업 비중이 증가한 기간을 나타냄.

자료: NICE평가정보

앞에서는 국내 한계기업 비중의 순환변동이 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동에 의해 주도되고 있음을 살펴보았다. 여기서 부동산개발공급업을 포함한 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동은 부동산 관련 경기와 높은 연관성이 있을 것으로 사료된다. 실제 부동산경기 관련 변수로 주택가격의 순환변동을 살펴보면 <그림 5.2>에서 보는 바와 같이 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동과 높은 상관관계가 있음을 확인할 수 있다. 주택가격의 순환변동과 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동 간 시차상관계수를 계산하면 한계기업의 순환변동이 1~2년의 시차를 두고서 주택가격지수의 순환변동과 비교적 높은 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 특히 전국보다는 수도권 주택가격지수의 순환변동이 한계기업 비중의 순환변동과 더 높은 상관관계를 보였다. 이러한 주택가격과 한계기업 비중 간 시차상관계수는 주택가격 상승(하락)에 1~2년 정도 후행하여 부동산업 내 한계기업 비중이 증가(하락)하는 경향이 있음을 의미한다. 예컨대, 주택가격 상승이 본격화됨에 따라 부동산개발공급업 등에서의 진입 및 투자가 확대되는 가운데 해당 산업에 속한 기업들의 자산 대비 영업이익률이 하락하는 한편, 해당 기업들의 차입 증가는 차입비용 상승을 동반하게 된다. 이러한 수익 및 비용 측면의 변동은 이상<그림 5.1>에서 살펴본 바와 같이 이자보상배율의 변동을 통해 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동을 설명하게 된다. 이러한 부동산시장의 부침은 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동을 설명하는 주요 배경이 되고 있으며, 대표적인 사례로 과거 2011~2012년과 최근의 부동산 PF 사태의 발단 및 전개 양상을 살펴볼 수 있다.

<그림 5.2> 부동산업 한계기업비중과 주택가격지수 순환변동과의 관련성



주: 주택가격지수 순환변동은 주택가격지수에 HP-필터를 적용하여 추출한 순환변동 요인임.

$Corr(\text{주택매매가격지수}_t, \text{한계기업비중}_{t+i})$ 는 전국(수도권) 주택가격지수 순환변동과 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동 간 시차상관계수를 추정한 값

자료: 한국부동산원, NICE평가정보

6. 결론

본 연구는 국내 한계기업 비중의 장기시계열이 갖는 특징을 추세와 순환변동 관점에서 살펴보았다. 다수의 선행연구가 국내 한계기업 비중이 장기간에 걸쳐 추세적인 증가세를 보인다고 보고하였으나, 이는 생존편향의 영향이 크게 작용한 결과인 것으로 나타났다. 즉, 대부분의 국내 선행연구처럼 현재 시점에 존속하고 있는 기업 표본만을 대상으로 각 연도별 한계기업의 비중을 계산하면 과거에는 생존하였으나 현재 존속하고 있지 못한 미존속기업이 표본에서 제외됨에 따라 과거 연도로 갈수록 한계기업의 비중이 과소 계상되는 문제가 발생하며, 그 결과 한계기업 비중의 추세적인 증가세가 과다 계상되는 문제가 나타난다. 본 연구는 생존편향을 제거한 표본을 이용할 경우에 한계기업 비중이 장기간의 추세적인 증가세 대신 감소-증가-감소-증가의 순환변동적인 특징이 더욱 뚜렷하게 나타남을 확인할 수 있었다. 또한 본 연구는 현재 시점의 존속기업과 외감이력 미존속기업까지 포함하는 전체(=존속+미존속) 기업 표본에서 계산한 한계기업 비중을 기준점으로 삼아 해당 미존속기업을 표본에 포함하지 못해 발생하는 생존편향의 크기를 정량적으로 평가하고자 하였다. 본 연구는 국내 한계기업 비중의 추세와 순환변동 관련 특징에 대한 일반적인 사실(stylized facts)의 정립에 기여함으로써 앞으로의 한계기업 관련 연구 및 논의에 유용한 참고 자료가 되기를 기대한다.

본고는 이상에서 살펴본 국내 한계기업 비중의 순환변동을 산업별, 기업 규모별, 차입 금융업권별로 구분하여서도 각 경우에 대해서 주요 특징을 살펴보았다. 산업별로는 특히 건설·부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동이 국내 한계기업 비중의 순환

변동을 주도하는 것으로 나타났다. 부동산업 내에서는 부동산개발공급업이 한계기업 비중의 순환변동을 주도하였다. 기업 규모별로는 대기업과 중소기업 표본 모두에서 한계기업 비중의 순환변동 특징을 확인할 수 있었다. 그 밖에 차입 금융업권별로 구분하더라도 은행업권 차입 기업과 비은행업권 차입 기업 표본 모두가 전체 한계기업 비중의 순환변동과 유사한 흐름을 보였다. 다만 비은행업권 차입 기업 표본이 한계기업 비중의 수준과 상승 폭 모두에서 은행업권 차입 기업보다 높게 나타났다.

마지막으로 본 연구는 전체 한계기업 비중의 순환변동을 주도하는 건설·부동산업에 대해서 영업이익률과 차입비용 측면으로 분해하여 한계기업 비중의 증감 요인을 분석하였다. 분석 결과에 의하면 2017년부터 2023년 현재까지 진행 중인 건설·부동산업 내 한계기업 비중의 증가세는 수익성과 차입비용 측면에서 뚜렷한 개선이 없다면 당분간 계속될 가능성을 시사한다. 한편, 부동산개발공급업을 포함한 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동은 주택가격 등 부동산 경기와 높은 관련성을 보였는데, 이는 부동산 시장의 부침이 부동산업 내 한계기업 비중의 순환변동을 설명하는 주요 배경이 되고 있음을 시사한다. 이에 대해서는 향후 심층적인 연구가 뒷받침된다면 부동산 경기 변동과 부동산 개발공급 방식이 국내 한계기업 비중의 순환변동에 미칠 영향을 이해하는데 큰 도움이 될 것이다.

(2026년 1월 9일 접수, 2026년 2월 23일 수정, 2026년 4월 7일 채택)

참고문헌

- 김윤경, “한계기업 현황과 기업구조조정 제도 개선방안,” 『KERI Brief』, 22-10, 한국경제연구원, 2022.
- 남창우·정대회, “부실 대기업 구조조정에 국책은행이 미치는 영향,” 『KDI 경제전망』, 2015년 하반기, 현안분석, 한국개발연구원, 2015.
- 박준호, “좀비기업과 구조조정,” 『금융연구』, 제37권 제2호, 한국금융학회, 2023.
- 박용민·임계원, “기업 재무상태 전환의 주요 특징: 한계기업의 회생을 중심으로,” BOK 이슈노트, 제2021-26호, 한국은행, 2021.
- 박찬우, “한계기업 현황과 시사점,” 『산은조사월보』, 제800호, KDB산업은행 미래전략연구소, 2022.
- 박창균·정화영, “한계기업 현황과 자원배분 효율성 제고를 위한 과제,” 자본시장연구원 심포지엄 발표자료, 2020.
- 송단비·조재한·김한환·김인철, “국내 한계기업의 결정요인 분석과 시사점,” 『ISSUE PAPER』 2021-03, 산업연구원, 2021.
- 송상윤, “한계기업이 우리나라 제조업 노동생산성에 미친 영향,” 『BOK 이슈노트』, 제2020-7호, 한국은행, 2020.
- 이민준·진승화, “한계기업 진입 전, 후 재무지표 변화 양상에 관한 연구: 정상기업과의 비교를 중심으로,” 『경영경제연구』, 제46권 제3호, 2024.
- 이상호, “한계기업 증가와 상장폐지 요건 강화의 시사점,” 『자본시장포커스』, 제2025-05호, 자본시장연구원, 2025.
- 장근호·최기산·서재용·이형석·김진영·김용수, “우리나라 중소기업 현황과 지원제도 개선 방안,” 『경제전망보고서(2025년 11월)』, 중장기 심층연구, 한국은행, 2025.
- 정지연·김영일, “국내 한계기업 추이에 대한 장기시계열 분석과 시사점,” 한국금융학회 정기학술대회 발표자료, 2024.
- 최현경·박진, “산업별 한계기업 현황분석과 시사점,” 『정책자료』, 제2016-284호, 산업연구원, 2016.
- 한국은행 금융안정보고서, 각호
- 한국은행 금융안정상황 보도자료, 각호
- Acharaya, V. V., L. Borchert, M. Jager, and S. Steffen, “Zombie Lending: Theoretical, International, and Historical Perspectives,” Annual Review of Financial Economics 14, 2022, pp.21-38.
- Acharya, V, T Eisert, C Eufinger, and C Hirsch, “Zombie Credit and (Dis-)inflation: Evidence from Europe,” NBER Working Paper, NO.27158, 2020.
- Banerjee, R., and B. Hofmann, “The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences,” BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, 2018a.
- Banerjee, R., and B. Hofmann, “Corporate Zombies: Anatomy and Life Cycle,” BIS Working Papers No. 882, Bank for International Settlements, 2018b.
- Caballero, R, T Hoshi, and A Kashyap, “Zombie Lending and Depressed Restructuring

- in Japan,” American Economic Review, Vol 98, No 5, 2008, pp.1943 - 1977.
- McGowan, M. A., D. Andrews, and V. Millot, “The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries,” Economic Policy 33, 2018, pp.685-736.
- Hoshi, T., “Why is the Japanese Economy Unable to Get Out of A Liquidity Trap,” Zero Interest Rate and the Japanese Economy, 2000, pp.233-266.

Time Series Analysis of Trends and Cycles in Zombie Firms in South Korea and Their Implications⁵⁾

Jiyeon Jeong⁶⁾ · Young-Il Kim⁷⁾

Abstract

This study examines the characteristics of trends and cyclical fluctuations in the proportion of so-called zombie firms, defined as companies with an interest coverage ratio below 1 for three consecutive years. Our sample includes non-financial corporations with a history of external audits and financial statements for three consecutive years. To eliminate survivor bias, we also incorporate firms that were previously subject to external audits but are no longer so. The estimation results showed that while it was difficult to find a clear upward trend in the time series of the proportion of domestic marginal companies over the past 20 years, a long-term cyclical pattern of downs and ups was clearly more evident. This suggests that most prior studies, which overlooked survivor bias, may have overestimated the trend of increasing zombie firms. Meanwhile, most of the cyclical fluctuations were found to be driven by the construction and real estate industries, and the cyclical fluctuations in the proportion of marginal companies within the real estate industry were highly correlated with the cyclical fluctuations of the real estate market. Beyond industry-specific analysis, this study also investigates that long-term series characteristics of zombie firms, differentiating by firm size and type of financial institution. The long-term time series characteristics of zombie firms identified in this study are expected to serve as a key reference for understanding and forecasting trends and cycles in zombie firms in South Korea.

Key Words: Zombie Firm, Interest Coverage Ratio, Survivor Bias, Trends, Cycles

JEL Classification: D22, D24, G33

5) This study is a revised version of Kim and Jeong (2024). The views expressed herein are solely those of the authors and do not necessarily reflect the views of the institutions with which the authors are affiliated.

6) First author, Senior Researcher, NICE Research Center, NICE Information Service Co., Ltd, Email: jjy0421@nice.co.kr

7) Corresponding author, Director, NICE Research Center, NICE Information Service Co., Ltd, Email: yikim@nice.co.kr