

국내 기업 재무건전성 안심할 수 없다

이한득 연구위원 hdllee@lgeri.com

- I. 국내 기업들의 재무건전성 현황
- II. 국내 기업 재무건전성 상의 취약점
- III. 기업 재무건전성의 국제비교
- IV. 결론 및 시사점

외환위기 이후 국내 기업들의 재무건전성은 획기적으로 개선되었다. 하지만 상당수 기업들의 부채 상환 능력은 여전히 취약한 수준에 머물러 있다. 향후 경기 둔화로 인한 수익성 하락으로 기업들의 재무건전성 악화가 불가피할 것으로 보인다. 특히 수익 기반이 취약한 중소기업들의 부실화 심화가 우려된다. 차입을 통해 공격적으로 투자했던 일부 대기업들의 부실화 가능성도 있다.

다른 나라 기업들과 비교해 볼 때 국내 기업의 수익성은 최하위 수준이고 부채 상환 능력은 매우 취약한 것으로 나타났다. 그 동안 많이 떨어졌던 부채비율도 아직 전세계 평균 수준에 불과했다.

신용 위험에 대한 우려가 금융시장 불안과 실물경제 위축으로 확산되는 것을 차단하기 위해서는 기업 재무건전성에 대한 진단을 토대로 취약 부문에 대한 선제적 대응이 필요하다. 기업들은 수익성을 제고하고 차입구조를 개선하는 등 경영 환경 변화에 대비해야 할 것이다. 특히 재무건전성 개선을 위해서는 재무구조보다는 수익성 개선에 초점을 맞출 필요가 있다. ■

“ 외환위기 이후
국내 기업들의
재무구조는 빠르게
개선되었다. ”

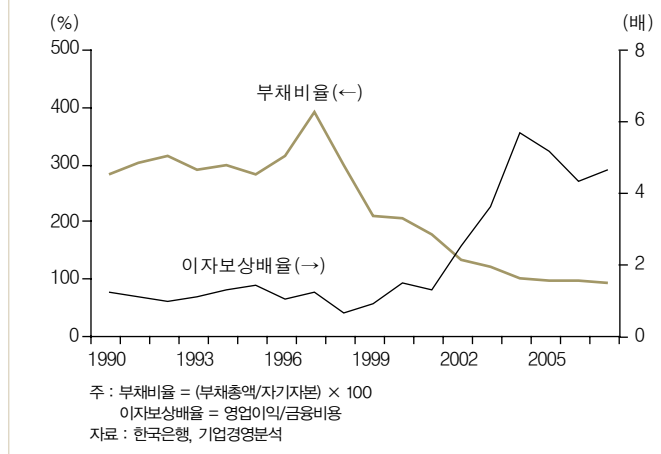
I. 국내 기업들의 재무건전성 현황

재무구조의 획기적 개선

외환위기를 겪으면서 국내 기업의 재무정책에 커다란 변화가 일어났다. 기업들은 외형 확장보다는 내실 강화에 주력하면서 부채비율 축소와 유동성 확보에 재무활동을 집중하였다. 외환위기의 충격에서 벗어난 이후에도 안정성을 중시하는 기업들의 보수적인 경영이 계속되었다. 차입을 통한 투자활동이 위축되면서 성장성은 낮아졌지만 재무구조는 빠르게 개선되었다.

외환위기가 발생했던 1997년 말 396.3%에 달했던 국내 제조기업의 부채비율(부채/자기자본)은 빠르게 하락하여 2007년 말에는 97.8%로 낮아졌다. 10년 만에 부채비율이 1/4 수준으로 하락한 것이다(〈그림 1〉 참조). 부채 중에서 이자를 지불해야 하는 차입금에 대한 의존도도 낮아졌다. 국내 제조기업의 차입금 규모(한국은행 ‘기업 경영 분석’ 기준)는 1997년말 276조원에서 2006년에는 178조원으로 감소했다. 1997년말 269.1%에 달했던 국내 제조기업의 차입금 비율(차입금/자기자본)은 2007년 말 44.8%로 하락했다(〈그림 2〉 참조). 국내 기업들의 재무구조 개선이 얼마나 강도 높게 진행되었는지를 실감할 수 있는 대목이다.

〈그림 1〉 국내 제조기업의 부채비율과 이자보상배율 추이



부채 상환 능력 개선

기업의 재무건전성 평가에 있어서 재무구조보다 더 중요한 것은 실질적인 부채 상환 능력이다. 부채 상환 능력은 재무구조에 의해서도 영향을 받지만 수익성에 많은 영향을 받는다. 부채비율이 낮더라도 수익성이 높지 못해 금융비용도 지급하지 못

“국내 기업의 평균 부채비율이 100% 미만으로 하락했음에도 불구하고 신용위험에 대한 우려는 해소되지 못하고 있다.”

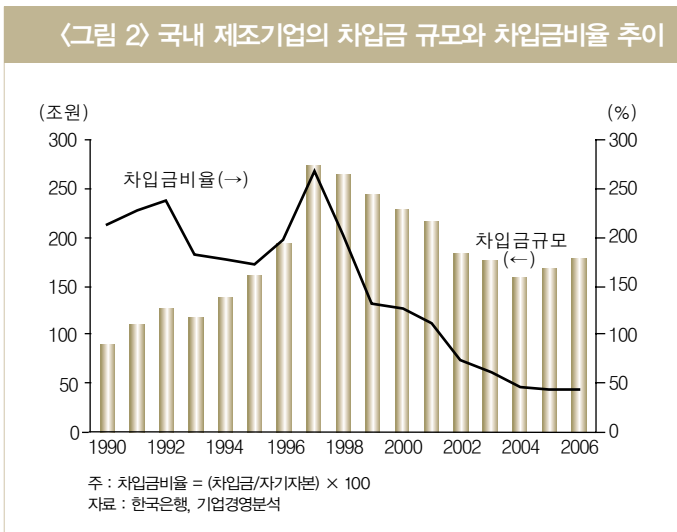
한다면 부실기업으로 전락할 수밖에 없다.

부채 상환 능력을 평가하는 데에는 이자보상배율(영업이익/금융비용)이 흔히 이용된다. 이자보상배율은 영업이익이 금융비용의 몇 배인가를 나타내는 지표로서 영업활동을 통해 금융비용 지급에 필요한 이익을 창출할 수 있는 능력이 어느 정도 인지를 측정하는데 유용하다.

외환위기 이전 국내 제조기업의 이자보상배율은 1을 겨우 웃도는 수준에 머물렀다. 영업활동을 통해 벌어들인 이익이 금융비용을 겨우 감당하는 수준에 불과했다. 기업들은 만성적인 현금 부족에 시달렸고, 투자에 필요한 자금은 추가 차입을 통해 조달했다. 따라서 투자를 할수록 재무구조는 더욱 악화되었다.

외환위기 이후 재무구조 개선, 금리 하락 등에 힘입어 국내 기업의 부채 상환 능력은 빠르게 개선되었다. 외환위기 이후 몇 년간 부채비율은 하락했지만 국내 제조기업의 이자보상배율은 고금리와 극심한 경기 부진에 따른 수익성 악화로 낮은 수준에 머물렀다. 저금리 기조가 정착되고 구조조정의 효과가 나타나면서 국내 제조기업의 이자보상배율은 상승했고, 2004년 이후 4~5 수준을 유지했다(〈그림 1〉 참조). 따라서 국내 기업의 부채 상환 능력은 외환위기 이전에 비해 상당히 양호한 수준에 올라선 것으로 평가된다.

〈그림 2〉 국내 제조기업의 차입금 규모와 차입금비용 추이



II. 국내 기업 재무건전성 상의 취약점

우리나라 기업들의 평균 부채비율이 100% 미만으로 하락했음에도 불구하고 신용 위험에 대한 우려가 해소되지 못하고 있다. 이러한 우려의 배경에는 국내 기업의 취약한 수익성과 부채 상환 능력이 자리잡고 있다. 국내 기업의 전반적인 재무건전성 개선에도 불구하고 부채 상환 능력이 취약한 기업들이 여전히 상당수 존재하고

“국내 기업의 부채
상환 능력은 향후
악화될 가능성이
크다.”

있기 때문이다. 더구나 미국 서브프라임 사태에 따른 국제 금융시장 불안과 원자재 가격 상승 등으로 인한 수익성 하락으로 국내 기업의 부채 상환 능력은 더 악화될 가능성이 크다. 따라서 경기가 위축되고 수익성이 악화되면 한계 기업들을 중심으로 기업 부실이 심화되면서 금융시장의 불안요인으로 작용할 가능성이 크다. 부채 상환 능력의 측면에서 우리나라 기업의 취약점을 점검해 본다.

재무건전성의 기초적 요인인 수익성 하락

이자보상배율은 매출액영업이익률(영업이익/매출액)과 금융비용부담률(금융비용/매출액)로 나누어 볼 수 있다. 매출액영업이익률은 영업활동의 수익성을 금융비용 부담률은 금융비용을 어느 정도 부담하고 있는지를 각각 측정한다. 이자보상배율은 매출액영업이익률이 높을수록, 금융비용부담률이 낮을수록 높아진다. 금융비용 부담률은 다시 시중금리는 나타내는 차입금평균이자율(금융비용/차입금), 재무구조를 나타내는 차입금의존도(차입금/자산), 자산 운용의 효율성을 나타내는 자산회전율(매출액/자산) 등으로 나누어 볼 수 있다. 금융비용부담률은 차입금평균이자율과 차입금의존도가 높을수록, 자산회전율이 낮을수록 높아진다. 따라서 이자보상배율은 매출액영업이익률과 자산회전율이 높을수록, 차입금평균이자율과 차입금의존도가 낮을수록 높아진다. 즉 부채 상환 능력은 영업활동의 수익성과 자산운용의 효율성이 높을수록, 차입금에 대한 의존도와 시중금리 수준이 낮을수록 높아진다(자세한 내용은 박상수, “부실기업 판정기준으로서 이자보상배율의 타당성”, LG주간경제 592호, 2000. 10. 11 참조).

이자보상배율의 구성 요인 중에서 매출액영업이익률과 자산회전율은 내부 역량, 차입금평균이자율과 차입금의존도는 외부 환경의 영향을 많이 받는다. 차입금의존도는 기업의 내부적인 재무 의사결정에 의해서 결정된다. 하지만 주식시장이 활황을 보여야 주식 발행을 통한 자본 확충으로 차입금의존도를 낮추는 것이 원활하게 이루어질 수 있다. 물론 기업의 수익성을 높여 많은 이익을 창출함으로써 차입금의존도를 낮추는 것도 가능하다. 하지만 이익 창출을 통해 차입금의존도를 낮추는 것은 장기적으로는 가능할지라도 단기간에 실현되기는 현실적으로 매우 어렵

“부채 상환 능력의
기초적 요인인 수익성이
하락했다.”

다. 따라서 차입금의존도는 외부 요인인 주식시장 환경에 영향을 많이 받을 수밖에 없다. 특히 단기간에 차입금의존도가 낮아졌다면 외부 요인인 주식시장의 영향을 많이 받았다고 판단해도 무리는 없을 것이다.

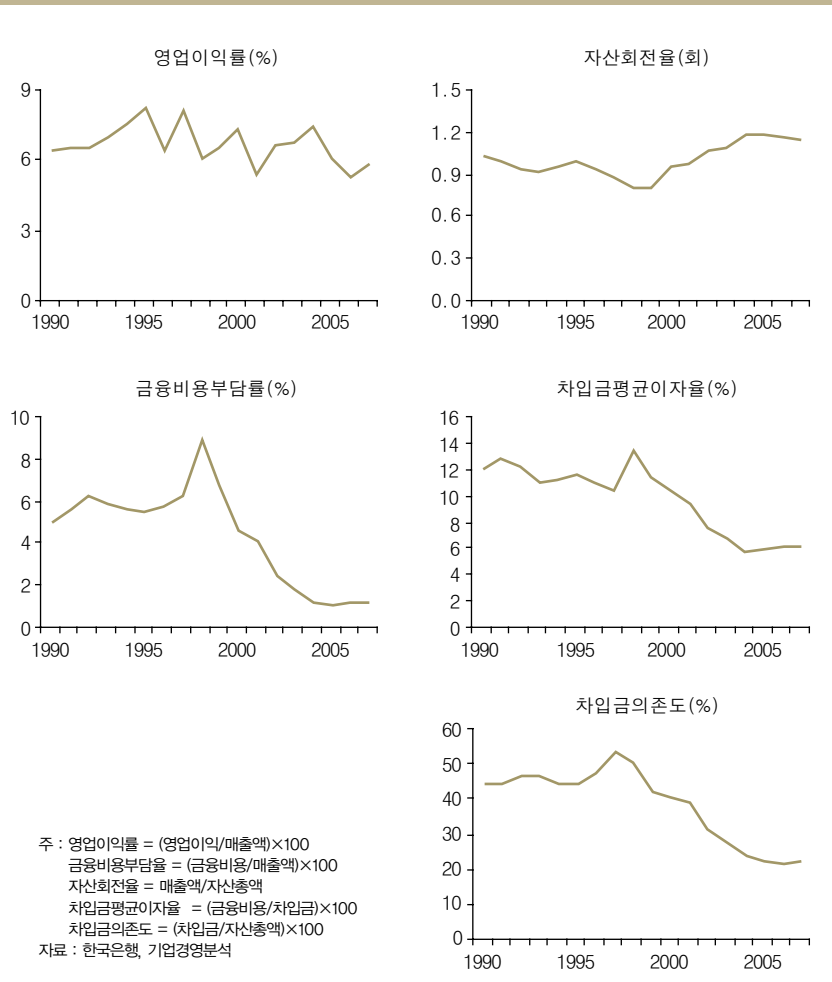
이자보상배율을 구성하는 재무지표 별로 살펴보면 국내 제조기업의 부채 상환 능력 개선은 상당 부분 외부환경의 개선에 기인하는 것으로 판단된다. 이자보상배율을 구성하는 지표 중에서 내부 요인이라고 할 수 있는 매출액영업이익률과 자산 회전율은 하락하거나 상승하더라도 소폭에 그친 반면, 외부적인 영향을 많이 받는

요인인 차입금평균이자율과 차입금 의존도는 크게 낮아졌기 때문이다.

무엇보다도 부채 상환 능력의 가장 기초적인 요인이라고 할 수 있는 수익성이 하락했다는 점이 국내 제조기업의 재무건전성에 있어 가장 큰 취약점이라 할 수 있다. 국내 제조기업의 매출액영업이익률은 1990년대 연평균 7.0%대에서 2000~2007년에는 6.4%로 하락했다. 특히 2006년부터 5%대의 낮은 수준에 머물고 있다. 국내 제조기업의 자산회전율은 1990년대 연평균 0.94회에서 2005년에는 1.20회로 상승하였지만, 이후 2006년 1.17회, 2007년 1.15회로 낮아졌다. 따라서 기업의 내부적인 요인이 부채 상환 능력의 강화에 기여했던 부분은 크지 않았던 것으로 판단된다.

반면 부채 상환 능력을 결정하는 외부 요인은 크게 개선되었다. 우선

〈그림 3〉 국내 제조기업의 '이자보상배율 구성 재무비율' 추이



“국내 제조기업의 부채
상환 능력 개선은
상당 부분 외부환경의
개선에 기인하는
것으로 판단된다.”

차입금평균이자율이 크게 하락했다. 1998년 13.5%까지 상승했던 차입금평균이자율은 시중금리가 하락하면서 2007년에는 절반 이하 수준인 6.4%로 낮아졌다. 1998년 50%를 넘었던 차입금의존도도 주식시장이 호황을 보였던 2000년 초반 주식 발행을 통한 자금조달이 증가하면서 크게 하락하여 2007년에는 22.7%로 낮아졌다(〈그림 3〉 참조).

이러한 상황을 종합할 때 국내 제조기업의 부채 상환 능력 개선은 주로 금리 하락과 주가 상승이라는 우호적인 외부 환경의 영향을 많이 받은 것으로 판단된다. 이는 외부요인이 악화될 경우 국내 기업의 재무건전성이 급격하게 악화될 수 있음을 의미한다. 내부 역량이 튼튼하다면 외부환경 악화가 문제가 되지 않을 것이다. 하지만 내부 역량이 취약하다는 데 문제가 있다. 특히 부채 상환 능력의 기초적 요인인 영업활동의 수익성이 낮은 수준인데다 추세마저 개선되지 못하고 있을 만큼 내부역량이 취약한 상태에 있다. 만약 경기 위축으로 수익성이 하락하는 상황에서 금리 상승과 같이 외부환경마저 악화된다면 부채 상환 능력이 취약한 기업들의 부실화가 빠르게 진행될 가능성이 크다.

투자 현금흐름이 영업 현금흐름을 초과하여 현금 부족 발생

전반적인 재무구조와 부채 상환 능력은 개선되었지만 투자활동이 활발해지면서 현금흐름이 악화되고 있다는 점도 불안 요인이다. 기업들은 영업활동에서 창출한 현금흐름을 투자활동을 통해 지출한다. 영업활동에서 창출한 현금흐름이 투자 지출액에 미치지 못할 경우에는 외부에서 추가로 자금을 조달해야 한다. 영업활동에서 조달한 현금흐름과 투자활동에 사용된 현금흐름의 차이가 잉여현금흐름(FCF · Free Cash Flow)이다. 잉여현금흐름이 플러스(+)이면 영업활동과 투자활동을 합해서 현금 잉여, 마이너스(-)이면 현금 부족이 발생했음을 의미한다.

국내 12월 결산 상장기업들을 대상으로 현금흐름을 분석해 본 결과 2008년 1사분기 상장기업의 잉여현금흐름(영업활동으로부터의 현금흐름 - 투자활동으로부터의 현금흐름)이 마이너스(-)인 것으로 나타났다. 상장기업의 전체 잉여현금흐름은 2007년까지 플러스(+)였지만 2008년 1사분기에는 마이너스(-)로 돌아섰다. 만약

“차입금 상환이나
이자 지급을 위해
추가로 자금을
조달해야 하는 상황에
처해 있다.”

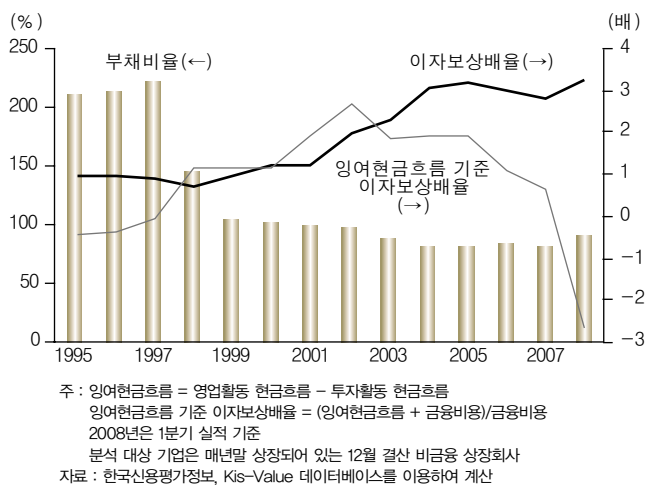
올해 잉여현금흐름이 마이너스(-)를 기록한다면 연간 기준으로 1998년 이후 처음이 될 것이다. 2007년에는 상장기업 전체의 잉여현금흐름은 플러스(+)를 기록했지만, 투자현금흐름이 영업 현금흐름을 초과하여 현금 부족이 발생했던 상장기업이 절반을 넘었을 정도로 기업별 현금흐름은 악화되었다(〈그림 4〉 참조).

이와 같이 영업 현금흐름 이상의 투자지출이 발생하면서 이자 지급 또는 원금 상환에 사용할 수 있는 현금흐름이 부족해지는 상황이 발생했다. 따라서 차입금 상환 또는 금융비용 지급을 위한 추가적인 자금조달이 필요해졌다. 최근 상장기업의 부채 비율이 소폭이나마 상승한 것은 이러한 현금 부족 상황이 반영된 결과로 보인다.

금융시장이 정상적인 상황이고 자금조달이 가능하다면 일시적인 현금흐름 부족

은 큰 문제가 되지 않는다. 하지만 금융불안이 심해지고 신용위험에 민감해지는 상황에서는 현금흐름 창출 능력이 취약한 기업에 대해서는 금융기관이 더욱 보수적으로 자금을 운용할 가능성이 높다. 자금 시장이 경색될 경우에는 영업 현금흐름이 양호하더라도 일시적인 자금부족에 빠진 기업이 도산하는 경우가 발생한다. 경기가 위축되고 신용위험이 높아질수록 현금흐름의 중요성은 커진다. 국내 기업의 잉여현금흐름이 마이너스(-)라는 것은 경기 위축이 계속될 경우 지급 불능에 빠지는 기업이 증가할 가능성이 높아지고 있다는 신호로 받아들일 수 있다.

〈그림 4〉 상장기업의 부채비율과 이자보상배율 추이



부채 상환 능력 취약 기업 여전히 30% 정도 존재

국내 기업의 전체적인 재무건전성은 개선되고 있지만 부채 상환 능력이 취약한 기업이 여전히 상당수 존재하고 있다는 점도 우려되는 대목이다. 이자보상배율이 1 이하인 기업들은 영업활동을 통해 벌어들인 이익으로 금융비용도 지급하지 못하는 기업들이다. 따라서 부실화 가능성이 상당히 높은 기업이라고 볼 수 있다.

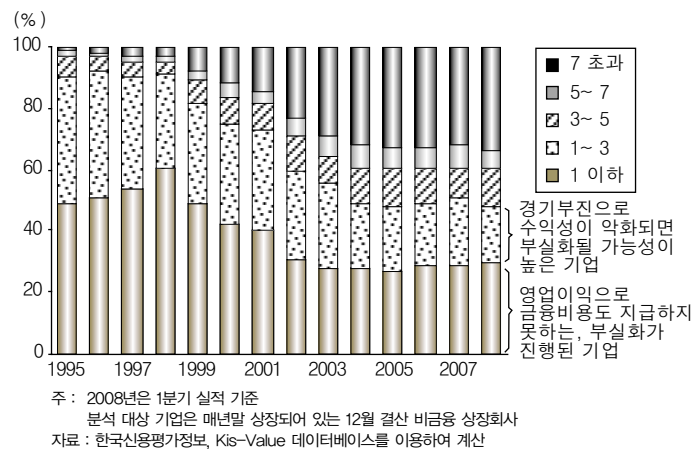
국내 기업들 중에서 이자보상배율 1 이하인 기업은 많이 줄었지만 아직도 30%에

“이자보상배율이 1 이하인 부채 상환 능력이 취약한 기업이 여전히 30% 정도 존재하고 있다.”

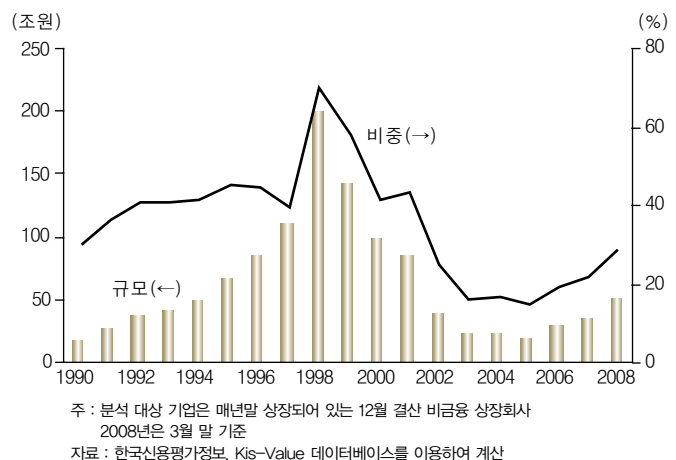
가까운 기업들이 영업활동을 통해 벌어들인 이익으로 이자도 지급하지 못하고 있다. 외환위기 이후 구조조정이 진행되면서 크게 낮아졌던 이자보상배율 1 이하 기업들의 비중이 2005년부터 비록 폭은 크지 않더라도 증가세로 돌아섰다. 1998년 60.6%까지 높아졌던 이자보상배율 1 이하 기업의 비중은 2005년 26.7%로 가장 낮은 수준으로 하락한 이후 다시 상승하기 시작해 2007년에는 29.4%, 2008년 1사분기에는 30.6%로 높아졌다(〈그림 5〉 참조). 경기 위축이 계속되면서 현금흐름이 악화될 경우 부채 상환 능력이 취약한 한계 기업이 더욱 증가할 가능성이 있다.

부실화 가능성이 높은 기업의 차입금 규모가 증가하고 있다는 점도 불안 요인이다. 1998년 이후 감소세를 보였던 이자보상배율 1 이하 기업의 차입금 규모는 2006년부터 증가세로 돌아섰다. 1998년 최고 수준인 200조원을 기록한 이후 낮아지기 시작해 2005년 20.7조원까지 감소했던 이자보상배율 1 이하 기업들의 차입금은 이후 상승세를 돌아서 2008년 3월 말에는 52.3조원으로 2배 이상으로 증가했다. 이자보상배율 1 이하 기업의 차입금이 전체 차입금에서 차지하는 비중도 최근 증가했다. 1998년 70.2%를 기록했던 이자보상배율 1 이하 기업의 차입금 비중은 2005년 15.0%까지 하락했다가 2008년 3월말 29.1%로 다시 상승했다(〈그림 6〉 참조). 이자보상배율 1 이하인 기업들은 부실화가 상당히 진행된 기업들이다. 따라서 이자보상배율 1 이하 기업의 부채 상환 능력이 더욱 악화될 경우 금융기관의 부실화를 심화시

〈그림 5〉 상장기업의 이자보상배율 분포 추이



〈그림 6〉 이자보상배율 1 이하인 기업의 차입금 규모와 비중



“중소기업들의
부채상환 능력은
낮은 수준에 머물고
있다.”

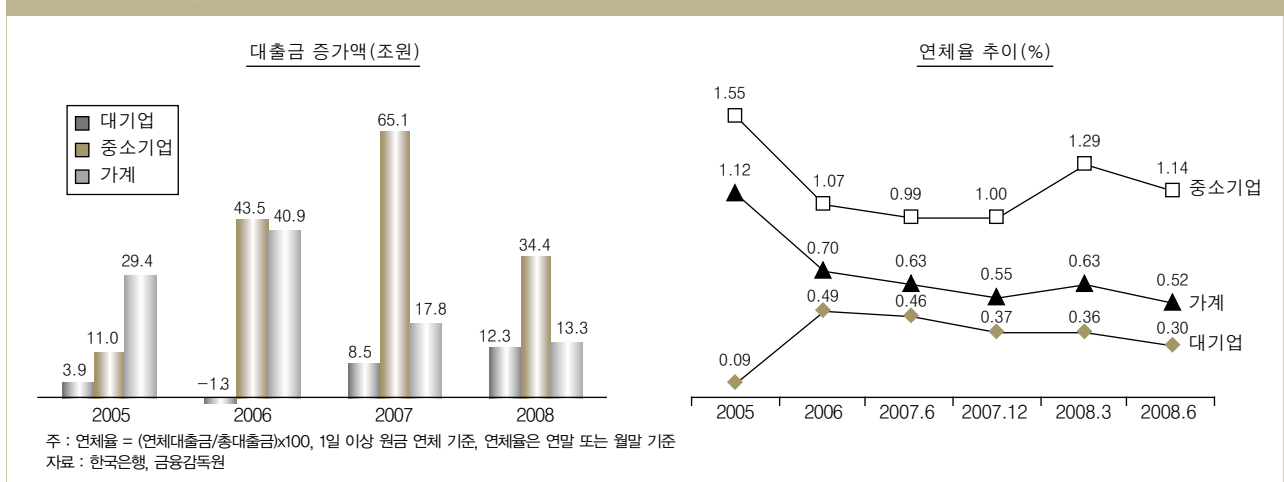
키는 요인으로 작용할 가능성이 크다. 이자보상배율 1 이하 기업의 차입금 규모가 증가하고 있다는 것은 기업 부실이 금융부실로 확산될 위험이 그만큼 높아지고 있음을 의미한다.

중소기업의 부채 상환 능력 취약

최근 대출이 크게 증가한 중소기업의 부채 상환 능력이 취약하다는 점도 불안 요인이다. 대기업과 가계에 대한 대출은 둔화되었지만 은행들의 대출 확대 경쟁이 지속되면서 중소기업 대출은 크게 증가했다. 2007년의 경우 대기업과 가계에 대한 대출이 각각 8.5조원과 17.8조원 증가한 것에 비해 중소기업 대출은 65.1조원이나 증가했다. 2008년 상반기에도 중소기업의 대출 규모(34.4조원)는 대기업(12.3조원)과 가계(13.3조원)를 훨씬 상회했다(그림 7) 참조).

문제는 중소기업들의 부채 상환 능력이 매우 취약하다는 것이다. 2008년 1사분기 실적 기준 중소기업의 평균 이자보상배율은 1.7에 머물렀다. 대기업들의 이자보상배율이 상승한 반면 중소기업들의 이자보상배율은 하락세를 보였다(그림 8) 참조). 그만큼 중소기업의 재무건전성이 취약하다는 것을 보여준다. 최근 중소기업의 연체율이 1% 초반에서 낮은 수준을 유지하고 있지만 대기업이나 가계에 비해서는 2

〈그림 7〉 은행 대출금 증가 규모와 연체율 추이



“대기업 중에서도
이자보상배율이
1 이하인 기업이
있다.”

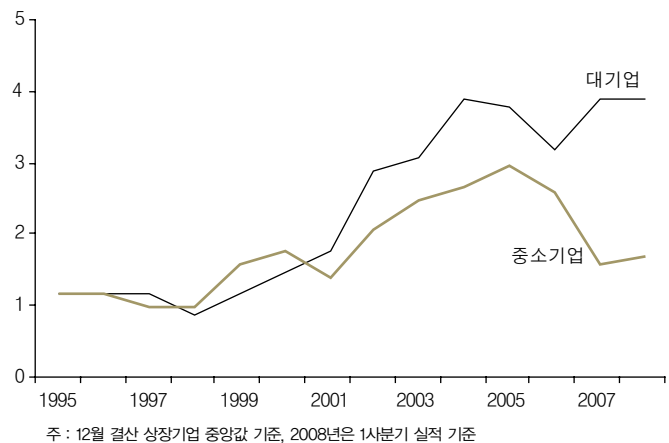
배 이상 높은 수준이다. 경기 부진이 계속될 경우 신용위험에 민감해진 금융기관의 자금 운용이 보수화되면서 신용도가 낮은 기업들의 자금조달 여건은 더욱 악화될 가능성이 있다. 특히 상대적으로 신용위험이 높은 중소기업에 대한 위험관리를 강화할 가능성이 크다. 자금조달이 어려워지는 가운데 수익성이 악화되고 금리가 상승할 경우 중소기업들의 어려움은 가중될 것이다. 중소기업들의 재무건전성이 더 악화될 경우 최근 중소기업들에 대한 대출을 크게 늘렸던 은행들의 자산건전성이 낮아지고 대출 여력이 위축되는 악순환 고리가 형성되면서 전반적인 기업들의 자금조달 여건이 추가적으로 악화될 가능성이 크다.

대기업 중에도 부채 상환 능력 취약한 기업 존재

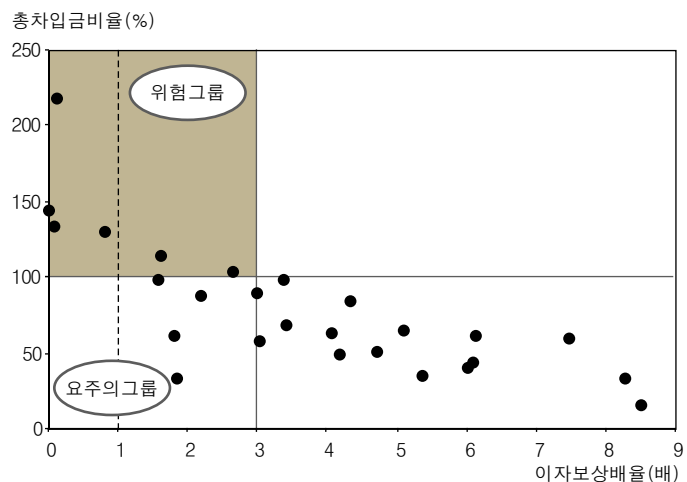
대기업의 부채 상환 능력과 재무구조는 전반적으로 양호한 수준을 보이고 있다. 2007년 실적기준 대다수 대기업의 이자보상배율은 3을 상회하고 있으며 차입금비율(차입금/자기자본)은 100% 이하를 기록하여 차입금도 대부분 감내할 수 있는 범위 이내에 있는 것으로 판단된다.

하지만 일부 대기업들의 부채 상환 능력은 매우 취약한 것으로 나타났다. 경기가 부진해지고 수익성이 악화되면 부실해질 가능성이 있는 이자보상배율 3 이하인 대기업들이 상당수 있었다. 또한 비록 수는 적지만 차

〈그림 8〉 대기업과 중소기업의 이자보상배율 추이



〈그림 9〉 대기업의 이자보상배율과 총차입금비율



주 : 2007년도 기업집단 합산재무제표 기준
 총차입금비율 = (차입금/자기자본)×100
 이자보상배율 = 영업이익/이자비용
 이자보상배율 9 이상인 대기업집단은 그래프에서 제외
 자료 : 한국신용평가, Kis-Value 그룹 합산 재무제표 이용

“수익성이 1%p
하락하고 금리가
1%p 상승하면 절반에
가까운 기업이 부실화
위험에 노출된다.”

입금 부담이 크고 영업이익으로 이자비용도 지급하지 못하는 대기업이 여전히 존재하고 있었다(그림 9) 참조).

대기업의 부실화는 일시에 금융시장에 커다란 충격을 줄 수 있다. 특히 대기업들은 자기신용에 의한 직접 자금조달을 많이 하기 때문에 채권시장에 상당한 충격을 줄 수 있다. 대기업 부실이 현실화될 경우 자금시장이 급속히 경색되면서 시중금리가 급등함으로써 우량기업들도 일시적으로 자금조달이 어려워질 가능성이 있다.

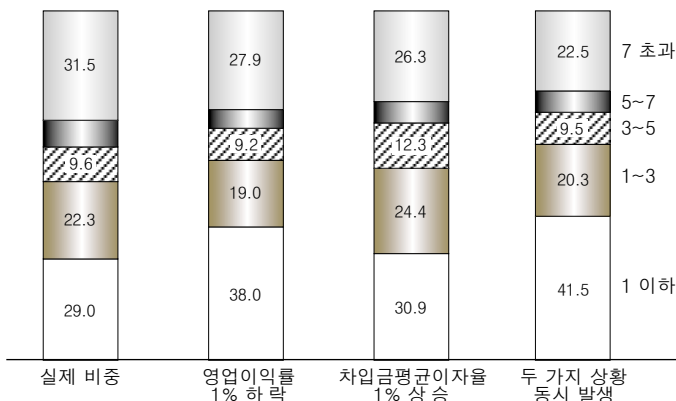
수익성 악화되면 부실 기업 빠르게 증가

국내 기업은 수익성이 낮아 실적이 추가로 악화될 경우 부실화가 빠르게 진행될 위험이 크다. 2007년 실적을 기준으로 기업들의 매출액영업이익률이 평균 1%p 하락한다고 가정하면 이자보상배율 1 이하 기업들의 비중은 29.0%에서 38.0%로 9.0%p 증가하는 것으로 분석되었다. 차입금평균이자율이 1%p 상승한다면 30.9%로 1.9%p 증가하는 것으로 나타났다. 만약 매출액영업이익률이 1%p 하락하고 동시에 차입금평균이자율도 1%p 상승한다고 가정하면 이자보상배율 1 이하 기업은 41.5%에 이르게

된다. 거의 절반에 가까운 기업이 부실화 위험에 노출된다(그림 10) 참조).

국내 기업의 차입금 의존도가 낮아졌기 때문에 동일한 변화 폭이라도 이자율보다는 수익성의 변화가 더 큰 영향을 미치는 것으로 보인다. 이러한 결과는 경영 성과의 악화가 기업 부실로 직결될 수 있다는 것을 의미한다. 기업의 신용위험 변화를 모니터링하기 위해서는 경기변동에 따른 실적 악화 가능성에 대해 특히 예의주시해야 할 필요가 있다. 최근 경기 위축으로 수익성이 악화될 가능성이 높다는 점이 재무건전성과 관련해서 매우 우려되는 대목이다.

〈그림 10〉 수익성과 금융비용 부담 변화에 따른 상장기업의 이자보상배율 구성 변화 (%)



주 : 2007년 실제 실적을 기준으로 매출액영업이익률 1%p 하락, 금융비용부담률 1%p 하락, 두 가지 동시 발생 등 세 가지 상황을 가정한 경우
자료 : 한국신용평가, Kis-Value 데이터베이스 이용

“국내 기업들의
영업활동의
수익성은 세계 최하위
수준이다.”

III. 기업 재무건전성의 국제 비교

과거 추이를 통해 국내 기업의 재무건전성을 평가하는 것은 과거에 비해 좋아졌는지 또는 나빠졌는지에 대해서는 파악이 가능하지만 절대적인 수준에 대한 평가가 어렵다는 한계가 있다. 이러한 한계를 극복하기 위해 여러 나라 기업들의 재무건전성을 비교해 보았다. 전세계 40개국(홍콩을 중국에 포함시킬 경우 39개국) 1만 1,564개 상장기업의 2007년도 실적을 기준으로 재무건전성과 관련된 주요 지표를 비교하였다.

분석 결과, 재무구조 개선에도 불구하고 국내 기업의 재무건전성은 국제적인 수준에서 평균 이하인 것으로 나타났다. 현금흐름 창출 능력이 취약했고 단기 차입금에 대한 의존도가 높아 이자 지급 능력이나 원금 상환 능력이 낮았다. 획기적으로 낮아진 부채비율도 글로벌한 관점에서는 평균 수준이었다. 국제 비교를 통해 파악한 국내 기업 재무건전성의 몇 가지 특징을 자세히 살펴보면 다음과 같다(국가별 지표는 <표> 참조).

영업활동의 수익성 40개국 중에서 39위

여러 국가 기업들과 비교를 통해 드러난 국내 기업의 가장 두드러진 특징은 영업활동의 수익성이 매우 낮다는 것이다. 분석에 포함된 633개 국내 비금융 상장기업들의 매출액영업이익률(중앙값)은 6.1%를 기록하였다. 이는 분석 대상 40개국 중에서 두번째로 낮은 거의 최하위 수준이다. 일본 기업의 매출액영업이익률이 5.8%를 기록하여 가장 낮은 수준을 보였다.

기업의 재무건전성이 개선되기 위해서는 무엇보다도 수익성이 높아야 한다. 수익성이 자본비용보다 낮은 상황에서 투자를 확대하면 차입금이 증가하면서 재무구조가 악화되는 악순환에 빠지게 된다. 일본의 경우 금리가 매우 낮기 때문에 낮은 수익성이 문제가 되지 않을 수 있다. 하지만 우리나라의 금리 수준은 국제적인 기준에서 낮은 수준이 아니다. 따라서 우리나라 기업의 낮은 수익성은 재무건전성 개선에 커다란 걸림돌로 작용할 가능성이 크다. 영업활동의 수익성 개선은 단기간에 이루어지기 어렵고 많은 노력이 필요하다는 점에서도 심각성이 있다.

〈표〉 각국 상장기업의 재무건전성 관련 지표

	기업수	이자 보상 배율	부채 비율	유동 비율	차입금 의존도	단기 차입금 비중	영업 이익률	차입금 평균 이자율	자산 회전율	현금흐름 보상배율	현금흐름 이자보상 배율	매출액 대비 잉여현금 흐름
한국	633	4.2	98.1	136.8	23.1	67.4	6.1	6.0	1.0	0.4	3.8	-0.6
미국	1,183	5.3	127.9	158.9	26.4	6.2	10.7	6.8	1.0	2.8	6.3	3.0
일본	1,536	21.8	103.0	145.6	14.6	55.2	5.8	1.7	1.0	0.7	20.3	1.3
영국	392	6.6	135.0	126.3	20.4	15.6	10.7	7.2	1.0	2.3	7.2	1.9
프랑스	412	6.1	151.8	130.9	20.8	36.3	7.7	5.3	1.0	0.9	6.5	0.7
독일	556	5.5	120.9	161.6	15.9	33.1	7.2	7.7	1.1	1.2	5.6	0.5
캐나다	210	4.7	83.8	140.1	23.3	5.6	15.0	6.5	0.5	4.2	8.5	-1.0
핀란드	123	9.2	115.8	144.7	22.5	39.7	8.6	5.4	1.3	1.0	7.3	0.8
벨기에	86	4.2	119.2	141.8	23.9	29.0	7.4	6.5	1.0	1.0	5.0	1.6
오스트레일리아	354	4.8	86.9	162.9	20.9	18.1	13.9	8.0	0.6	1.6	4.5	-3.2
오스트리아	67	5.4	145.7	131.9	28.0	37.1	6.8	5.8	1.1	0.8	5.6	-1.5
덴마크	107	5.7	103.1	137.5	22.8	50.1	8.1	6.0	1.1	0.9	7.2	0.3
그리스	231	3.8	121.0	147.3	32.2	45.2	9.2	6.2	0.7	0.3	3.0	-2.0
아일랜드	51	5.4	83.1	164.2	18.2	19.8	7.8	6.2	0.9	1.2	5.0	-2.3
이스라엘	100	3.4	100.0	190.3	23.9	24.3	8.0	7.2	0.7	0.8	3.2	0.3
이탈리아	220	4.3	157.2	122.9	27.7	43.2	9.0	5.4	0.8	0.9	5.1	0.5
멕시코	50	6.9	83.0	193.7	21.5	17.2	17.9	9.3	0.8	2.1	5.9	4.0
네덜란드	95	6.5	116.8	135.8	21.1	28.9	7.1	6.7	1.3	1.2	6.5	1.9
뉴질랜드	87	4.1	62.0	148.2	22.6	26.4	9.4	8.3	1.1	1.0	4.4	-1.5
노르웨이	146	3.6	142.8	137.3	31.4	18.5	8.6	7.1	0.8	0.9	3.6	-5.6
폴란드	192	10.4	82.9	155.7	14.8	63.8	8.1	5.9	1.2	0.5	5.2	-4.7
포르투갈	42	2.5	193.6	97.5	41.4	31.8	8.6	5.4	0.6	0.4	3.6	-0.7
스웨덴	224	8.2	111.1	149.2	16.8	37.4	9.2	5.8	1.1	1.1	7.1	0.9
스위스	166	8.3	86.0	185.4	15.7	32.4	9.2	5.2	1.1	2.0	9.8	4.0
터키	70	7.8	81.7	157.7	14.8	65.6	10.5	10.3	0.9	1.1	6.1	2.3
태국	350	4.7	74.1	139.1	23.4	68.0	7.9	5.9	0.9	0.7	6.7	3.9
대만	642	10.2	73.9	174.7	19.0	70.6	8.3	3.6	0.9	0.7	11.0	3.3
칠레	98	5.8	82.1	145.6	24.8	24.2	13.0	6.1	0.8	1.6	6.2	2.0
인도	439	7.4	132.7	151.1	27.1	32.0	14.3	7.2	0.9	1.0	5.3	-2.7
말레이시아	76	8.0	85.9	157.0	24.2	33.6	16.4	5.7	0.6	1.1	6.4	2.9
홍콩	90	10.4	59.2	173.0	20.3	30.9	21.7	5.3	0.5	1.6	8.6	0.0
중국	1,413	4.4	99.2	107.5	27.1	92.6	9.8	5.6	0.7	0.3	3.9	0.4
필리핀	172	4.0	45.2	158.4	10.0	66.5	17.0	8.6	0.4	0.5	4.1	1.6
브라질	57	3.8	114.6	141.9	27.1	20.9	21.6	11.0	0.7	2.2	5.8	6.5
페루	27	12.3	48.4	141.5	20.5	37.7	30.0	9.0	1.0	2.0	12.8	5.3
러시아	39	17.3	57.7	161.0	20.1	45.5	20.7	6.2	0.8	2.0	12.2	-3.3
인도네시아	264	2.7	108.8	140.6	27.6	52.9	6.8	9.2	1.0	0.5	2.6	0.0
아르헨티나	67	4.6	79.4	141.7	11.3	49.6	13.0	15.5	0.8	1.7	4.5	2.5
스페인	97	4.0	142.1	121.7	29.1	30.8	12.0	6.4	0.7	0.9	4.7	-0.9
싱가포르	400	9.7	72.8	182.5	16.1	67.7	9.1	5.4	0.9	0.6	6.9	0.9
전체 평균	11,564	6.3	103.4	144.1	21.8	46.4	8.9	5.8	0.9	0.9	6.5	0.9

주 : 분석 대상에 포함된 기업은 각국을 대표하는 주가지수 구성 종목 중에서 비금융회사, 주가지수 구성 종목이 많지 않을 경우에는 가능한 많은 상장기업들을 분석 대상에 포함할 수 있는 방법으로 선정

각 수치는 해당 재무지표의 중앙값 기준

현금흐름보상배율 = (영업현금흐름+금융비용) / (단기차입금+금융비용)

현금흐름이자보상배율 = (영업현금흐름+금융비용) / 금융비용

자료 : Thomson Financial, Thomson ONE Banker 데이터베이스 이용

“우리나라 기업들은
단기차입금에 대한
의존도가 높다.”

또한 국내 기업의 낮은 수익성은 대외 신인도를 낮추는 요인이 될 수 있다. 국제 금융시장이 통합되어 세계 어느 기업이나 투자가 가능해진 상황에서 글로벌 투자자들은 동일한 기준으로 기업의 신용도를 평가할 것이다. 국제 평균보다 훨씬 낮은 세계 최하위 수준의 수익성은 국제적인 기준을 적용한 신용도 평가에 있어서 치명적인 약점이 될 수 있다.

부채비율 하락했지만 세계 평균 수준

외환위기 이후 국내 기업의 부채비율은 가파르게 하락했다. 하지만 획기적인 하락이 무색하게도 다른 나라 기업들과 비교하면 우리나라 기업들의 부채비율은 평균 수준에 머물렀다. 2007년 말 기준 분석 대상 국내 비금융 상장기업들의 부채비율(중양값)은 98.1%로서 전세계 기업 평균 103.4%에 비해 소폭 낮은 수준에 그쳤다. 순위에 있어서도 40개국 중에서 22위로 중간 정도였다. 우리나라 기업들의 부채비율은 과거에 비해 획기적으로 낮아졌지만 범위를 전세계로 확대하면 획기적으로 낮은 수준은 아니었던 것이다.

선진국 기업들의 부채비율은 개도국 기업들에 비해 높은 경향을 보였다. 미국(127.9%), 일본(103.0%), 영국(135.0%) 등을 포함하여 상당수 선진국 기업들의 부채비율은 100%를 상회했다. 반면 태국(74.1%), 대만(73.0%), 말레이시아(85.9%) 등을 포함하여 대다수 개도국 기업들의 부채비율은 100%를 하회했다. 개도국의 경우 선진국에 비해 상대적으로 경영 환경의 불확실성이 높고 상대적으로 금융시장이 발달되지 않아 못해 자기자금에 대한 의존도가 높게 나타난 것으로 보인다.

단기차입금 의존도가 높아 경영 환경 변화에 대한 대응능력 취약

우리나라 기업들은 단기자금에 대한 의존도가 매우 높았다. 분석 대상 국내 기업들의 차입금의존도(23.1%)는 다른 나라 기업들의 평균 수준(21.8%)에 비해 그리 높지 않았다. 그러나 차입금 중에서 단기자금에 대한 의존도는 매우 높았다. 국내 기업의 차입금 중에서 단기자금 비중은 67.4%에 달해 분석대상 국가 중에서 다섯 번째로 높았다.

“국내 기업의 부채
상환 능력은 전세계
평균에 미치지 못하고
있다.”

단기차입금과 관련하여 특이한 점은 아시아 국가 기업들의 단기자금에 대한 의존도가 매우 높다는 공통점을 가지고 있다는 것이다. 단기차입금 비중 상위 6개 국가는(1위 중국, 2위 대만, 3위 태국, 4위 싱가포르, 5위 한국, 6위 필리핀) 등 모두 아시아 국가들로 구성되어 있었다.

단기차입금에 대한 의존도가 높을 경우 경영 환경 변화에 대한 대응 능력이 약해진다. 경기 위축으로 현금흐름이 악화되거나 금융불안으로 자금조달이 어려워져도 만기가 도래한 차입금은 상환해야 하기 때문이다. 따라서 동일한 규모의 차입금이라도 만기가 짧은 기간에 집중되어 있으면 일시적인 유동성 부족에 빠질 위험이 높아진다. 우리나라 기업은 차입금 중에서 단기자금에 대한 의존도가 높아 상대적으로 금융시장의 충격에 취약한 차입 구조를 가지고 있는 것으로 판단된다.

취약한 현금흐름

앞에서 국내 기업의 현금흐름이 취약하다는 것을 밝힌 바 있다. 국제비교를 통해서도 국내 기업들의 현금흐름은 다른 나라 기업들에 비해 취약한 것으로 나타났다. 2007년 분석 대상 국내 기업들의 잉여현금흐름(영업현금흐름 - 투자현금흐름)은 마이너스를 기록하여 영업활동에서 창출한 현금흐름보다 투자활동을 통해 지출한 현금흐름이 더 많았다. 전세계 기업들의 매출액 대비 잉여현금흐름의 비율(중앙값)이 0.9%이었던 것에 비해 국내 기업은 -0.6%를 기록하여 평균적으로 현금 부족 상황이 발생했던 것으로 나타났다.

투자 증가로 인한 현금 부족이 반드시 부정적인 것만은 아니다. 미래의 성장 기반이 확대되고 핵심역량이 강화될 수 있기 때문이다. 또한 투자활동은 기업의 의사결정에 의해서 줄일 수도 있어 잉여현금흐름의 부족이 일시적인 현상에 그칠 수도 있다. 하지만 수익성이 낮은 상황에서 투자 증가는 부실을 확대재생산하는 요인으로 작용한다. 이미 결정된 투자활동은 경기변동에 맞추어 탄력적으로 조정하기 어려운 경우가 많다. 따라서 금융 환경이나 거시경제 여건이 좋지 않을 경우에 잉여현금흐름이 부족한 기업은 부실화될 위험이 높다. 잉여현금흐름의 부족을 부실화 가능성의 위험 신호로 해석하는 이유이다.

낮은 부채 상환 능력

이자보상배율의 상승에도 불구하고 전반적인 부채 상환 능력 역시 전세계 평균에 비해서는 다소 미흡한 것으로 나타났다. 분석 대상 국내 기업의 이자보상배율(중앙값)은 4.2를 기록하여 전세계 기업의 6.3에 비해서 낮은 수준에 머물렀다. 국가별 순위에 있어서도 40개국 중에서 하위권인 30위에 머물렀다.

현금흐름을 기준으로 부채 상환 능력을 측정하면 우리나라의 순위는 더욱 낮아졌다. 현금흐름보상배율($\frac{\text{영업현금흐름} + \text{이자비용}}{\text{단기차입금} + \text{이자비용}}$)은 영업활동을 통해 창출한 현금흐름으로 1년 이내에 만기가 도래하는 원리금과 이자비용을 어느 정도 부담할 수 있는지를 나타내는 지표로서 주로 단기 지급능력을 측정하는데 사용된다. 국내 기업의 현금흐름보상배율(중앙값)은 0.4를 기록하여 전세계 기업(0.9)의 절반 수준에 머물렀다. 순위에 있어서도 최하위권인 38위를 기록했다.

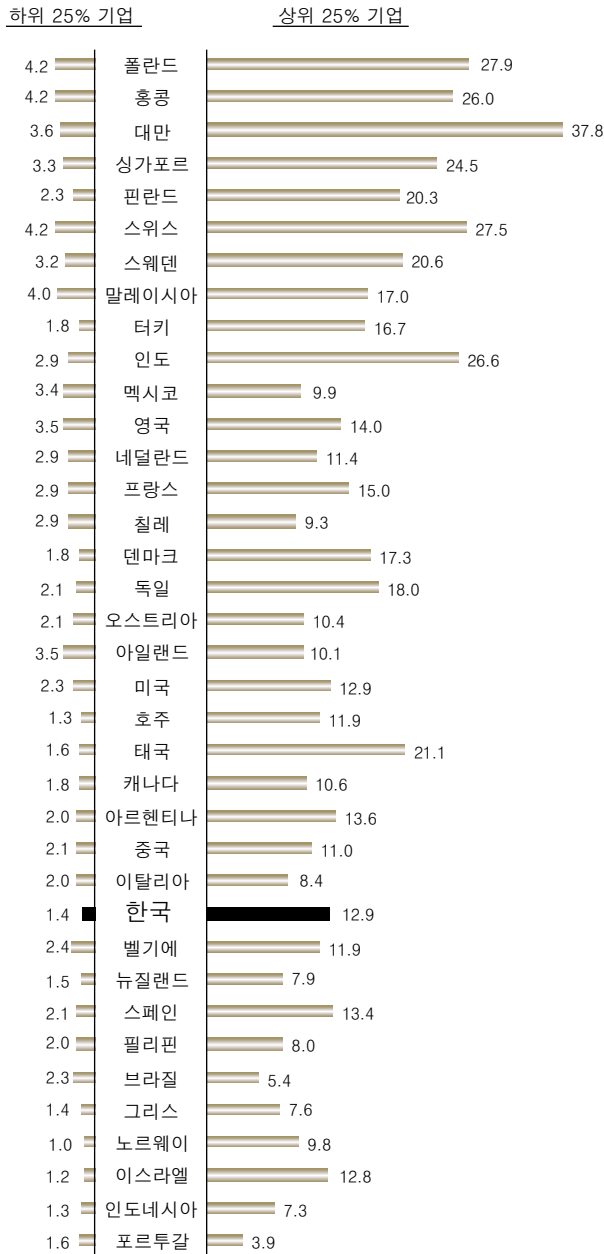
현금흐름이자보상배율($\frac{\text{영업현금흐름} + \text{금융비용}}{\text{금융비용}}$)은 영업현금흐름으로 금융비용을 어느 정도 부담할 수 있는지를 나타내는 지표로서 이자보상배율과 마찬가지로 기업의 단기 지급능력을 평가하는데 사용된다. 국내 기업의 현금흐름이자보상배율은 3.8을 기록하여 전세계 기업(6.5)에 비해서 매우 낮았고 순위도 하위권인 35위에 그쳤다.

국내 기업의 부채 상환 능력이 취약한 근본적인 원인은 낮은 수익성에 있는 것으로 판단된다. 단기차입금에 대한 높은 의존도도 부채 상환 능력을 낮추는 원인이다. 국내 기업은 단기자금에 대한 의존도가 높아 상환 압력이 단기에 집중되어 있고 수익성마저 낮아 내부 현금흐름만으로 원리금과 이자비용을 전부 감당할 수 없는 처지에 빠질 위험성이 다른 나라 기업들에 비해 크다. 재무건전성의 기초적인 요인이 취약한 것이다.

이자보상배율을 각국별로 낮은 기업과 높은 기업으로 구분하여 비교해 보면 우리나라 기업은 이자보상배율이 높은 기업에 비해 낮은 기업이 상대적으로 더욱 취약한 것으로 나타났다. 부채 상환 능력 수준별로도 국가별 차이가 있는지를 알아보기 위해 이자보상배율이 전체 기업 중에서 하위 25%에 해당하는 기업과 전체 기업 중에서 상위 25%에 해당하는 기업의 경우를 각각 비교해 보았다. 우리나라의 하위

“국내 취약 기업들은 전세계 기업 중에서도 부채 상환 능력이 가장 취약한 편에 속한다.”

〈그림 11〉 세계 각국의 상·하위 25% 기업들의 이자보상배율



주 : 이자보상배율의 중앙값을 기준으로 내림차순으로 정렬
 분석 대상 국가 중에서 예외적으로 이자보상배율의 격차가 큰 일본, 러시아, 페루 등은 제외
 자료 : Thomson Financial, Thomson ONE Banker 데이터베이스 이용

25% 기업의 이자보상배율은 1.4로 40개국 중에서 36위를 기록했다. 상위 25% 기업의 이자보상배율은 12.9로 세계 21위를 기록했다. 국내 기업은 부채 상환 능력이 낮아질수록 국가별 상대적인 순위도 하락했다(〈그림 11〉 참조). 이는 부채 상환 능력이 취약한 기업이 절대적인 수준뿐만 아니라 상대적으로 수준에서도 더욱 취약한 상태에 있음을 의미한다. 국내 기업 중에서 부채 상환 능력이 취약한 기업은 전세계 기업 중에서도 가장 취약한 편에 속하는 것이다.

우리나라 기업 중에서 부채 상환 능력의 격차가 확대되고 있지만 다른 나라와 비교하면 그 차이가 크지 않다는 것도 또 다른 특징이다. 우리나라의 이자보상배율 상위 25%와 하위 25%의 차이는 11.5로 다른 나라와 비교하면 그다지 크지 않았다.

IV. 결론 및 시사점

우리나라 기업의 재무비율은 낮아지고 부채 상환 능력은 상당히 개선되었다. 하지만 여러 가지 잠재적인 불안요인을 내포하고 있다. 무엇보다도 수익성이 낮아 현금흐름창출능력이 미흡하다. 또한 재무건전성이 전반적으로 개선되었지만 부채 상환 능력이 취약한 기업이 여전히 상당히 존재한다. 전세계적인 범위에서 살펴봐도 국내 기업의 수익성은 최하위 수준이고 부채 상환 능력은 매우 취약한 것으로 나타났다. 국내 기업의 부채비율이 많이 낮아졌지만 다른 나라 기업과 비교하면 평균 수준에 머물렀다.

“재무건전성 강화를 위해 수익성 제고와 차입구조의 개선이 필요하다.”

국내 기업의 재무건전성이 취약한데다 국제 금융시장 불안이 국내 금융시장에 영향을 미치고 있는 상황에서 경기 위축으로 기업 부실이 심해진다면 국내 금융시장의 불안정성은 더욱 확대될 것이다. 경기 위축으로 기업들의 신용위험이 높아짐에 따라 금융기관의 위험관리를 더욱 강화할 가능성이 크다. 신용도에 따른 기업 간 차별화도 심해질 가능성이 크다. 특히 신용도가 낮은 기업들의 자금조달 여건은 더욱 악화될 것으로 보인다.

기업들은 단기적으로 재무활동을 보수적이고 긴축적으로 운용하는 것이 바람직해 보인다. 경기 둔화에 따른 수익성 악화로 기업들의 현금 흐름이 나빠질 가능성이 크기 때문이다. 장기적이고 전략적인 투자는 정해진 일정에 맞추어 집행하되 운전자본 관리 등을 통해 일시적인 자금 부족 현상에 빠지지 않도록 단기적인 유동성 관리에 주의하여야 할 것이다.

장기적으로 국내 기업들은 수익성을 개선하고 차입금 구조를 바꾸면서 재무건전성을 더욱 강화하여야 할 것으로 판단된다. 국내 기업은 수익성이 낮아 현금 흐름 창출 능력이 미흡한 데다 단기차입금에 대한 의존도가 높아 일시적인 상황 압력을 감당하기 어려운 재무구조를 보유하고 있다. 핵심역량 강화를 통해 수익성을 높이는 한편 장기자금의 비중을 높이는 방향으로 차입구조를 바꾸어 나가야 할 것으로 보인다. 특히 재무건전성 개선을 위해서는 재무구조보다는 수익성 개선에 보다 초점을 맞추어야 할 것으로 보인다.

기업들의 재무건전성 강화를 지원하고 기업 부실이 추가적으로 확대되는 것을 예방하기 위한 정책적 노력도 요구된다. 단기적으로는 부실기업들에 대한 모니터링과 금융기관에 대한 건전성 강화를 통해 부실이 확대되는 것을 예방할 필요가 있다. 다만 일시적인 자금 부족을 겪는 기업들이 급격한 자금시장 위축으로 부실화되는 것을 막기 위해 정책자금 지원이나 신용보증 확대 등의 탄력적인 정책 지원은 필요할 것으로 보인다. 장기적으로 기업들의 장기자금 조달이 원활하게 이루어질 수 있도록 주식시장이나 장기채권시장의 기능을 강화해야 할 것이다. 또한 금융기관의 경쟁력 강화, 신용평가 기능 강화, 인력 육성, 법률이나 회계 제도 개선 등 기업의 자금조달이 효율적이고 원활하게 이루어지도록 하는데 필요한 금융 인프라를 구축해 나가야 할 것이다. www.lgri.com