

비제조업의 재무구조와 이윤율

배 영 목*

본 논문은 한국 비제조업의 불균등한 성장과 위기원인을 밝히기 위해 1990년대 비제조업의 부채비율, 이자보상비율, 자기자본이윤율의 산업별 격차, 결정요인과 세 변수 간의 상호관계를 분석하였다. 기업 재무구조의 안정성을 나타내는 부채비율은 차입의존도에 큰 영향을 받았다. 주주의 수익성을 대표하는 자기자본이윤율은 총이윤율, 총이윤율과 이자율 차이의 영향을 많이 받았으나, 차입이자율과 부채비율의 영향은 산업에 따라 엇갈리고 있다. 재무구조의 건전성을 나타내는 이자보상비율은 이자율보다는 총이윤율의 영향을 더 받고 있다. 기업의 재무구조는 1998년까지 전반적으로 악화되었으나, 1999년에는 산업별로 차이를 두면서 개선되고 있다. 세 변수 간의 인과관계는 나타나지 않고 있으며, 전체적으로 자기자본이윤율과 이자보상비율은 강한 양의 상관관계를 보이고 있으나, 이 두 변수와 부채비율은 상관관계가 산업별로 엇갈리고 약하다. 따라서 한국 비제조업의 위기는 기업의 차입경정보다는 과잉투자에 따른 기업 전체의 효율성 저하에서 비롯된 것이라고 할 수 있다.

핵심주제어: 비제조업, 부채비율, 이자보상비율, 자기자본이윤율, 총자본이윤율
경제학문헌목록 주제분류: L7, L8, O1

I. 머리말

한국 경제의 고도성장은 제조업부문의 급속한 성장에 바탕에 두고 있으나, 1999년 말 서비스산업이 전체 취업자 2,028만 1,000명의 68.6%를 고용하고 있고, GDP의 62.9%를 생산할 정도로 중추산업이 되어 있다. 1990년대 한국 경제의 성장은 서비스산업의 성장이 제조업 성장 이상으로 기여한 결과이다.¹⁾ 따라서 1990년대 한국의 경제성장은 제조업뿐 아니라 제3차산업으로 분류되는 비제조업의 성장에도 크게 의존하였다고 할 수 있다.

* 충북대학교 경제학과 교수, 전화: (043) 261-2219, E-mail: ymbae@trut.chungbuk.ac.kr

1) 1991~1999년간 평균경제성장률은 5.89%인데, 산업별 경제성장 기여도를 부가가치증가액/전체 GDP증가액에 의해 측정해 보면, 제조업 2.23%, 건설업 0.34%, 서비스업 2.92%, 전기·가스·수도업 0.19%이다(한국은행, 『경제통계연보』(2000)).

세계적으로 ‘경제의 서비스화’가 진행되고, 선진국에서 서비스산업이 미래의 산업으로 부각되고 있으며, 한국의 서비스산업은 생산과 고용에서 높은 비중을 차지하고 있음에도 불구하고, 이에 관한 연구는 시작단계에 불과하다.²⁾ 제3차 산업도 산업별로 성장률이나 생산성 증가에서 적지 않은 격차를 보이고 있다. 제3차산업의 경우를 보면, 정보통신관련 서비스업은 성장세를 유지하고 있으나, 건설업, 도소매업 등에 속한 수많은 기업이 도산하거나 도산위기에 직면하고 있다. 이제 이러한 업종의 기업이 존폐위기에 처해 벗어나기 위해 기업의 재무구조를 개선하고, 수익성을 높이는 구조조정을 하지 않을 수 없게 되었다. 따라서 제3차산업에 속하는 비제조업 기업들이 이렇게 위기에 직면하게 된 원인을 분석하는 연구가 절실하다.

기업의 경영성과는 다양한 방법으로 분석할 수 있으나, 가장 기본적인 것이 재무제표 분석이다(Barnes, 1987). 그리고 기업의 재무제표를 통해 분석할 수 있는 것 중에서 가장 중요한 것이 기업의 수익성과 안정성이다(Ohlson, 1980). 일반적으로 주주는 주가나 배당에 직접 영향을 미치는 기업의 수익성을 중시하고, 기업의 투자자나 채권자는 기업의 상환능력과 직결되는 기업의 안정성과 건전성을 중시하며, 정부나 노동자는 경제성장과 임금결정에 영향을 미치는 생산성을 중시한다. 따라서 기업경영의 방향을 둘러싼 이해관계자의 갈등이 나타날 수 있다. 지금까지 기업은 경영성과 중에서 수익성이나 안정성보다는 성장성이나 생산성에 큰 관심을 보여 왔다는 점은 기존의 연구동향에서 잘 나타나 있다 (문희화·조병탁·황인호·김형범, 1991; 곽승영, 1997; 김광석·박승록, 1997; 신원섭·조강래, 2000; 심재용, 2000). 한편, 한국 경제가 1997년 말 이후 외환·금융위기로 인한 불황에 접어들면서 기업의 재무구조와 수익성에 대해 관심이 커지고 있으나, 이를 정치하게 분석한 논문은 거의 없으며, 해외기업의 재무구조와 수익성에 관련된 연구도 Ghosh and Jain(2000) 외에는 거의 찾아보기 힘들다.

본 논문은 기업 구조조정의 기준이 되었던 기업의 재무구조를 1990년대 한국은행의 『기업경영분석』에 수록된 산업별 자료를 이용하여 분석하되, 기업의 재무구조가 이윤율과 어떠한 관련을 가지고 있는가를 밝히는 것에 목적을 두고 있다. 그런데 기업이나 산업에 대한 지금까지의 재무구조와 이윤율에 대한 분석은 주로 제조업에 국한하고 있기 때문에 대상을 바꾸어 비제조업, 즉 제3차 산업으로 확대해 보고자 한다. 기업의 생산구조나 시장구조가 현실적으로 산업

2) 김지홍(1992); 한국은행(1994. 8); 한국산업은행(2000).

별로 큰 차이를 보이고 있기 때문에 산업별 분석이 필요하다. 따라서 1990년대 비제조업의 부채비율, 자기자본이윤율, 이자보상비율의 추이를 제시한 다음, 이의 결정요인을 제시하고, 회귀분석을 통해 검증한 다음, 이 변수들 간의 상관관계 및 인과관계 분석을 통해 비제조업의 위기원인을 제시해 보고자 한다.

II. 부채비율의 산업별 격차와 결정요인

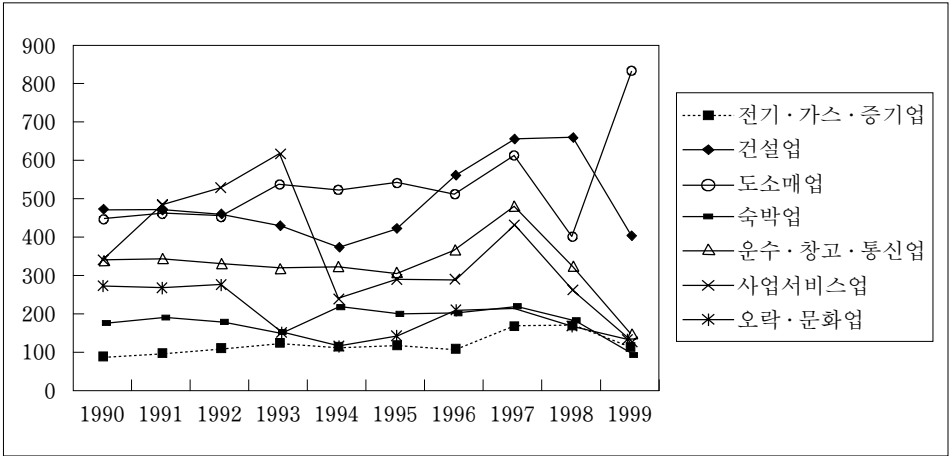
1. 부채비율의 추이와 산업별 격차

어떤 기업이든 예상하지 못한 손실에 대처하고 채무를 이행하기 위해서는 무엇보다도 자기자본을 충분히 보유하고 있어야 한다. 채권자인 금융기관은 대출이나 채권인수시 자기자본에 대한 기업의 부채보유 정도를 중시한다. 기업의 부채비율이 너무 높으면 이윤율이 낮아질 때 자기자본의 수익률이 급속하게 하락하여 기업이 지급불능상태로 갈 수 있기 때문이다. 따라서 기업 재무구조의 안정성³⁾은 일반적으로 부채비율에 의거하여 판단한다.

어떤 기업이든 부채비율(부채/자기자본)이 높으면 손실발생에 대해 매우 취약한 상태에 있게 된다. 제조업의 연평균 부채비율이 한국은 1990~1999년간 317%이지만, 일본은 1990~1998년간 205%이고, 미국은 1990~1998년간 159%이다. 제조업 기준으로 보면, 한국 기업의 부채비율은 외국 기업에 비해 매우 높은 편이라고 할 수 있는데, 이 비제조업에 대해서는 비교할 만한 자료가 없지만 제조업과 비슷한 차이를 보일 것으로 판단된다.

〈그림 1〉을 보면, 비제조업의 부채비율은 1990년대 중반에 일시적으로 낮아졌다가 1997년 외환·금융위기 직전에 정점에 이르고 있다. 1998년 이후에는 금융위기 직후의 고금리와 계속되는 금융경색의 여파로 부채비율이 낮아지고 있다. 이러한 움직임과 일치하지 않은 산업은 1999년의 도소매업이다. 도소매업 중에서 일부 대기업이 적자가 급격히 확대되어 자본이 잠식되면서 부채비율이

3) 재무구조의 안정성을 나타낼 수 있는 지표는 수없이 많다. 자기자본비율, 부채비율, 유동비율, 당좌비율 등이 일반적으로 사용되고 있는 지표이지만, 우리 나라에서나 외국에서도 부채비율은 전통적으로 중시하고 있다. 한국에서 외환위기 이후 정부가 대기업집단의 구조조정의 하나로 1999년까지 부채비율을 200%로 조정할 것을 요구하였기 때문에 1999년의 부채비율이 기업의 재무구조의 안정성을 잘 나타낼 수 있는가 문제를 제기할 수 있으나, 이 문제는 1990년대 전체에 해당하는 것은 아니다.



〈그림 1〉 1990년대 산업별 부채비율(%) 추이

급격히 증가하였던 것이다.⁴⁾ 1998년 이후 도소매업을 제외한 산업의 부채비율이 크게 낮아지고 있다. 그것은 1997년 금융위기 이후에 정부가 기업에 부채비율을 낮출 것을 적극적으로 요구하였고, 금융기관의 대출과 회사채시장이 극도로 위축되자 기업이 주식시장을 통해 증자를 적극적으로 도모했던 결과이다.

1990년대의 전기간을 보면, 건설업, 도소매업, 운수·창고·통신업, 사업서비스업 등은 부채비율이 매우 높은 업종이다. 이 중에서 사업서비스업의 부채비율은 1994년부터 급격히 낮아졌기 때문에 1994~1997년은 건설업, 도소매업, 운수·통신업이 고부채비율 산업이 되었다. 1998년부터 운수·창고·통신업의 부채비율이 급격히 하락하여 도소매업과 건설업이 고부채비율 상태에 있게 되었다. 반면에 전기·가스·증기업, 숙박업, 문화·오락·운동업은 다소의 변화는 있지만, 상대적으로 저부채비율 상태에 있다. 이와 같이 부채비율로 본 한국 기업의 재무구조 안정성은 산업별로 큰 격차를 보이고 있었고, 그 격차는 정부의 부채비율 가이드라인 제시에 따라 1998년 이후에야 해소되고 있음을 〈그림 1〉에서 확인할 수 있다.

2. 산업별 부채비율의 결정요인

부채비율(DR)은 부채를 자기자본으로 나눈 것에 불과하지만 부채비율은 기업의 경영전략, 레버리지효과, 금융시장의 여건에 따라 변할 수 있다.

4) 한국은행, 『기업경영분석』, 각 연도.

기업이 투자를 할 때, 외부차입에 얼마나 의존하는가를 보여 주는 지표에는 차입의존도가 있다. 기업의 차입의존도는 회사채 및 장단기차입금을 총자산으로 나눈 값이 된다. 기업이 차입경영에 의존할수록, 이 차입의존도(BRA)가 높아지고, 그에 따라 기업의 자기자본보다 부채가 늘어남으로써 부채비율이 높아진다. 따라서 차입의존도를 부채비율의 결정요인으로 가정할 수 있다.

기업총자본의 투자수익률이 이자율보다 높으면 레버리지효과가 커지므로 기업은 외부차입을 통해 주주의 자기자본수익률을 높일 수 있다. 따라서 기업의 기업경상이익률이 차입금 평균이자율(IETB)보다 높은 수준에 있다면 이 때에 기업이 부채를 증가시킬 유인이 커진다. 따라서 기업경상이익률과 차입금 평균이자율 차이(SPI)를 부채비율의 결정요인으로 가정할 수 있다.

금융시장이 완화된다면 기업의 자금조달이 용이해질 뿐 아니라 시장이자율이 낮아진다. 그 결과 기업의 차입금 평균이자율도 낮아지기 때문에 기업이 부채를 통해 기업을 확장할 유인이 커진다. 따라서 금융시장의 사정을 반영하고 있는 기업의 차입금 평균이자율도 부채비율에 영향을 주는 요인이 된다.

이상의 논의를 정리하면 부채비율은 차입의존도, 수익률과 이자율 차이, 차입금 평균이자율의 함수이다. 1990년대 10년간 산업별 자료에 의해 회귀분석한 결과는 <표 1>과 같다. 이 결과는 다음과 같은 점을 시사하고 있다.

첫째, 이 회귀분석모형이 산업에 따라 적합성에서 큰 차이가 난다. 전기·가스·증기업, 도소매업, 건설업, 사업서비스업은 어느 정도의 적합성을 가지고 있으나, 나머지 산업의 경우는 그렇지 못하다.

둘째, 차입의존도의 부호는 예상대로 대체로 양(+)으로 나타났으나, 도소매

<표 1> 부채비율의 결정요인과의 회귀분석결과

	상 수	BRA	IETB	SPI	R ²
전기·가스·증기업	-51.7	4.49***	1.87	3.15	0.909
건설업	-387.3	17.69**	2.04	-9.53	0.651
도소매업	1,366.5***	-13.37**	-45.1***	-38.17***	0.936
숙박업	49.3	3.36	9.22	14.93	0.396
운수·통신·창고업	380.0	3.08	-25.89	-25.92*	0.462
사업서비스업	55.6	13.5**	-4.31	-10.5	0.524
문화·오락·운동업	8.80	9.02	1.21	4.03	0.239

주: ***는 p 값이 0.01 이하, **는 p 값이 0.05 이하, *는 p 값이 0.1 이하임을 의미.

업의 경우에는 그렇지 못하다. 도소매업의 경우 차입의존도보다는 다른 변수의 영향이 더 크기 때문에 이러한 결과가 나타난 것으로 해석된다. 즉, 도소매업의 경우 차입의존도가 줄어들었음에도 불구하고 자본잠식이 커서 부채비율이 도리어 올라가 다른 산업과는 반대부호를 나타냈다. 어떻든 차입의존도는 상대적으로 다른 변수에 비해 통계적으로 의미가 있는 경우가 많다.

셋째, 부채비율은 차입금 평균이자율과 반대로 움직일 것으로 예상되지만, 산업에 따라 그 방향이 엇갈리고 있다. 또한 이 변수의 통계적 의미도 도소매업을 제외하고는 거의 없다. 따라서 이자율의 고저, 바꾸어 말해 금융시장의 변화가 부채비율의 변화에 확정적인 영향을 보인다고 할 수는 없다.

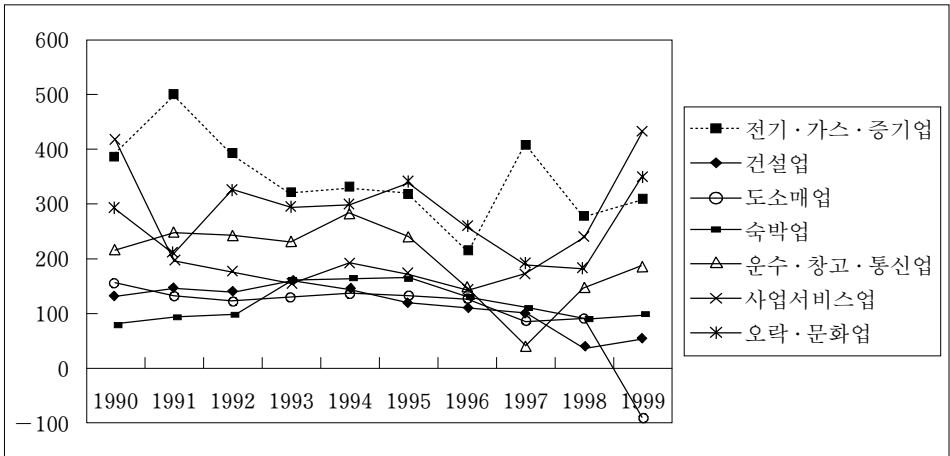
넷째, 예상과는 달리 기업의 경상이익률과 차입금 평균이자율 차이는 산업에 따라 부채비율을 높이기보다는 낮추는 경우와 높이는 경우로 나뉘고 있다. 통계적 의미가 있는 경우는 이 차이가 부채비율을 낮추는 경우이다. 이에 해당하는 산업이 건설업, 도소매업, 운수·창고·통신업, 사업서비스업이다. 여기서 이 산업은 우리 나라 기업이 투자에 따른 손실이 예상됨에도 불구하고 부채비율을 더 증가시켰던 산업임을 알 수가 있다.

이상의 분석결과에 의하면, 비제조업 기업의 높은 부채비율은 다른 요인보다는 차입경영에 따른 높은 차입의존도에 의해 더 잘 설명될 수 있다. 그리고 이자율이 이윤율보다 낮은 상태에서 부채비율을 증가시키는 산업은 건설업, 도소매, 운수·창고·통신업, 사업서비스업 등인데, 이 산업은 <그림 1>에서 보듯이 상대적으로 부채비율이 높은 산업이다.

Ⅲ. 이자보상비율의 산업별 격차와 결정요인

1. 이자보상비율의 추이와 산업별 격차

기업이 현재에는 부채를 상환할 수 있는 능력이 충분히 있더라도 이윤을 창출하지 못하면 미래에는 원금과 이자를 약속대로 지급할 수가 없는 채무불이행 상태에 직면할 수 있다. 이런 점에서 채권자로서는 미래의 부채상환능력에 더 관심을 가지게 된다. 기업의 미래 부채상환능력은 총이윤(경상이익과 금융비용의 합)과 금융비용 간의 비율로 측정할 수 있는데, 이것이 이자보상비율이다. 이 이자보상비율이 100% 이하로 내려가면 그 기업이 얻는 총이윤이 이자도 상



〈그림 2〉 이자보상비율의 산업별 추이(%)

환할 수 없는 수준에 이르게 되었음을 의미한다. 이러한 상태에서 자산매각 등 자구노력이 없는 한, 그 기업은 지불불능상태에 이를 것이 명확하기 때문에 이 비율이 기업의 건전성, 나아가 부실기업을 판정하는 기준으로 이용되고 있다.

이자보상비율은 〈그림 2〉에서 보면, 1990년대 전반기에는 높았지만, 1990년대 후반기에는 거의 모든 산업에서 낮아졌고, 특히 1997년에 가장 낮았다. 비제조업의 기업부실화는 이 시기에 가장 빠르게 진행되었던 것이다. 한편, 1998년부터는 이자보상비율이 다소 증가하고 있다.

건설업, 도소매업은 1997년 이후에는 고금리에 의해 금융비용이 급증하고 매출감소에 따른 채산성의 악화로 적자가 누적되어 이 비율이 100% 이하로까지 내려갔다. 이자보상비율이 이와 같이 100% 이하로 내려가면 곧바로 채무불이행상태로 가게 된다. 〈표 2〉에서 보듯이, 제조업은 1999년에는 100% 이상으로 회복되었으나, 건설업, 도소매업은 계속 한계상황에 그대로 있다. 특히 외환위기 전인 1997년에는 건설업, 도소매업 부채비율이 급격히 증가한 것에도 알 수 있듯이, 그 산업에 속한 많은 기업이 1998년부터 고금리와 수익률 저하에 직면하자 지급이자 부담의 급등으로 이 산업의 총이윤으로 이자조차 지급할 수 상태에 이르게 되었음을 〈그림 2〉를 통해 확인할 수 있다. 이 시기에 부도상태에 이른 수많은 기업이 이 산업에 속한 것을 생각하면, 이 지표가 채무불이행 기업의 증가를 예고하고 있다고 할 수 있다.

〈표 2〉를 보면, 1990~1999년간 이자보상비율 연평균값은 전기·가스·증기업이 349%로 가장 높고, 그 다음으로 문화·오락·운동업이 276%, 사업서비스업이

〈표 2〉 1990년대 산업별 이자보상비율

(단위: %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	평균
전기·가스·중공업	391	507	398	325	336	325	215	408	274	311	349
건설업	134	147	140	160	146	119	111	99	40	51	115
도소매업	157	134	123	131	136	132	128	85	89	-92	102
운수·통신업	220	253	246	234	285	241	147	41	147	186	200
사업서비스업	425	199	180	156	195	171	142	173	238	431	231
숙박업	84	96	101	162	167	165	130	112	89	95	120
문화·오락·운동업	296	211	332	296	302	340	260	188	182	349	276
비제조업(평균)	244	221	217	209	224	213	162	158	152	190	199
제조업(평균)	146	132	124	129	148	164	116	94	79	124	126

자료: 한국은행, 『기업경영분석』, 각 연도.

231%, 운수창고통신업이 200% 수준에 있다. 이자보상비율의 10년간 평균값은 제조업이 126%, 숙박업이 120%, 건설업 115%, 도소매업이 102%라는 낮은 수준에 머물러 있다. 따라서 전기·가스·중공업, 문화·오락·운동업, 사업서비스업, 운수창고업은 채무상환에서 문제가 있는 기업이 적었던 산업인 반면에, 도소매업, 건설업, 숙박업 등은 늘 채무상환에서 문제가 있는 기업이 많은 산업이라고 할 수 있다. 이와 같이 이자보상비율로 본 기업의 건전성 정도는 산업별로 큰 차이를 보이고 있다고 할 수 있다.

2. 산업별 이자보상비율의 결정요인

이자보상비율은 기업자본의 효율성을 나타내는 총이윤율, 금융비용의 부담 정도, 부채비율에 따라 달라질 수 있음을 다음의 식을 통해 확인할 수 있다.

$$\text{이자보상비율} = \frac{\text{기업경상이익률}}{\text{금융비용/부채액}} \times \left(1 + \frac{1}{\text{부채비율}}\right)$$

첫째, 기업총자본의 효율성, 즉 기업경상이익률이 높아질수록 이자보상비율이 높아진다. 둘째, 금융비용의 부담수준이 낮아질수록 이자보상비율이 높아진다. 셋째, 기업의 부채비율이 낮아질수록 이자보상비율이 높아진다. 여기서는 총자

〈표 3〉 이자보상비율의 결정요인과의 회귀분석결과

	상 수	RRT	IETB	DR	R ²
전기·가스·증기업	447.8*	52.81***	-57.79***	-1.012	0.743
건설업	33.9	17.9***	-2.01	-0.018	0.970
도소매업	29.0	21.55***	-6.44***	0.081*	0.997
숙박업	150.0***	29.8***	-13.42***	-0.143	0.878
운수·통신·창고업	70.5	37.09***	-15.86**	0.140	0.886
사업서비스업	434.3	29.81*	-17.67	-0.431*	0.543
방송·오락·운동업	405.5***	31.28***	-24.38**	-0.280	0.731

주: ***는 *p*값이 0.01 이하, **는 *p*값이 0.05 이하, *는 *p*값이 0.1 이하임을 의미함.

본이윤율(RRT)은 기업경상이윤율을 측정하고, 금융비용부담(IETB)은 차입금 평균이자율로 측정한다. 따라서 이자보상비율(ICR)은 총자본이윤율, 차입금 평균이자율, 부채비율의 함수가 된다. 1990년대 산업별 자료에 의거 회귀분석한 결과가 〈표 3〉인데, 이 분석결과가 시사하는 바와 다음과 같다.

첫째, 이 모형은 산업별로 적합성에서 차이가 나지만 이자보상비율이 무엇에 따라 변하는가를 대체로 잘 설명하고 있다.

둘째, 모든 산업의 총자본이윤율계수가 모두 양(+)이고, 통계적으로도 유의성을 가지고 있다. 따라서 이자보상비율, 즉 기업의 채무상환능력은 근본적으로 총자본의 효율성을 나타내는 총이윤율에 의해 가장 큰 영향을 받고 있다고 할 수 있다.

셋째, 모든 산업에서 차입금이자율계수는 모두 음(-)이다. 건설업과 사업서비스업의 두 산업을 제외하면 통계적 유의성도 있다. 그러나 이 변수의 계수는 총자본이윤율보다는 작다. 이자율 상승은 모든 산업에서 이자보상비율을 감소시키지만, 그 영향은 총자본이윤율보다는 작고, 다소 불확실한 경우도 있다.

넷째, 부채비율의 상승은 대체로 이자보상비율을 낮추고 있다. 도소매업, 운수·창고·통신업의 경우 반대의 관계가 나타나지만, 통계적 유의성이 없거나 낮다. 따라서 부채비율이 산업에 따라 이자보상비율을 하락시키는 경우에 모든 산업에서 나타나는 현상은 아니고, 그 영향은 아직은 불확실하다고 할 수 있다.

이상의 분석결과에 의하면, 비제조업이 부실기업이 되는 이유는 기본적으로 총자본이윤율의 하락에 있지만, 이자율 상승도 어느 정도 기업의 부실화를 촉진하였다고 할 수 있다. 산업에 따라 부채비율의 상승이 기업의 부실화를 촉진

하는 경우가 있지만, 그것도 확실한 것은 아니다. 따라서 기업의 부채비율이 다소 낮아진다고 해서 이자보상비율이 반드시 높아지는 것이 아니지만, 기업의 효율성이 높아지거나 이자율이 낮아지면 이자보상비율은 높아지는 경우가 일반적이라고 할 수 있다.

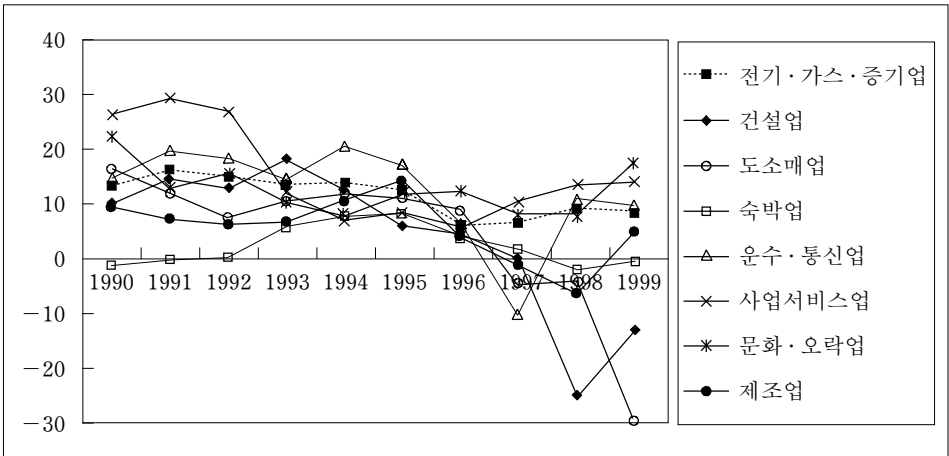
IV. 자기자본이윤율의 추이와 결정요인

1. 자기자본이윤율의 추이와 변동

지배주주의 입장에서는 총자본의 효율성, 즉 총자본이윤율도 중요하지만 자기자본의 효율성, 즉 자기자본이윤율이 더 중요하다. 지배주주는 기업의 재무구조를 자신에게 유리한 방향을 변화시킴으로써 자기자본의 이윤율을 총자본의 이윤율과 크게 달라지게 할 수 있기 때문이다. 자기자본이윤율은 타인자본의 증가, 즉 외부차입의 증가로 총자본의 이윤율보다 낮아질 수도 있고, 높아질 수도 있다. 그러면 비제조업의 산업별 자기자본이윤율의 추이를 보자.

〈그림 3〉에서 1990년대 산업별 자기자본이윤율의 추이를 자기자본경상이익률에 의거해 보면, 제조업은 1995년까지 증가하다 1996년부터 하락하여 1999년에 다시 상승하는 등 기복을 보이고 있으나 비제조업은 전반적으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 전체적으로 보면, 자기자본이윤율이 1990년대 중반부터 악화되고 있는데, 1990년대 전반에는 산업별 자기자본경상이익률의 추이가 비슷하나 1990년대 후반에는 양극화하고 있다. 즉, 전기·가스·증기업, 운수·통신업, 사업서비스업, 문화·오락·운동업은 상대적으로 높은 자기자본이윤율을 기록하고 있는 반면에, 제조업, 도소매업, 건설업, 숙박업 등은 낮은 자기자본이윤율, 또는 음(-)의 자기자본이윤율을 기록하고 있다.

1990년대 자기자본이윤율의 변동을 〈그림 3〉에서 보면, 도소매업이 가장 크고, 건설업과 숙박업도 큰 편이며, 전기·가스·증기업, 문화·오락·운동업, 사업서비스업, 운수·통신업 등은 작은 편이다. 그런데 자기자본이윤율의 변동이 큰 도소매업, 건설업, 숙박업 등은 자기자본이윤율이 낮은 편이고, 상대적으로 자기자본이윤율이 낮은 전기·가스·증기업, 문화·오락·운동업, 사업서비스업, 운수·통신업 등은 자기자본이윤율이 높은 편이다. 이와 같이 비제조업 중에서도 도소매업, 건설업, 숙박업 등은 수익성이 낮으면서도 불안정한 반면에, 전기·



〈그림 3〉 1990년대 산업별 자기자본경상이익률 추이

가스·중기업, 문화·오락·운동업, 사업서비스업, 운수·통신업은 수익성이 높으면서도 안정적이었다.

2. 산업별 자기자본이윤율의 결정요인

기업의 이해관계자 모두가 중시하는 것은 기업의 전체적 효율성, 즉 총자본의 이윤율이다, 기업경상이익률로 측정되는 기업의 총자본이윤율은 자체의 생산 및 판매능력과 같은 경영능력이나 시장구조와는 연관되어 있지만, 기업의 재무구조와는 무관하다. 총자본이윤율은 기업이 이자를 지급하기 전에 결정되는 것이기 때문에 자기자본과 타인자본의 구성, 즉 자금원천과 상관 없다고 할 수 있다.

그러나 주주, 특히 지배주주⁵⁾는 투자한 자기자본에 대해 주어지는 이윤을 중시하기 때문에 총자본이윤율보다는 자기자본이윤율을 극대화하려고 한다. 그러면 자기자본이윤율, 총자본이윤율, 부채비율, 금융비용의 부담 간에는 어떤 관계가 있는가 검토해야 한다. 이들 변수 간의 관계를 도출하면 아래 식과 같다.

$$\text{자기자본경상이익률} = \text{기업경상이익률} + \left(\text{기업경상이익률} - \frac{\text{금융비용}}{\text{부채액}} \right) \times \text{부채비율}$$

5) 소액주주는 지배주주, 즉 대주주와는 달리 주가나 배당수익을 더 중시할 수 있다.

첫째, 기업경상이익률이 평균금융비용(금융비용/부채액)보다 높을 경우에는 기업의 수익성과 안정성은 양(+)¹의 상관관계를 가질 것이다. 이러한 경우 차입 경영의 유인이 존재한다. 둘째, 기업경상이익률이 평균금융비용(금융비용/부채액)보다 낮을 경우에는 기업의 수익성과 안정성은 음(-)²의 상관관계를 가질 것이다. 이 경우 재무구조 개선의 유인이 존재한다.

이상의 관계를 고려하면 자기자본이윤율은 총자본이윤율, 총자본이윤율과 이자율 간의 차이, 차입이자율, 부채비율에 의해 영향을 받는다. 여기서는 자기자본이윤율(RRE)은 자기자본경상이익률로, 총자본이윤율은 기업경상이익율로, 총자본이윤율과 이자율 간의 차이는 기업경상이익률과 차입금평균이자율 차이로 각각 측정한다. 따라서 자기자본이윤율은 총자본이윤율, 수익률과 이자율 차이, 부채비율의 함수가 된다. 1990년대 10년간 산업별 자료에 의거하여 회귀분석한 결과가 <표 4>와 같고, 이 분석결과가 시사하는 바는 다음과 같다.

첫째, 자기자본이윤율의 결정모형은 앞의 부채비율모형과는 달리 모든 산업에서 통계적 적합성이 높은 것으로 나타나고 있다.

둘째, 총자본이윤율의 계수는 모든 산업에서 양(+)³이고, 그 계수의 값도 상대적으로 가장 크고, 모두 통계적 유의성도 가지고 있다. 그러나 총자본이 자기자본이윤율을 높이는 정도는 도소매업, 사업서비스업, 창고·통신업의 순으로 차이를 보이고 있다. 따라서 총자본이윤율이 자기자본이윤율의 결정에 가장 큰 영향을 미치고 있다고 할 수 있다.

셋째, 사업서비스업을 제외하고는 총이윤율과 이자율 차이의 계수는 양(+)⁴으로 건설업을 제외하고는 통계적 유의성도 있다. 말하자면, 건설업, 사업서비스

<표 4> 자기자본이윤율의 결정요인과의 회귀분석결과

	상 수	RRT	SPI	DR	R ²
전기·가스·중기산업	-1.96**	1.43***	0.62***	0.0158**	0.996
건설업	6.71	3.48*	3.07	-0.0163	0.961
도소매업	-18.78*	5.13***	2.79**	0.0248**	0.998
숙박업	5.76	1.60*	1.57**	-0.0084	0.832
운수·통신·창고업	-18.99*	4.24***	1.07*	0.0254*	0.963
사업서비스업	-20.35*	4.26***	-0.54	0.0120*	0.939
문화·오락·운동업	-7.089*	2.30***	0.50*	0.033***	0.953

주: ***는 p 값이 0.01 이하, **는 p 값이 0.05 이하, *는 p 값이 0.1 이하임을 의미함.

업은 레버리지효과가 없거나 불확실하나, 나머지 산업에서 레버리지효과가 있을 수 있음을 시사하고 있다. 이러한 레버리지효과의 크기는 SPI계수를 비교하면 알 수 있듯이, 건설업, 도소매업, 숙박업, 운수·창고·통신업 순으로 높으나, 건설업의 경우는 통계적인 의미가 없다.

넷째, 부채비율을 높임으로써 자기자본이윤율을 높인 산업은, 즉 DR의 계수가 양(+)이고, 통계적 유의성을 가지고 있던 산업은 문화·운동·오락업, 운수·창고·통신업, 전기·가스·증기업, 도소매업, 사업서비스업이었다. 그러나 건설업과 숙박업은 통계적 유의성이 없는 것으로 나타나고 있다. 반면에 부채비율의 증가에 의한 자기자본이윤율 증가계수는 매우 다른 계수에 비해 매우 작기 때문에, 효과는 있었지만 다른 변수에 비해 그 효과가 매우 작았다고 할 수 있다.

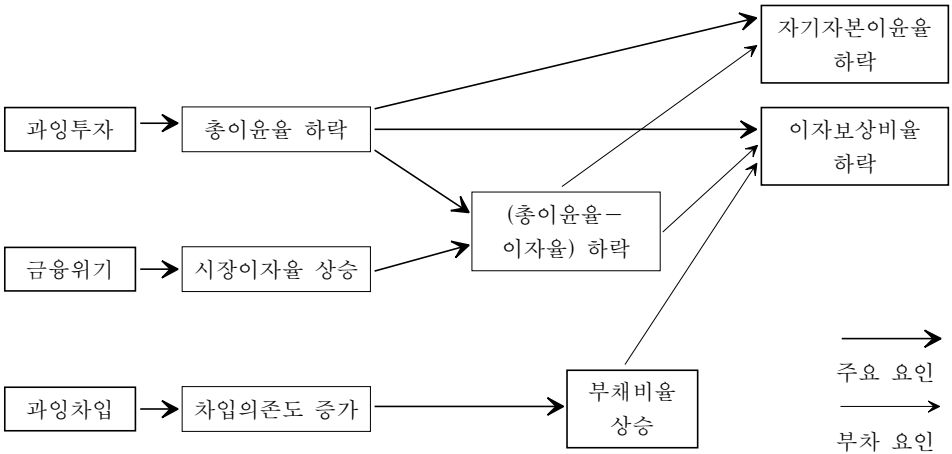
이와 같이 한국 비제조업의 경우 산업별로 차이는 있지만 자기자본이윤율의 증가에 가장 안정적이고 영향력이 큰 것은 총자본이윤율이고, 그 다음으로 총이윤과 이자율의 차이가 영향을 미치고 있으며, 부채비율의 영향은 산업에 따라 다르고, 확정적인 것도 아니라고 할 수 있다. 따라서 비제조업의 차입경영은 주주의 자기자본이윤율 증가에는 거의 기여한 바가 없다고 할 수 있을 것이다.

V. 재무구조와 이윤율의 상호관계

1. 부채비율, 자기자본이윤율, 이자보상비율 간의 상호관계

일반적으로 부채비율은 기업의 안정성, 자기자본이윤율은 기업의 수익성, 이자보상비율은 기업의 건전성을 대표하는 지표라고 생각할 수 있다. 이 변수 간의 상호관련성을 알아보기 위하여 앞에서 제시된 회귀분석에서 나타난 통계적 유의성을 참고로 하여 1997년 이전의 비제조업 기업의 상황과 각 변수 간의 관련도를 <그림 4>와 같이 제시할 수 있다.

<그림 4>에서 보듯이, 1997년 이전 비제조업의 총자본이윤율 하락이 기업의 과잉투자결과라고 보면, 기업이 이윤율을 무시하고 과잉투자를 한 것으로 풀이된다. 그리고 그에 따라 총자본이윤율이 하락하고, 동시에 자기자본에 대한 이윤율을 직접 낮추면서 이윤율과 이자율 차이는 물론 주주의 몫도 함께 줄여 자기자본이윤율을 추가적으로 낮추게 된다. 그 결과, 자기자본이윤율과 이자보상



〈그림 4〉 1997년 이전의 주요 변수 간 관련도

비율이 함께 하락한다. 따라서 과잉투자는 자기자본이윤율과 이자보상비율을 함께 낮추는 효과를 가질 것이라고 생각할 수 있다.

한국의 비제조업 기업이 과잉차입을 하여 차입의존도를 높이게 되면, 부채비율이 상승하면서 자기자본이윤율에는 당장 영향을 주지 않지만, 금융비용의 부담은 증가하고, 이자보상비율은 감소한다. 기업의 지나친 차입의존은 이와 같이 부채비율과 이자보상비율을 함께 증가시킬 것이다.

그리고 기업의 행동과 상관 없이 거시경제적 조건이 변해 1997년과 같이 금융위기가 오면, 시장에서 금리가 폭등하면서 기업의 차입금이자율도 증가한다. 기업의 차입금이자율이 높아지면 기업의 총이윤율과 이자율의 차이가 하락하고, 이로 인해 주주의 자기자본 몫이 줄어 자기자본이윤율이 감소하는 동시에 금융비용이 상승하여 이자보상비율도 감소한다.

2. 세 변수 간의 상관관계와 인과관계

앞에서 제시한 바와 같이, 기업의 과잉투자가 있으면 자기자본이윤율과 이자보상비율을 함께 낮추고, 기업의 과잉차입이 있으면 부채비율이 증가하고 이자보상비율이 감소하며, 이자율이 상승하면 자기자본이윤율이 감소하고, 이자보상비율이 증가한다. 그 반대의 원인이 있으면 결과도 반대로 나타날 것이다. 따라서 그 원인이 무엇이든 간에 자기자본비율과 이자보상비율, 부채비율 간에는 상관관계가 높게 나타날 가능성이 크다. 비제조업 기업의 부채비율, 이자보상비

〈표 5〉 부채비율, 자기자본이윤율, 이자보상비율 간의 상관계수

	부채비율 이자보상비율	부채비율 자기자본이윤율	자기자본이윤율 이자보상비율
전기·가스·증기업	-0.225	-0.558	0.602
건설업	-0.494	-0.540	0.986
도소매업	-0.856	-0.857	0.998
숙박업	0.289	0.333	0.984
운수·통신·창고업	-0.460	-0.479	0.968
사업서비스업	-0.501	0.410	0.344
문화·운동·오락업	-0.256	0.455	0.503

을 및 자기자본이윤율 간의 상관관계를 분석한 결과는 〈표 5〉와 같다.

첫째, 부채비율과 이자보상비율 간에는 예상대로 음의 상관관계가 나타나고 있지만, 숙박업만은 그렇지 못하다. 이것은 재무구조가 불안정한 기업이 부실기업일 가능성이 큼을 시사하고 있다.

둘째, 부채비율과 자기자본이윤율 간의 상관관계를 보면, 숙박업, 사업서비스업, 문화·운동·오락업은 양의 상관관계를 보이거나 전기·가스·증기업, 건설업, 도소매업, 운수·창고업은 음의 상관관계를 보이고 있다. 이것은 기업의 수익성과 재무안정성 간에는 그 관계가 산업 간에 차이를 보이고 있을 뿐 아니라 매우 불안정한 것임을 시사하고 있다.

셋째, 자기자본이윤율과 이자보상비율은 예상대로 전산업에서 양의 상관관계를 보이고 있다. 이것은 수익성이 좋은 기업이 건전한 기업으로 상환능력을 가지고 있고, 수익성이 낮은 기업이 부실기업으로 상환능력에 문제가 있는 가능성이 대단히 높다는 것을 시사해 주고 있다.

이러한 상관관계의 분석결과를 보면, 한국의 비제조업 경우 재무구조의 안정성을 나타내는 부채비율 자체는 기업의 건전성이나 수익성을 알려 주는 적절한 지표가 되지 못함을 시사하고 있으나, 기업의 건전성과 수익성이 깊이 연계되어 있음을 시사하고 있다.

일반적으로 기업의 경영성과를 나타내는 재무비율 간에는 거의 시차가 없기 때문에 인과관계가 명확히 나타나는 경우는 매우 드물지만, 〈그림 4〉에서 보듯이 인과관계의 가능성이 전혀 없는 것은 아니므로 부채비율, 자기자본이윤율, 이자보상비율 간의 인과관계를 그랜저인과분석방법으로 한 것이 〈표 6〉이다.

〈표 6〉 부채비율, 자기자본이윤율, 이자보상비율의 그랜저인과관계

	DR → ICR	ICR → DR	RRE → DR	DR → RRE	RRE → ICR	ICR → RRE
전기·가스·증기업	0.781	0.210	0.020*	0.224	0.972	0.483
건설업	0.692	0.390	0.402	0.424	0.711	0.480
도소매업	0.082*	0.085*	0.162	0.105	0.424	0.550
숙박업	0.599	0.351	0.284	0.505	0.565	0.531
운수·통신·창고업	0.391	0.184	0.581	0.537	0.125	0.107
사업서비스업	0.600	0.506	0.376	0.999	0.970	0.363
문화·운동·오락업	0.481	0.499	0.112	0.984	0.432	0.573

주: DR 부채비율, ICR 이자보상비율, RRE 자기자본이윤율이고, *는 p 값이 0.1 이하인 경우를 의미함.

〈표 6〉에 의하면, 인과관계가 나타나는 것은 극히 일부에 불과하다.

VI. 맺 음 말

본 논문은 한국 비제조업의 불균등한 성장과 위기조건을 밝히는 작업의 일환으로 1990년대 비제조업의 부채비율, 이자보상비율, 자기자본이윤율의 산업별 격차, 결정요인과 그 상호관계를 분석하였다.

재무구조의 안정성을 나타내는 부채비율은 1990년대 산업별로 큰 격차를 보이는 가운데, 점차적으로 증가하다 금융위기를 계기로 1997년 이후 감소하고 있다. 부채비율은 대체로 차입의존도에 의해 큰 영향을 받았는데, 차입금이자율이나 총이윤율-이자율 차이의 영향은 불확실하였다.

채권자의 이해관계와 직결되어 있는 재무구조의 건전성을 나타내는 이자보상비율은 1990년대 전반에는 전반적으로 증가했다 1990년대 중반에는 계속 감소했고, 1997년 금융위기를 계기로 다소 회복되고 있으나, 산업별로 차이를 보였다. 특히 건설업, 도소매업은 이자상환을 할 수 없을 정도로 부실화되어 있었다. 이자보상비율은 총자본이윤율의 영향을 가장 크게 받았고, 그 다음으로 이자율의 영향을 크게 받고 있었다.

지배주주의 수익성을 대표하는 자기자본이윤율은 1990년대 전반적으로 하락하는 추세를 보이고 있는데, 변동은 그 수준이 낮을수록 큰 것으로 나타났다.

자기자본이윤율은 총이윤율, 총이윤율과 이자율 차이의 영향을 많이 받았으나, 특히 총이윤율의 영향을 더 크게 받았다. 그러나 차입이자율과 부채비율의 영향은 산업에 따라 엇갈리고 있다.

부채비율의 상승, 이자보상비율의 하락, 자기자본이윤율의 하락으로 대표되는 비제조업의 위기는 기업의 과잉투자에 따른 총이윤율의 하락, 외환·금융위기에 따른 차입이자율의 상승으로 1997년에 극대화되었으며, 그 이후에는 부채비율의 하락, 이자율의 하락으로 위기에서 벗어나는 조짐을 보이고 있으나, 건설업과 도소매업, 숙박업 등은 그렇지 못하다.

부채비율, 이자보상비율, 자기자본이윤율, 세 변수 간의 인과관계는 나타나지 않고 있으나, 전체적으로 자기자본이윤율과 이자보상비율은 강한 양의 상관관계를 보이고 있고, 자기자본비율과 이자보상비율은 부채비율과 약한 상관관계를 보이고 있을 뿐 아니라, 산업별로 상관관계의 부호가 엇갈리고 있다. 따라서 기업의 차입경영과 연관된 부채비율 자체는 기업의 경영성과를 평가하는 요소라고는 할 수 없다. 반면에 자기자본이윤율과 이자보상비율은 같은 방향으로 움직이고 있고, 그것에 가장 큰 영향을 미치는 것은 총자본의 효율성을 나타내는 총이윤율이다. 따라서 한국 비제조업의 위기는 근원은 기업의 차입경영에 따른 부채비율의 상승에 있다기보다는 과잉투자에 따른 기업 전체의 효율성 저하에 있다고 할 수 있다.

참 고 문 헌

- 강철규, 「우리 나라의 산업발전과 정부정책」, 『한국의 산업: 발전의 역사와 미래의 비전』, 산업연구원 연구보고서, 1997.
- 곽승영, 『한국 제조업부문 생산성의 성장기여도 및 결정요인 분석』, 산업연구원, 1997.
- 김광석·박승록, 『우리 나라 제조업의 생산성 변화와 그 요인분석』, 산업연구원, 1997.
- 김종일, 「한국의 산업별 성장요인 분석과 생산효율성 비교」, 『경제학연구』 제46집 제1호, 1998, 3~24.
- 김지홍, 「서비스부문의 성장과 정책방향」, 『한국개발연구』 제14권 3호, 1992.

- 김희식, 「한국 제조업의 부문 간 생산성 파급효과 분석」, 『경제분석』 제6권 제2호, 한국은행, 2000.
- 문희화·조병탁·황인호·김형범, 『한국의 중요소생산성 — 제조업 27개 업종을 중심으로』, 생산연구 91-2, 한국생산성본부, 1991.
- 박성택, 「우리 나라 산업의 미래 비전: 제조업의 역할」, 『한국의 산업: 발전의 역사와 미래의 비전』, 산업연구원, 1997.
- 신원섭·조강래, 「제조업 주요업종의 효율성 분석」, 『경제분석』 제5권 제1호, 1998.
- 심재용, 「제조업 생산성의 한미간의 비교와 수렴현상」, 『경제발전연구』 제6권 제2호, 2000.
- 이상학, 「제조업 관련서비스산업」, 『한국의 산업: 발전의 역사와 미래의 비전』, 산업연구원, 1997.
- 한국산업은행, 『2000년대 한국산업의 구조변화와 장기발전전략』, 2000.
- 한국은행, 「경제서비스화의 현황과 서비스가격의 상승요인」, 『조사통계월보』, 1994. 8.
- _____, 『경제통계연보』, 각 연도.
- _____, 『기업경영분석』, 각 연도.
- Aloke Ghosh and Prem C. Jain, “Financial Leverage Changes Associated with Corporate Merges,” Vol. 6, No. 4, *Journal of Corporate Finance*, 2000, 377~402.
- Barnes, P. “The Analysis and Use of Financial Ratios: A review Article,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 14, No. 4, 1987, 449~461.
- McDonald, J. T., “The Determinants of Firm Profitability in Australian Manufacturing,” *Economic Record*, Vol. 75, 1999, 115~126.
- Ohlson, J. S., “Financial Ratios and Probability of Bankruptcy,” *Journal of Accounting Research* Vol. 18, No. 1, 1980, 109~131.

[Abstract]

The Financial Structure and
the Rate of Profit by Industries
in Korean Non-manufacturing Firms during 1990s

Young Mok Bae

In order to find out why the crisis of non-manufacturing industries has happened since 1998, this paper analyzes the difference by industries, determinants and interactions of debt ratio, interest coverage ratio, profit to equity of non-manufacturing firms during 1990s. The primary factor of higher debt ratio was over-borrowing management. The primary factor of lower profit to equity and lower interest coverage ratios was the over-investment, in other word, efficiency of total capital. The secondary factor of these financial structure was higher interest rate. Though the causalities among three variables do not exist, the positive correlation between interest coverage and profit to equity ratios prove to be strong. Therefore the recent crisis of non-manufacturing industries such as trade and construction industries can be explained better by over-investment of these industries than by over-borrowing.