

# 상장기업 고금리 부채의 우려와 실제

2023. 9.

연구위원 이상호

# 목차

**1** 기업부채 부실화 우려 검토

**2** 채무불이행 위험 진단

**3** 부채관리 양상의 평가

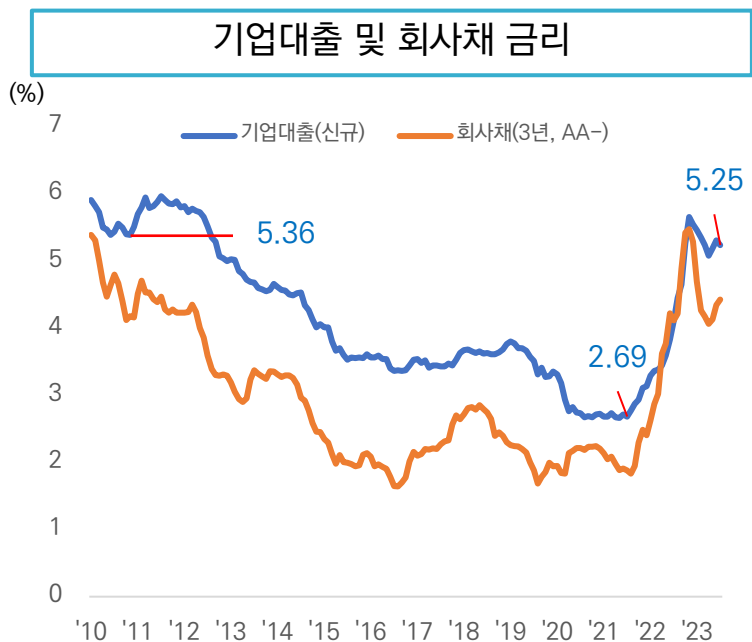
**4** 효과적인 부채 활용방안

# 1

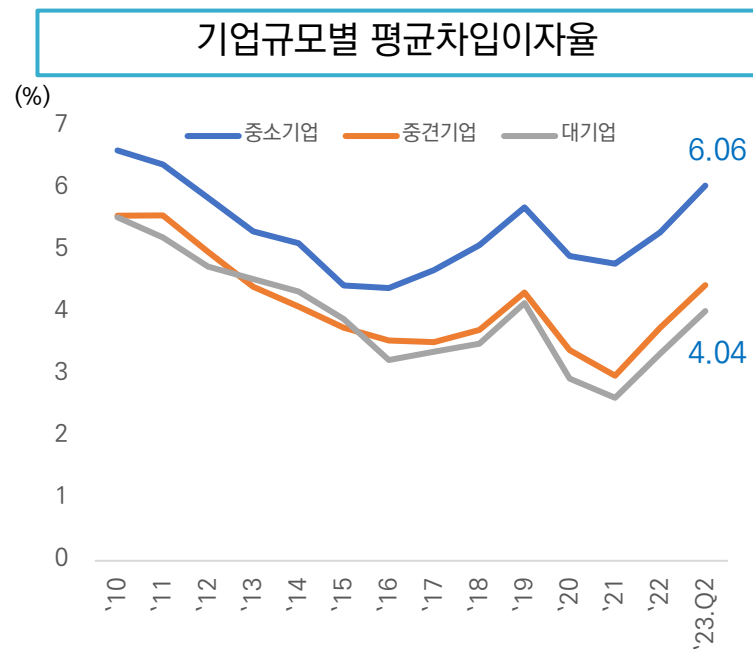
기업부채 부실화 우려 검토

# 조달 금리의 급격한 상승

- ❖ 역사상 가장 가파른 기준금리 인상기 下, 기업의 부채 조달 비용이 급격히 상승
  - (신규 기업대출 금리) 2.69% ('21.7) → 5.25% ('23.7)
  - (평균 차입이자율) 대기업 4.04%, 중소기업 6.06% ('23.Q2)



자료 : 한국은행 경제통계시스템

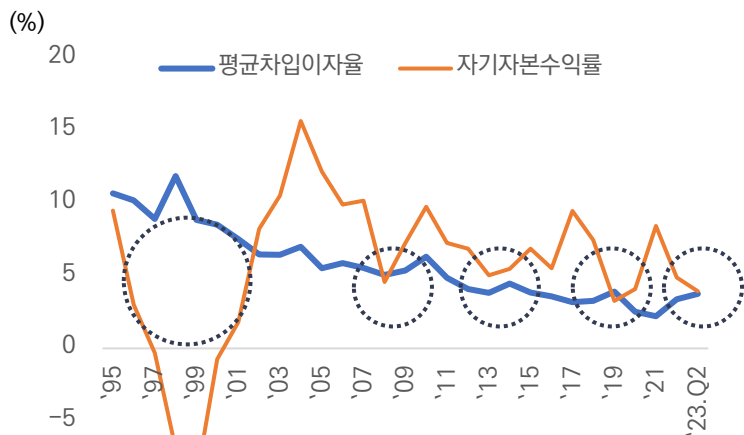


자료 : DataGuide, TS2000, 자본시장연구원

# 부실 · 한계기업 도산 우려

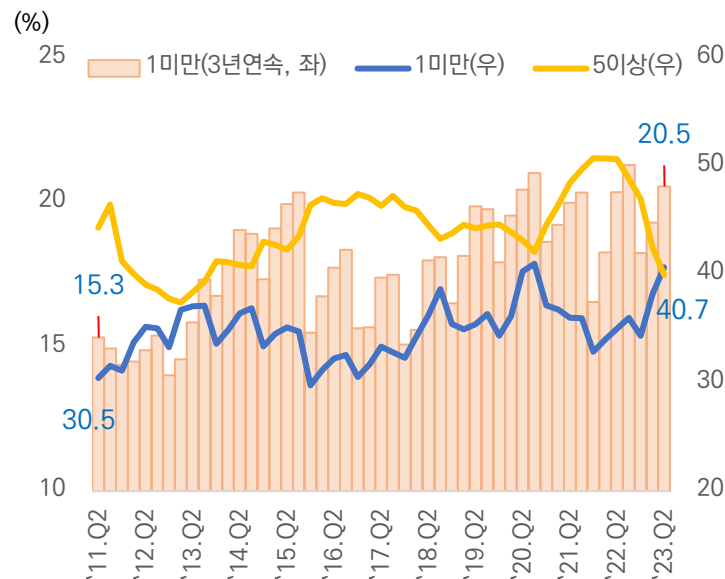
- ❖ 차입이자율 대비 낮은 수익성 지속 → 기업 부실 유발 → 부실채권 발생가능성 ↑
  - (취약기업) 이자보상배율 1미만 기업 ('11.Q2) 30.5% → ('23.Q2) 40.7%
  - (한계기업) 3년연속 이자보상배율 1미만 기업 ('11.Q2) 15.3% → ('23.Q2) 20.5%
  - *"in Korea, where highly indebted firms are vulnerable to rising borrowing costs"*  
*"Asia must monitor rising corporate debt amid higher interest rates"* (IMF, '23.5.)

합산 평균차입이자율 · 자기자본수익률



자료 : DataGuide, 자본시장연구원

이자보상배율 1미만 · 50이상 비중

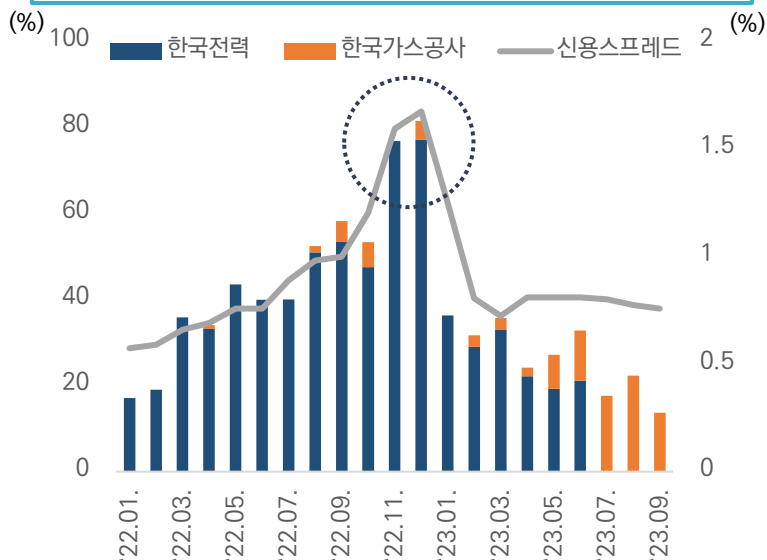


자료 : DataGuide, 자본시장연구원

# 재금융 절벽(refinancing wall) 우려

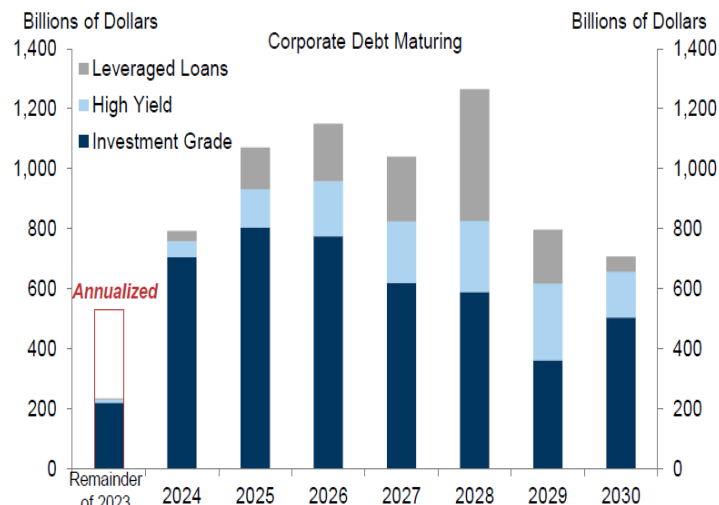
- ❖ 대내적 요인에 의한 자금시장 경색
  - 레고랜드 사태, 한전채 수급 쏠림 현상 등으로 채권시장 불확실성 확대
- ❖ 미국 회사채 시장 재금융 절벽 위험
  - '20 ~ '21년 초저금리로 발행한 회사채의 차환 수요가 '25년부터 대폭 확대 가능성

특수채 발행 비중(3년물 이하) 및 신용스프레드



자료 : KSD, 금융투자협회, 자본시장연구원

미국 연도별 만기도래 회사채 규모



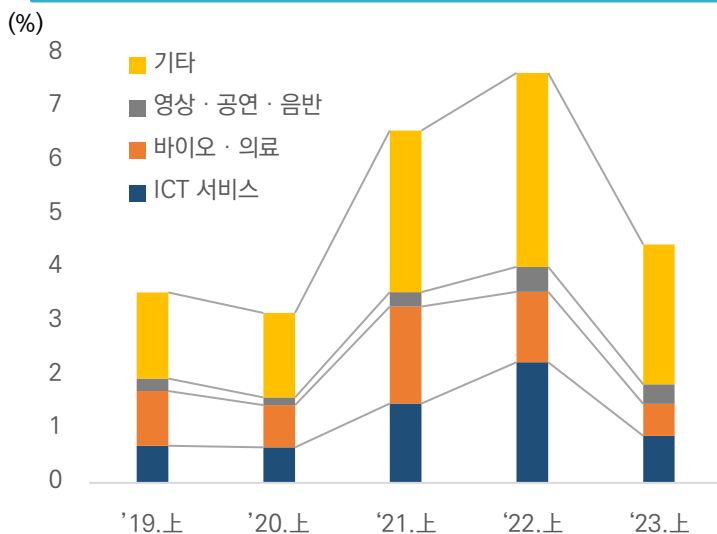
자료 : Goldman Sachs Global Investment Research, 2023.8.6.

# 성장 둔화 추세와 고착화 우려

## ❖ 혁신기업의 자금조달 환경 악화, 할인율 상승

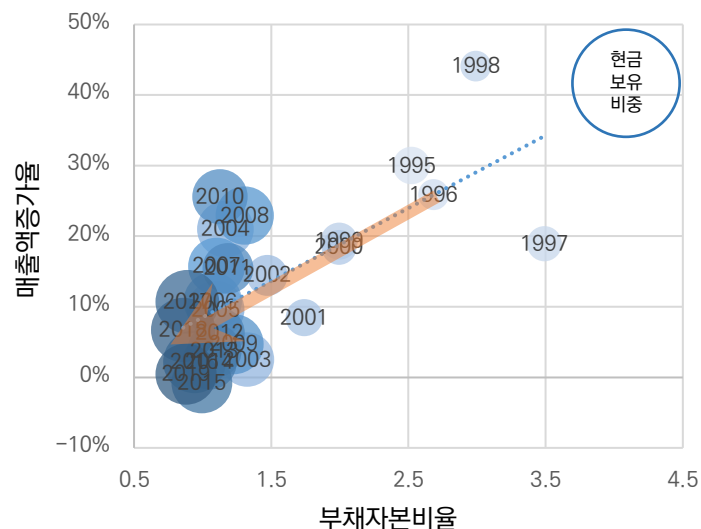
- 기술주 · 성장주 자금조달 환경 악화
  - IPO 철회, 유상증자 확대 등
- 안전자산 선호 현상에 따른 벤처 투자 감소
  - ('22.上) 7.6조 → ('23.上) 4.4조원, 42% 감소
  - 업력별로는 중기(3~7년) 기업 투자 비중이 큰 폭으로 감소

업종별 벤처 투자 현황



자료 : 금융위원회, “'23년 상반기 국내 벤처투자 · 펀드결성 세부현황”

성장성 추이

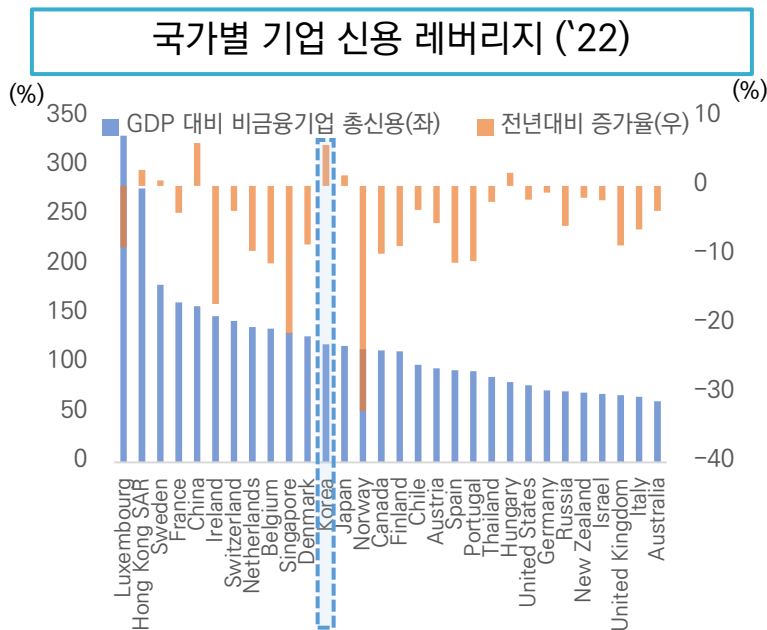


자료 : 이상호 (2020) “한국 기업 부문의 장기추세와 팬데믹”

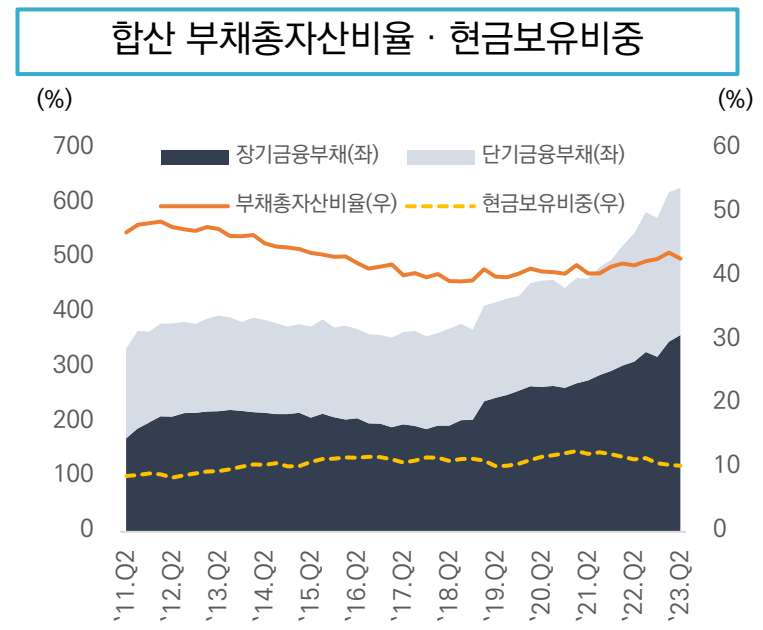
# 시장의 우려 대비 안정적인 재무건전성 지표

## ❖ 대출의존도 심화에도 불구하고 전반적인 재무건전성은 안정적

- GDP 대비 기업부채 증가 속도, 대기업 중심 기업대출의 가파른 증가 추세에 대한 우려  
(IMF '23.5.; 한국은행 '22.12.; '23.6.)
- 단, 전체적인 부채비율은 안정적이며 운전자본 수요 대응을 위한 현금 여력 또한 확보
  - 채권시장의 경색으로 부채의 구성(mix)상 변화(채권→대출)는 있으나, 거시적으로 기업 부문의 재무건전성은 안정적 수준을 유지



자료 : BIS, "Total credit to non-financial corporations"



자료 : DataGuide, 자본시장연구원



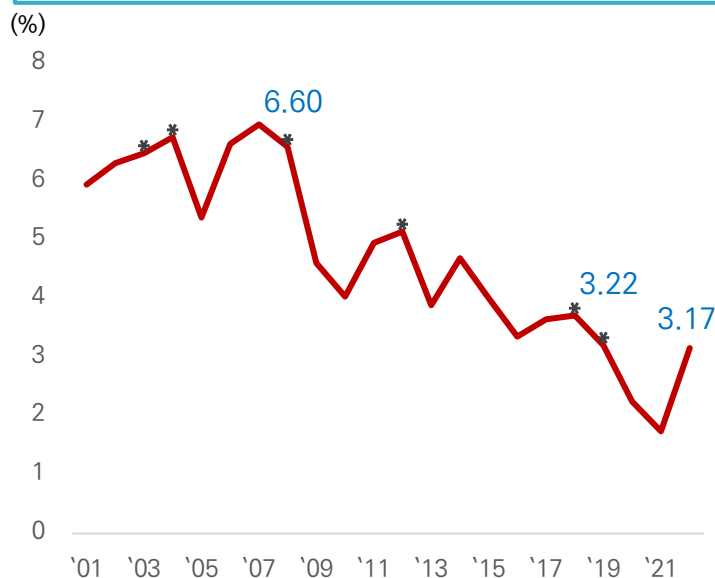
# 2

## 채무불이행 위험 진단

# 현금 유동성 위험 (Cash Crunch Risk)

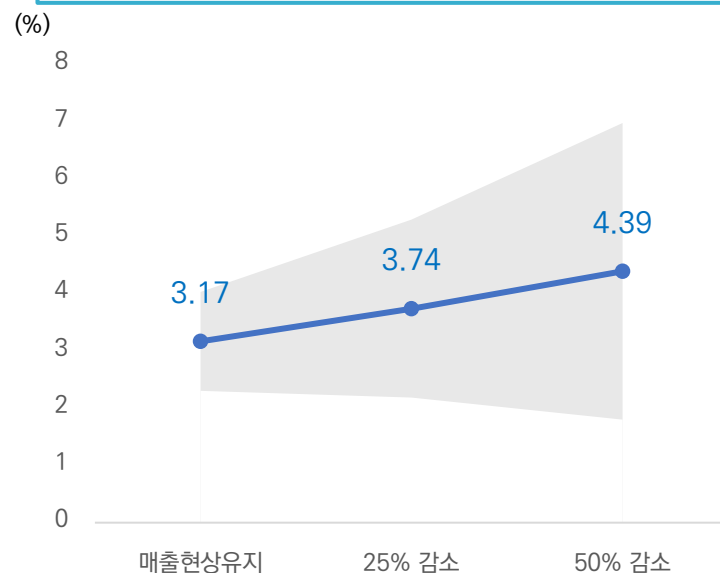
- ❖ 현금 고갈로 인한 단기 채무불이행 위험은 안정적인 범위 내에서 소폭 반등
  - (현금 유동성 위험) 영업부문 현금흐름손실로 6개월 이내 보유현금을 소진할 위험  
(De Vito & Gomez, 2020; 이상호, 2020)
    - 3년 내 상장폐지 확률과 유의미한 양(+)의 관련성
    - ('07) 금융위기 직전 최고점 6.98%, ('19) 무역분쟁 당시 3.22%

연도별 현금 유동성 위험



주 : \* 표시는 순환 주기 상 경기 저점을 의미  
자료 : DataGuide, 자본시장연구원

'22 수요충격 시나리오별 현금 유동성 위험



주 : 회색 음영은 95% 신뢰구간을 의미  
자료 : DataGuide, 자본시장연구원

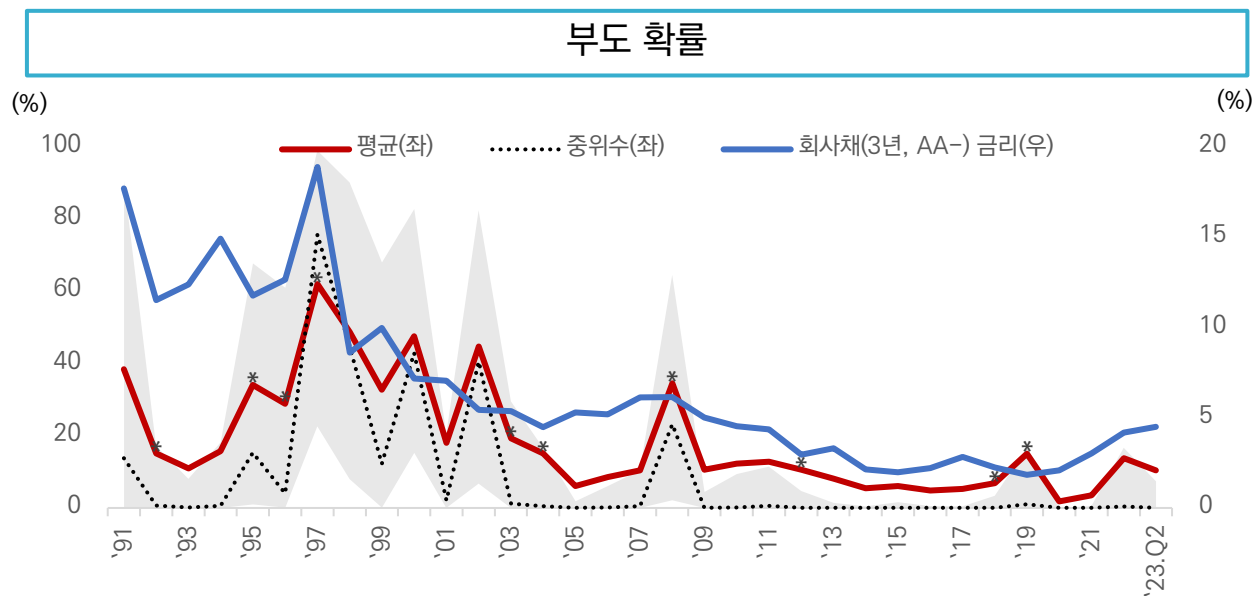
# 부도 위험 (Default Risk)

- ❖ 장 · 단기 채무의 불이행 위험을 추정에 반영한 부도 위험 역시 안정적 범위
  - (부도 위험) 반복추정법에 의한 Merton 모형 부도 확률 (Bharath & Shumway, 2008)

- 만기 시점에 기업이 상환해야 할 부채 규모가 기업가치보다 클 확률

$$PD = N\left(\frac{\ln \frac{D}{V_A} - (\mu_A - 0.5\sigma_A^2)T}{\sigma_A\sqrt{T}}\right)$$

- ('08) 34.5% → ('19) 15.0% → ('21) 3.5% → ('23.Q2) 10.4%

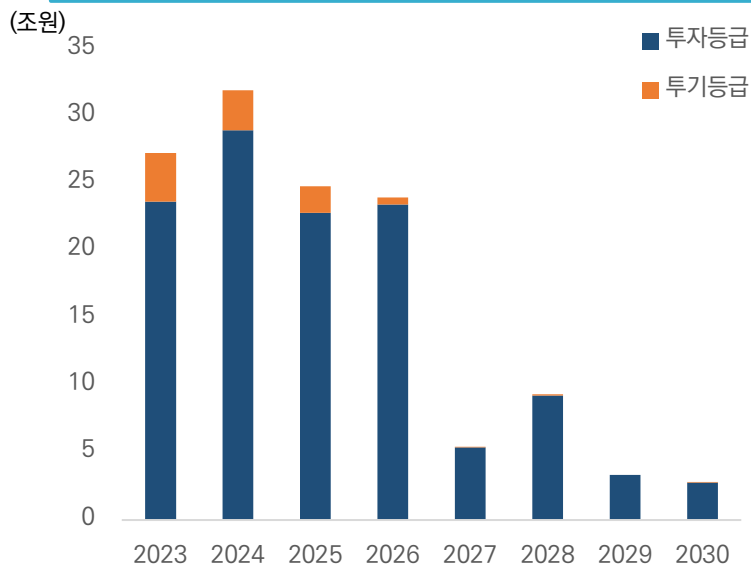


주 : \* 표시는 순환 주기 상 경기 저점을, 회색 음영은 사분위수 범위를 의미  
 자료 : DataGuide, 한국은행 경제통계시스템, 자본시장연구원

# 재금융 부담

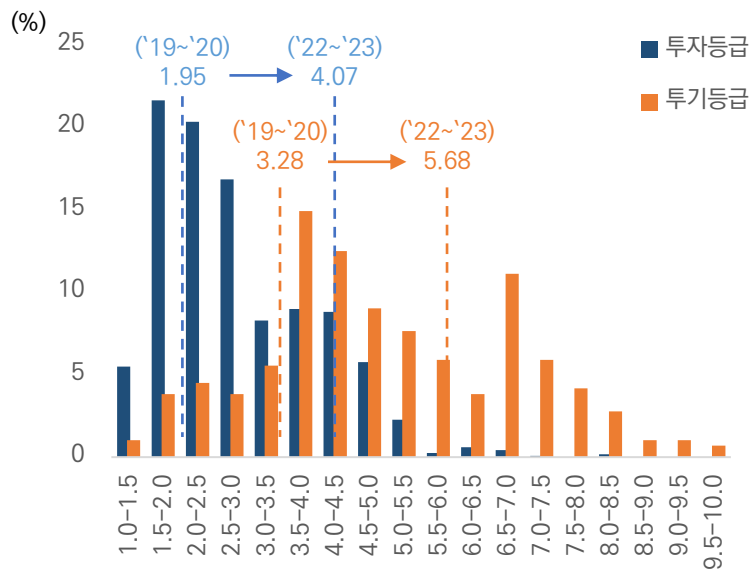
- ❖ 연도별 회사채 만기금액이 비교적 균등하여 재금융 부담 요인은 제한적
  - ('23) 27.3조원 → ('24) 31.9조원 → ('25) 24.8조원 → ('26) 24.0조원
  - 단, 공공요금 인상폭을 제한한 발전 공기업 등의 자금조달 수요가 변수로 작용할 가능성
- ❖ 회사채 금리 분포상 향후 이자상환 부담은 지속 증가할 가능성

연도별 만기도래 회사채 규모



자료 : 연합인포맥스, DataGuide, 자본시장연구원

미상환 회사채 표면 금리 분포



자료 : 연합인포맥스, DataGuide, 자본시장연구원

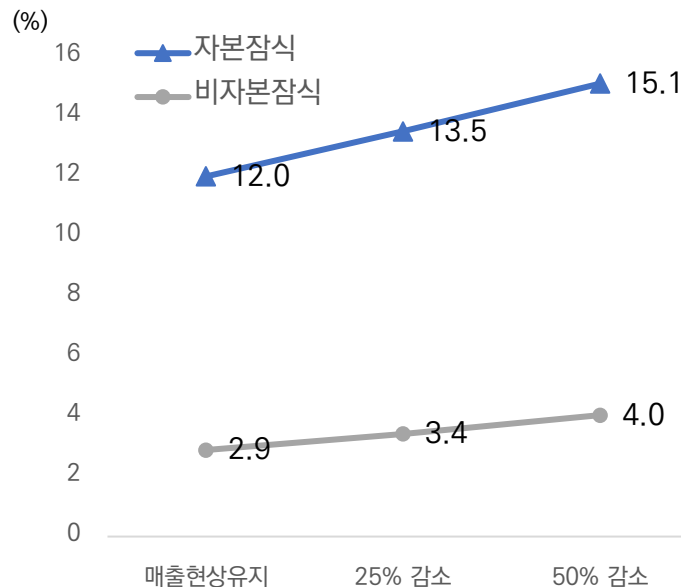
# 취약 부문: (1) 부실 기업

## ❖ 경기 둔화에 의한 수요 감소 시 부실 기업을 중심으로 현금 유동성 위기 예상

### - 취약 부문별 현금 유동성 위험 산출

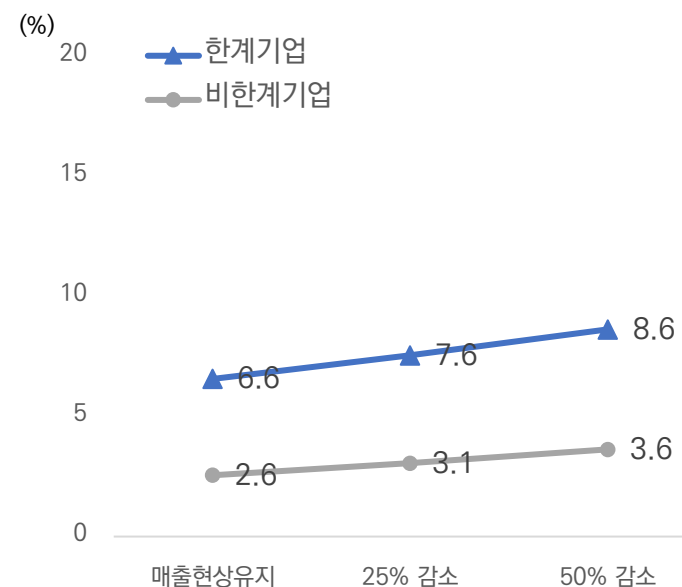
- (자본잠식기업) 재무건전성 부실로 인해 현 상태로도 상당히 위험한 수준
- (한계기업) 이미 영업경쟁력을 상실하여 수요 감소 영향은 제한적

자본잠식기업 현금 유동성 위험



자료 : DataGuide, 자본시장연구원

한계기업 현금 유동성 위험

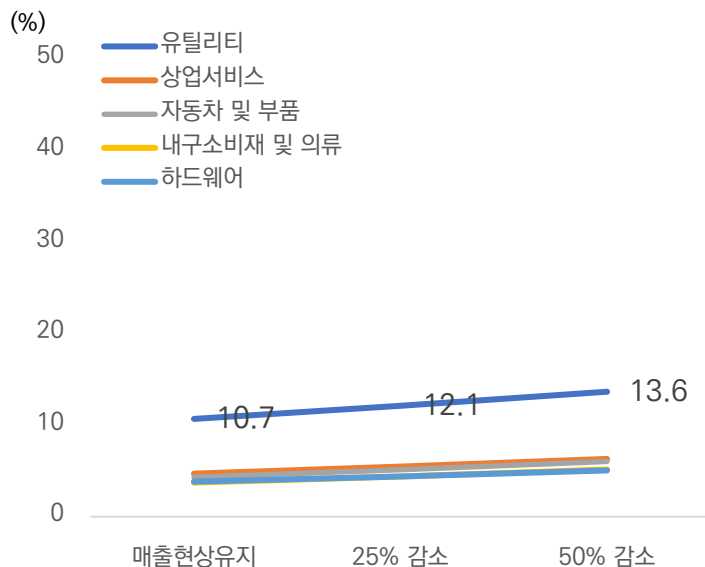


자료 : DataGuide, 자본시장연구원

## 취약 부문: (2) 유틸리티 · 건설 업종

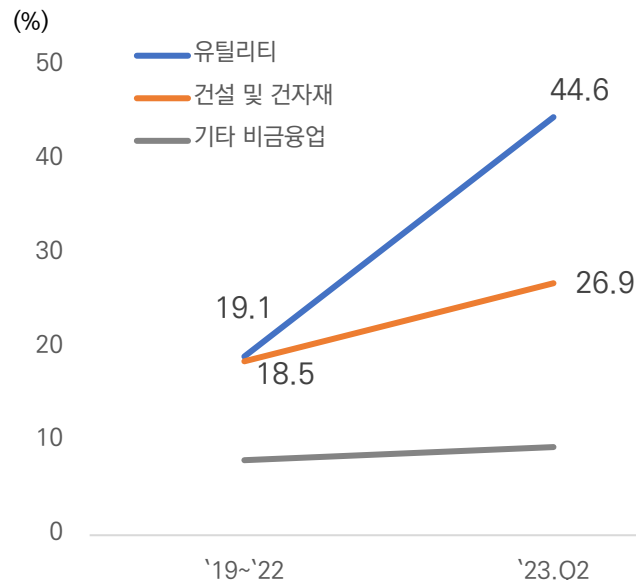
- ❖ 고금리 상황에 취약한 업종을 중심으로 채무불이행 위험 확대 예상
  - 업종별 현금 유동성 위험 및 부도 위험 산출
    - (유틸리티 업종) 장기간 원가 부담을 판가로 전이하지 못하면서 재무구조의 악화
    - (건설 업종) 사업성 저하로 장기성 부채의 부실화 위험 증대

현금 유동성 위험 상위 업종



자료 : DataGuide, 자본시장연구원

부도 위험 증가 상위 업종



자료 : DataGuide, 자본시장연구원

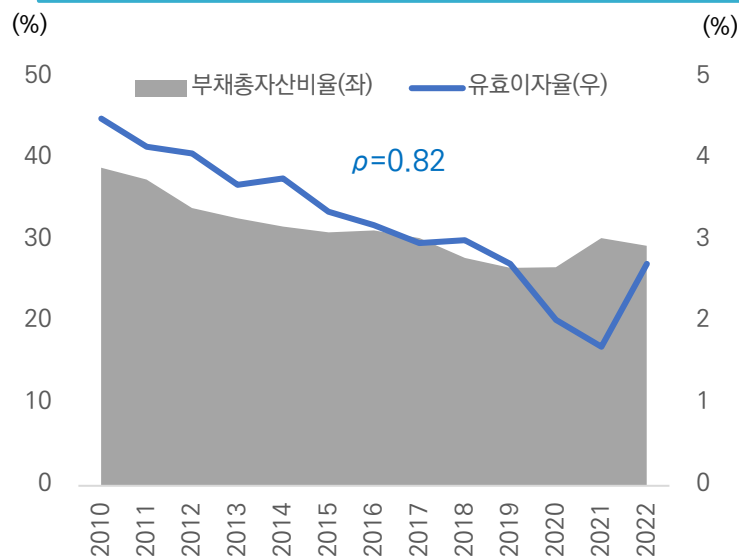
# 3

## 부채관리 양상의 평가

# 보수적 부채관리

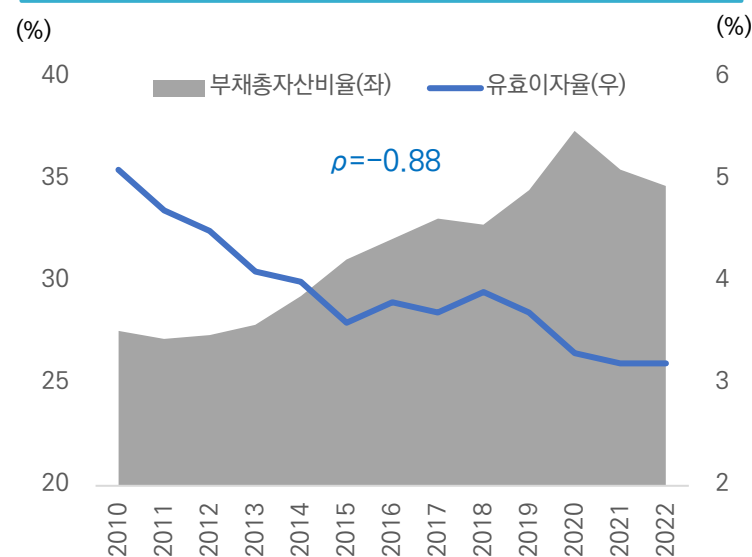
- ❖ 우리나라 기업 부문의 부채관리는 과거 큰 경제위기를 겪으면서 건전성 유지에 방점
  - 유동성 경색 등 극단적 위기 상황에서는 복원력(resilience)의 원천으로 작용 (이상호, 2020)
  - 단, 추세적 저금리 하에서도 부채 축소(deleveraging)를 통한 건전성 확보에 치중한 점은 심층적 평가가 필요
    - 미국 S&P500 기업은 저금리 하에서 부채비율을 꾸준히 확대 (Smolyansky, 2023)

국내 상장기업 부채비율 · 이자율



주 : 유가증권 · 코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융기업 가치가중(5% 한도)  
자료 : DataGuide, 자본시장연구원

미국 S&P500 기업 부채비율 · 이자율



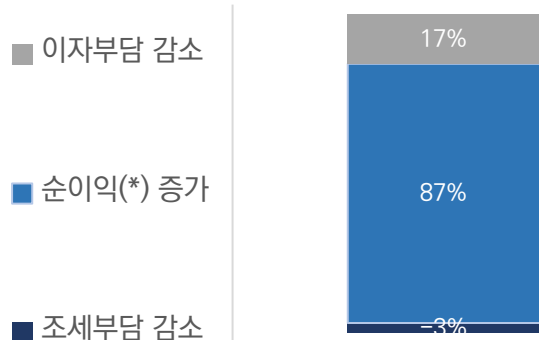
주 : S&P 500 비금융기업 가치가중  
자료 : Smolyansky (2023), FEDs



# 재무구조 정책의 성장 기여도 분해

- ❖ '08 금융위기 이후 이자율이 지속 하락하는 과정에서도 국내 상장기업의 이자부담 감소는 실질 순이익 성장과 주가 상승에 제한적으로 기여
  - 회계항등식을 이용한 (1) 이익 증가 요인 및 (2) 주가 상승 요인의 분해
    - (1)  $\Delta \ln(\text{Income}) = \Delta \ln(\text{EBIT}) + \Delta \ln(1 - \text{Int}/\text{EBIT}) + \Delta \ln(1 - \tau)$
    - (2)  $\Delta \ln(\text{Price}) = \Delta \ln(P/E) + \Delta \ln(\text{EBIT}) + \Delta \ln(1 - \text{Int}/\text{EBIT}) + \Delta \ln(1 - \tau)$
  - (미국 S&P500 기업 재무구조 정책) 저비용 차입자본의 적극적 활용
    - 이익 성장 촉진, 주가 상승 견인 (Smolyansky, 2023)

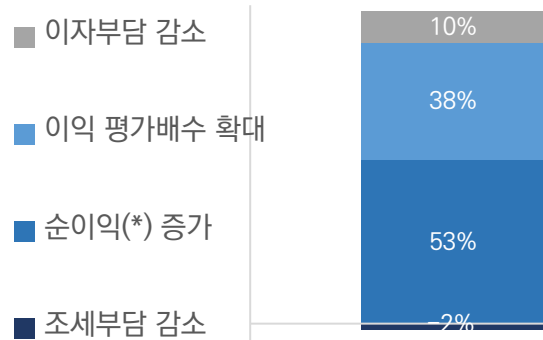
국내 상장기업 이익 성장 요인 분해



2010-2022

주 : 유가증권 · 코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융기업 대상  
자료 : DataGuide, 자본시장연구원

국내 상장기업 주가 상승 요인 분해



2010-2022

주 : 유가증권 · 코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융기업 대상  
자료 : DataGuide, 자본시장연구원

# 기업수명주기별 부채 활용 양상

## ❖ 기업수명주기\*상 성장기 · 성숙기에 쇠퇴기 대비 더 보수적인 부채 활용 양상

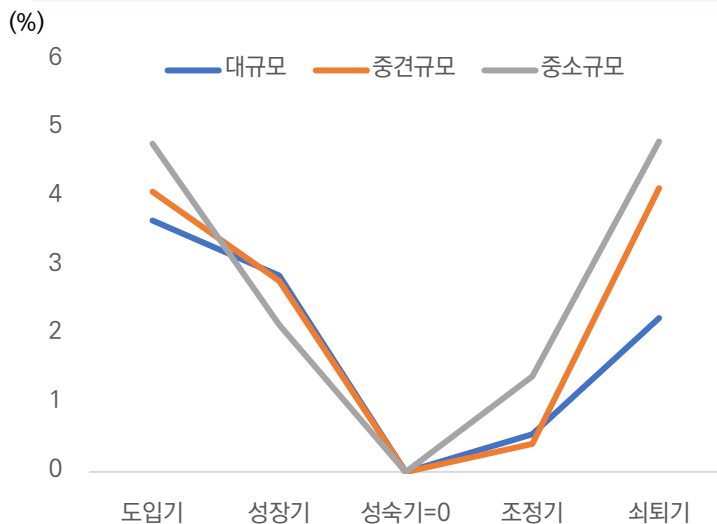
\* 도입기 → 성장기 → 성숙기 → 조정기 → 쇠퇴기 (Dickinson, 2011)

- 성숙기(*Mature*) 대비 부채총자산비율(*LEV*) 활용도 측정 회귀식:

$$LEV = \beta_1 D_{Intro} + \beta_2 D_{Growth} + \beta_3 D_{ShakeOut} + \beta_4 D_{Decline} + \Sigma YearFE + \Sigma FirmFE + \varepsilon$$

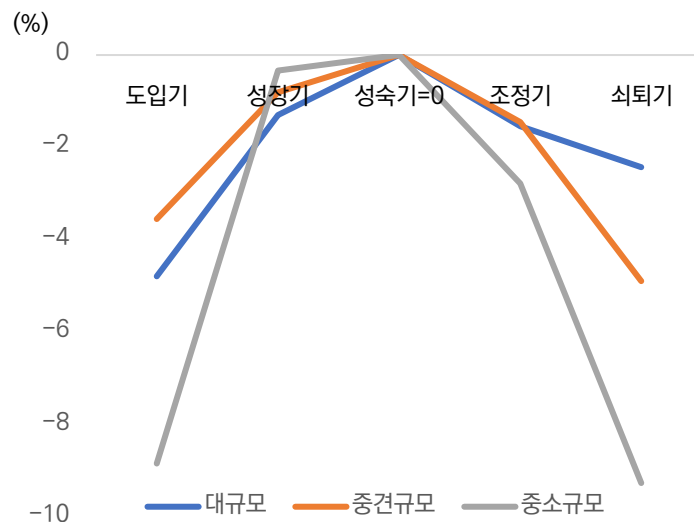
- 기초여건이 우량하고 성장기에 진입한 기업이 주도적으로 부채를 축소

기업규모별 성숙기 대비 부채총자산비율



주 : 유가증권 : 코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융기업 대상  
자료 : DataGuide, TS2000, 자본시장연구원

기업규모별 성숙기 대비 총자산수익률



주 : 유가증권 : 코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융기업 대상  
자료 : DataGuide, TS2000, 자본시장연구원

# 4

## 효과적인 부채 활용 방안

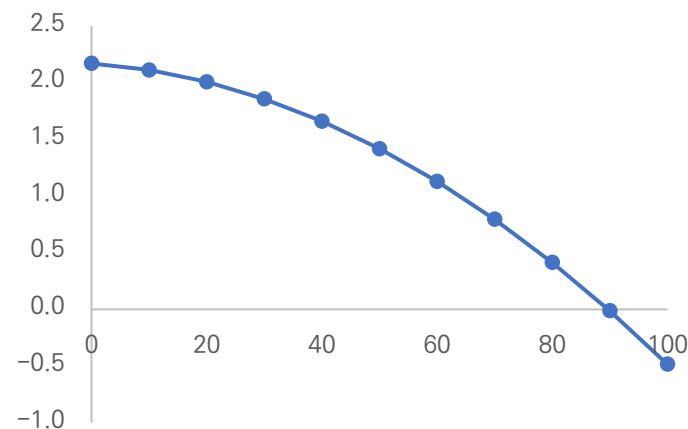
# 기업수명주기와 기초여건에 입각한 재무구조 선택

- ❖ 기업수명주기에 입각한 재무구조의 선택 및 주주환원 정책의 재검토 필요
  - (도입기 · 성장기) 기초여건에 부합한 레버리지 확대가 필요한 시기
  - (조정기 · 쇠퇴기) 투자자본 수익률이 자본비용을 하회하면, 부채 축소 및 주주환원 필요
- ❖ 성장성 제고를 위한 여러 대내 · 외 요인을 종합적으로 고려할 필요
  - 부채 수준과 유 · 무형자산 투자 간 Inverted U-shape 측정 회귀식:
 
$$Investment = \alpha_1 + \beta_1Leverage_{t-1} + \beta_2Leverage_{t-1}^2 + \Sigma Controls + \Sigma YearFE + \Sigma IndustryFE + \varepsilon$$
    - 적정 구간에서는 레버리지 확대를 통한 투자 촉진 가능
    - 한계기업에 대한 추가 대출 공급은 '생산적 투자' 보다 '생존 자금' 으로 소진될 가능성

'92~'22 비금융 외부감사기업 부채 수준과 투자 간 회귀분석 결과

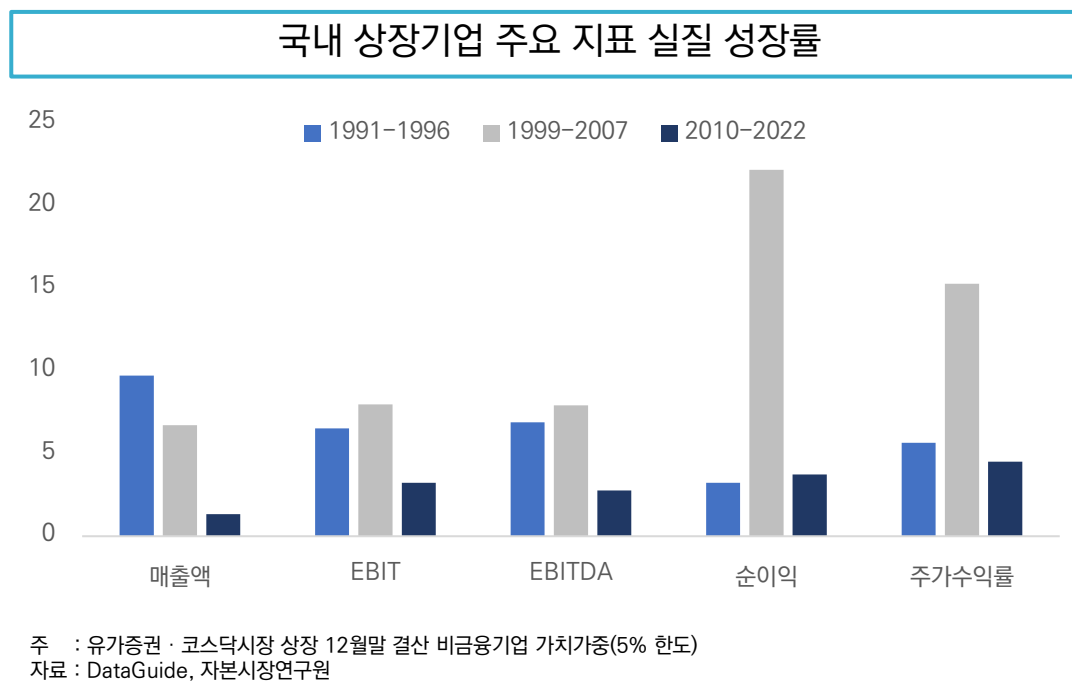
Variables	Pred. Sign	Dependent Variable:					
		(1) Tangible Investment		(2) Intangible Investment		(3) Total Investment	
$Leverage_{t-1}$	+	0.034 ***	(0.00)	0.005 ***	(0.00)	0.037 ***	(0.00)
$Leverage_{t-1}^2$	-	-0.054 ***	(0.00)	-0.013 ***	(0.00)	-0.066 ***	(0.00)
Constant		-0.093 ***	(0.01)	0.009 ***	(0.00)	-0.083 ***	(0.01)
Controls		Yes		Yes		Yes	
Year FE		Yes		Yes		Yes	
Industry FE		Yes		Yes		Yes	
R-squared		0.103		0.130		0.112	

한계기업 부채 수준과 총투자 간 관련성( $\beta_1 + \beta_2$ )



# 운영 효율 극대화

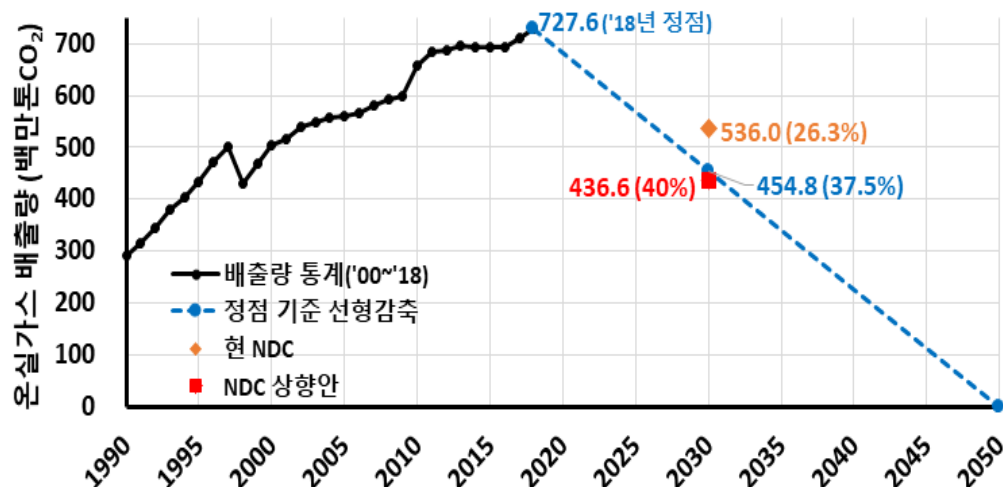
- ❖ 잠재 성장률 둔화가 예상되는 가운데 매출 확대를 통한 이익 성장의 여지는 제한적
  - 마진율 개선이 이익 성장의 주요 경로가 될 가능성
    - 한계기업과 같은 취약 부문의 재무구조 개선은 필수적
  - 매출의 구조적 성장을 견인할 수 있는 산업 정책을 뒷받침할 필요



# 부외 부채 관리

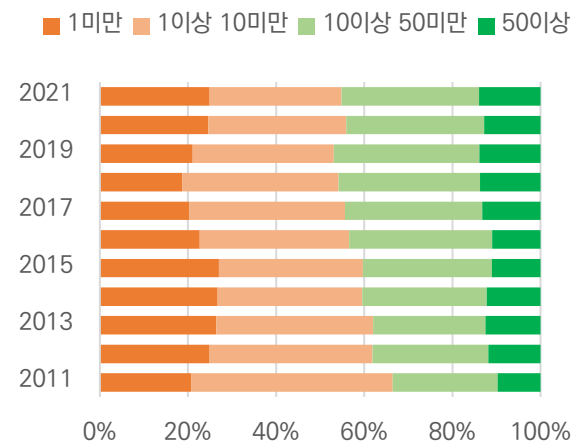
- ❖ 글로벌 인플레이션의 구조적 상승 요인\*은 기업의 부외 부채와 밀접한 관련
  - \* 탈세계화, 탈탄소화, 인구구조 변화 등
- ❖ 지속가능성 공시 측면에서 객관적 식별과 관리에 대한 시장 요구가 강화될 가능성
  - 경제 블록화 대응을 위한 이중 투자
  - 온실가스 감축 및 좌초 자산 대체를 위한 투자
  - 고령화에 따른 종업원 연금 부담 확대와 노동의 생산성 기여도 하락 등

2030 국가 온실가스 감축목표(NDC) 상향안



자료: 2030 국가 온실가스 감축목표(NDC) 상향안, 관계부처 합동, 2021. 10. 18

상장기업 탄소보상배율 구간별 분포



자료: 온실가스종합정보센터, DataGuide, 자본시장연구원

# Thank you