

## 한국 제조기업 60년, 재무적 특성에 대한 종단적 분석

배 한 수\*  
조 성 표\*\*  
김 경 회\*\*\*

우리나라는 1960년 이후 눈부신 경제성장을 이룩하였으며, 이러한 경제성장은 정부의 적극적인 지원 하에서 제조업이 견인해 왔다. 그러나 최근 제조업의 지속적인 성장에 닥쳐온 위기를 우려하는 목소리가 높아지고 있다. 이로 인해 제조업의 경쟁력 강화를 위한 다양한 기업 전략과 정부 정책의 수립이 필요하며, 제조업의 현실에 가장 적합한 미래 정책 수립을 위해서는 과거와 현재의 제조기업 특성에 대한 이해가 선행되어야 한다. 이에 본 연구에서는 기업 특성을 가장 객관적으로 반영하는 재무비율을 이용하여 1960년부터 2013년까지 53년간 제조기업의 재무적 특성 변화를 종단적으로 분석하였다. 특히, 재무비율 변화의 원인을 초래한 당시의 국내·외 경제 상황 및 경제적·경영적 정책의 변화를 규명하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 부채비율을 통해 자본조달의 안정성 변화추세를 분석하였다. 본격적인 수출 주도형 경공업 육성정책이 시행된 1960년대 중반에 제조기업은 경공업 육성에 필요한 자본이 부족하였다. 이에 정부는 1·2차 경제개발계획을 시행하여 타인자본 조달을 위한 각종 혜택을 부여하였다. 이로 인해 제조기업의 부채비율이 크게 증가하여 타인자본의존도가 급격히 높아졌다. 이후 정부의 대제조업 정책 변화, 경기 변동 등의 다양한 원인으로 1997년 외환위기 이전까지 부채비율은 200%를 상회하였으며, 1997년 외환위기 당시에는 400%에 임박하였다. 외환위기 이후 정부의 구조조정과 기업의 자체적인 노력으로 부채비율이 지속적으로 감소한 결과, 2013년 현재는 100% 이하로 자금 조달이 매우 안정적이다.

둘째, 유동비율을 이용하여 유동성 변화추세를 분석하였다. 유동비율은 부채비율에 비해 비교적 안정적인 모습을 보이고 있었으며, 최근 상승하였다. 또한, 유동비율의 변화추세가 부채비율과 상호 대칭적인 형태로 나타나 부채비율의 변화에 영향을 준 경제 상황이나 정부 정책 등이 유동비율에도 대체로 유사한 영향을 미치는 것을 의미한다.

셋째, 매출액성장률을 이용하여 성장성 변화추세를 분석하였다. 매출액성장률은 지난 53년간 모두 양(+)의 값이 나타나 모든 연도에서 직전연도 대비 증가하였다. 다만, 매출액성장률은 1960~70년대에는 37%의 높은 성장을 보인 반면, 1980년 대 이후에는 10% 전후로 낮아졌다. 이는 1960년대 중반에서 1970년대까지 정부는 경공업 위주의 수출 장려정책과 중화학공업 육성을 위해 각종 정책적인 지원을 제공하여 매출액성장률은 급성장한 반면, 1980년대 이후 정부의 경제 정책이 경제안정화와 민간주도로 전환되었으며, 제조기업이 성숙단계에 이르러 매출액성장률이 둔화되었기 때문이다.

넷째, 매출액영업이익률과 매출액세전이익률을 이용하여 수익성의 변화추세를 분석하였다. 매출액영업이익률은 1970년대 중반까지는 10%를 상회하다가, 2005년까지는 7~8%대를, 그리고 2005년 이후에는 5~6%대를 유지하여 하락세를 보였지만, 비교적 안정적인 모습을 보이고 있었다. 그러나 매출액세전이익률은 매출액영업이익률보다 4~5% 하회하며, 변동폭이 큰 모습을 보이고 있었다. 그런데 2000년 이후 큰 폭으로 증가하여 매출액영업이익률을 상회하기도 하였다. 이는 타인자본의존도가 높고, 수출 주도인 제조기업의 특성상 이자비용과 외환차손의 등 영업외 손익의 변화가 제조기업의 수익성에 큰 영향을 미치며, 최근의 매출액세전이익률 상승은 영업성과보다는 영업외적 원인에 기인함을 의미한다.

논문접수일: 2015. 10. 07.

1차 수정본 접수일: 2015. 11. 24.

게재확정일: 2015. 12. 07.

\* 경북대학교 대학원 경영학부 BK21+ 박사후연구원(baehs@knu.ac.kr), 제1저자

\*\* 경북대학교 경영학부 교수(spcho@knu.ac.kr), 교신저자

\*\*\* 경북대학교 대학원 경영학부 박사과정(kimkh@knu.ac.kr), 공동저자

다섯째, 부채비율과 유동비율의 연관성을 이용하여 재무구조의 변화추세를 분석하였다. 부채비율 변화와 유동부채 변화는 상호 대칭적인 형태가 나타나 제조기업은 주로 단기부채에 의존하고 있음을 추측할 수 있다. 또한, 2000년대 중반부터 최근까지는 유동비율과 부채비율 모두 개선되어 재무구조는 지속적으로 안정화되는 추세를 보였다.

여섯째, 매출액영업이익률, 매출액세전이익률, 부채비율, 차입금평균이자율을 이용하여 수익구조의 변화추세를 분석한 결과, 제조기업의 수익구조에 부채 조달에 따른 이자비용이 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히, 최근에는 부채비율의 급격한 감소와 차입금평균이자율의 하락에 따라 매출액세전이익률이 매출액영업이익률을 상회하는 현상도 나타났다. 반면, 매출액영업이익률은 대부분 구간에서 일정한 수준을 유지하여 우리나라 제조기업의 수익구조가 영업성과 보다는 이자비용 등의 영업외손익에 의존하고 있음을 의미한다.

또한 추가분석에서는 10년을 주기로 전체 분석기간을 6개 주기로 구분한 후, 각 주기의 5개 재무비율들을 검토하여 각 기간별 제조기업들의 포괄적인 특성을 비교하였다. 본 연구는 우리나라 제조기업들의 과거 53년간 재무특성의 변화를 고찰함으로써, 향후 기업들이 급변하는 환경에 대처하기 위한 다양한 전략의 수립에 참고가 될 수 있으며, 제조기업 경쟁력 강화를 위한 정부 정책의 수립에도 유용한 시사점을 제공해줄 것으로 기대된다.

주제어: 제조업, 재무비율, 재무적 특성, 추세분석, 종단적 분석

## 1. 연구의 필요성과 목적

우리나라는 1960년대 이후 60여 년간 괄목할만한 경제성장을 이룩하였다. 1950년대까지 최빈국 중 하나였던 우리나라는 2013년 명목 국내총생산(GDP: Gross Domestic Product)이 1조 3천 45억 달러로 세계 14위에 올라있으며,<sup>1)</sup> 현재 경제협력개발기구(OECD: Organization for Economic Cooperation and Development)의 일원으로 부상하였다. 우리나라의 이러한 경제적 성공은 기적으로 묘사되기도 하였고, 많은 개발도상국에서 닮아가고자 하는 모범 사례가 되고 있다.

우리나라의 경제발전은 제조업이 견인해 왔다. 천연자원이 부족한 우리나라는 초기에는 가공무역 형태의 수출에 주력하였으나 현재는 다양한 제품의 독자적 생산이 가능한 글로벌 경쟁력을 보유하고 있다. 제조업은 1960년대부터 정부 주도의 경제개발

계획에 따라 성장해 왔다. 시기별로 보면, 1960년대 1·2차 경제개발계획을 통한 수출주도형 경공업 육성, 1970년대 중화학공업 육성, 1980년대 산업합리화, 1990년대 시장개방정책과 외환위기 극복을 위한 기업구조조정 관련 5+3 원칙<sup>2)</sup> 등의 정부 정책이 제조업 발전을 견인하였다. 이러한 정부의 적극적인 개입과 기업의 자체적인 노력으로 제조업은 과거부터 현재까지 우리나라 대표 산업으로 한국경제를 주도하고 있으며, 앞으로도 그러한 역할을 수행할 것으로 기대된다.

그러나 최근 국제 원자재 가격 급락에 따른 수출 단가의 하락, 중국 경기 부진에 의한 세계 무역량 감소, 엔화 약세로 인한 일본 기업의 수출가격 경쟁력 상승 등으로 수출 주도의 우리나라 제조업이 위기에 처해 있다는 우려의 목소리가 높아지고 있다. 실제로 한국은행의 기업경영분석에 따르면, 2015년 2분기 우리나라 3,065개 제조기업의 매출은 전년 동기 대비 4.3%나 감소하였으며, 특히 중소기업 매출이

1) 2014년 한국은행과 세계은행의 세계발전지수(World Development Indicators)

2) 정부는 외환위기 직후인 1998년 2월에 경영투명성 제고, 상호지급보증 해소, 재무구조 개선, 핵심부문 설정, 경영책임 강화를 추진원칙으로 하는 5대 핵심과제를 설정하였다. 이를 기반으로 각종 기업구조조정 활동이 다각적으로 진행되었으며, 1999년 8월 간의 진행과정에 대해 금융지배 차단, 순환출자 억제, 부당 내부거래 근절의 3대 보완과제가 도출되었다.

1분기에는 0.6% 감소하였다가 2분기에는 2.0% 증가한 반면, 대기업은 1분기에 5.5% 감소에 이어 2분기에는 감소율이 5.7%로 더욱 심화되었다. 이제 우리나라 제조업들은 새로운 성장 전략을 찾아 경쟁력을 강화하는 것이 필요한 시점이다.

이러한 상황에서 우리나라 제조기업의 현실에 적합한 경쟁력 강화정책을 수립하려면, 과거와 현재의 기업특성에 대한 이해가 선행되어야 한다. 왜냐하면, 과거에 대한 철저한 분석 없이는 미래 설계가 불가능하기 때문이다. 특히 지난 60여 년간 시행된 다양한 정책들이 제조기업의 재무상태, 유동성, 성장성, 수익성 등의 기업특성을 전반적 혹은 부분적으로 개선시켰는지에 대한 정보는 현실에 부합하는 효과적인 정책 수립에 필수적이기 때문이다.

1960년 이후 우리나라 제조기업의 특성이 변화해 온 과정을 추적하기 위해서는 다양한 자료와 방법이 존재하는데, 이 중 재무제표에 공시된 자료를 이용하는 것이 가장 객관적이라 볼 수 있다. 이는 모든 기업들이 일반적으로 인정된 회계원칙(기업회계기준)을 준수하여 재무제표를 작성하므로 재무제표 정보는 기간 간, 기업 간 비교 및 장기간 추세분석 등에 유리하기 때문이다.

이에 본 연구에서는 대표적 재무비율을 이용하여 1960년 이후 우리나라 제조기업의 재무적 특성 변화를 분석하고자 한다. 구체적으로, 각 기간별로 재무비율 변화를 분석하고, 당시 시행된 다양한 경제적·경영적 정책과 전략의 변화에서 재무비율 변화의 원인을 규명하여 당시의 상황과 정책의 효과를 평가하고자 한다.

기업의 재무적 특성 변화를 분석한 현재까지의 대다수 연구들은 연구기간이 최근 10~20년 정도로 우리나라에서 본격적으로 경제개발이 시작된 1960년부터 현재까지 약 60년의 장기간 동안 재무비율의 추세를 분석한 연구는 전무한 편이다. 지난 60년간 제조기업들의 재무적 특성 변화와 그 원인을 추

적하고자 하는 본 연구의 결과는 우리나라 제조기업들이 그동안 걸어온 길을 전반적으로 살펴 볼 수 있을 뿐만 아니라, 기업들의 향후 전략 수립에 참고가 되며, 정책당국의 제조기업 경쟁력 강화정책 수립에 유용한 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

## II. 선행연구

### 2.1 선행연구의 검토

본 연구의 목적은 우리나라 제조기업의 재무적 특성을 재무비율로 측정하여 지난 60년간 추세를 분석하는 것이다. 본 연구와 같이 다양한 재무비율에 대하여 장기간 추세를 분석한 선행연구는 거의 없다. 대개의 선행연구들에서는 자기자본이익률(ROE)과 이를 1차적으로 분해한 하위 구성비율인 총자산이익률, 매출액이익률, 총자산회전율, 재무레버리지 등에 대한 시계열적 속성을 분석하였다. 이와 함께 이러한 구성비율들이 미래 자기자본비율에 미치는 영향을 분석하여 수익성의 원천을 규명하는 방향으로 연구가 진행되었다.

Beaver(1970)는 순이익, 자기자본이익률, 주식수익률에 대한 시계열 분석으로 자기자본이익률이 장기적으로는 평균에 회귀하는 속성이 있음을 증명하였다. 특히 자기자본이익률은 주식수익률과 순이익의 중간 정도의 평균회귀과정을 따르고 있음을 보고하였다.

Freeman et al.(1982)에서도 자기자본이익률이 시계열상 평균회귀과정을 따르는 속성이 있으며, 당기 자기자본이익률의 변화가 차기 순이익 변화에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나 기업의 현재 수익성 변화가 미래의 순이익 변화를 예측하는 데 유용한 정보임을 입증하였다. 또한, 자기자본이익률이 높은 집단에서 낮은 집단에 비해 자기자본이익률의

미래 순이익 예측능력이 우수함을 보고하였다.

Penman(1991)에서도 자기자본이익률의 시계열적 분석을 통해 당기 자본이익률이 높은 기업에서는 미래 자기자본이익률 역시 높게 나타나 기업의 현재 수익성이 미래 수익성의 원천이 됨을 입증하였다. 이러한 현상은 증가-자본비율이 높은 집단과 낮은 집단에서도 동일하게 관찰되었다. 또한 자기자본이익률이 높은 집단과 낮은 집단 간 자기자본이익률 평균의 편차가 점차 감소하여 평균에 회귀하는 속성 역시 보고하였다.

그러나 Penman(1996)에서는 당기 자본이익률이 상대적으로 높거나 낮은 집단에서는 당기 자본이익률에 비해 증가-순이익비율이 미래 자기자본이익률을 더 잘 예측하며, 당기 자본이익률이 중간 정도인 집단에서는 증가-자본비율의 미래 자기자본이익률 예측력이 우수한 것으로 나타났다.

Nissim & Penman(2001)은 보통주자본이익률과 잔여이익성장률 및 이들 재무비율의 발생원천을 세분화하여 추세변화와 시계열적 속성을 분석하였다. 분석결과, 보통주자본이익률, 운영업자산이익률, 자기자본성장률, 운영업자산성장률 등의 재무비율이 5~6년에 걸쳐 평균에 회귀하는 속성이 관찰되었다.

Fairfield & Yohn(2001)에서는 차기 운영업자산이익률의 예측에 이를 분해한 구성비율인 당기 매출액운영업이익률과 운영업자산회전율은 유의한 영향을 미치지 못하였으나 두 구성비율의 변화는 유의한 영향을 미치는 것을 보고하였다.

그러나 Soliman (2003)이 Fairfield & Yohn (2001)를 확장하여 운영업자산이익률의 구성비율인 매출액운영업이익률과 운영업자산회전율을 산업에 고유한 부분과 개별기업에 고유한 부분으로 통제하였을 때는 차기 운영업자산이익률의 예측에 당기 매출액운영업이익률과 운영업자산회전율의 변동과 더불어 두 비율의 수준 역시 유용한 정보임이 밝혀졌다.

이상의 국외 선행연구들은 기업특성 중 수익성을

대변하는 자기자본이익률과 이를 분해한 구성비율들의 추세변화와 속성에 대한 분석과 더불어 현재 수익성과 자기자본이익률의 구성비율이 미래 수익성의 원천이 되는지를 분석하였다.

한편, Lev(1969)는 당좌비율, 유동비율, 부채비율, 재고자산회전율, 자산회전율, 자산순영업이익률의 6가지 주요 재무비율 변화의 추세를 분석한 결과, 이들 재무비율이 산업별 평균에 회귀함을 입증하여 대부분의 재무비율들 역시 자기자본이익률과 마찬가지로 평균에 회귀하고 있음을 확인하였다.

국내 연구로 백원선 등(2004)은 1982년부터 2002년까지 한국거래소 상장기업을 대상으로 당기 자기자본이익률로 구분한 10개 기업집단 간 자기자본이익률 중위수의 차이가 시간이 경과함에 따라 감소하여 우리나라 상장기업에서도 자기자본이익률이 평균에 회귀하는 속성이 존재함을 입증하였다. 뿐만 아니라, 자기자본이익률의 구성비율 중 매출액이익률과 총자산회전율은 평균에 회귀하는 속성이 관찰된 반면, 부채비율의 차이는 오히려 시간이 경과함에 따라 증가하는 것으로 나타났다.

이화득 등(2010)은 1981년부터 2008년까지 한국거래소 상장기업을 매출순이익률과 자산회전율에 의해 원가우위전략 기업집단과 차별화전략 기업집단으로 양분하여 두 집단 내에서 매출순이익률과 총자산회전율의 시계열적 속성을 분석하였다. 구체적으로 원가우위전략(차별화전략) 기업집단에 속한 기업은 매출액순이익률이 낮고, 총자산회전율이 높은 것으로 간주하였다. 분석결과, 차별화전략 기업은 시간 경과에 따라 매출순이익률이 감소하고, 자산회전율은 증가하는 추세를 보였으며, 원가우위전략 기업에서도 매출순이익률이 증가하고, 자산회전율이 감소하는 추세가 나타나 두 재무비율이 모두 평균에 회귀하는 속성이 관찰되었다.

## 2.2 선행연구와 본 연구의 차이점

선행연구들은 대부분 시계열에서 재무비율의 통계적 속성을 분석하였으나 분석기간이 대체로 20년 내외이며, 각 재무비율들의 시계열 속성을 분석하였다는 데 의의가 있다. 그러나 각 재무비율들의 변화가 어떠한 경제적, 전략적 요인에 의하여 변화되었는지 그 경제적 함의를 탐색하지는 않았다.

본 연구에서는 약 60년에 가까운 기간 동안 우리나라 제조기업의 주요 재무적 특성 변화와 더불어 재무적 특성 변화를 초래한 경제적, 전략적 요인을 규명하여 제조기업들의 성장과 경제적 함의를 도출하고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 1960년 이후 53년 동안 자본조달의 원천에 대한 정보를 제공하는 부채비율, 유동성 비율인 유동비율, 성장성 비율인 매출액성장률, 그리고 수익성 비율인 매출액영업이익률과 매출액세전이익률의 추세를 분석한다.

53년이라는 장기에 걸쳐 재무비율 변화의 원인을 규명하는 것은 매우 어려운 작업이다. 그럼에도 불구하고 본 연구에서는 재무적 특성 변화의 원인 규명을 위하여 특정 시기의 재무비율 변화와 관련된 시대적 배경, 경제상황, 정부 정책 등을 조사하였다.

그동안 우리나라 기업의 성장과 역사에 관한 논문이나 연구보고서가 다수 발간되었다. 그러나 이러한 연구들 대부분은 특정 기간의 제조업의 상황을 거시 경제지표인 환율, 이자율, GDP, 수출과 수입, 부가가치 기여도 등과 관련지어 해석하였다. 또한 장기간의 변천을 기술한 보고서들은 대체로 특정 기업의 역사를 분석하였다. 우리나라 제조업이 본격적으로 시작된 1960년 이후 기업들의 재무적 특성의 변화에 대한 본 연구는 우리나라 제조기업의 역사를 재무적 특성에 비

추어 개관할 수 있을 뿐만 아니라, 미래 경제 정책이나 경영전략을 수립하는 데에 기여할 수 있을 것이다.

## III. 연구설계

### 3.1 자료의 원천

본 연구의 목적은 지난 60여년간 우리나라 제조기업의 특성 변화를 개관하는 것이다. 기업의 특성은 다양한 방법으로 측정될 수 있으나 장기간에 걸친 객관적인 특징은 기업 재무제표에 기초한 재무자료가 가장 적합하다.

본 연구의 목적을 달성하기 위해서는 최대한 장기간의 제조업 재무비율 자료를 입수할 수 있어야 한다. 일반적으로 중·단기적 자료를 분석하고 있는 대표적인 재무자료 DB들은 한국신용평가(주)의 Kis-Value와 한국상장회사협의회(TS-2000) 등이 있다. 그런데 이들은 1981년부터 재무자료를 제공하므로 장기간 추세분석에 적합하지 않다. 반면, 한국은행 경제통계시스템의 기업경영분석에서는 주요 재무비율에 한해 1961년부터 2013년 현재까지 자료를 제공하고 있다. 한국은행의 자료는 앞의 DB와 달리 개별 기업의 자료를 획득할 수는 없으나 제조업 전반의 추세를 분석할 수 있기 때문에 본 연구에서는 기업경영분석의 자료를 사용하였다. 이에 본 연구에서는 기업경영분석에서 1961년부터 2013년까지의 부채비율, 유동비율, 매출액성장률, 매출액영업이익률, 매출액세전이익률(2006년까지는 매출액경상이익률)<sup>3)</sup>을 추출하여 분석에 사용하였다.<sup>4)</sup>

3) 2007년 기업회계기준의 변경으로 경상이익이 폐지되어 기업경영분석에서 2006년까지는 매출액경상이익률, 이후 2007년부터는 매출액세전이익률을 추출하였다.

4) 한편, 총자산회전율(매출액/총자산) 역시 중요한 재무비율이지만 기업경영분석 DB에서는 1960년대와 1970년대의 총자산회전율을 제공하지 않는다. 또한 자기자본이익률(ROE)과 총자산이익률(ROA) 역시 동일 기간에 대해 제공되지 않아 분해식을 통한 추정 역시 불가능하다. 이상의 이유로 본 연구에서는 총자산회전율을 연구에 반영하지 못했다.

### 3.2 기업경영분석의 개요<sup>5)</sup>

기업경영분석은 우리나라 기업의 경영실태를 계수적으로 파악하여 정부의 산업정책, 중앙은행의 통화신용정책과 금융기관의 여신관리 및 기업의 경영합리화 추진 등에 필요한 기초 통계자료의 제공을 목적으로 한다.

한국은행은 1962년 처음으로 1960년과 1961년의 연간 기업경영분석 통계를 편제한 후, 2013년 현재까지 매년 공시하고 있다. 1977년까지 우리나라 전체 기업에 대한 모집단 자료가 불충분하여 유의표본조사방식을 채택하였으며, 1978년부터는 국세청 법인세 신고기업을 모집단으로 선정하였다. 모집단 대표성을 높이기 위해 매년 조사대상업체수를 확대하여 2009년 표본설계 개편에서는 종전 매출액 최저한도(하위 10%, 2004년 기준 25억원)를 폐지하여 전체 법인세 신고대상 기업으로 모집단의 범위를 확대하였다. 이로 인해 2007년부터 소규모 기업의 경영성과가 통계에 포함되었으며, 2011년부터는 국세청 법인세 신고대상법인의 신고자료에 첨부되는 각 기업의 재무제표를 이용할 수 있게 되어 기업경영분석통계의 편제방법을 종전 표본조사방식에서 모집단 집계방식으로 전면 확대되었다.<sup>6)</sup>

조사대상 기업은 원칙적으로 우리나라에서 활동하고 있는 금융·보험업을 제외한 영리법인이며, 작성대상으로 적합하지 않은 기업들이 제외되었다. 예로, 기업경영분석(2013)에서는 국세청 법인세 신고

기업 536,725개 중에서 다음의 기업이 제외되었으며, 구체적으로 결산일이 1월 1일에서 5월 31일에 해당되는 5,617개, 비영리기업 9,634개, 통계편제 제외대상 업종의 기업 29,186개<sup>7)</sup>를 제외한 492,288개 기업이 2013년 기업경영분석에 최종 편제되었다. 이들 기업의 2013년 법인세 신고서류에 첨부된 재무제표를 기업경영분석 편제대상 업종별로 분류 및 집계하여 기업 전체의 재무제표와 재무비율을 산출한다.

## IV. 제조기업의 재무적 특성 추세분석

### 4.1 연도별 재무비율과 기술통계량

〈표 1〉은 분석대상기간인 1961년부터 2013년까지 각 연도별 재무비율의 값을, 〈표 2〉는 53년간 재무비율의 기술통계량이다. 부채비율은 최대 488%에서 최근 100% 이내로 크게 감소하였으며, 유동비율은 최저 83%에서 최대 180%로 나타났다. 매출액성장률은 최대 60%까지 기록하였으며, 매출액영업이익률은 5%에서 13% 정도인데 반해 매출액세전이익률은 최대 9% 흑자에서 -2%의 적자까지 보이고 있다. 차입금평균이자율은 최대 18.7%에서 최저 4.4%까지 나타났다.<sup>8)</sup>

또한, 부채비율의 표준편차가 112.85로 다른 재무

5) 기업경영분석(2013)에 소개된 내용을 발췌 및 요약하였다.

6) 이러한 이유와 더불어 2008년 제9차 한국표준산업분류가 시행되어 기업경영분석 DB에서는 재무비율 자료를 3개 구간(①1961년부터 2007년, ②2007년부터 2010년, ③2009년부터 2013년)으로 구분하여 제공하여 2007년, 2009년, 2010년은 2개의 재무비율 값이 추출되며, 최근 연도일수록 기업경영분석에 편제되는 기업의 수가 증가한다. 이에 최대한 많은 기업을 분석에 반영하고, 각 재무비율의 추세를 1개로 나타내어 독자의 이해가능성을 제고하기 위해 2007년 재무비율은 ②를, 2009년과 이후는 ③을 분석에 반영하였다. 또한 한국은행이 지속적으로 편제 기업의 수를 확장하였으며, 기업경영분석지표에서는 기업별 재무비율 자료를 제공하지 않기 때문에 본 연구에서는 연도별 분석대상 기업의 수를 통제하지는 못하였다.

7) 금융 및 보험업, 임업, 수도사업, 연구개발업, 공정거래위원회 지정 지주회사, 공공행정·국방 및 사회보장행정, 보건 및 사회복지사업, 협회 및 단체, 가구내 고용활동 및 달리 분류되지 않은 자가소비 생산활동

8) 한국은행 기업경영분석에서 차입금평균이자율은 1971년부터 추출이 가능하여 차입금평균이자율의 평균은 1971년부터 2013년까지 43년간의 수치이다.

〈표 1〉 연도별 재무비율

연도	부채비율	유동비율	매출액성장률	매출액영업이익률	매출액세전이익률	차입금평균이자율
1960	238.48	110.28	.	7.88	4.11	.
1961	135.92	132.39	17.50	9.04	5.11	.
1962	153.47	127.98	30.80	10.19	7.26	.
1963	92.22	149.28	39.50	11.35	9.11	.
1964	100.47	164.17	31.10	12.47	8.58	.
1965	93.74	179.84	28.60	11.52	7.90	.
1966	117.71	139.20	45.79	12.84	7.70	.
1967	151.23	129.95	44.40	11.01	6.74	.
1968	201.30	129.70	49.00	11.08	5.96	.
1969	270.00	120.50	27.15	10.42	4.31	.
1970	328.40	117.10	18.80	10.37	3.27	.
1971	394.20	108.06	25.10	8.95	1.18	13.35
1972	313.40	128.24	33.33	9.58	3.94	12.00
1973	272.70	134.21	59.92	10.35	7.49	8.53
1974	316.00	121.93	57.23	7.74	4.81	10.50
1975	339.50	119.86	40.98	7.20	3.42	11.28
1976	364.60	115.73	38.58	7.47	3.86	11.93
1977	350.70	112.40	31.57	6.81	3.54	13.09
1978	366.80	109.78	36.51	7.66	3.98	12.41
1979	377.10	102.17	30.47	7.44	2.72	14.38
1980	487.90	98.86	37.23	7.28	-0.18	18.69
1981	451.50	95.15	33.94	7.58	0.01	18.37
1982	385.80	96.56	12.29	7.40	0.87	15.97
1983	360.30	97.07	17.80	7.64	2.68	13.64
1984	342.70	98.37	17.92	7.36	2.72	14.42
1985	348.40	103.77	9.83	7.81	2.47	13.44
1986	350.90	101.03	16.84	7.93	3.63	12.50
1987	340.10	99.86	22.56	7.24	3.58	12.50
1988	296.00	103.15	15.81	6.82	4.05	12.96
1989	254.30	103.74	7.00	6.02	2.50	13.61
1990	285.52	99.44	18.81	6.53	2.34	12.25
1991	306.68	95.33	17.41	6.64	1.78	12.98
1992	318.73	92.75	10.34	6.64	1.53	12.34
1993	294.88	94.13	9.94	7.04	1.70	11.19
1994	302.52	94.59	18.23	7.65	2.74	11.39
1995	286.75	95.39	20.44	8.33	3.60	11.68
1996	317.11	91.89	10.26	6.54	0.99	11.22
1997	396.25	91.77	11.02	8.25	-0.34	10.59
1998	303.02	89.75	0.71	6.11	-1.84	13.51
1999	214.66	92.02	8.02	6.62	1.68	11.54
2000	210.57	83.23	15.20	7.40	1.29	10.49
2001	182.20	97.87	1.69	5.52	0.35	9.44
2002	135.44	106.07	8.26	6.74	4.69	7.65
2003	123.39	109.75	6.12	6.87	4.68	6.82
2004	104.24	116.97	17.10	7.56	7.79	5.93
2005	100.90	121.35	5.87	6.12	6.50	5.98
2006	98.88	120.51	6.26	5.34	5.69	6.27
2007	107.10	119.76	9.32	5.87	6.24	6.35
2008	123.23	112.77	20.43	5.89	3.22	6.50
2009	116.79	115.66	2.21	5.83	5.69	5.85
2010	108.28	116.42	18.49	6.72	6.96	5.50
2011	109.19	116.73	13.55	5.57	5.16	5.34
2012	101.04	124.36	4.21	5.13	5.24	4.98
2013	92.93	131.91	0.51	5.25	4.68	4.41

〈표 2〉 재무비율의 기술통계량

	최소값	최대값	중위수	평균	표준편차
부채비율	92.22	487.90	279.11	246.97	112.85
유동비율	83.23	179.84	110.03	112.61	18.84
매출액성장률	0.51	59.92	17.92	21.36	14.67
매출액영업이익률	5.13	12.84	7.40	7.79	1.90
매출액세전이익률	-1.84	9.11	3.75	3.88	2.49
차입금평균이자율	4.41	18.69	11.54	10.79	3.58

비율에 비해 가장 높게 나타나 상대적으로 분석기간 동안 부채비율의 변동이 가장 두드러질 것이라 예상된다. 또한 부채비율의 중위수(279.11%)가 평균(246.97%)에 비해 32.14%p로 높게 나타나 중위수와 평균의 차이 역시 다른 재무비율에 비해 가장 크다. 이는 본격적인 수출 주도형 제조업(경공업) 경제개발이 시작된 1960년대까지 우리나라는 농업, 임업 등 비제조업 위주의 산업구조였으므로 제조기업의 수가 매우 작고 영세하였기 때문에 제조기업들의 부채비율 역시 낮았으며, 이 시기의 낮은 부채비율이 분석기간 전체 부채비율의 평균을 감소시킨 것으로 보인다.

한편, 수익성 지표인 매출액영업이익률과 매출액세전이익률의 표준편차가 각각 1.90, 2.49로 다른 재무비율에 비해 낮게 나타나 우리나라 제조기업들의 수익성이 다른 재무비율에 비해 안정적인임을 알 수 있다. 그러나 매출액세전이익률의 표준편차가 매출액영업이익률에 비해 0.59 높게 나타났다. 이는 부채비율이 평균 246.97%로 상대적으로 높으며, 수출에 의존하는 우리나라 제조기업의 특성상 영업성과(매출액영업이익률)는 일정한 수준이 유지되고 있지만 이자비용, 외환차손익 등 영업외손익이 제조기업의 수익구조에 큰 영향을 미치고 있음을 추측할 수 있다. 위에서 설명한 바와 같이 매출액영업이익률은 지속적으로 흑자를 기록하고 있으나(5% ~ 13%) 매출액세전이익률은 3개 연도(1980년: -0.18%, 1997년: -0.34%, 1998년: -1.84%)에서 적자를

기록한 점 역시 동일한 의미로 해석할 수 있다.

#### 4.2 자원조달 원천의 변화추세

기업은 자원을 조달하여 재화나 서비스의 판매를 통해 이익을 창출하므로 자원조달 의사결정은 재무 의사결정의 핵심적 요소이다. 자원조달의 원천은 부채 차입을 통한 타인자본과 주식발행 또는 이익의 사내유보 등을 통한 자기자본으로 구분된다. 기업이 치를 극대화하기 위하여 기업은 자기자본과 타인자본을 적절히 조합하여 자본비용을 최소화하는 방향으로 투자에 필요한 자원을 조달하여야 한다.

기업의 자원조달원천을 표시하는 지표는 부채비율이다. 부채비율은 아래 식과 같이 타인자본(부채)과 자기자본 간의 비율로 기업이 자금을 조달하는 원천에 대한 정보를 제공한다.

$$\text{부채비율}(\%) = \frac{\text{유동부채} + \text{비유동부채}}{\text{자기자본}} \times 100$$

일반적으로 부채비율이 낮을수록 자원조달이 안정적인 것으로 평가된다. 그러나 투자자 입장에서 부채비율이 매우 낮은 기업은 소극적인 투자를 수행하는 것으로 평가될 수 있으며, 경영자 입장에서도 투자수익률이 이자율을 상회하는 경우, 타인자본 이용을 증가시켜 레버리지 효과를 창출하고자 한다. 그

러나 채권자 입장에서 부채비율이 지나치게 높은 기업은 채권회수 가능성이 낮기 때문에 투자위험이 높게 평가되며, 이로 인해 투자를 기피하거나 투자위험에 대한 보상으로 높은 이자비용을 요구하게 된다. 과도한 이자비용의 지급은 기업의 수익성을 악화시켜 지급불능사태를 초래할 수 있으며, 결국, 추가적인 부채의 조달에 난항을 겪게 된다.

〈그림 1〉은 지난 53년간 우리나라 제조업 부채비율의 변화추세이며, 최대값은 1980년 487.90%, 최소값은 1963년 92.22%이다. 부채비율의 전반적인 변화추세를 살펴보면, 1960년대 초반에는 부채비율이 100%대에 머물다가, 중반 이후 급증하기 시작하여 금융위기 이전까지 줄곧 200%를 상회하고 있다. 이러한 부채비율의 증가는 1997년 금융위기 당시에 396.25%로 1980년 487.90%와 1981년 451.50%, 두해를 제외하면 역대 최고치를 기록하였다. 이는 당시 우리나라 제조기업들이 자본조달에 있어 자기자본의 약 4배에 달하는 타인자본을 조달하고 있음을 의미하므로 제조기업의 타인자본의 의존도가 당시 얼마나 심각했는지를 보여준다.

부채비율 변화를 구간별로 살펴보면, 한국전쟁 직후인 1950년대에는 사실상 우리나라 제조업의 자립이 불가능한 시기였기 때문에 일본이 남기고 간 기업들과 미국 등 서방국가들의 원조로 현상을 유지하고 있었다. 이후 1960년대에는 경제개발 5개년 계획을 통한 경공업 위주의 정책이 성공적으로 실행되었으나 기업을 성장시킬 자원이 부족하였다.

당시 제조기업들이 자기자본 조달에 한계가 있었

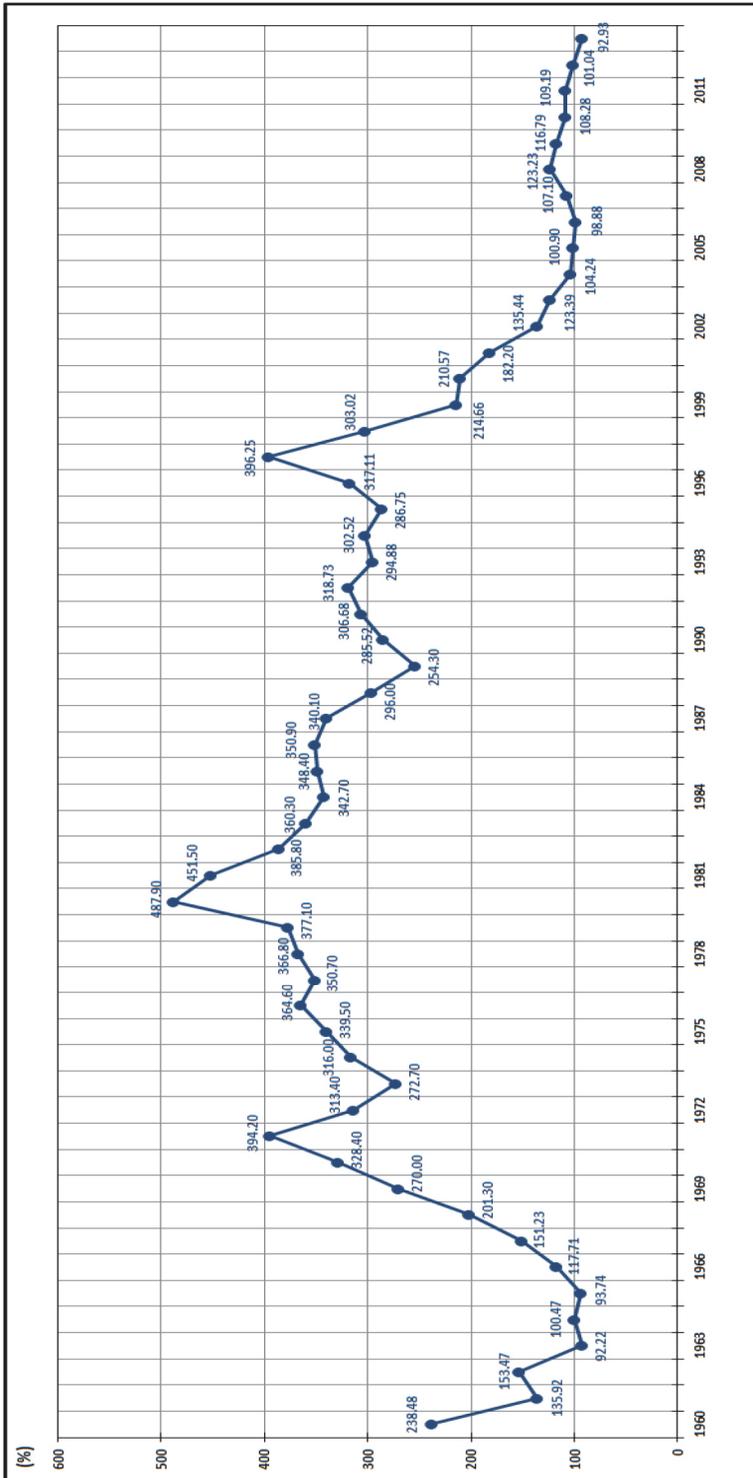
기 때문에 자원의 조달은 은행 차입에 의존하여야 했다. 이후 국내 은행만으로는 부족하였기 때문에 외국 차관도입이 기업 성장에 필수적이었다. 1965년 정부의 한일 국교정상화와<sup>9)</sup> 공업화정책으로 정부가 지급보증한 차관이 급증하였다. 뿐만 아니라, 1966년 시행된 외자도입법<sup>10)</sup>은 기업의 차관 도입을 더욱 가속화시켰으며, 이러한 이유로 부채비율은 1965년 93.74%에서 1971년 394.20%까지 무려 300.46%p 폭증하였다.

당시 기업들은 재무구조의 부실화가 진행되어 추가적인 차입이 어려워지자 연리 46%에 달하는 고리사채를 사용하기에 이르러 채무 상환과 이자의 부담이 가중되었다. 이에 정부는 1972년 8·3 긴급 경제안정화 조치로 기업과 사채권자의 모든 채권과 채무관계를 전면 백지화하고, 새로운 계약으로 대체한다는 사채 동결 조치를 취하였다. 이로 인해 1973년 부채비율은 272.20%까지 하락되었다.

1973년부터 정부는 중화학공업육성정책을 시행하였으며, 중화학공업은 산업 특성상 상대적으로 설비투자 등에 대규모 자본이 소요된다. 그러나 당시 대다수 기업들은 이를 충당할 수 있을 정도의 충분한 자본을 보유하지 못했을 뿐만 아니라 1973년 제조업의 부채비율은 여전히 272.70%로 타인자본에 대한 의존도가 매우 높은 상황이었다. 또한 국내 저축 증가로 인해 국내 자본이 과거에 비해 상당히 축적되어 있었으나 국내 자본만으로는 중화학공업 육성에 소요되는 막대한 자본을 감당하기에는 매우 부족하였다. 이에 정부는 자본 축적을 위해 대규모 기업

9) 대한민국과 일본은 1951년 이후 5차례에 걸쳐 회담을 가졌으나 합의점을 도출하지 못하였다. 우선 일본은 개인 배상을 제안했지만 정부는 이것을 거부했다. 반대로 정부는 국가에 대한 배상을 일본에 요구하고 논의가 진행되었다. 결국 1964년 우리 정부는 일본과의 외교 관계를 수립하였으며, 그 대가로 일본으로부터 차관을 지급받기도 하였다.

10) 외국자본의 국내 유치 및 보호를 목적으로 1966년 8월 3일 제정된 법률(법률 제1802호)로 외자의존형 경제개발전략을 채택한 정부는 상업차관의 누증에 따른 원리금 상환부담을 피하는 동시에 고용기회 창출, 선진기술 도입 등의 부수적 효과를 노려 외자도입법을 제정·공포함으로써 외자기업의 국내진출을 적극적으로 유도했다. 외자도입법의 내용 속에는 소득세·법인세, 부동산·건물 등의 취득세·재산세, 배당소득·기술사용료에 대해 최초 5년간 전액 면제, 그 다음 3년간 반액 면제 및 관세·물품세 등의 수출입세 면제 등 파격적인 세제상의 우대조치 외에도 이익의 재투자 및 타사업 출자 허용, 출입국 편의도모, 토지취득 우선권 부여, 공장부지 확보 등 각종 특혜조치가 포함되어 있었다.



〈그림 1〉 우리나라 제조업의 53년간 부채비율 변화추세

집단의 중화학공업 참여를 독려하였으며, 이를 위해 산업은행을 직접 통제하여 참여기업의 이자율을 낮게 조정하였고, 외자 도입을 촉진하였다.

1970년대 하반기 전체 상업차관 도입액의 46%를 중화학공업 외산 설비재 구입에 사용하여 중화학공업 육성에 필요한 자본의 마련을 위해 외자 역시 적극적으로 도입하였다. 결국, 이와 같은 중화학공업 참여 대기업에 대한 정부의 적극적인 지원으로 참여 대기업들은 낮은 이자비용으로 조달한 부채를 설비투자에 사용하였다.<sup>11)</sup> 이로 인해 부채비율이 지속적으로 증가하여 타인자본에 대한 의존도가 더욱 높아진 결과, 1980년에는 역대 최고치인 487.90%를 기록하였다.

이에 정부는 1979년 5월 중화학부문 투자조정조치, 1980년 9월 9.27 기업체질 강화조치, 1981년부터 1989년까지의 비료공업, 해운산업, 자동차산업, 선박용 엔진, 발전설비제조업, 석탄산업, 조선산업 등의 산업합리화계획 등을 차례로 시행하여 중화학공업을 포함한 산업 전 분야의 부실기업을 정리하였다. 특히, 1980년대 중반에는 산업합리화계획을 지원하기 위해 조세감면규제법을 개정하고, 공업발전법을 제정하여 중화학공업 분야에서 산업합리화를 추진하고 부실기업을 정리해 나갔다. 구체적으로 산업합리화 대상 업종은 조세감면규제법을 통해 조세감면 혜택을 부여하고, 공업발전법을 통해 신규 진입을 규제하였다. 산업합리화 및 부실기업정리 과정을 통해 9,863억의 원금 탕감, 1조 6,406억의 원금상환 유예, 4조 1,947억의 이자유예 또는 감면 등의 금융지원이 이루어졌다. 그런데 당시 대기업의 대규모 투자에 의한 무분별한 사업 확장을 통제할 수 있는 견제장치가 마련되어 있지 않았다. 이러한 상황에서 정부 산업정책의 급박한 민간 자율체제로

의 전환은 1990년대 전반에 다시 과대투자 문제를 초래한 동시에 1997년 외환위기를 초래한 하나의 요인이 된 것으로 판단된다.

1980년대부터는 자기 자본조달이 증가하기 시작하였다. 1980년대 주식시장에 공기업 주식이 국민주 형태로 보급되었으며, 1983년에는 온라인 증권시스템을 가동하여 기존까지 전화 통화로 이루어지던 주식 매매를 1986년부터 컴퓨터로 처리하기 시작했다. 또한 1986년 이후 3저 현상(저금리, 저유가, 저원화가치)에 따른 경제 호황은 국민실질소득을 증가시켜 일반 대중의 주식시장 참여를 대폭 증가시켰다.<sup>12)</sup> 주식시장의 활황으로 서울 올림픽 이듬해인 1989년의 코스피지수는 1,000포인트를 상회하였다. 이때 기업들은 외형적인 성장과 자본 조달을 용이하게 하기 위해 상장을 서둘렀다. 그 결과, 상장기업의 수가 1985년 340개에서 1989년 660개 이상으로 증가하여 기업들은 과거의 외자, 차관, 차입 등의 타인자본 조달 대신 유상증자와 기업공개를 통한 자기자본 조달이 크게 증가하여 부채비율은 1989년 254.30%까지 지속적으로 감소하게 된다.

그러나 3저 현상으로 인한 경제호황은 1989년부터 경기가 후퇴하면서 1990년 코스피지수는 500포인트 대까지 하락하였으며, 이에 정부는 1989년 12·12 증시부양대책을 시행하였으나 큰 효과를 거두지 못하였다. 이로 인해 기업들의 부채 비중이 다시 증가하여 부채비율은 1992년 318.73%까지 증가하였다.

이후 우리나라는 1996년 경제협력개발기구(OECD)에 가입하였으며, 이에 따라 자본시장과 금융시장이 개방되었다. 자본시장과 금융시장의 개방으로 금리차익을 도모한 외자가 국내에 다량 유입되었으며, 은행들은 낮은 금리의 외채를 차입하여 국내 기업에 대출을 제공하였다. 저금리의 외채를 차입한 기업에

11) 1975년에서 1980년까지 제조업 전체 기계가동률이 70% 이상이었는데 반해 중화학공업 관련업종은 50% 정도로 낮게 나타나(이영선, 1986) 과도한 설비투자로 자원배분이 비효율적으로 이루어졌음을 의미한다.

12) 주식투자자는 1985년 77만명에서 1989년 1,900만명으로 2,368%(연평균성장률: 592%) 폭증하였다.

서는 수익성을 고려하지 않은 외형적 성장과 과대투자가 성행하여 1995년 286.75%였던 부채비율은 1996년에 317.11%, IMF에 구제금융을 신청한 1997년은 396.25%까지 급증하게 되었다.

여기에 환율 하락으로 인한 원화가치 고평가는 수출 주도의 우리나라 제조기업의 현금 수입을 감소시켰다. 즉, 현금 수입이 감소하는 상황에서 외형적 성장을 위한 과도한 부채 차입과 설비투자는 현금지출을 증가시켜 부채비율은 높아지고, 재무구조는 악화될 수밖에 없었다. 재무구조의 부실화가 급속도로 진행되던 중 1997년 한보를 시작으로 진로, 기아 등의 재벌기업들과 이들 기업의 협력 중소기업들 역시 연이어 도산하게 된다. 이로 인해 외채를 차입하여 이들 기업에 대규모의 대출을 제공한 상업은행, 한일은행, 조흥은행, 제일은행, 서울은행, 외환은행 등 당시 6대 시중은행을 비롯한 대부분의 은행도 차입금에 대한 회수가 불가능하여 은행 간 합병, 퇴출 등 대대적인 구조조정 과정을 거치게 된다.

이후 외환위기를 초래한 원인이 기업의 지나친 타인자본 의존임을 인식한 정부는 강도 높은 부채비율 200% 이하 축소정책과 기업구조조정정책을 시행하여 2001년까지 부채비율을 200% 이하로 유지할 것을 강제하였다. 기업들은 이에 높아진 금리로 인해 타인자본 대신 주식시장을 통한 자기자본 조달을 증가시켰으며, 또한 투자 유보, 유형자산 처분, 이익의 사내유보 등을 통해 외환위기 이후 2013년 현재까지는 글로벌 금융위기인 2007년에서 2008년을 제외하면 전 구간에서 부채비율이 감소하여 타인자

본에 대한 의존도가 감소하고 있다.<sup>13)</sup> 특히, 기업의 타인자본이 자기자본의 3배 이상이었던 금융위기 당시와 비교하면 2013년 현재 부채비율은 92.93%로 타인자본에 비해 자기자본을 높게 보유하고 있으며, 1963년 92.22%와 거의 유사한 수준의 역대 최저치로 타인자본에 대한 의존도가 가장 낮은 안정적인 상태에 이르렀다고 볼 수 있다.<sup>14)</sup>

이상을 통해, 우리나라 제조기업의 부채비율 변동은 1960년대 초반의 영세제조기업시기, 경제개발계획의 시작과 채권동결조치, 중화학공업 육성 및 투자조정, 주식시장 공개, 자본시장 및 금융시장 개방과 외환위기, 그리고 외환위기 이후로 구분할 수 있다.

또한, 전반적으로 제조기업의 부채비율은 정부 정책과 외부환경 변화에 민감하게 반응함을 알 수 있다. 즉, 정부가 경공업에서 중화학공업 위주로 제조기업 성장을 위한 각종 부채 차입 지원정책을 시행하던 1960년대 중반에서 1970년대 말까지 부채비율은 증가세이다. 반면, 1980년대 들어와 산업합리화정책과 주식시장 발전으로 약간 감소하다가, 외환위기 이후 기업들의 성과 향상과 부채축소 노력으로 급락하여 부채비율이 100%에 이르렀다. 이를 통해 1980년대 중반까지는 정부 정책이, 이후에는 외부환경과 기업들의 노력이 자본구조에 크게 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

#### 4.3 유동성 변화추세

유동성은 기업이 보유한 자산을 단기간 내에 정상

13) 2000년대 중반 금융권의 외채 차입이 급증하였으며, 이에 대한 특별한 규제 역시 행해지지 않았다. 이로 인해 당시 외채 중 단기 외채의 비율이 50% 이상이었으며, 더욱이 외국인투자자는 1997년 외환위기를 경험한 우리나라에서 투자금을 급속도로 회수하였다. 이에 2006년에서 2007년까지 부채비율이 증가하였으나 2008년 미국과의 300억 달러 규모의 통화스왑을 체결하여 부채비율은 다시 감소하기 시작한다. 이에 정부는 2010년 외환 건전성을 회복을 위해 선물환 포지션 한도 규제, 외국인 채권투자에 대한 비과세 폐지, 외환건전성 부담금 등을 도입하였다.

14) 외환위기 직후의 지속적인 부채비율의 하락이 자기자본 조달의 증가에 의한 현상인지 혹은 타인자본 조달의 감소로 인한 현상인지는 추가적인 분석이 필요하다. 김창배와 홍재범(2004)은 외환위기 직후 기업들은 부채의 상환을 통한 차입금 의존도 감소 보다 유형자산의 매각, 투자의 유보, 이익의 사내 유보 등에 의한 자본의 증가가 이 시기 부채비율을 감소시켰다고 주장하였다. 이에 본 연구에서는 후술하는 4.6.1 재무구조의 변화추세에서 이를 규명하였다.

적인 가격으로 현금화할 수 있는 능력 또는 기업의 단기 채무에 대한 상환 능력을 의미한다. 발생주의 회계의 특성상 성장성과 수익성이 양호하더라도 채권의 적시 회수가 불가능한 기업에서 유동성이 부족하면, 단기 채무에 대한 상황이 불가능하여 흑자도산의 위험이 초래될 수 있다.<sup>15)</sup> 이에 본 절에서는 우리나라 제조업이 지난 53년간 유동성을 어떻게 관리해 왔는지를 살펴보고자 한다.

기업의 유동성을 평가하기 위한 대표적 재무비율은 유동비율이며, 아래 식과 같이 유동자산을 유동부채로 나누어 산출한다. 일반적으로 유동비율이 높을수록 유동성이 충분한 것으로 평가되며, 채권자는 투자 의사결정에 채권회수 가능성을 가장 중요한 요인으로 고려할 것이므로 유동비율이 높은 기업을 선호하게 된다. 그러나 과도하게 높은 유동비율은 경영자의 위험 회피적인 투자성향을 반영하여 수익성을 저하시키는 요인이 될 수도 있다.<sup>16)</sup>

$$\text{유동비율(\%)} = \frac{\text{유동자산}}{\text{유동부채}} \times 100$$

〈그림 2〉는 지난 53년간 우리나라 제조업의 유동비율 변화추세를 보이고 있다. 기간 중 유동비율의 최대값은 1965년 179.84%, 최소값은 2000년 83.23%인데, 유동비율은 앞에서 본 부채비율에 비

해 증감의 폭이 크지는 않게 나타나고 있다. 그 이유는 부채의 조달원천은 시기적 상황에 따라 달라질 수 있으나, 유동성은 시기와 무관하여 100% 전후를 유지하는 것이 필요하기 때문이다.

유동비율 변화추세를 살펴보면, 1964년까지 유동비율이 급격히 증가한 후 외환위기 이후인 2000년까지 지속적으로 유동비율이 악화되었다. 2001년부터는 2007년 서브 프라임 모기지 사태 전후에 유동비율이 미약하게 감소하였다. 2009년부터 2013년 현재까지는 지속적인 증가세를 이어간 결과, 2013년 현재 유동비율은 131.91%로 1970년대 중반 이후 역대 최고치를 기록하고 있다.

유동비율은 부채비율보다 전반적으로 변동폭이 크지는 않으나 부채비율과 대칭적인 형태를 보이고 있다. 즉, 유동비율이 개선(증가)될 때 부채비율 역시 개선(감소)됨을 알 수 있다. 따라서 각 구간별로 부채비율 변화에 영향을 미친 주요 경제적 상황들 대부분이 유동비율에도 거의 동일한 영향을 미쳤음을 알 수 있다. 이에 유동비율의 구간별 변화에 대해서는 상세한 해석을 제시하지 않기로 한다.<sup>17)</sup>

#### 4.4 성장성 변화추세

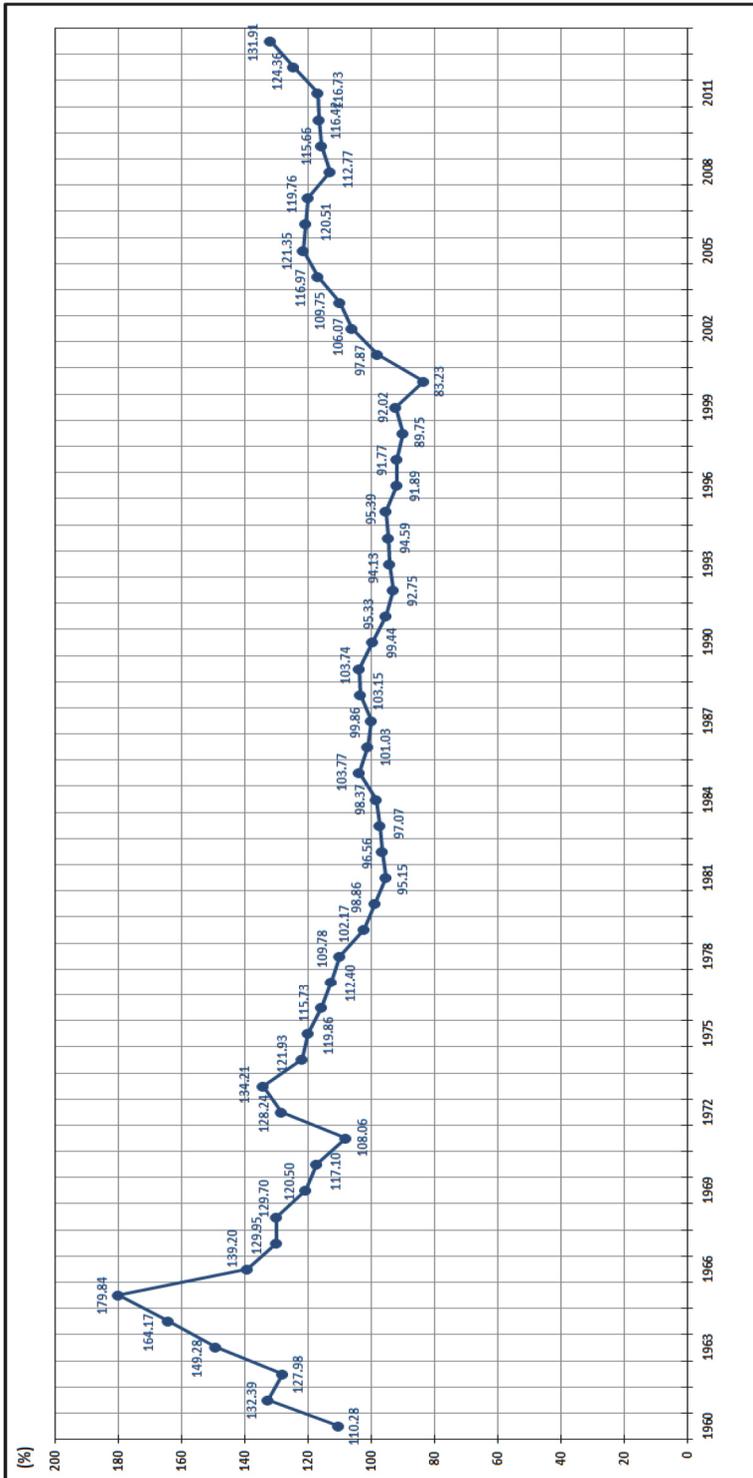
기업의 성장성이란 기업의 규모나 영향력 등이 커져가는 정도를 의미하며, 주로 계량화가 가능한 총

15) 실제로 우리나라는 IMF 관리체제가 시작된 1997년 12월부터 1998년 3월말까지 장부상 이익을 기록한 24개 기업(금융업 제외)이 일시적 자금난을 견디지 못하고 부도처리 되었다. 이러한 사례들은 기업, 금융기관, 정부 등에게 유동성 관리가 기업의 생존과 직결된다는 뼈아픈 교훈을 남겼다.

16) 다만, 경기변동에 민감하거나 진부화가 빠른 재고자산을 다량 보유한 기업에 한해서는 유동자산에서 재고자산을 차감한 당좌자산을 유동부채로 나는 당좌비율로 유동성을 평가하는 것이 더욱 효과적일 수 있다.

$$\text{당좌비율(\%)} = \frac{\text{유동자산-재고자산}}{\text{유동부채}} \times 100$$

17) 이한득(2014)에서는 2013년 현재 우리나라 제조업의 유동비율이 131.91%까지 개선되었으나 2014년 선진국 200.1%, 신흥국 162.8%, 전체 176.2% 모두에 미치지 못하는 점을 제시하며, 우리나라 제조업의 유동성 확보 노력이 지속될 필요가 있음을 주장하고 있다. 그러나 외환위기 이후 경영자의 과소투자 문제를 증명한 다수의 실증연구에서는 과소투자로 인한 고용의 감소와 경기 침체 등 우리 경제 전반에 미치는 악영향으로 기업의 투자 확대가 필요함을 제안하고 있다. 4.6.2 수익구조의 변화추세에서 후술하겠으나 이제는 유동성의 확보에만 치중하기 보다는 유동부채를 상회하는 수준으로 유동자산을 유지하는 범위에서 초과 현금으로 인한 투자여력을 유·무형자산에 대한 투자로 연계시킬 필요가 있다고 생각된다.



〈그림 2〉 우리나라 제조업의 53년간 유동비율 변화추세

자산, 유형자산, 매출액 등의 변화를 통해 측정한다. 특히 매출 규모의 성장 정도는 기업의 미래 수익창출능력이나 경쟁력을 간접적으로 나타내므로 기업가치 평가에 수익성과 더불어 매우 유용한 지표이다. 이에 본 연구에서는 우리나라 제조기업들의 성장성 변화추세를 아래 식과 같이 계산된 전기 대비 당기의 매출액성장률을 사용하였다.<sup>18)</sup>

$$\text{매출액성장률(\%)} = \frac{\text{당기 매출액} - \text{전기 매출액}}{\text{전기매출액}} \times 100$$

〈그림 3〉은 지난 53년간 우리나라 제조업의 53년간 매출액성장률의 변화추세를 보이고 있다. 우리나라 제조기업의 성장성은 1980년을 전후로 구분되고 있다. 우선 1963년부터 1980년까지 매출액성장률의 평균이 37.51%로 매우 높게 나타난 것에 반해 1982년부터 2013년 현재까지의 평균은 11.70%에 불과하다. 특히 외환위기가 있었던 1997년, 불황으로 인해 매출액성장률은 0.71%로 최저치를 하락하였으며, 2013년도는 0.51%로 지난 53년간 최저치를 기록하고 있다.<sup>19)</sup>

이러한 현상은 거시 경제요인 등의 다양한 상황들이 영향을 미쳐 나타날 수 있으나 주된 원인은 특정 산업의 육성을 위한 정부 주도의 경제성장정책의 변화에 기인한 것으로 생각된다. 즉, 1960년대 중반 이후부터 1980년대 이전까지는 정부가 직접 개입을 통한 경공업 위주의 수출 장려정책과 중화학공업 육성정책을 추진하여 이 시기 제조업의 급격한 성장을 시현하였다. 이 시기는 새로운 산업의 육성 초기이기 때문에 매출액성장률이 매우 높게 나타났다. 그러나 1980년대 이후에는 무리한 성장에 따른 구조

조정과 이후 기업이 안정된 상태에 진입하였기 때문에 매출액성장률이 둔화되는 모습을 보이고 있다.

성장성을 시기별로 살펴보면, 1960년대 초 우리나라는 6·25 전쟁 이후의 베이비붐 세대들이 경제활동 가능인구로 성장하여 이들의 실업문제가 심각하였다. 또한, 1953년 휴전 이후 지속적으로 확대된 외국인투자금이 축소되어 국제수지는 지속적으로 악화되고 있었다. 이에 정부는 1차(1962년에서 1966년까지)·2차(1967년에서 1971년까지) 경제개발계획을 시행하여 노동집약적 경공업제품의 수출을 장려하였으며, 이를 통해 경상수지 적자문제 및 비교적 교육수준이 높았던 베이비붐 세대들의 실업문제 역시 해결하고자 하였다.

두 차례에 걸친 경제개발계획의 시행으로 각종 산업시설과 사회간접자본이 확충되어 공업화의 기반이 조성되었으며, 여기에 정부의 환율 인상 등의 수출 지원,<sup>20)</sup> 수입 규제, 외국차관 도입, 외국인 투자 장려, 대한무역진흥공사의 해외지사 확대 등의 적극적인 정책적 지원이 이루어졌다.

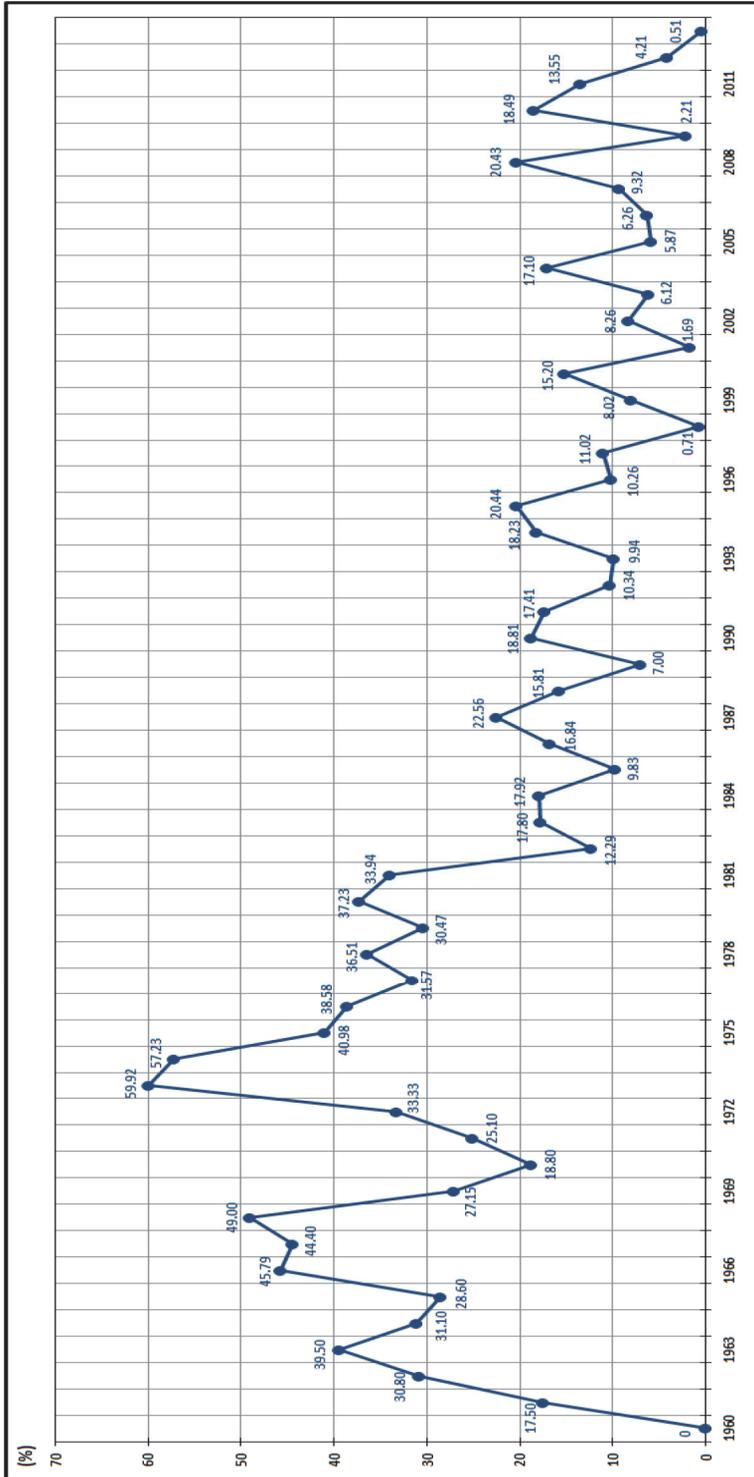
뿐만 아니라, 민간에서도 1963년 한국경제인협회(현재, 전국경제인연합회)는 선진국의 사양 산업을 유치하기 위해 수출산업촉진위원회를 설치하는 등 유망한 수출 산업을 적극 탐색했다. 이러한 민관의 적극적인 경공업 제품 수출장려정책으로 1960년대 후반에는 전체 제조업 중 경공업의 비율이 70% 이상이었으며, 1963년 8.7%에 불과하던 경공업의 수출비율이 10년 후인 1973년 83.9%로 대폭 증가하여 제조업의 매출액성장률 역시 59.92%로 역대 최고치를 기록하고 있다.

한편 1960년대 후반 매출액성장률이 급락하였는데 이는 저렴한 노동력을 보유한 후발 개도국이 경

18) 성장률이 높더라도 유동성 및 수익성의 저하는 지급불능 위험을 초래할 수 있기 때문에 유동성과 수익성 분석을 병행해야 하며, 성장률 분석에서 제품 및 사업의 특성, 산업내 경쟁구조 등 성장률에 영향을 주는 다양한 질적 요인을 함께 살펴볼 필요가 있다.

19) 2014년도에는 처음으로 -1.59% 음(-)의 성장률을 기록하였다.

20) 구체적으로 수출우대금융지원, 수출제품용 원자재 수입 등에 대한 관세 및 세금 감면, 주요 수출산업의 고정자산에 대한 가속상각 허용 등이다.



〈그림 3〉 우리나라 제조업의 53년간 매출액성장률 변화추세

공업 분야의 수출을 확대하여 세계 경공업시장의 경쟁이 심화되었기 때문이다. 이에 경공업을 통한 지속적인 수출 및 경제 성장이 점차 어려워질 것으로 판단한 정부는 1973년 중화학공업육성을 새로운 경제성장정책의 목표로 설정하였으며, 전술한 바와 같이 중화학공업에 참여한 대규모 기업집단에 전폭적인 정책적 지원을 제공하였다.

그런데 1973년 1차 석유파동이 발생되어 1973년 초 배럴당 2달러였던 원유가가 1년 만에 11달러 65센트로 거의 4배 가까이 폭등하였다. 당시 우리나라 제조업은 경공업에서 중화학공업으로 전환되고 있었으며, 중화학공업 특성상 많은 에너지의 소모가 필요하기 때문에 유가의 폭등은 우리나라 중화학공업의 성장을 직접적으로 저해하였다. 여기에 석유파동에 따른 전 세계적 불황으로 선진국은 보호무역주의를 추진하여 대선진국 수출에도 큰 난항을 겪게 된다. 이를 극복하기 위해 정부는 중화학공업 육성을 위해 필요한 막대한 자본과 민간기업의 투자위험을 완화하기 위해 국민투자기금을 조성하고, 금융기관이 저금리로 대출을 제공할 것을 강제화하였다.

뿐만 아니라, 조세감면법을 개정하여 중화학공업에 대한 내국세 및 설비 수입에 대한 관세 감면, 설비투자에 대한 법인세 감면 등의 다양한 조세 혜택을 제공하였으며, 중화학공업에 필요한 기술 인력을 원활히 공급하기 위해 각종 전문학교, 직업교육기관 등을 확충하고, 기술 확보를 위한 정부출연연구소를 신설하는 등 중화학공업 관련 인프라의 구축에도 적극적인 투자를 수행하였다. 1973년 1차 석유파동과 1979년 2차 석유파동 및 인플레이션의 장기화 속에서도 이러한 민관의 노력으로 1970년대 말까지 높은 매출액성장률을 기록하였으며, 수출상품에서 중화학공업제품이 차지하는 비율 역시 1970년 12.8%에서 1980년 41.5%로 크게 진전되었다.

이후 1979년 2차 석유파동이 발생하였으며, 1970년대 정부의 중화학공업에 대한 집중적 지원은 1980년 중화학공업의 과대투자 문제를 초래하여 기업 재무구조의 부실화를 가속시켰다.<sup>21)</sup> 이에 정부는 1980년 산업조정과 산업합리화 차원의 중화학공업 투자 조정을 단행하여 부실기업에 대한 구조조정을 수행하였다. 그러나 이는 흡수합병에 따른 기업의 대형화를 촉진하였으며, 남은 기업들의 매출 부진과 안정화에 따라 80년대 매출액성장률은 이전 시기에 비하여 매우 낮게 나타난 것으로 생각된다. 따라서 우리나라 제조기업들의 성장성은 1980년도를 전후로 구분된다고 할 수 있다.

#### 4.5 수익성 변화추세

수익성은 기업이 조달한 자원을 이용하여 경영성과 혹은 이익을 얼마나 창출하였는지를 의미한다. 수익성은 기업의 지속가능한 성장과 생존에 직결되기 때문에 기업가치 평가에 가장 큰 영향을 미친다. 대표적인 수익성 지표로는 총자산이익률, 자기자본이익률과 매출액이익률이 있으나 한국은행 기업경영분석지표에서 총자산이익률과 자기자본이익률은 53년간의 자료 수집이 불가능하기 때문에 본 연구에서는 매출액이익률을 이용하였다.

한편, 우리나라는 다른 선진국들에 비해 높은 부채비율로 인한 이자비용, 수출 위주 제조업 기반의 경제구조로 인한 외환차손익 등 영업외손익이 수익에 큰 영향을 미친다. 이로 인해 매출액영업이익률은 선진국들과 큰 차이가 없으나 매출액세전이익률은 상대적으로 높은 차이가 발생하기도 한다. 이러한 우리나라 제조기업의 수익성 특성을 추세분석에 반영하기 위해 영업활동에 의해 창출된 수익성(매출액영업이익률)과 영업활동 이외의 요인에 의한 수익성

21) 앞의 자원조달의 안정성에 대한 추세분석에서 1980년 부채비율은 역대 최고치인 487.90%를 기록하였다.

(매출액세전이익률) 변화를 모두 분석하였다.<sup>22)</sup>

$$\text{매출액영업이익률(\%)} = \frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}} \times 100$$

$$\text{매출액세전이익률(\%)} = \frac{\text{법인세차감전순이익}}{\text{매출액}} \times 100$$

〈그림 4〉는 지난 53년간 우리나라 제조업의 매출액영업이익률과 매출액세전이익률의 변화추세를 보여주고 있다. 매출액영업이익률과 매출액세전이익률의 최대값은 각각 1966년 12.84%, 1963년 9.11%이고 최소값은 2012년 5.13%, 1998년 -1.84%이다. 수익성 지표의 전반적인 변화추세를 살펴보면 매출액영업이익률의 각 연대별 평균은 1960년대 11%, 1970년대 8%, 1980년대와 1990년대 7%, 2000년대 6%, 2010년대 5%로 지속적으로 감소하고 있다. 반면, 매출액세전이익률의 각 연대별 평균은 1960년대 6%, 1970년대 3%, 1980년대 2%, 1990년대 1%로 감소하다가 2000년대와 2010년대는 5%로 크게 상승하였다.

구체적으로, 우리나라는 1960년대 경제개발계획 추진으로 정부가 일반 상업은행에 대하여 대출 금리를 인위적으로 낮게 유지하여 기업들에게 금융 자원을 집중시켰다. 또한 정부는 차관을 장려하였으며, 기업이 수출을 한다면 적극적으로 이를 지원하였다. 이에 기업들은 부채 차입을 통해 경쟁적으로 기업규모를 확대하였으며, 정부의 지원을 받은 기업들은 세계시장 진출이 활발해져 수출 주도형 성장을 달성할 수 있었다. 그러나 이러한 정부의 의도적인 지원은 기업의 부채비율을 크게 증가시켰다. 이로 인해 기업의 이자비용 부담이 가중되어 1971년에는 제1차 경제개발계획이 완료된 1966년에 비해 매출액영업

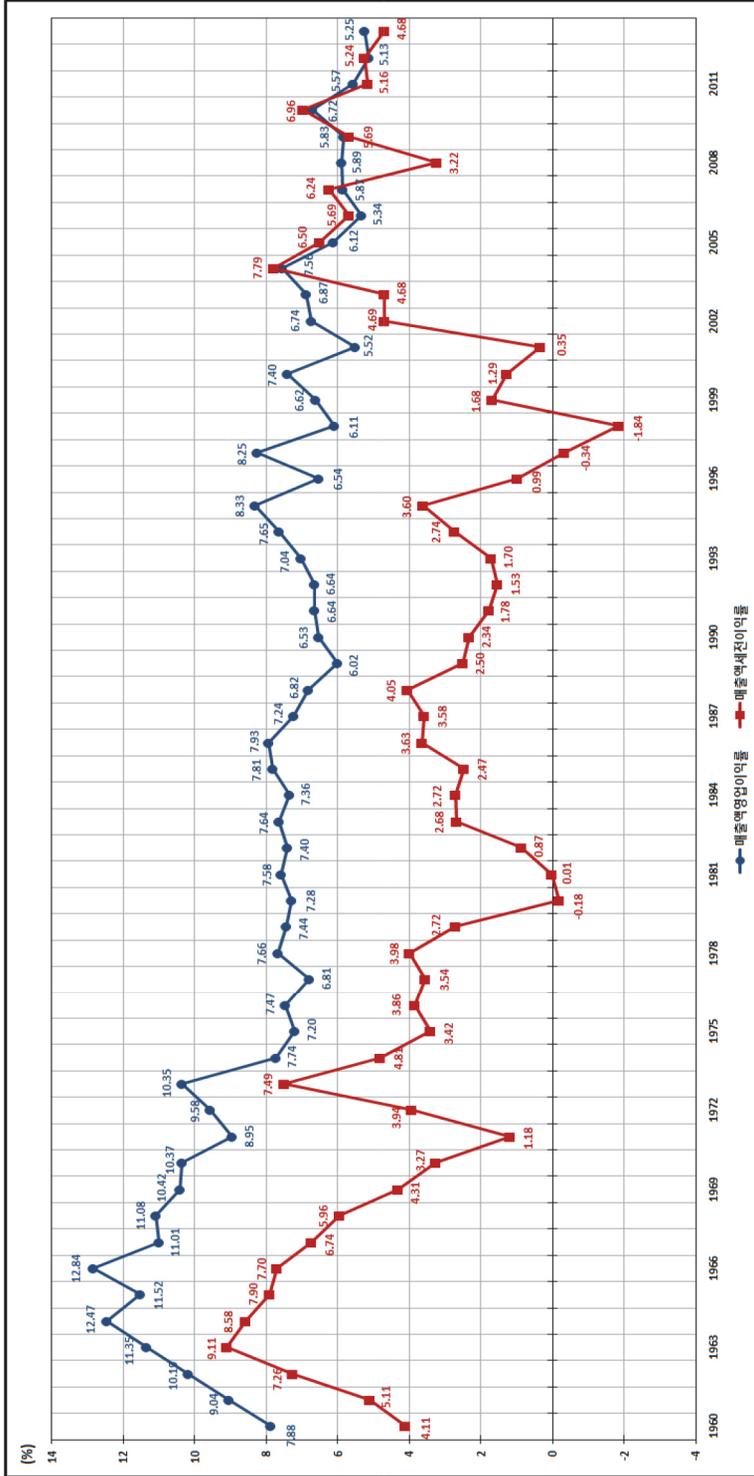
이익률은 3.89%p 하락한 8.95%, 매출액세전이익률은 6.52%p 하락한 1.18%를 기록하였다.

결국 기업의 재무구조와 수익성이 크게 악화되자 1972년 8·3 사채동결조치를 통해 기업에 대한 사채 금리를 낮추고, 원리금 상환 기간을 연장하는 등의 조치를 취해 기업들의 금융비용 부담을 경감시켰다. 이로 인해 매출액영업이익률과 매출액세전이익률과의 차이가 1971년 7.77%p에서 불과 2년 뒤인 1973년에는 2.86%p로 좁혀졌다. 그러나 이러한 정부 정책은 기업의 부채비율과 수익성을 단기적으로 개선시켰으나 근본적인 해결책은 될 수 없었다. 8·3 사채동결조치 직후인 1973년부터 1974년에 걸쳐 제1차 석유파동으로 인한 전 세계적 인플레이션이 발생되었다. 이로 인해 1974년 매출액영업이익률은 2.61%p 하락한 7.74%, 매출액세전이익률은 2.68%p 하락한 4.81%를 기록하였다. 수익성 지표들이 다소 감소하였으나 당시 제조업은 중화학공업 육성 초창기로 경제규모가 크지 않아 경제에 큰 영향을 미치지 못하는 듯하였다.

한편 1979년 제2차 석유파동과 1980년 이란-이라크 전쟁으로 인해 유가 상승 및 국제적인 경기 침체가 지속되었다. 이로 인해 제조기업 수출 품목의 제조원가 부담으로 수출 증가세가 둔화되었다. 또한 국제 고금리로 인한 외채이자 지불의 부담이 크게 증가하였으며, 환율하락과 경제개발계획의 추진으로 국내에 도입된 외자의 상당부분이 해외로 유출되었다. 결국 1980년에는 1978년에 비해 매출액영업이익률은 0.38%p 하락한 7.28%를 기록하였고, 매출액세전이익률 역시 4.16%p 하락한 -0.18% 적자를 기록하였다.

이에 정부는 1980년대 초반 1970년대의 과대 중복 투자된 중화학공업을 통·폐합하는 한편, 기존 정부

22) 다만, 수익성 분석은 발생주의 개념하의 회계적 이익을 기초로 하기 때문에 기업의 실질적인 현금흐름에 관한 정보가 누락되어 있다. 즉, 손익계산서상의 당기순이익이 큰 경우에도 일시적 유동성 부족으로 흑자도산이 발생할 수 있으므로 현금흐름분석을 동시에 수행할 필요가 있다.



(그림 4) 우리나라 제조업의 53년간 매출액영업이익률 및 매출액세전이익률 변화추세

주도의 성장우선정책에서 민간주도의 시장경제를 중시하는 정책으로 전환하기 시작하였다. 또한 1981년 3저 현상(저유가, 저금리, 저환율)으로 인한 호황기가 시작되었다. 이로 인해 1981년 매출액영업이익률과 매출액세전이익률과의 차이가 7.57%p에서 불과 2년 뒤인 1983년에는 4.96%p로 좁혀졌다. 1984년에는 1979년 제2차 석유파동으로 인해 중단되었던 수입자유화조치가 본격적으로 재추진되었다.

1985년에는 산업합리화 추진을 위한 「조세감면규제법」 개정 및 부실기업 정리를 위한 「공업발전법」 개정을 통해 부채담감, 부채상환 유예 등의 금융 지원이 이루어졌다. 또한 1981년 발표된 '자본시장 국제화 장기계획'과 1988년 '자본시장 국제화 단계적 확대 추진계획'에 의해 1992년부터 외국인의 국내 상장주식에 대한 직접투자가 허용되었으며, 채권투자 역시 제한적으로 자유화되었다. 이로 인해 1985년부터 1994년까지 기업들의 매출액영업이익률은 대략 7% 내외의 수준으로 거의 변동이 없었으나, 매출액세전이익률은 금융비용의 영향으로 매출액영업이익률에 비해 상대적으로 높게 변동하였으나 대략 2% 내외의 수준을 기록하였다.

한편 1993년 우루과이라운드 타결, 1995년 세계 무역기구(WTO) 출범으로 금융시장 개방이 가속화되었고, OECD에 가입한 1996년 '금융산업구조개선예관법률'을 제정하여 금융산업을 개편하기 위한 노력을 기울였다.

하지만 OECD 가입에 따른 금융시장 개방으로 저금리의 외채가 대량 유입되어 대외 지불 부담이 증가되고, 엔화 가치 하락에 따른 수출가격 경쟁력 약화 등으로 환율상승 압박, 산업생산 및 공장가동률 하락으로 인해 수출이 감소하였다. 이로 인해 1996년에는 1995년에 비해 매출액영업이익률은 1.79%p 하락한 6.54%, 매출액세전이익률은 2.61%p 하락한 0.99%를 기록할 정도로 수익성이 악화되었다.

더욱이 1997년 외환위기에서 재벌기업들의 잇따른

부도로 제조업 전반적인 유동성 위기가 시작되어 기업들은 직원 구조조정과 임금인상률 둔화 및 각종 경비(광고선전비, 접대비 등)를 절감하였다. 또한 금융기관들의 무리한 단기외채 차입이 태국, 인도네시아에서 시작된 아시아 경제위기와 맞물렸으며, 환율 급등 및 금리 상승으로 인한 금융비용 부담이 증가하였다. 결국 1997년도에는 1996년에 비해 매출액영업이익률은 오히려 1.71%p 증가한 8.25%를 기록하였지만, 매출액세전이익률은 0.65%p 하락하여 -0.34%의 손실로 전환되었다. 이에 외국인들은 만기가 도래한 대량의 외채를 서둘러 인출하였으며, 금융기관들은 지급불능상태가 되어 동년 11월 IMF에 공식적으로 구제금융을 요청하게 된다. IMF의 권고사항(환율 변동폭 제한의 폐지, 금융기관의 재무 건전성 확보, 기업들의 부채비율 정상화)에 따라 경제 전반에 대한 정책이 결정되었다. 이로 인해 기업들은 1998년 자산재평가와 주식발행 증가로 자기자본이 크게 증가하였다. 또한, 외화부채의 원화환산가액 감소 및 차입금 상환 등으로 부채가 감소하여 재무구조는 개선되었지만 환율상승으로 재료비가 증가하였으며, 자산재평가 등으로 감가상각비 등 판매관리가 급증하였다. 이에 1998년에는 1997년에 비해 매출액영업이익률은 6.11%로 2.14%p 하락하였고, 매출액세전이익률도 -1.84%로 1.5%p 하락하여 적자폭이 확대되었는데 이는 연구기간 중 역대 최저치이다.

이후 1999년에 대규모 자산재평가에 의한 감가상각비 증가에도 불구하고 원자재 가격의 하락과 금리 하락으로 금융비용 부담이 크게 경감되었으며, 추가 상승으로 인해 유가증권평가·처분이익이 발생하였을 뿐만 아니라 환율까지 하락하였다. 이로 인해 1999년 매출액영업이익률은 1998년 대비 0.51%p 증가한 6.62%를 기록하였으며, 매출액세전이익률은 1997년 -0.34%, 1998년 -1.84%로 2년 연속 적자에서 1999년에는 1998년에 비해 무려 3.52%p 증가한

1.68%로 흑자 전환되었다.

한편 2001년에는 미국의 9.11사태에 의한 세계 경기 침체로 매출액영업이익률은 1961년 이후 40년 만에 5.52%의 최저치를 기록하였다. 이와 같이 영업성과가 급격히 하락하였음에도 불구하고, 당시 금리하락으로 인한 금융비용 감소, 주가상승으로 인한 유가증권평가이익·처분이익 등 영업외손익의 개선으로 매출액세전이익률은 직전연도 대비 불과 0.94%p 하락한 0.35%를 기록하였다. 2002년에는 2001년 9.11사태로 인한 내수 중심의 성장에 의한 내수 호조, 2001년 말 이후의 미국 경기 회복세, 환율 하락으로 인해 전년 대비 매출액성장률이 6.57%p 증가하였다. 재무구조 개선을 위해 인력 감축과 비정규직 확대 등에 따른 인건비 감소로 매출원가와 판매비와 관리비가 축소되었다. 또한, 유형자산 처분으로 인해 감가상각비는 감소하였으나 부채비율 200% 이하 축소정책의 준수를 위한 노력의 일환으로 기업은 차입금을 적극 상환하여 금융비용 부담이 감소되었다. IMF 관리체제 이후 규제금융 지원 조건인 재무구조 개선<sup>23)</sup>을 성공시켰다. 이로 인해 2002년의 매출액영업이익률은 6.74%로 2001년에 비해 불과 1.22%p 증가하였다. 반면, 매출액세전이익률은 2001년에 비해 무려 4.34%p 증가한 4.69%를 기록하여 1974년 4.81% 이후 최고치를 기록하였다.

수출이 증가하기 시작한 2002년부터 매출액세전이익률이 급증하여 2004년에는 매출액세전이익률이 7.79%로 매출액영업이익률 7.56%를 초과하였다. 이는 사상 유례없는 저금리 정책의 시행과 재무구조 개선에 따라 금융비용 부담이 대폭 경감되었기 때문이다. 2004년 이후 이러한 저금리가 유지되면서 기업들은 차입비용이 감소되어 부채 차입이 용이해지고, 금융권에서도 수익을 높이기 위해 신용도가 낮

은 기업들에 대해서도 쉽게 대출을 제공하였다. 더욱이 세계 각국의 주시가격도 급등하였으며, 2007년에는 우리나라를 비롯한 여러 나라의 주가지수가 최고치를 경신하였다. 이러한 경기호황으로 원자재 가격도 급등하여 우리나라는 2006년과 2007년에 외채가 증가하였으며, 특히 2007년에는 장기외채도 크게 늘었지만 단기외채가 급증하였다. 하지만 이러한 저금리는 경기를 활성화시키지만 기업들이 투자로 수익을 내지 못해 부채 상황이 불가능하여 졌다.

이러한 상황에서 2008년 9월 미국 4대 투자은행 중 하나인 리먼 브라더스가 파산하였고, 이후 금융위기가 시작하였다. 해외투자자들이 우리나라에서 이탈하여 달러 자금조달이 어려워졌다. 이러한 외환시장의 불안에 따른 환율 급등으로 2008년 매출액영업이익률은 5.89%로 2007년 5.88%와 유사하지만 매출액세전이익률은 2007년도 6.24%에 비해 3.02%p 하락한 3.22%를 기록하였다. 이에 정부는 금융회사들의 외화 차입 시 정부가 지급 보증을 하였으며, 국채와 금융채를 사주는 방식으로 금융회사의 자금 유동성을 지원하였다. 이를 통해 금융위기를 극복하여 2009년 매출액영업이익률은 5.83%로 2008년 5.89%에 비해 다소 감소하였다. 반면, 매출액세전이익률은 2008년 3.22%에 비해 2.47%p 상승한 5.69%를 기록하여 금융위기 이전의 2007년 6.24%와 거의 동일한 추세를 나타내고 있다. 이러한 빠른 경기회복으로 2010년에는 매출액영업이익률(6.72%)과 매출액세전이익률(6.96%)은 전년 대비 각각 0.89%p, 1.27%p 상승하였다. 하지만 2011년 국제유가 및 원자재가격 상승, 유럽 재정위기 심화로 인한 주가 급락과 환율이 급등하였다. 이로 인해 2011년 매출액영업이익률(5.57%)과 매출액세전이익률(5.16%)은 전년 대비 각각 1.15%p, 1.80%p

23) 재무구조개선의 핵심적인 수단으로 부채비율 축소를 제안하였고 이에 우리나라 정부는 우선 국내 5대 재벌그룹을 대상으로 부채비율을 200% 이내로 축소할 것을 요구하였다. 2000년 말에는 64대 그룹으로 규제대상의 범위를 확대하였고 우량 대기업들은 적극적으로 부채를 상환하여 2001년 말 정부의 규제방안에 적합한 적정부채비율 정책은 성공하였다.

하락하였다. 이러한 세계경제 둔화, 원화 강세 기조 등에 의해 수출증가세가 둔화되면서 매출액영업이익률은 2013년까지 5% 수준을 기록하였으며, 매출액세전이익률 역시 5% 내외를 기록하였으나 매출액영업이익률에 비해 상대적으로 큰 변동을 보이고 있다.

이상의 수익성 추세분석에서 살펴본 바와 같이 제조기업의 영업성과는 전체 기간에서 모두 이익을 기록하였으며, 일정한 수준을 유지하고 있다. 반면, 매출액세전이익률은 외환위기 이전에는 적자를 기록하기도 하다가 최근에는 매출액영업이익률을 상회하는 현상도 나타났다. 이는 우리나라 제조업의 특성상 타인자본비용과 수출 위주의 성장정책으로 환율 변동에 의한 외환차손익 등 영업외손익의 변화가 수익성에 큰 영향을 미치는 것을 의미한다. 이러한 현상에 대해서는 4.6.2 수익구조 변화추세에서 상세히 논의하기로 한다.

#### 4.6 관련 재무비율 간의 연계성 분석

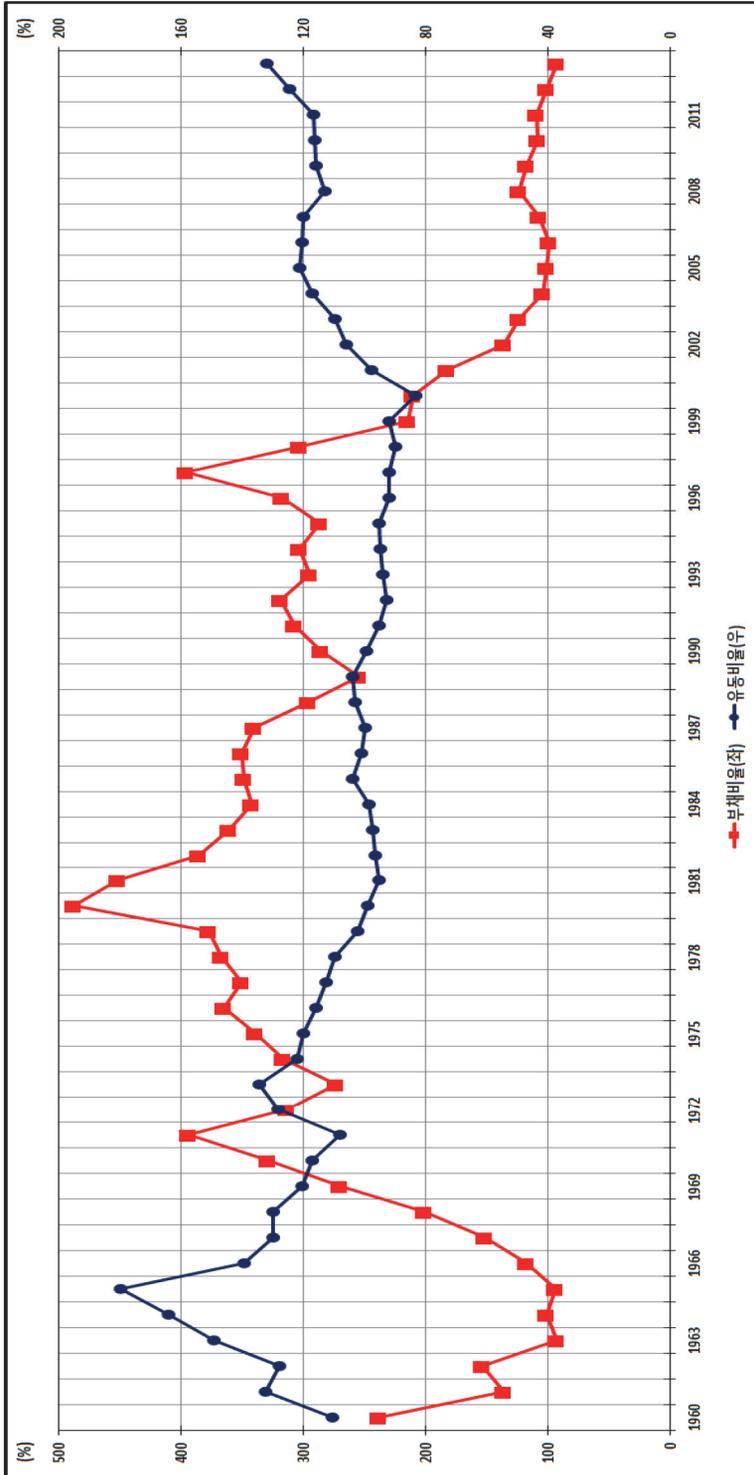
앞에서는 시기별도 개별적인 재무비율 변화추세에 대하여 논의하였다. 요약하면, 1997년 외환위기 이후 최근에는 안정성(부채비율)과 유동성(유동비율)은 크게 개선되어 우리나라 제조기업의 재무구조가 외환위기를 기준으로 큰 변화가 있었음을 의미한다. 또한 수익성 측면에서도 매출액영업이익률은 비교적 일정한 수준을 유지하였으나 매출액세전이익률이 크게 개선되어 수익구조면에서도 많은 변화가 있었는데, 이는 부채비율의 하락과 관련이 있다. 이와 같이 각 재무비율들은 서로 간에 연관성이 있기 때문에 본 절에서는 서로 관련성 있는 재무비율들을 함께 분석하여, 종합적으로 해석하여 보고자 한다.

##### 4.6.1 재무구조의 변화추세

기업의 재무구조를 나타내는 대표적인 비율은 유동비율과 부채비율이다. <그림 5>는 우리나라 제조기업의 53년간 부채비율과 유동비율의 변화를 나타낸다. 이를 보면 분석기간 동안 부채비율과 유동비율은 대칭적인 형태를 보이고 있다. 이는 유동비율이 개선(증가)될 때 부채비율 역시 개선(감소)됨을 의미한다. 또한 부채구조가 유동부채와 비유동부채로 구성된 점을 감안하면, 부채비율 변화에 비유동부채보다 유동부채가 더 큰 영향을 미치는 것을 의미하므로 우리나라 제조기업의 재무구조가 주로 상환기한이 1년 이내인 단기부채에 의존하고 있음을 알 수 있다.

부채비율과 유동비율의 대칭을 이루면서 크게 변동한 것은 초기 60년대와 1997년 외환위기 이후라고 할 수 있다. 특히 부채비율은 1997년의 396%에서 1999년 215%로 2년 만에 급격히 감소하였다. 유동비율은 부채비율보다는 약간 후인 2000년대에 들어와 2013년도에는 132%까지 증가하였다. 이러한 현상은 당시 부채비율의 감소는 부채의 감소이기 보다는 자본의 증가에 의하여 이루어 졌음을 의미한다(김창배와 홍재범, 2004). 구체적으로 외환위기 직후 기업들은 보유한 현금이 부족하여 은행에서 빌린 단기차입금이나 단기외채를 상환할 여력이 없는 상황이었다. 그런데 이러한 상황에서 정부는 1999년까지 부채비율을 200% 이하로 축소할 것을 강제화하였기 때문에 기업들은 이를 충족하기 위해 자본을 증가시킬 수밖에 없었다. 특히 앞에서 살펴본 바와 같이 외환위기 직후 제조기업의 수익성(매출액영업이익률)이 크게 저하된 점을 감안하면, 자본의 증가 역시 이익의 내부 유보로 인한 현상이라기보다는 자산재평가나 계열사 간 출자, 유형자산의 처분 등이 초래한 결과로 생각된다.<sup>24)</sup>

24) 이러한 추측이 타당한지에 대해서는 추가적인 분석이 필요하지만, 만약 타당하다면 외환위기 이후 정부에서 시행한 부채비율 200% 이하 축소정책은 외환위기 직후 2년간은 외형적으로 기업의 부채비율을 감소시키는 것에는 성공적이었으나 실질적인 재무구조의 안정성 제고에는 큰 효과를 거두지 못하였음을 의미한다.



※ 부채비율과 유동비율의 연도별 실제값은 <표 1> 참조

<그림 5> 우리나라 제조기업의 53년간 재무구조 변화추세

2000년대 들어와서는 부채비율과 함께 유동비율 역시 크게 개선되는 추세를 보이고 있다. 이러한 현상은 다음과 같은 설명이 가능하다. 앞의 부채비율과 유동비율의 추세분석에서 언급한 바와 같이 외환위기 이후 단기차입금을 상환하지 못한 기업들의 연이은 도산은 금융권의 구조조정을 초래하였다. 이에 금융권에서는 대출심사에 기업의 재무비율을 면밀히 고려하는 등 대출심사를 엄격히 강화하였다. 경영자 역시 과다한 부채 차입이 재무구조를 악화시켜 도산과 직결될 수 있음을 경험하였기 때문에 적극적인 타인자본 조달을 회피하게 되었다. 2000년대에 들어서 기업들의 수익성(매출액세전이익률)이 증가하여 유동성이 증가하고 내부 유보자본이 증가하여 유동비율과 부채비율이 동시에 개선되는 현상이 나타난 것이다. 즉 기업의 부채 감소와 자기자본과 유동성의 증가로 유동비율과 부채비율이 동시에 향상되는 결과를 가져온 것이다.

결론적으로, 이러한 현상이 최근까지 계속되어 우리나라 제조기업의 재무구조가 매우 안정적으로 변화되는 추세를 보이게 된다. 그러나 기업들이 타인자본의존도를 낮추고 유동성을 확보하고 있으면서 투자를 등한시한다는 평가를 받고 있기도 한다.

#### 4.6.2 수익구조의 변화추세

우리나라 기업은 부채비율이 높고 자기자본비율이 낮기 때문에 차입금평균이자율로 측정된 이자비용이 수익구조에 큰 영향을 미친다(김종두, 1998). 또한

김문겸 등(2012)을 포함한 대다수 국내 선행연구에서 자본순위조달이론(Myers, 1977; Myers and Majiluf, 1984)<sup>25)</sup>에 근거하여 우리나라 기업의 부채비율과 수익성 간 음(-)의 관련성에 대한 실증적 증거가 제시되었으나(김석진과 박민규, 2005; 신동령, 2006; 이원흠 등, 2001), 적어도 우리나라 기업에 한해서는 자본조달순위이론보다는 금융여건과 차입금에 대한 높은 의존도가 수익성에 더 큰 영향을 미치고 있음을 주장하였다.

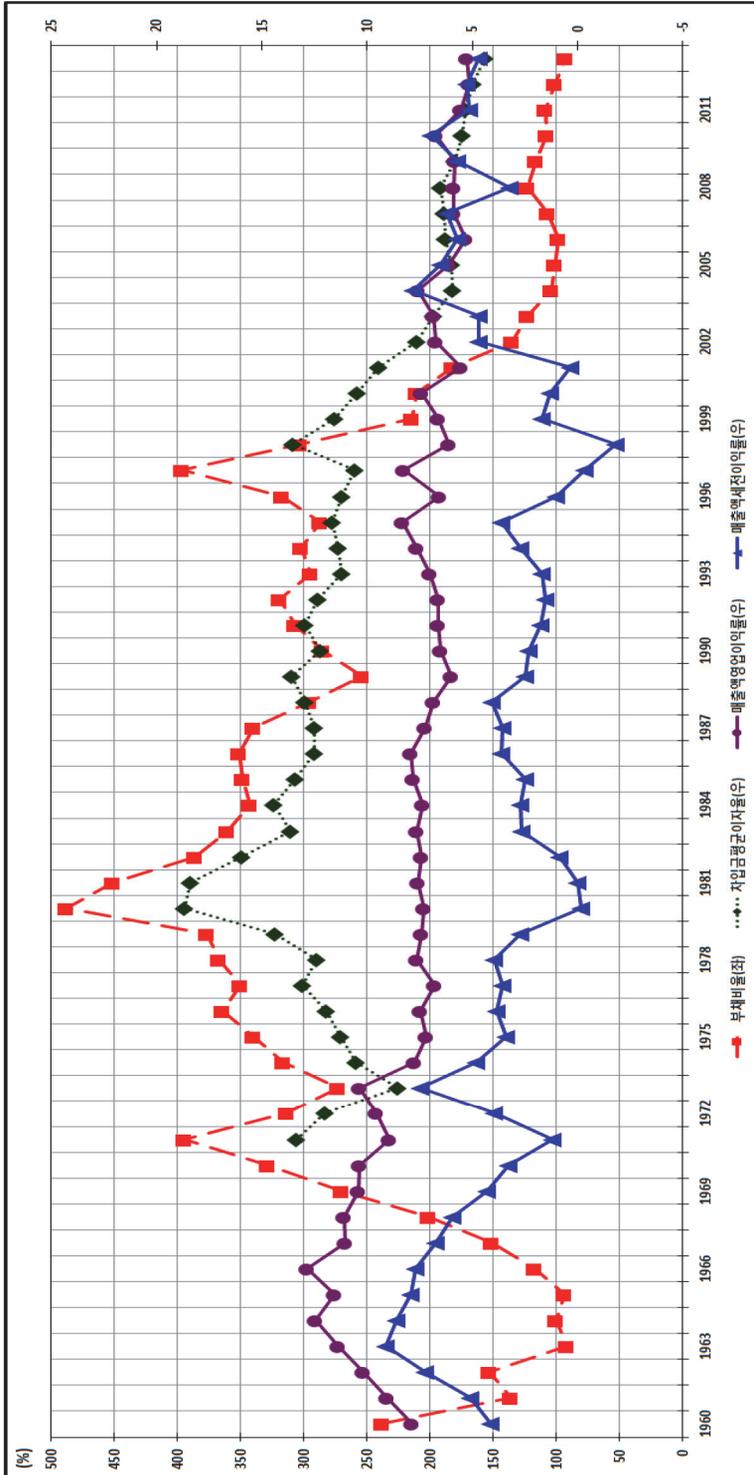
기업의 경영성과는 본업인 영업활동에서의 성과인 매출액영업이익률과 금융비용 등 영업외손익을 추가로 고려한 매출액세전이익률(매출액경상이익률)로 표시할 수 있다. 따라서 부채와 이자비용, 투자손익의 영향은 매출액영업이익률과 매출액세전이익률의 차이로 설명할 수 있다. 이에 제조기업의 수익구조 변화를 살펴보기 위해 수익성 지표인 매출액영업이익률과 매출액세전이익률, 안정성 지표인 부채비율, 이자비용 지표인 차입금평균이자율<sup>26)</sup>의 변화추세를 <그림 6>에 나타내었다.

우선 전체 분석기간에서 제조기업의 영업성과를 반영하는 매출액영업이익률은 비교적 안정적인 모습을 보이고 있다. 부채비율과 차입금평균이자율은 대체로 연도별로 유사한 모습을 보이고 있는데, 이들은 1997년도 외환위기 이후에 급격히 하락하고 있다. 그런데 매출액세전이익률은 2000년대에 들어와 상승하는 모습을 보이고 있으며, 이는 부채비율과 차입금평균이자율과 대칭적인 형태를 보이고 있다. 매출액세전이익률은 외환위기 이후, 특히 2000년대

25) 자본순위조달이론(Pecking Order Theory)에서는 경영자와 소유주 간의 정보비대칭을 가정하여 기업의 자본조달행위를 설명한다. 즉, 기업은 외부금융과 관련된 정보비대칭과 신호 문제로 비용이 적게 드는 자본조달 방법을 선호하게 되므로 수익성이 높은 기업은 내부에 축적된 자본이 많아 타인자본에 비해 자본비용이 상대적으로 낮은 내부자금을 우선 사용하게 된다. 이로 인해 수익성과 부채비율은 음(-)의 관련성을 보이게 된다.

26) 차입금평균이자율은 아래 식과 같이 산출되며, 회사채, 금융기관 차입금 등의 이자부 부채에 대한 금융비용의 비율로 기업이 타인자본의 사용에 대해 지불하는 평균적인 보상으로 채권자 입장에서는 채권투자 위험에 대한 프리미엄을 의미한다.

$$\text{차입금평균이자율(\%)} = \frac{\text{이자비용}}{(\text{회사채} + \text{장} \cdot \text{단기차입금}) \text{의 평균}} \times 100$$



※ 부채비율, 차입금평균이자율, 매출액영업이익률, 매출액순이익률의 연도별 실제값은 <표 1> 참조

<그림 6> 우리나라 제조업의 53년간 수익구조 변화추세

에 들어 크게 상승하고 있는데, 이는 부채비율과 차입금평균이자율이 하락에 기인하고 있음을 알 수 있다. 이 기간의 매출액영업이익률은 일정함을 볼 때, 제조기업의 영업성과는 큰 변화 없이 일정한 수준이 유지되고 있으나 부채비율과 이자율의 하락으로 인한 이자비용의 감소가 제조기업의 매출액세전이익률의 증가에 큰 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

특히 2004년 이후 이전에 비해 매출액영업이익률과 매출액세전이익률의 차이가 크게 감소하였으며, 뿐만 아니라, 2004년에서 2007년까지와 2010년, 2012년은 매출액세전이익률이 매출액영업이익률을 상회하고 있다.

요약하면, 최근 우리나라 제조기업이 영업성과를 개선하여 수익이 증대된 것이 아니라, 부채 축소와 이자율의 하락이 이자비용 감소로 이어져 수익성이 높아지고 있음을 의미한다. 기업의 지속적인 성장과 수익 창출을 위해서는 영업성과의 향상을 통한 근본적인 수익구조의 개선이 필요하다. 따라서 우리나라 제조기업들이 새로운 투자안을 찾아 영업수익구조를 개선하는 것이 주요한 과제임을 시사하고 있다.

#### 4.7 시기별 재무특성에 대한 종합분석

앞에서는 우리나라 제조기업의 특성을 반영하는

재무비율의 변화추세에 대한 중단적 분석을 수행하였다. 추세분석은 경제상황이나 정부 정책 등이 특정 기업특성을 어떻게 변화시켰는지에 대한 시계열적 정보를 제공해준다는 장점이 있다. 그러나 각 시대별로 종합적인 기업특성이 어떠하였는지를 포괄적으로 분석할 수 없다는 단점이 있다. 이에 본 절에서는 <표 3>과 같이 전체 분석기간을 6개 주기로 구분한 후, 대표비율들의 연대별 추세를 <그림 7>에 표시하였다.

<그림 7>을 보면, 가장 큰 변화를 보이는 것이 부채비율과 매출액성장률이다. 부채비율은 1980년대까지는 증가하다가 이후 감소하여 최근에는 급격하게 감소하였다. 1980년대 이전까지 우리나라 제조기업은 경공업(1960년대 중반 이후)과 제조기업(1970년대)의 육성에 필요한 자본이 부족하여 이를 충당하기 위한 정부의 적극적인 부채 조달 지원 정책으로 부채비율이 1980년대 이전까지 증가하였다. 이후 1980년대 정부의 산업합리화와 물가안정화 정책, 주식시장 급성장에 의한 자기자본 조달 증가, 1990년대 외환위기 이후 기업구조조정, 기업의 투자와 이익의 유보, 유형자산 처분 등으로 부채비율이 지속적으로 개선되는 추세이다.

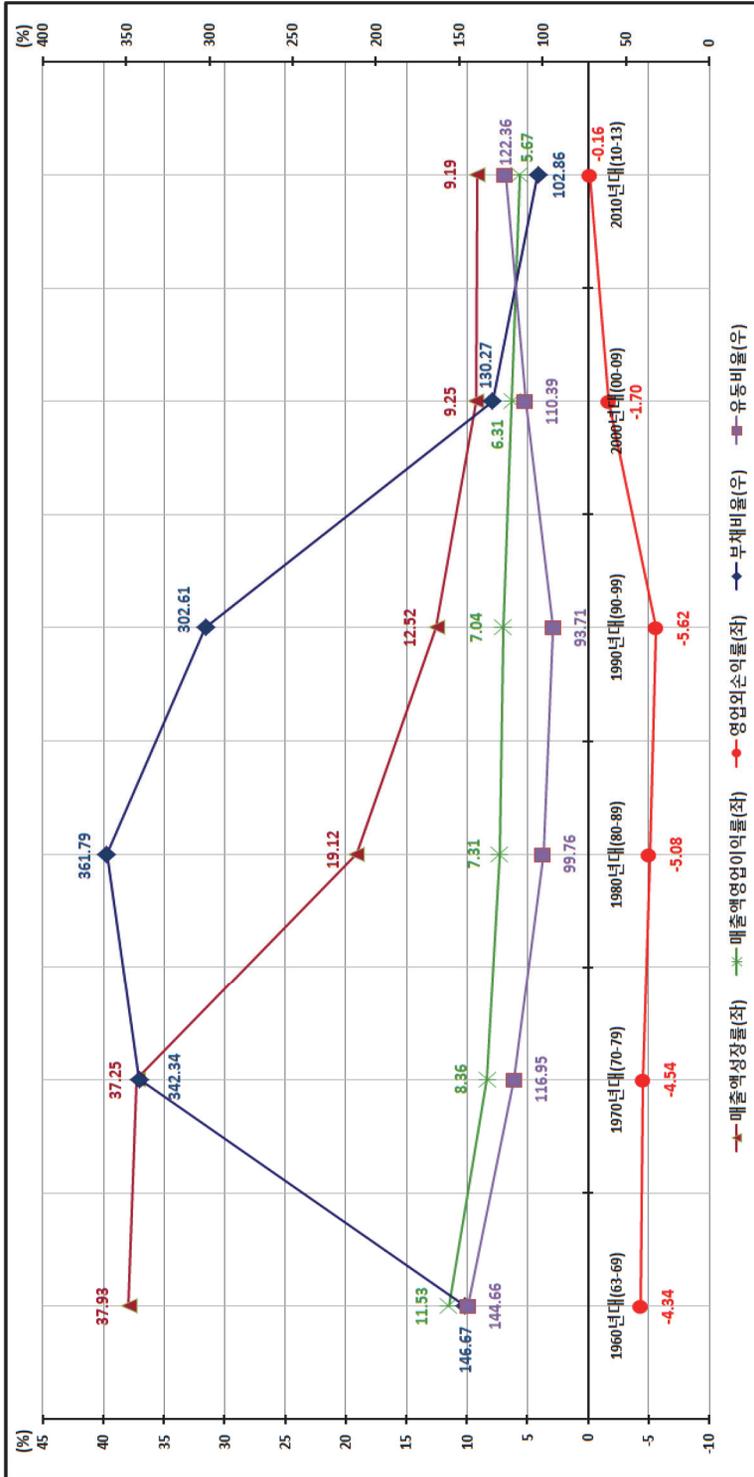
유동비율은 부채비율에 비해 변동폭이 일정하며, 대체로 상호 대칭적인 형태이다. 다만 부채비율이

<표 3> 각 주기별 평균 재무비율

주기	부채비율	유동비율	매출액성장률	매출액영업이익률	영업외손익률
1960년대(63-69)	146.67	144.66	37.93	11.53	-4.34
1970년대(70-79)	342.34	116.95	37.25	8.36	-4.54
1980년대(80-89)	361.79	99.76	19.12	7.31	-5.08
1990년대(90-99)	302.61	93.71	12.52	7.04	-5.62
2000년대(00-09)	130.27	110.39	9.25	6.31	-1.70
2010년대(10-13)	102.86	122.36	9.19	5.67	-0.16

※ 영업외손익률(%) =  $\frac{\text{세전이익} - \text{영업이익}}{\text{매출액}} \times 100$

※ 경제개발계획을 통한 정부의 대체조업 지원이 본격적으로 시작된 1963년 이후에 한해 재무비율의 평균을 산출함



〈그림 7〉 우리나라 제조기업의 주기별 평균 재무비율 변화추세

1990년대부터 낮아지기 시작한 것에 반해 유동비율은 2000년대부터 개선되고 있다. 이는 외환위기 당시 제조기업들이 차입금을 상환할 충분한 현금을 확보하지 못하였으며, 주로 자기자본을 증가시켜 부채비율을 감소시켰기 때문이다. 외환위기 이후 유동성을 확보하기 위한 지속적인 노력으로 2000년대부터 최근까지 유동비율이 개선되고 있다.

매출액성장률은 1970년대까지 40% 가까이 높은 성장률을 보이다가, 이후 10%대로 둔화되었다가 2013년도에는 0.5%로 내려앉는 것은 매우 우려되는 현상이다. 수익성인 매출액영업이익률은 비교적 일정한 수준을 유지하고 있다. 그러나 지속적인 감소세가 최근까지 이어져 제조기업의 영업성과가 악화되는 추세이다. 매출액성장률의 둔화와 매출액영업이익률의 감소는 현재 우리나라 제조기업이 처한 위기를 보여주는 것이라 할 수 있다.

반면, 영업외손익률은 1990년까지 지속적으로 악화되었으며, 이는 높은 부채비율로 인한 이자비용, 환율 변동으로 인한 외화환산손실 등 영업외비용의 증가로 제조기업의 수익성이 악화되었기 때문이다. 그러나 1990년대 이후 최근까지는 영업외손익률이 지속적으로 개선되었다. 이는 외환위기 이후의 급격한 부채비율 감소 등이 이자비용 등 영업외비용을 감소시켰으며, 유형·투자자산 처분 등에 의해 영업외수익이 증가하였기 때문이다. 특히, 이전에 비해 최근 영업외손익률이 0에 근접하여 제조기업의 매출액세전이익률 향상의 원인으로 작용하고 있음을 알 수 있다.

〈그림 8〉은 각 연대별 제조기업들의 재무적 특성을 반영하는 방향형 도표이다. 1960년대는 제조기업들은 부채비율이 낮고, 매출액성장률과 매출액영업이익률 및 유동비율이 높다. 앞서 살펴본 바와 같이 부채비율은 1960년대 중반부터 지속적으로 증가하여

1969년에는 270%를 기록하였다. 이러한 상황에서 부채비율이 낮은 이유는 1960년대 초반이 본격적인 수출 주도 경공업 육성정책이 시행되기 이전이며, 초반의 낮은 부채비율이 전체 부채비율의 평균을 희석했기 때문이다.<sup>27)</sup> 부채의 급격한 증가로 이자비용이 상승하여 영업외손익률이 악화되었다. 반면, 정부의 적극적인 경공업 지원으로 제조업이 크게 성장하기 시작하여 매출액성장률과 매출액영업이익률은 전체 주기 중 가장 높다.

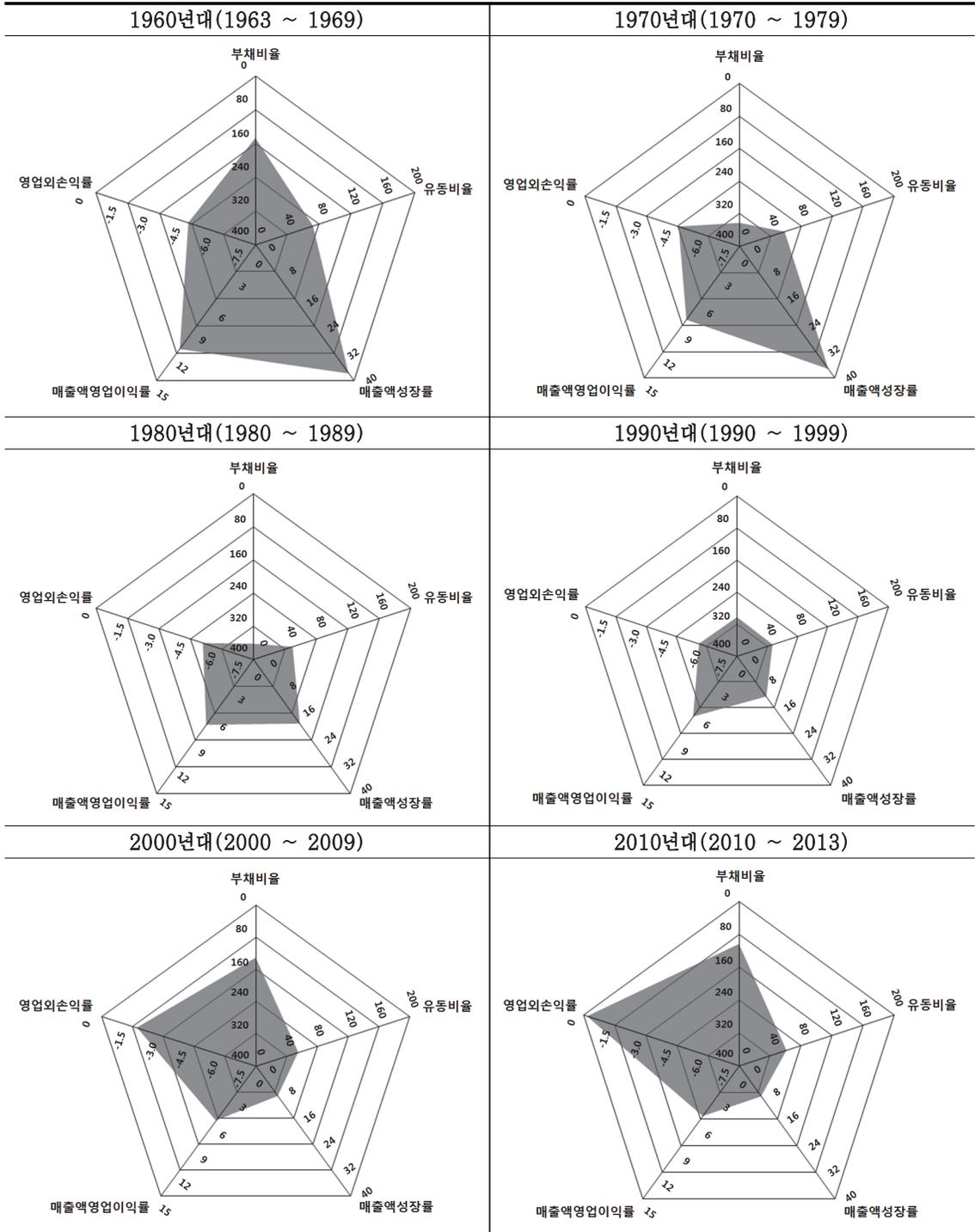
1970년대 재무비율은 1960년대와 유사한 높은 성장성을 유지하고 있지만, 부채비율이 대폭 증가하였고, 유동성이 낮아져 재무구조가 악화되고 있으며, 수익성도 하락한 것을 볼 수 있다. 이러한 현상은 정부가 1970년대에 중화학공업을 집중 육성하면서 차관 도입 등 부채의 조달을 지원하였기 때문이며, 무리한 투자와 초기의 부진으로 수익성이 악화된 것을 볼 수 있다.

1980년대는 매출액증가율이 급격히 하락한 시기이다. 이는 정부의 성장위주 정책기조가 1980년대 들어와 안정화로 전환되었으며, 이로 인한 기업구조조정 이후 기업의 성장이 안정된 상태에 진입하였기 때문이다. 한편, 안정성, 유동성, 영업외 활동에는 큰 변화가 없으며, 수익성은 1970년에 이어 지속적으로 감소하고 있다.

1990년대는 이전까지 증가세였던 부채비율이 감소세로 전환되었다. 이는 외환위기를 극복하기 위한 정부 정책과 기업의 안정성 확보 노력으로 인한 현상이며, 나머지 재무비율들은 1970년대와 큰 차이 없이 유동비율, 매출액영업이익률, 영업외손익률이 감소하였다.

2000년대는 1990년대에 이어 제조기업들의 가장 부채비율이 가장 크게 감소하였으며, 유동비율 역시 증가세로 전환되었다. 또한, 영업외손익률이 대폭

27) 1960년대 초반에는 전체 산업에서 농업·임업 등의 비중이 높았으며, 제조업의 비중이 매우 낮아 제조기업의 수 역시 많지 않았다.



〈그림 8〉 우리나라 제조기업의 주기별 종합적 특성

개선되어 매출액영업이익률은 유사하지만, 매출액세전이익률이 증가하기 시작하였다. 1990년대 말 외환위기 이후 계속된 제조기업들의 안정성 및 유동성 확보 노력의 일환으로 유동부채 차입이 급감되어 안정성이 개선으로 이어지며, 이로 인한 이자비용 부담이 역시 크게 경감된 결과이다.

이후 2010년대는 2000년대 기업특성 변화가 대체로 유지되고 있다. 즉, 안정성과 유동성은 지속적으로 개선되고 있으나 수익성과 성장성은 감소세이다. 그러나 영업외손익률이 0에 근접하였으며, 이는 매출액이익률과 매출액세전이익률이 거의 동일한 수준이라는 의미이다. 즉, 최근에는 제조기업의 수익구조에서 영업성과 대부분이 영업외손익으로 인한 변동 없이 보전되고 있음을 알 수 있다. 2013년도의 성장성과 수익성 하락은 이전연도의 높은 수치를 평균함에 따라 본 그래프에서는 나타나지 않고 있다.

## V. 결론

우리나라는 1960년 이후 눈부신 경제성장을 이룩하였다. 이러한 경제성장은 정부의 적극적인 지원하에 제조업이 견인해 왔으며, 앞으로도 제조업의 이러한 역할은 계속될 것으로 생각된다. 그러나 최근 국제 원자재 가격 급락에 따른 수출 단가의 하락, 중국 경기 부진에 의한 전 세계 무역량 감소, 엔저약세로 인한 일본기업의 수출가격 경쟁력 상승 등으로 수출 기반의 국내 제조업 성장에 위기가 닥쳐왔다. 이에 정부와 제조기업 모두 지속적인 성장과 생존을 위해 다양한 전략과 정책이 수립되어 시행되고 있으며, 향후 이러한 노력은 지속될 것으로 보인다. 이러한 상황에서 제조기업들의 현실에 가장 적합한 경쟁력 강화정책들이 수립되려면 과거와 현재의 기업특성에 대한 이해가 선행되어야 한다.

이에 본 연구에서는 기업특성을 가장 객관적으로 반영하는 재무제표 자료를 통해 1960년부터 2013년까지 53년간 제조기업의 특성 변화에 대한 종단적 분석을 수행하였다. 구체적으로 자금조달의 안정성 변화추세는 부채비율을 통해 측정하였으며, 유동성 변화는 유동비율, 성장성 변화는 매출액성장률, 수익성 변화는 영업성과지표인 매출액영업이익률과 영업외손익이 반영된 매출액세전이익률을 이용하였다. 특히, 재무비율 변화를 초래한 당시의 경제상황, 경제적·경영적 정책의 변화를 규명하고자 하였다.

각 재무비율별 추세분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 부채비율을 이용해 제조기업의 자금조달 안정성 변화추세를 분석하였다. 분석 결과, 1960년대 중반 이후 부채비율이 급격히 증가하였는데, 이는 당시 정부가 제조업 기반 경제성장의 초석을 마련하기 위해 시행한 1·2차 경제개발계획과 관련 있는 것으로 보인다. 당시 제조기업은 경공업 육성에 필요한 충분한 자본을 자체적으로 확보하지 못한 상황이었다. 이에 정부는 기업의 외채 차입 촉진, 금융권의 이자율 인하 등 부채 차입에 유리한 조건을 조성하였으며, 제조기업들은 부족한 자본을 주로 타인자본 조달에 의존하여 충당하였다. 이후 정부의 대체조업 정책 변화, 국내 및 세계시장 경기 변동, 1·2차 석유파동 등 다양한 원인으로 1997년 외환위기 이전까지 부채비율은 증감을 반복하였으나 줄곧 200%를 상회하였다. 그 결과, 1997년 외환위기 당시 부채비율은 400%에 임박하여 극심한 타인자본 의존현상이 나타났다. 외환위기 이후 정부의 강력한 부실기업 구조조정, 부채비율 200% 축소 정책과 기업의 유상증자, 유형자산 매각 등 자체적인 노력, 그리고 기업 성과 향상에 따른 이익의 유보 등으로 부채비율은 2013년까지 지속적인 감소세가 이어졌다. 그 결과, 2013년 현재는 제조기업 부채비율이 100% 이하로 낮아져 자기자본 조달이 타인자본 조달을 상회하여 매우 안정적으로 자원이 조달되고 있음을 보

여주었다. 전반적으로 보면, 1980년대 중반까지는 정부 정책이, 그 이후에는 외부적 요인과 기업들의 노력이 자본구조에 큰 영향을 미친 것을 알 수 있다.

둘째, 유동비율을 이용하여 제조기업의 유동성 변화추세를 분석하였다. 분석결과, 유동비율은 1970년대 이후 대개 100% 근처에서 안정적인 모습을 보이고 있었으며, 최근 들어 매우 안정적인 높은 수치를 보이고 있다. 특히 유동비율의 변화추세는 부채비율과 상호 대칭적인 형태로 나타났다. 이는 부채비율의 변화에 영향을 준 경제상황이나 정부 정책 등이 유동비율에도 대체로 유사한 영향을 미치는 것을 의미한다.

셋째, 매출액성장률을 이용하여 제조기업의 성장성 변화추세를 분석하였다. 분석결과, 매출액성장률은 지난 53년간 모두 양(+ )의 값이 나타나 모든 연도에서 매출액이 직전연도 대비 증가하였다. 다만, 1980년을 기준으로 전환된 정부의 제조업 정책과 국내·외 경제상황 변화, 주식시장 확대 등으로 인해 1980년 이전에 비해 이후에 매출액성장률이 전반적으로 둔화된 것으로 나타났다. 즉, 1960년대 중반 이후부터 1980년대 이전까지 정부는 적극적인 시장 개입으로 경공업 위주의 수출 장려정책과 중화학공업 육성정책을 시행하였으며, 금융·조세·관세 혜택 등 폭넓은 정책적 지원을 제공하였다. 이로 인해 이 시기에 제조기업의 매출액성장률은 40% 가까이 급성장하였다. 반면, 1980년대 이후 정부는 경제안정화 정책과 민간주도 경제 등을 강조하였다. 이에 따라 성장률은 10% 중반대로 감소하였으며, 특히 최근 정체 현상을 보이는 것은 우려할 만하다고 할 수 있다.

넷째, 영업성과인 매출액영업이익률과 영업외손익이 반영된 매출액세전이익률을 이용하여 수익성의 변화추세를 분석하였다. 분석결과, 매출액영업이익률과 매출액세전이익률은 외환위기 이전까지 증감을 반복하지만 대체로 감소세를 나타내었다. 그러나 매출액영업이익률이 지난 53년간 모두 이익을 기록하

였으며, 일정한 수준을 유지한 반면, 매출액세전이익률은 외환위기 이전에는 적자를 기록하기도 하다가 최근에는 매출액영업이익률을 상회하는 현상도 나타났다. 이는 부채비율이 높고, 수출 위주인 우리나라 제조기업의 특성상 이자비용, 외환차손익 등의 영업외손익의 변화가 제조기업의 수익성에 큰 영향을 미치는 것을 의미한다.

다섯째, 부채비율과 유동비율을 동시에 이용하여 우리나라 제조기업의 재무구조 변화추세를 분석하였다. 분석결과, 부채비율과 유동비율 변화는 상호 대칭적인 형태가 나타났으며, 이를 통해 우리나라 제조기업의 재무구조가 주로 상환기한이 1년 이내인 단기부채에 의존하고 있음을 추측할 수 있었다. 다만 1997년 외환위기 직후 유동비율의 개선 없이 부채비율이 급격히 하락하였는데, 이는 이 시기 제조기업이 부채 상환보다는 자본의 증가를 통해 부채비율을 감소시켰음을 의미한다. 반면, 2000년대 중반부터 최근까지는 유동비율과 부채비율이 모두 개선되어 재무구조는 지속적으로 안정화되는 추세가 나타났다.

여섯째, 매출액영업이익률, 매출액세전이익률, 부채비율, 차입금평균이자율을 동시에 이용하여 우리나라 제조기업의 수익구조 변화추세를 분석하였다. 분석결과, 우리나라 제조기업의 수익구조에 부채 조달에 따른 이자비용이 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 1997년 외환위기를 전후로 매우 가시적으로 관찰되었다. 즉, 외환위기 이전에는 높은 부채비율로 인한 차입금평균이자율의 증가로 매출액세전이익률이 손실을 기록하기도 한 반면, 이후에는 급격한 부채비율 하락이 차입금평균이자율을 감소시킨 결과, 최근에는 매출액세전이익률이 매출액영업이익률을 상회하는 현상도 나타났다. 이러한 상황에서 매출액영업이익률은 대부분 구간에서 큰 변화 없이 일정한 수준을 유지하여, 우리나라 제조기업의 수익구조가 영업성과 보다는 이자비용 등의 영업외손익에 의존하고 있음을 의미한다.

또한 추가분석에서는 10년을 주기로 분석기간을 6개 구간으로 구분하였다. 이후 각 구간에 속한 재무비율들의 평균을 통해 전반적인 기업특성 변화추세 및 각 구간에서 제조기업들의 포괄적인 특성을 살펴보았다. 분석결과, 안정성과 유동성은 각각 1990년대, 2000년대 이후 최근까지 지속적으로 개선되고 있으며, 성장성은 1980년대 이후 크게 감소하였다. 영업성과로 인한 수익성은 지속적 감소세이며, 다만, 최근에는 매출액이익률과 매출액세전이익률이 거의 유사한 수준으로 나타나 영업성과가 영업외활동으로 인해 크게 변하지 않고 보전됨을 의미한다.

이상의 분석결과, 최근 우리나라 제조기업들은 영업성과를 개선하여 수익을 증가시키는 것이 아니라 부채 차입 축소에 의한 이자비용의 감소가 수익을 증가시킴을 알 수 있다. 이를 통해 지속적으로 문제 시되고 있는 우리나라 제조기업의 부채 의존형 수익구조가 최근에도 계속되고 있음을 의미한다. 기업의 지속적인 성장과 수익 창출을 위해서는 영업성과의 향상을 통한 근본적인 수익구조의 개선이 필요하다. 특히 최근에 나타나고 있는 제조기업들이 안정성과 유동성 확보에 치중한 경영전략에서 더 나아가 적극적으로 새로운 사업모델을 발굴하고, 유·무형자산에 대한 지속적인 투자로 새로운 수익 원천을 발굴할 필요가 있을 것이라 생각된다.

현재 우리나라 제조기업들은 전환점의 기로에 서 있다. 즉, 정부 주도의 경제발전인가, 아니면 민간 주도의 경제발전을 이룰 것인가. 성장 중심의 경제발전을 지향할 것인가, 아니면 나눔과 분배의 공정성을 지향할 것인가의 선택을 앞두고 있다. 본 연구의 결과는 현재 우리나라 기업들이 당면하고 있는 이러한 문제의 해답을 찾는 데 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

본 연구는 기업특성에 영향을 미친 거시경제상황이나 정부 정책 등의 기업 외부적 환경요인을 모두 고려하지는 못하였다. 또한 기업지배구조, 경영자 특성

등 다양한 기업 내부적 요인 역시 반영하지는 못하였다. 특히, 재무비율에는 각 산업의 고유한 특성이 크게 영향을 미칠 수 있으나 본 연구의 재무비율 추출 DB인 기업경영분석지표에서는 전 산업과 제조업만으로 산업을 양분하여 재무비율을 제공하기 때문에 산업별 재무비율 변화추세를 분석하지는 못하였다.

이러한 한계점에도 불구하고, 대부분의 선행연구들이 최근 10년~20년 내외의 단기간에 걸쳐 기업의 재무적 특성을 분석한 반면, 본 연구는 본격적인 제조업 육성정책이 시작된 1960년대부터 현재까지 60여년 가까이 되는 장기간의 재무비율에 대한 종단적 분석을 수행한 것에 의의가 있다고 할 수 있다. 또한 이를 통해 제조기업의 특성 변화추세와 이에 대한 경제적 요인을 분석하였다는 데에 공헌점을 찾을 수 있을 것이다. 본 연구의 결과는 향후 기업들이 급변하는 환경에 대처하기 위한 다양한 전략의 수립에 참고가 될 수 있으며, 제조기업 경쟁력 강화를 위한 정부 정책의 수립에도 유용한 시사점을 제공해줄 것으로 기대된다.

마지막으로 향후 연구에서는 본 연구를 확장하여 다음과 같은 다양한 분석이 가능할 것으로 사료된다. 첫째, 본 연구에서 분석한 재무비율 이외에도 비재무적 변수, 기업성과 변수, 시장 변수 등에 대한 종단 분석이 수행될 필요가 있다. 둘째, 시계열 자료를 통한 재무비율 추정치와 실제치의 차이를 분석하고, 차이가 높은 시기의 경제상황이나 정부 정책 등을 분석할 수도 있다. 셋째, 기업특성 변화추세를 여러 사회과학 관련 이론이나 선행연구의 결과를 적용하여 해석할 필요도 있다. 넷째, 어떠한 정부시책에 대하여 기업의 재무적 상황이 대응되었던 경우와 그렇지 않은 경우를 구분하고, 이들에 대한 비교를 수행할 필요가 있다.

## 참고문헌

- 김문겸 · 이상호 · 김순철(2012), "부채가 수익성에 미치는 영향에 관한 연구: 중소기업과 대기업의 비교," **기업경영연구**, 19(3), 47-70.
- 김석진 · 박민규(2005), "자금 부족분을 이용한 자본조달순서이론 검증," **경영학연구**, 34(6), 1829-1852.
- 김종두(1998), "우리나라 기업의 재무구조비율의 변화과정에 관한 연구," **경영경제**, 15, 97-114.
- 김창배 · 홍재범(2004), **외환위기 전후의 한국기업의 부채구조와 결정요인**, 한국경제연구원보고서, 04-17.
- 백원선 · 조현우 · 호용익(2004), "자기자본이익률 구성요소와 미래수익성 및 가치관련성," **경영학연구**, 33, 1329-1354.
- 신동령(2006), "한국제조기업의 자금조달행태와 재무구조결정요인에 관한 연구," **재무관리연구**, 23(2), 109-141.
- 이영선(1986), "성장과 형평의 조화: 대만경제의 발전과정과 오늘의 문제," **경제학연구**, 34, 119-133.
- 이원흠 · 이한득 · 박상수(2001), "대기업집단의 부채비율 조정속도에 관한 연구-IMF 외환위기시점을 전후한 자금조달 행태의 변화비교," **증권학회지**, 28, 87-112.
- 이한득(2014), **국제비교로 살펴본 한국 제조기업의 경영성과 수준과 특징**, LG경제연구원보고서
- 이화득 · 이상열 · 홍사선(2010), "기업전략과 미래수익성에 관한 연구," **회계저널**, 19, 67-88.
- 한국경제 60년사 편찬위원회(2010), **한국경제 60년사 I 경제일반**
- 한국경제 60년사 편찬위원회(2010), **한국경제 60년사 II 산업**
- 한국은행, **기업경영분석 연차보고서 각 호**
- Beaver, W. H.(1970), "The Time Series Behavior of Earnings," *Journal of Accounting Research*, 8, 62-99.
- Fairfield, P. M. and T. L. Yohn(2001), "Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability," *Review of Accounting Studies*, 6(4), 371-385.
- Freeman, R., J. Ohlson and S. H. Penman(1982), "Book Rate of Return and the Prediction of Earnings Changes," *The Journal of Accounting Research*, 20(2), 639-653.
- Lev, B.(1969), "Industry Averages as Targets for Financial Ratios," *Journal of Accounting Research*, 7(2), 290-299.
- Myers, S.(1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. and N. Majluf(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nissim, D. and S. H. Penman(2001), "Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice," *Review of Accounting Studies*, 6, 109-154.
- Penman, S. H.(1991), "An Evaluation of Accounting Rate-of-Return," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(2), 233-256.
- Penman, S. H.(1996), "The Articulation of Price - Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth," *Journal of Accounting Research*, 34(2), 235-59.
- Soliman, M. T.(2003), Using Industry-Adjusted Dupont Analysis to Predict Future Profitability, Working Paper. Stanford University

## 60 Years of Manufacturing Companies in Korea, Longitudinal Analysis on the Financial Characteristics

Han Soo Bae\* · Seong Pyo Cho\*\* · Kyung Hwa Kim\*\*\*

### Abstract

Korea has experienced remarkable economic growth since 1960. The economic growth has been led by manufacturing sector with strong support of government. Many manufacturing companies, however, are now facing challenge for their sustainable growth. Manufacturing companies should make strategies and government prepares new policies to improve competitiveness of manufacturing companies. Understanding the history of manufacturing companies is essential to make future strategies and policies. This paper analyzes the financial characteristics of manufacturing companies for last 53 years in Korea, based on the longitudinal analysis of financial ratios from 1960 to 2013. Especially, we investigate domestic or global economic situations and managerial or economic policies which affect financial ratios in each period.

The results are as follows. First, we analyze the trend of financing stability with debt ratio. The government implemented the export promotion policy to light industrial sector in the middle of 1960s. Manufacturing companies in light industrial sector had limited financial resources, so government promoted companies to finance debt in the period of the first and second economic development plan. It led to the increase of debt ratio to more than 200% and debt ratio reached 400% at financial crisis in 1997. After financial crisis, the debt ratio had been dramatically decreasing to under 100% in 2013, due to the restructuring by the government policy and the high profitability of companies.

Second, we analyze the trend of liquidity with current ratio. Current ratio has been stable and increasing recently. The pattern of current ratio was symmetric in general to the debt ratio in each period, which means economic or political influence factor of debt ratio are similar with current ratio.

---

\* PostDoc, BK21+, The Graduate School of Business Administration, Kyungpook National University

\*\* Professor, Business Administration, Kyungpook National University

\*\*\* Ph.D. Candidate, The Graduate School of Business Administration, Kyungpook National University

Third, we analyze the trend of growth with sales growth rate. Sales growth rates are all positive during 53 years. Average of sales growth were about 38% in 1960s and 1970s, 12~19% in 1980s and 1990s and lower than 10% after 2000. The higher growth rates have been caused by the government economic plan promoting light industrial sector in 1960s and heavy and chemical industrial sector in 1970s. The decreased growth rates suggest the stabilization of the industries in 1980s and 1990s. The lower growth rates in recent years raised challenge to our manufacturing companies.

Forth, we analyze the trend of profitability with the ratio of operating income to sales (operating margin) and the ratio of Earnings Before Tax (EBT) to sales. Operating margin has been stable in whole period, while EBT shows more fluctuations than operating margin. Both had been decreased until financial crisis in 1997. Losses in EBT were reported in two years around financial crisis. EBTs were often higher than operating margin in 2000s, which means that non-operating gains and losses have a big effect to the profitability of manufacturing companies.

Fifth, we analyze the relation among ratios. The trend of debt ratio was symmetric to the current ratio, which means high portion of current debt in total debt. The decrease of debt ratio and lower borrowing rate have brought EBTs higher than operating margin in several years of 2000s, which means that the profitability of manufacturing companies depends on non-operating gains and losses.

In addition, we analyze the comprehensive characteristics of manufacturing firms in each period. We divide 53 years into 6 periods: 1960s, 1970s, 1980s, 1990s, 2000s, 2010s, and compare the financial characteristics of manufacturing firms in each period.

Our research contributes to understanding the financial characteristics and provides useful suggestions for managers and policy makers to make strategies and policies for strengthening competitiveness of manufacturing companies.

Key Words: Manufacturing Industry, Financial Ratio, Financial Characteristics, Trend Analysis, Longitudinal Analysis