

기업집단 내부거래의 한계기업 지원양상 분석과 정책시사점

2023. 12.

홍용기

KOREA INSTITUTE OF PUBLIC FINANCE

서언

코로나19의 여파로 인해 장기적으로 유지되고 있던 확장적인 통화정책이 긴축 기조로 돌아서고 있다. 이에 따라 최근 많은 언론보도와 정책연구는 경제 내 쪼미기업, 혹은 한계기업에 대해 촉각을 곤두세우고 있다. 한계기업이란 일반적으로 상당 기간 이상 극히 낮은 수익성을 유지한 기업을 의미하는데, 이러한 기업은 외부에서의 자금 수혈을 통해서만 지속적인 생존이 가능하다. 이러한 한계기업이 경제 내에 다수 존재할 경우, 연쇄적인 도산이 은행 부문의 위협으로 이어질 수 있음은 물론 이거니와 자본과 노동 등의 경제 내 부존자원이 비생산적인 부문에 의해 사용되기 때문에 경제의 생산성과 활력을 저하시킬 수 있다. 때문에 한계기업의 생성에 대해 이해하는 것은 한국 사회가 당면한 중요한 과제이다.

본고는 한계기업의 생성 원인에 대해 기존에 은행 부문에 집중하여 연구되었던 선행연구들과는 다르게 기업집단 내부의 자금 차입을 통하여 한계기업이 생존하고 있을 가능성에 대해 연구하였다. 특히 모기업이나 자회사 등 충분한 소유권으로 연결된 하나 이상의 기업이 있는 경우를 포괄적으로 기업집단으로 지칭하여, 본고는 일반적으로 재벌이라는 단어로 지칭하는 대규모기업집단, 혹은 상호출자제한기업집단에 국한하지 않고 훨씬 더 넓은 범위에 대하여 분석하였다.

보다 구체적으로 본고는 다음과 같은 분석을 진행하였다. 먼저 경제 내의 한계기업 중 기업집단에 속한 기업들은 기업의 다양한 특성을 통제한 이후에도 단독기업인 경우보다 더 높은 생존율을 갖는다는 점을 보였다. 생존율과 정상화율을 설명할 수 있는 가설로서 본고는 한계기업이 기업집단 내부에서 자금을 차입해와 생존에 도움을 받고 있을 수 있음을 제기하고, 한계기업이 기업집단 내부에서 차입하는 자금이 외부에서 차입하는 자금과 비교할 때 한계기업화 이후에도 훨씬 더 오랫동안 높은 수준을 유지함을 보였다. 이러한 측면을 설명할 수 있는 가설로, 본고는 한계기업이 기업집단 내부에서 차입하는 자금이 외부에서 차입하는 자금과 비교할 때 한계기업화 이후에도 훨씬 더 오랫동안 높은 수준을 유지함을 보였다. 이를 통하여 본고는 기업집단 내부의 한계기업의 생존에 기업집단에 소속된 다른

기업들이 영향을 미치고 있을 가능성을 다양한 각도에서 조명하였다. 또한 이러한 행태가 경제 내의 생산성에 어떠한 영향을 미칠 가능성이 있는지에 대한 후속연구를 진행하는 데 많은 도움을 줄 수 있는 분석들을 진행하였다.

본 보고서는 한국조세재정연구원의 홍용기 부연구위원이 집필하였다. 저자는 보고서 작성 과정 중 원내 중간보고와 최종보고 세미나에서 조언을 아끼지 않은 연세대학교 김창수 교수, 숙명여자대학교 강동익 교수, 한국개발연구원 조덕상 연구위원, 한국금융연구원의 오태록 연구위원, 세종대학교 정혜진 교수, 그리고 원내의 김빛마로 박사께 깊은 감사의 말씀을 드린다. 또한 본 연구에 사용한 KoData 자료 수득에 도움을 준 원내 장우현 박사, 연구의 진행과정에서 조언을 아끼지 않은 고창수·김정환·김평식 박사 외 익명의 논평자들과 기초자료를 조사·수집·정리하는 등 작성에 많은 도움을 준 서주영 연구원, 그리고 최종 출판까지 행정지원을 해 준 본원의 직원들에게도 감사의 말씀을 전한다.

끝으로 본 보고서의 내용은 저자의 의견이며, 본 연구원의 공식 견해가 아님을 밝힌다.

2023년 12월

한국조세재정연구원

원장 김 재 진

요약 및 정책적 시사점

코로나19 사태에 대응하기 위한 장기간 초저율금리 및 뒤이은 금리 상승으로 인해 최근 들어 좀비기업, 혹은 한계기업에 대한 정책적 관심이 높다. 한계기업은 일반적으로 영업을 통한 이익 창출 능력을 상실하여 외부에서의 지속적인 자금 수혈을 통해서만 생존이 가능한 기업을 지칭한다. 정확한 정의를 위해 국가 및 기관에 따라 다른 기준을 적용하는 경우가 많으나, 한국에서는 일반적으로 이자보상배율, 즉 영업이익 대비 이자비용이 1에 미달하는 상태가 3년 이상 지속된 기업을 지칭한다. 이러한 한계기업들이 2000년대 일본의 생산성 저하에 대한 원인 중 하나로 조명을 받은 이후, 생성원인 및 가능한 파급효과에 대해 다양한 연구가 이루어져 왔으며 장기적인 확장적 통화정책이 유지되었을 때마다 언론, 정책연구 및 학술연구의 관심을 받아 왔다.

한계기업의 생성원인으로 일반적으로 주목을 받아 온 것은 은행 부문으로, 은행 부문이 한계기업의 생존에 유의미한 유인(incentive)을 갖는 경우가 주로 연구의 대상이 되었다. 대표적으로 에버그리닝(evergreening)은 재무적으로 취약한 은행의 경우 용자해 준 부실기업이 도산한다면 이에서 발생하는 손실이 은행 자체의 위기로 이어질 수 있어 오히려 부실기업에 대한 용자를 연장해 주는 현상을 의미하며, 이는 한계기업의 생성 원인으로 주목받아 왔다(Peek and Rosengren, 2005; Caballero et al., 2008; Acharya et al., 2019; Blattner et al., 2023). 또한 채권은행과 채무기업의 소유주가 동일한 경우 해당 소유주는 채무기업에 자금을 지원해 주도록 할 유인이 있어 이러한 경우에도 한계기업이 계속하여 생존할 수 있다(La Porta et al., 2003; Peek and Rosengren, 2005). 이러한 경로를 통해 한계기업이 생존하는 경우, 연쇄적인 도산으로 인한 타 부문으로의 위험 전이 및 비생산적인 기업의 경제 내 자원 이용으로 인한 경제의 생산성 저하 또한 많은 주목을 받아 왔다.

본고에서는 한계기업의 생존을 가능하게 하는 새로운 원인으로서는 기업집단의 내부적인 자금거래가 한계기업에 대한 지원으로 작동하고 있을 가능성에 대해 살펴본다. 이는 내부자금거래 데이터의 구축 등의 어려움으로 인해 지금까지 실증적으

로 활발하게 연구되지 않은 분야이나, 은행 부문과 한계기업에 관한 선행연구와 굉장히 유사한 유인구조 및 가능한 파급효과를 갖는다. 즉, 동일한 기업집단에 속한 기업들은 한계기업화한 소속기업과 소유주를 공유하고 있어 자금을 지원할 유인이 있으며, 해당 한계기업에 투자한 모기업 혹은 기업집단의 재무건전성이 약할 경우 한계기업의 도산으로 인한 부정적인 파급효과를 막기 위해 지속적으로 자금을 지원할 유인이 있다.

본고는 다음과 같은 점을 보임으로써 이러한 가설을 실증적으로 입증하기 위한 기초적인 연구를 수행한다. 먼저 본고는 기업집단에 속한 한계기업들이 단독기업인 한계기업들보다 높은 생존율을 지닌다는 점을 보인다. 동시에 기업집단 소속 한계기업이 정상기업 상태로 복귀할 확률은 단독기업인 경우보다 높지 않고 오히려 일부 분석에서는 낮은 것으로 나타나, 생존율의 차이가 단순히 더 우수한 기업들이 기업집단에 속하기 때문에 나타난다는 등의 선별(selection)에 의한 설명이 참일 가능성이 낮다는 것을 보였다.

이에 대한 대체 가설로 본고는 기업집단이 소속 한계기업에 내부 자금 대차를 통하여 외부자금시장보다 호의적으로 자금을 공여해 주고 있을 가능성에 대해 살펴본다. 기업이 한계기업화한 이후 자산 대비 외부자금시장에서 차입해 오는 금액은 상대적으로 급격하게 하락하는 것으로 보이는 것과 다르게, 내부자금시장에서 차입해 오는 자금은 한계기업화 이후에도 하락하지 않고 상대적으로 높은 수준을 유지하는 것으로 나타났다. 이러한 경향은 폐업에 달하는 기업에서도 관측되어, 내부자금시장은 경영위기에 처한 내부기업에 보다 굳건하게 자금을 지원해 주는 것으로 드러났다.

또한 본 연구는 한계기업들에 대한 보조적인 분석을 수행함으로써 본고에서 제시하는 분석에 대한 이해를 도왔다. 한계기업들은 한계기업화 직전 약 2~3년 전까지 자산의 크기가 증가하는 경향을 보이나, 이후 빠르게 자산의 크기를 줄여나가는 것으로 드러나 Banerjee and Hofmann(2022)에서 보인 바와 같이 자산의 처분이 레버리지의 감소와 연결되는 모습을 보였다. 또한 한계기업의 영업이익은 한계기업화 직전 2년 전부터 빠르게 하락하여 한계기업화에 도달하는 모습을 보였다. 또한 기업집단 내부 계열사들을 분류하여 살펴본 결과, 한계기업에 대한 상대적으로 강건한 자금대여 경향은 한계기업의 자회사, 혹은 방계의 소유구조로 연결된

기업보다는 모기업에서 훨씬 더 강하게 나타나는 것으로 확인되었다.

한편 연구결과를 해석하는 데 있어 아직 본 연구는 여러 주의사항을 갖는다. 먼저 본고는 아직까지 준실험적 방법론을 이용하여 인과관계(causality)를 확립한 것은 아니라는 점에 주의하여 결과를 해석해야 한다. 본 연구에서는 기업집단이 내부 자금거래를 통하여 소속 한계기업을 지원할 것이라는 가설에 맞는 데이터의 다양한 측면을 제시하였으나, 이러한 결과를 다른 대체 가설로 설명할 수 있을 가능성을 부정한 것은 아니다. 또한 본고의 주장은 기업집단의 이러한 내부자금 대차가 경제 전체의 생산성을 떨어트리거나 사익편취를 위해 사용되었다는 주장이 아니며, 또한 반대로 경제 내부의 자원배분의 효율성을 향상시켰다는 주장 또한 아니다. 이러한 부분에 대한 판단을 위해서는 보다 세부적인 데이터의 이용을 통한 분석이 필수적이며, 따라서 본고에서는 이러한 부분의 분석을 진행하지 않고 후속 연구의 분야로 남겨두고 있다.

목 차

I. 서론	1
II. 한계기업 정의, 현황 분석 및 관련 선행연구	6
1. 한계기업의 정의	6
가. 한계기업의 정의	6
나. 본 연구에 사용되는 국내 한계기업 정의의 특성	7
2. 한계기업 현황	8
3. 한계기업 관련 선행연구 및 차별점	12
4. 기업집단 내부거래의 영향에 대한 선행연구 및 차별점	14
5. 국내 기업집단의 내부거래에 관련한 선행 정책연구	16
III. 실증분석 및 결과	19
1. 데이터	19
2. 한계기업과 기업집단 소속 여부	20
가. 한계기업의 생존율과 정상기업 복귀율	21
나. 기업집단 내부와 외부에서의 자금차입	26
다. 한계기업의 레버리지 변동	42
라. 기업집단 소속 개별기업의 한계기업 지원 유인	47
IV. 결론 및 발전방향	52
부록: 채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약	54
참고문헌	64

표목차

〈표 Ⅱ-1〉 한계기업 현황 및 추이 분석	10
〈표 Ⅲ-1〉 연도별 관측치 관련 기초통계량	20
〈표 Ⅲ-2〉 한계기업의 폐업 및 정상기업 복귀	24
〈표 Ⅲ-3〉 식 (2)를 이용한 이벤트 분석 추정 결과	35
〈표 Ⅲ-4〉 식 (3)을 이용한 이벤트 분석 추정 결과	37
〈표 Ⅲ-5〉 식 (2)를 이용한 자산 및 자본 변동 분석	44
〈표 Ⅲ-6〉 식 (2)를 이용한 영업이익 및 이자비용 변동 분석	46

그림목차

[그림 Ⅲ-1] 기업집단 소속 여부에 따른 한계기업 중 폐업률 비교	22
[그림 Ⅲ-2] 기업집단 소속 여부에 따른 한계기업 정상화율 비교	23
[그림 Ⅲ-3] 기업집단 소속 한계기업의 자산 대비 외부 차입금액 비율	26
[그림 Ⅲ-4] 기업집단 소속 한계기업의 자산 대비 내부순차입금액	27
[그림 Ⅲ-5] 기업집단 비소속 한계기업의 자산 대비 외부 차입금액	27
[그림 Ⅲ-6] 기업집단 소속 폐업기업의 자산 대비 외부 차입금액	30
[그림 Ⅲ-7] 기업집단 소속 폐업기업의 자산 대비 내부 차입금액	30
[그림 Ⅲ-8] 기업집단 소속 기업의 한계기업화 전후 외부차입금 추이	34
[그림 Ⅲ-9] 기업집단 소속 기업의 한계기업화 전후 내부순차입금 추이	34
[그림 Ⅲ-10] 기업집단 소속 기업의 한계기업화 이후 내부순차입금의 상대적 추이	36
[그림 Ⅲ-11] 플라시보: 준한계기업의 자산 대비 내부 차입금액	40
[그림 Ⅲ-12] 플라시보: 준한계기업의 자산 대비 외부 차입금액	41
[그림 Ⅲ-13] 한계기업의 한계기업화 전후 log(총자산) 추이	43
[그림 Ⅲ-14] 한계기업의 한계기업화 전후 log(자본금) 추이	43
[그림 Ⅲ-15] 한계기업의 한계기업화 전후 log(영업이익) 추이	45
[그림 Ⅲ-16] 한계기업의 한계기업화 전후 log(이자비용) 추이	45
[그림 Ⅲ-17] 모기업으로부터의 자산 대비 내부순차입금	50
[그림 Ⅲ-18] 자회사로부터의 자산 대비 내부순차입금	51
[그림 Ⅲ-19] 집단 내 방계 기업으로부터의 자산 대비 내부순차입금	51

I. 서론

코로나19(이후 COVID-19) 사태에 대응하기 위한 장기간 초저율 정책금리 유지 기조와 기업에 주어지는 정책금융의 대규모 확대에 인하여 각국 정책 연구자들은 경제 내 한계기업 비율 상승에 많은 관심을 기울이고 있다.¹⁾ 이는 특히 과거 유사한 확장적 통화정책과 기업에 대한 대량의 자금 공급이 있었던 경우 이것이 한계기업의 증가로 이어지고, 중국에 경제 전체의 문제로 이어지는 경우가 드물지 않았기 때문이기도 하다.

국내외에서도 최근 한계기업의 증가에 경종을 울리는 연구와 언론의 보도가 꾸준히 늘어나는 추세다. 2021년 산업연구원의 연구(최현경·안지연, 2021)에 따르면 제조업에 해당하는 상장기업 중 한계기업의 비중은 2010년 전체의 6.7%에서 2020년 15.6%로 10%p 가까이 상승하였으며, 주요 경제지에서도 2021년 전체 외부감사 대상 기업(이하 외감기업) 중 14.9%가량의 기업이 한계기업에 해당한다는 보도를 내며 경종을 울렸다. 이러한 경향성은 선진국과 개발도상국을 막론하고 공통적으로 나타나 Albuquerque and Iyer(2023)는 총 63개국을 이용한 분석에서 중소기업의 비중이 지난 20년간 꾸준히 증가하였으며, 2019년 이후 특히 가파르게 증가하였음을 보이기도 했다.²⁾

한계기업의 증가는 경제에 다양한 문제점이 존재함을 보여주며, 또한 미래에 잠재적으로 더 많은 문제점이 생길 수 있음을 의미하기도 한다. 단기적인 측면에서 이는 자본과 노동이 생산적이지 못한 섹터에 비효율적으로 배분(misallocation)되어 있음을 의미하며, 이것이 경제 전체의 생산성 하락으로 이어지고 있음을 뜻한다. 또한 장기적인 측면에서도 이는 최근과 같이 금리가 지속적으로 상승하고 정책금융 공급이 감소할 경우 이 기업들이 급작스럽게 도산할 수 있는 여지가 있음을 뜻

1) 한계기업은 일반적으로 영업을 통한 이익 창출 능력을 상실하여 외부에서의 지속적인 자금 수혈을 통해서만 생존이 가능한 기업을 지칭한다. 이 경우, 한계기업으로 분류되는 기업들은 자력으로 생존하거나 성장할 능력을 상실하였다고 일반적으로 판단된다.

2) 이때 사용한 한계기업의 정의는 한국에서 사용하는 것과 조금 다르다는 점에 주의해야 한다. 한계기업의 정의에 대한 자세한 내용은 제II장에서 다룬다.

한다. 또한 이러한 충격이 이들 기업에 자금을 공급한 은행 부문으로 이어질 경우 더욱 큰 문제로 이어질 가능성 또한 무시하기 어렵다.

한계기업이 자력으로 생존하거나 성장하는 것이 사실상 어렵다는 명제를 받아들인다면, 그러한 기업이 장기간 생존한다는 것은 어디에선가 효율적인 시장의 평가와는 다른 가격으로 자금을 지원받고 있다는 것을 의미한다. 이러한 자금 공급의 원천으로 연구자들의 주된 주목을 받아 온 것은 은행 부문이다. 기존 연구들은 은행이 부실기업의 생존 여부에 대하여 유의미한 유인(incentive)을 가지게 될 경우 그러한 기업에 대한 대출을 계속하여 연장하거나 증가시키게 되고, 이러한 행동이 한계기업의 생성으로 이어질 수 있음을 보였다.

대표적으로 재무구조가 취약한 은행이 부실기업에 대한 대출에서 일어난 손실을 장부에 실현하는 것을 피하기 위하여 한계기업에 계속하여 자금을 대출하는 현상인 에버그리닝(evergreening)이 많은 조명을 받아 왔다(Peek and Rosengren, 2005; Caballero et al., 2008; Acharya et al., 2019; Blattner et al., 2023). 이에 더하여 은행의 소유주가 보유한 기업들에는 그 은행이 과도하게 자금을 지원하고, 또한 그렇게 자금 지원을 받은 기업들이 한계기업으로 이어지게 된다는 경로 또한 중요하게 연구되기도 하였다(La Porta et al., 2003; Peek and Rosengren, 2005). 이뿐만 아니라 한계기업의 생존은 경제 내 자원이 보다 생산적인 부문으로 재배분되는 것을 막아 경제의 역동성 및 생산성을 저해한다는 것 역시 이러한 논문들을 통해 많은 주목을 받아 왔다.

본 연구에서는 은행 부문이 아닌 한계기업의 생존 및 지속의 새로운 원인으로서는 이러한 기업들이 기업집단 내부의 거래(관계자 거래; related-party transactions)를 통하여 계속하여 자금을 수혈하고 있을 가능성에 대해 살펴본다. 이때 본고에서 사용하는 ‘기업집단’은 흔히 재벌 등의 호칭으로 불리는 대규모 기업집단만을 의미하는 것이 아니라, 충분히 큰 규모의 소유권으로 연결된 모회사, 자회사, 계열사 등 특수 관계의 기업이 하나라도 있는 기업 모두를 포괄하는 넓은 개념이다.

기업집단이 내부 한계기업에 대하여 자금을 지원할 유인은 기존 연구들이 밝힌 은행 부문의 유인과 굉장히 유사한 구조를 가진다. 한계기업을 포함하고 있는 기업집단의 경우, 한계기업과 소유주를 공유하기 때문에 내부 한계기업의 도산을 막기 위하여 자금을 지원할 유인이 있다. 또한 소속 한계기업에 투자한 지분의 손실

이 실현된다면 기업집단 전체의 가치 평가에 영향을 미칠 것이며, 이를 막기 위해 역시 지속적으로 자금을 지원할 유인이 존재한다. 특히 은행의 부문과 마찬가지로 기업집단 내부 기업들의 재무구조가 취약할수록, 그리고 한계기업의 지분을 가지고 있는 직접적인 모기업의 재무구조가 취약할수록 이러한 손실을 막아야 할 단기적인 유인이 강할 수 있음도 생각해 볼 수 있다. 마지막으로 이러한 거래를 통하여 한계기업의 지속적 생존이 보장된다면 작게는 기업집단 내부의 자원배분이, 더 나아가 기업집단 간의 배분과 경제 내의 자원배분이 비효율적으로 변하게 될 수 있다. 이러한 점에서 기업집단의 내부 거래를 통한 한계기업 지원은 기존에 연구되었던 은행 부문의 한계기업 지원과 많은 점을 공유한다.

이러한 유사성에도 불구하고 은행-기업 간 관계와 비교할 때 기업 내부의 거래는 데이터를 통한 파악이 어렵다는 한계성으로 인해 기존에 많이 연구되지 못하였으며, 데이터 확보에 따라 유사한 부문에 대한 연구가 산발적으로 존재하였다. 본고에서는 저자가 구축한 한국 외부감사 대상 기업들의 내부거래 데이터를 이용하여 상술한 측면에 대한 분석을 진행하고자 한다. 특히 기업집단이 내부적인 자금 거래를 통하여 한계기업의 생존을 돕는지에 대해 초점을 맞추려고 하며, 추후 연구를 통하여 미비한 점을 보완해 나갈 계획이다.

본고에서는 다음과 같은 분석을 개별적으로 시행하여 기업집단 내의 자금거래가 집단 내 한계기업의 생존을 지원하고 있을 가능성을 보인다. 먼저 기업집단에 속한 한계기업은 집단에 속하지 않은 한계기업과 비교하여 더 높은 생존률을 보이거나, 동시에 정상기업 상태로의 복귀율은 오히려 더 낮은 것으로 드러났다. 이는 집단 소속 여부에 따른 생존률의 차이가 기업집단에 속한 기업들, 혹은 한계기업들이 단독기업인 경우보다 근본적으로 생존에 더 유리한 특성을 가졌기 때문에 기인할 수 있다는 가능성(selection)보다는, 기업집단의 한계기업에 대한 지원(treatment)이 그러한 생존률의 차이를 주도하고 있을 수 있다는 가능성을 보이는 결과이다.

또한 본고는 기업들이 기업집단 외부에서 차입해 온 자금의 흐름과 내부에서 차입해 온 자금의 흐름이 한계기업화 이후로 크게 다른 움직임을 나타낸다는 것을 보인다. 한계기업들의 총 자산 대비 외부에서 차입해 온 자금은 한계기업화 직전 3~4년 전부터 시작하여 빠르게 상승하여, 한계기업으로 판정받은 해를 기점으로 급격하게 하락한다. 반면 동일한 기업들이 기업집단 내부에서 차입해 온 자금은

역시 한계기업화 직전 3~4년 전부터 빠르게 상승하나, 한계기업화 이후에도 상당 기간 동안 고점을 그대로 유지하는 흐름을 보였다.

물론 이와 같은 분석은 아직 엄밀한 인과적 추론(causality)의 단계라고 하기는 힘들며 향후 후속연구의 방향을 제공할 수 있는 초기 연구의 성격에 가깝다는 점에 유의해야 한다. 본고에서 보이는 각각의 분석은 이를테면 데이터의 각각의 단층이 ‘기업집단의 내부거래가 내부의 한계기업을 지원하고 있을 것이다’는 핵심적인 가설에 부합한다는 것을 입증하고 있다. 반면 이러한 각각의 단계가 얼마나 유기적으로 연결되는지, 예를 들어 기업집단 소속 한계기업의 높은 생존률 중 얼마만큼이 기업집단 내부에서의 차입으로 인해 설명될 수 있는지에 대해서는 보이고 있지 않다.

본고에서 제공하는 기업집단 내부에서 소속 기업들이 자원을 누구와 언제, 어떤 방식과 유인으로, 그리고 어떤 크기로 나누는지에 대한 분석은 향후 기업 지원정책의 설계에 정책적 시사점을 제공할 수 있다.

먼저 언론의 경종과 같이 경제에 적체된 한계기업들이 금리의 상승 및 정책금융의 축소와 함께 도산의 위험에 직면하게 될 확률이 커진다면, 이에 대한 정책적 대응을 설계할 때 본고의 분석이 기초자료로 이용될 수 있다. 특히 정책결정자가 각 기업의 도산 위험에 대해 평가하고 향후 생존가능성 및 정상기업 상태로의 회복가능성과 이를 위한 정부 지원의 필요성에 대해 분석하기 위해서는 소속 기업집단의 정보를 얼마나, 또 어떤 방식으로 염두에 두어야 할지에 대한 이해가 필요할 것이다. 물론 장기적 관점에서 정부의 이러한 측면에 대한 고려에 대하여 기업이 내생적으로 반응하여 행태를 변경할 가능성이 있으나 이는 현재 상태에 대한 분석이 선행된 후 후속연구를 통하여 진행해 나가야 할 부분이다.

이뿐만 아니라 본 연구의 분석은 정부가 생산성 및 성장가능성이 우수한 기업을 선정하여 정책금융, 재정 지원, 혹은 세제 혜택을 주는 경우에도 참고 자료로 활용될 수 있다. 기업집단이 자원을 회생 가능성이 낮은 한계기업과 어떻게 공유하는지에 대한 분석은, 정부가 우수한 기업을 선정하여 지원하는 경우에도 지원의 실제 혜택이 동일 기업집단 내의 보다 생산성이 낮은 기업으로 흘러들어갈 가능성에 대해 이해하는 기초를 제공하기 때문이다. 특히 기업에 대한 정책적 지원이 해당 기업의 소유구조에 대한 기본적인 정보만을 이용하고 있다는 점을 고려할 때, 본

고는 특정 기업에 대한 지원의 필요성 및 방식에 대한 논의에서 기업의 소속 집단에 대한 정보를 어떠한 방식으로 고려해야 할지에 대해 시사점을 제공한다.

본고의 제Ⅱ장에서는 한계기업의 정의와 경제 내 한계기업 현황에 대한 선행연구, 그리고 기업집단 내부 거래에 대한 선행연구를 정리한다. 제Ⅲ장에서는 기업집단 내에 존재하는 한계기업의 현황과 기업집단 내부거래와 한계기업의 연결에 대해서 실증적으로 분석하고, 마지막 제Ⅳ장에서는 정책적 시사점과 향후 진행 방향에 대해서 정리한다.

II. 한계기업 정의, 현황 분석 및 관련 선행연구

1. 한계기업의 정의

가. 한계기업의 정의

한계기업은 일반적으로 영업을 통한 이익 창출 능력을 상실하여 외부에서의 지속적인 자금 수혈을 통해서만 생존이 가능한 기업을 지칭한다. 이 경우, 한계기업으로 분류되는 기업들은 자력으로 생존하거나 성장할 능력을 상실하였다고 일반적으로 판단된다. 데이터를 통하여 한계기업을 정의할 때 연구자들은 조금씩 다른 기준을 이용하고 있다. 가장 널리 사용되는 기준은 이자보상배율로서, 일반적으로 일정 기간 동안 연속하여 영업이익³⁾이 이자비용보다 작은 경우, 즉 이자보상배율이 1보다 작은 값을 갖는 경우를 한계기업을 판단하는 기준의 하나로 삼는다.

$$\text{이자보상배율} = \text{영업이익} / \text{이자비용}$$

동시에, 단순히 한 해의 저조한 영업성적을 이용하여 한계기업을 정의하는 경우는 드물다. 한국은행은 3년 이상 연속으로 이자보상배율이 1에 미달하는 경우를 한계기업으로 정의하고 있으며, 국내 연구에서는 이 기준이 널리 사용되고 있다. 반면 해외를 포함한 일부 연구에서는 이에 더하여 영업이익 창출 능력이 낮을 수밖에 없는 초기 창업기업을 제외하기 위하여 업력이 5년 이상인 기업만을 보거나, 레버리지가 동 산업과 비교하여 높은 기업만을 보거나, 과도하게 낮은 이자율로 자금을 빌리고 있는 기업만을 보거나, 혹은 연간 실질 매출액이 연속하여 감소하기를 요구하는 등(Favara et al., 2021) 조금씩 변형된 기준을 사용하고 있다. 일부에서는 기업의 재무적인 특성을 이용하여 한계기업의 존재를 파악하는 것보다는

3) 이때 영업이익을 대신하여 EBIT(Earnings Before Interest and Tax)을 사용하는 등, 연구자마다 세부적인 지표의 차이가 조금씩 존재할 수 있다.

은행이 기업에게 위험을 고려한 효율적인 시장금리보다 낮은 금리로 자금을 빌려주는지(subsidized lending) 여부를 중점적으로 사용하기도 했다(Caballero et al., 2008).

본고에서는 국내 기업들에 대한 기존 분석들과 보조를 맞추기 위하여 '3년 이상 연속으로 이자보상배율이 1에 미달하는 경우'를 한계기업의 기준으로 삼는다.

나. 본 연구에 사용되는 국내 한계기업 정의의 특성

많은 다른 나라들과는 다르게 한국의 경우 많은 연구자들과 정책기관이 하나의 통일된 정의로 준비기업을 정의하고 있다는 점은 특기할 만하다. 다른 국가의 기관들의 경우 상술한 것과 같이 각기 다양한 기준을 이용하고 있으며, 이렇게 조금씩 변형된 기준을 사용하였을 경우 경제 내 한계기업의 비중이 상당히 다른 규모로 파악될 수 있음에 주의하여야 한다는 것 역시 지적되고 있다. Favara et al.(2021)의 추산에 따르면 2020년 미국 상장기업 중 한계기업으로 판정되는 기업의 비율은 이자보상배율과 업력만을 기준으로 했을 때 20%를 초과하는 수준에서 레버리지와 실질 매출액의 감소를 함께 기준으로 삼을 경우 10% 미만까지 나타나 큰 차이를 보인다. 즉, 한계기업의 비중을 통하여 경제 내 기업들의 경영 상태를 파악하기 위해서는 시계열적으로 일관적인 기준을 사용하였는지에 대한 재확인이 필수적이다.

한편 한국의 경우 다양한 연구자뿐 아니라 많은 기관에서 역시 '이자보상배율이 3년 이상 연속으로 1에 미달하는 경우'를 공통적으로 한계기업의 정의로 인식하고 있으며 이러한 특성은 본 연구에서 핵심적으로 사용하는 변동(shock)을 제공한다. 즉 본 연구는 국내에서 한계기업에 대한 정의가 하나로 통일되어 있기 때문에 특정 기업이 해당 정의를 만족하게 되는 순간 외부자금시장에의 접근이 더 어려워진다는 점을 분석에 이용한다.

이는 일반적인 기업집단의 내부자금거래에 대한 분석이 경제 전체 혹은 은행 및 금융산업 전체에 위기가 발생하여 기업집단 전체가 영향을 받는 상황을 이용하는 것과는 다르게, 특정 조건을 기준으로 기업집단 소속 기업 중 일부에게 외부자금 차입비용이 불연속적으로 증가(discrete jump)하는 상황을 제공한다. 이는 기업집단 전체가 영향을 받는 사건을 이용하는 경우와 비교할 때, 기업집단 소속 기업들

이 일반적인 경영상태에서 동일 집단에 소속된 타 기업에 발생한 쇼크에 어떻게 반응하는지를 보여줄 수 있다는 장점이 있다.

한계기업에 대한 통일된 정의가 외부자금차입에 미치는 영향의 좋은 사례는 「채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약」이다. 이에 따르면 국내의 채권은행은 거래기업이 “회계연도를 기준으로 최근 3년간 연속하여 이자보상배율(영업이익/금융비용)이 1.0미만 기업”에 해당할 경우, 즉 한계기업상태에 접어들 경우 해당 기업이 부실징후기업인지 여부에 대한 세부평가를 진행해야 한다. 또한 부실징후기업으로 평가받을 경우, 해당 기업이 정당한 사유 없이 3개월 내에 워크아웃 혹은 회생절차를 신청하지 않으면 해당 기업에 대한 신규여신 제공을 중지해야 하고, 만기가 도래한 여신을 연장할 수 없는 등 강한 제재가 뒤따르게 된다.⁴⁾

2. 한계기업 현황

경제 내 한계기업의 비중이 최근 들어 점차 커지고 있다는 것에 대한 경종은 최근 꾸준히 증가했다. <표 II-1>은 이러한 국내 한계기업 현황에 대한 최근 연구결과를 요약하여 제시하고 있다. 예를 들어 최현경·안지연(2021)의 연구는 국내 상장기업 중 제조업종 기업을 대상으로 2020년 기준 한계기업의 비중이 15.63%에 달하며, 이는 2010년의 6.69%에서 9%p 가까이 증가한 비중이라고 언급하였다. 또한 2023년 3월 국회예산정책처에서 발간한 『2023 경제전망 II』에서는 상장기업을 이용하여 한계기업의 비중을 추정해 본 결과, 제조업의 경우 한계기업의 비중이 2019년 17.1%에서 2022년 3분기 기준 27.1%로 증가하였으며, 서비스업에서도 동기간 23.5%에서 31.4%로의 큰 증가가 있었다고 추정하였다.

해외에서도 코로나19에 대응하기 위하여 확장적인 통화정책 및 기업을 보조하기 위한 정책금융의 확대는 동일하게 존재하였고, 이러한 한계기업의 비중 증가에 대한 관심과 우려 역시 공유하고 있다. Banerjee and Hofmann(2022)는 OECD 회원국의 상장기업 데이터를 이용하여 1980년대부터 2017년까지의 긴 시계열을 비교하였

4) 이는 전체 규정을 일목요연하게 제시하기 위하여 요약한 내용이므로, 세부적인 내용은 본 연구의 부록에 보다 자세히 요약된 내용 및 「채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약」의 원문을 참조

고, 한계기업의 비중이 동기간 약 4%에서 약 15%로 증가하였음을 보이기도 했다. 또한 미연방준비은행(Federal Reserve Bank)의 Favara et al.(2021)은 미국 상장기업 중 한계기업의 비중을 추산하며, 사용하는 한계기업의 정의에 따라서 2020년 기준 10~20%가량의 다양한 비중이 추산될 수 있음을 보이기도 했다.

IMF는 2021년 World Economic Outlook을 통해 선진국 전반에서 COVID-19로 인한 최근의 경제위기가 금융위기 등 과거의 경기침체와는 다르게 기업의 폐업으로 이어지지 않았고, 이것이 정책금융 및 정부규제를 통한 기업 보호에 영향을 받은 결과임을 지적했다. 또한 이러한 경로를 통해 생성된 한계기업이 한 번에 도산하여 경제에 감당할 수 없는 충격을 주지 않도록 채권자 및 은행에게 부실기업을 꾸준히 정리하도록 권장할 것을 권고하였다. 본 연구의 작성시점인 2023년 들어 IMF는 이례적으로 여러 건의 워킹페이퍼를 통해 한계기업의 현황 및 확장적 통화정책과의 연관성에 대해 연구를 진행해 오고 있다(Albuquerque and Mao, 2023; Albuquerque and Iyer, 2023; Jafarov and Minnella, 2023).

〈표 II-1〉 한계기업 현황 및 추이 분석

기린명	연도	보고서 제목	대상기업		한계기업 비중		한계기업 수			
			대상	대상기업 수	비중	한계기업 수				한계기업 수
전경련 ¹⁾	2023	상장사 한계기업 비중 추이 분석(보도자료)	전체 상장사	2022년 (2,347개)	전체	17.5%				
			코스피 상장사	2022년 (1,550개)	2022년(11.5%)					
			코스닥 상장사	2022년 (797개)	2022년(20.5%)					
BOK ²⁾	2022	금융안정보고서 (2022년 12월)	-	-	2021년 (14.9%), 2022년 (18.6%(진망치))					
KDB 산업은행 ³⁾	2022	한계기업 현황과 시사점	외감기업(NICE), 자체 추산	2018년	20,659개	전체	2018년 13.2%, 2019년 15.2%, 2020년 17.6%, 2021년 18.3%	전체	2018년 2,731개, 2019년 3,320개, 2020년 4,020개, 2021년 4,478개	
				2020년	22,685개	2020년	15.3%	2020년	3,465개	
KIF ⁴⁾	2022	한계기업 증가 가능성과 향후 과제 (BOK(2022) 참조)	전체 외감기업 (금융보험업 등 비적합업종 제외)	2021년	24,005개	2021년	14.9%	2021년	3,572개	
				2000~2020년까지 2만 1,258개 누적 정보 활용	2018년(1,273개), 2019년(1,295개), 2020년(1,267개)	2018년	12.57%	2019년	14.05%	
산업연구원 ⁵⁾	2021	한계기업 결정요인 분석과 코로나19 이후 기업구조조정에 대한 시사점	유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 제조업 대상	2003~2019년 누적 145,284개	2003~2019년 누적 145,284개	2020년	15.63%	-	-	
산업연구원 ⁶⁾	2021	국내 한계기업 결정요인 분석과 시사점	제조업 외감기업 (2003~2019년, 145,284개)	2003~2019년 누적 145,284개	2019년(제조업 전체 11.9%) / 산업별(기타 운송장비 25.1%, 의료 21.1%, 섬유 18.1%, 전자 15.2%, 자동차 15.1%)	-	-	-	-	

기관명	연도	보고서 제목	대상기업		한계기업 비중				
			대상	대상기업 수	비중		한계기업 수		
KIF ⁷⁾	2021	기업신용위협평가 및 구조조정 추진 방식 점검	전체 외감 기업 (비적합 업종 제외)	2019년(23,494개)	2018년	14.2%		2018년	3,236개
					2019년	14.8%		2019년	3,475개
BOK ⁸⁾	2020	한계기업이 우리나라 제조업 노동생산성에 미친 영향	제조업 (기업활동 조사)	2010~2018년 합산 기준 76,753개	2018년	기업수 기준	9.5%		-
						총자산 기준	4.2%		
						1년차 한계 기업	3.7%		
						2년차 이상 한계 기업	5.8%		

주: 1) 전국경제인연합회, 「상장사 한계기업 비중 추이 분석」, 보도자료, 2023. 5. 22.

2) 한국은행, 「금융인정보고서」, 2022. 12.

3) 박찬우, 「한계기업 현황과 시사점」, 이슈분석 제800호, KDB, 2022. 7.

4) 구경한, 「한계기업 증가 가능성과 향후 과제」, 금융 포커스 제31권 22호, 한국금융연구원, 2022. 10.

5) 최현경·안지연, 「한계기업 결정요인 분석과 코로나19 이후 기업구조조정에 대한 시사점」, 제조업 성장기업을 중심으로, issue paper 2021-10, 산업연구원, 2021. 10.

6) 송단비 외, 「국내 한계기업 결정요인 분석과 시사점」, issue paper 2021-3, 산업연구원, 2021. 3.

7) 구정환·이규복, 「기업신용위협평가 및 구조조정 추진 방식 점검」, KF 금융분석리포트 2021-03, 한국금융연구원, 2021. 3.

8) 송상윤, 「한계기업이 우리나라 제조업 노동생산성에 미친 영향」, BOK 이슈노트 제2020-7호, 한국은행, 2020. 7.

자료: 표의 선행연구를 바탕으로 저자 작성

3. 한계기업 관련 선행연구 및 차별점

한계기업과 관련된 선행연구는 한계기업의 발생 원인으로 은행 부문을 가장 중요하게 지적해 왔다. 2000년대 초반 다양한 연구들은 일본의 사례를 이용하여 한계기업의 발생과 그로 인한 문제점이 은행 부문과 긴밀하게 연결되어 있으며, 이것이 일본 경제의 생산성 하락을 설명할 수 있음을 보였다. Peek and Rosengren(2005) 등의 연구는 은행들이 대출을 받은 부실기업에 계속하여 자금을 지원해 주는 에버그리닝(evergreening) 현상이 부실기업의 지속적 생존을 도움을 데이터를 통하여 실증적으로 연구하였다. 즉, 은행이 한계기업에 대한 기존 대출을 부실대출이라고 인정하고 이를 자산에서 제외할 경우 은행 자체의 재정건전성이 위기에 처하게 되어 이를 방지하기 위하여 계속하여 대출을 연장해 준다는 것이다. 이들은 또한 이러한 에버그리닝 행위가 기업집단의 이익과도 연계되어, 해당 은행이 속한 기업집단의 부실 계열사에게는 더욱 꾸준하게 자금이 지원된다는 것을 보이기도 했다.

Caballero et al.(2008)은 에버그리닝이 경제에 미칠 수 있는 파급효과를 모형과 데이터를 통하여 연구하였다. 이들은 에버그리닝을 통하여 부실기업들이 생존하고 증가하게 되며, 자본과 노동 등 자원이 비생산적인 기업들에 묶여 있게 되고 경제 내 보다 생산적인 부문으로 흘러 들어가지 않게 된다는 점을 보였다. 또한 이들의 분석에 따르면 한계기업의 비중이 높은 산업일수록 일자리의 생성과 파괴가 활발하게 일어나지 않으며, 보다 낮은 생산성을 보이는 등 경제의 역동성이 전반적으로 하락하는 결과로 이어진다.

또한 은행과 기업이 소유구조를 통하여 연결되어 있을 경우, 소유주의 유인구조상 은행이 부실기업에게 자금을 계속하여 지원하도록 하여 한계기업의 생존을 도울 수 있다는 것 역시 연구되었다. 이는 대표적으로 Peek and Rosengren(2005)이 일본에 대하여, La Porta et al.(2003)이 멕시코의 은행과 기업에 대해 연구하였다. 특히 La Porta et al.(2003)은 은행의 관계기업에 대한 대출이 소유구조로 이어져 있지 않은 경우보다 기업의 파산으로 이어질 확률이 30% 이상 높으며, 파산할 경우 채권 회수 실패로 이어질 확률 역시 30% 이상 높다는 것을 보였다.

이러한 한계기업의 생성 및 경제 내 적체는 경제 내의 부존자원이 비생산적인 기업에 의해 사용되게 하여 경제의 생산성과 역동성을 낮추고, 또한 한계기업이

연쇄적으로 도산할 경우 은행 부문에 잠재적인 위협으로 작동할 수 있다는 점 역시 활발하게 연구되어 왔다. 특히 이러한 점은 2008~2009년 금융위기와 2010년 유럽 재정위기 시의 은행 부문의 부실에 대해 지속적으로 연구되었다. Acharya et al.(2019)는 당시 유럽 재정위기에 대처하기 위하여 은행에 추가 자본을 공급한 ECB의 무제한 국채 매입(Outright Monetary Transactions, OMT) 프로그램이 기대한 만큼의 경기회복으로 이어지지 않은 이유를 이를 통하여 설명하였다. 이 연구에 따르면 무제한 국채 매입프로그램을 수혜한 이후에도 자본건전성이 약했던 은행들은 한계기업에 대한 대출을 유지 및 증가시켰으며, 이는 경제 내 자원 배분의 비효율(misallocation)을 증대시켜 경기 회복의 둔화로 이어졌다.

Blattner et al.(2023)의 경우, 유럽 재정위기의 여파로 인해 강화된 은행의 자본건전성 규제가 이러한 규제를 만족하지 못할 위기에 처한 은행들로 하여금 부실기업에 대한 대출을 증가시키도록 하는 결과로 이어졌음을 보였다. 또한 이는 역시 경제 내 자원 배분의 비효율성을 증대시켜, 이들은 2012년 포르투갈의 총 생산성 하락의 12%가량이 이에 기인하였다고 추정했다.

본 연구는 이러한 한계기업에 대한 선행연구의 흐름에 기존에 활발히 연구된 은행 부문이 아닌, 한계기업의 새로운 생성 및 생존 원인으로서 기업집단의 내부자 금거래를 제시하고 이를 실증적으로 보인다는 점에서 차별화된 기여를 제공한다. 이러한 새로운 경로는 아직까지 활발히 연구되지 않았으나, 기존 은행 부문에 대한 연구와 주요 유인구조 및 경제 내 타 부문으로의 전이경로를 모두 공유하고 있다. 먼저 은행 부문의 에버그리닝과 마찬가지로 한계기업의 지분을 크게 보유하고 있는 모기업의 재정이 불안할 경우, 더 나아가 기업집단 전체의 재정이 튼튼하지 못할 경우 기업집단은 소속 한계기업의 폐업을 막아야 할 유인이 발생한다. 또한 기업집단의 경우 기업의 소유주를 공유하고 있기 때문에 소유주는 La Porta et al.(2003)에서와 같이 집단 소속 타 기업으로 하여금 한계기업을 지원하도록 할 유인이 발생한다. 마지막으로 이로 인해 기업집단 내 한계기업이 생성될 경우, 이는 집단 내 자원의 비효율적 배분을 통한 생산성 하락의 문제를 일으키게 된다.

4. 기업집단 내부거래의 영향에 대한 선행연구 및 차별점

기업집단의 내부거래(intra-firm transactions; related-party transactions)가 기업집단에 미치는 영향에 대해서 역시 다양한 연구가 이루어져 왔다. 이러한 거래가 기업집단 내의 자원배분을 더 효율적으로 만드는지의 여부에 대해서는 연구의 배경이 되는 국가 및 대상 기업에 따라 서로 다른 결론을 내리고 있으나, 경제 위기 등 단기적으로 부정적인 충격이 왔을 때 기업 내부의 자원 재배분이 더욱 중요해진다는 점은 다양한 연구에서 공통적으로 보인 바 있다.

일부 연구에서는 기업집단이 외부 투자자들에 비하여 소속 기업에 대해 보다 우월한 정보를 가지고 있기 때문에 이를 이용하여 효율적으로 내부에서 자본을 재배분한다는 결과를 보였다. 대표적인 연구로 Almeida et al.(2015)은 아시아 금융위기 당시 한국 재벌의 데이터를 이용하여, 금융위기 직후 재벌들이 보다 성장가능성이 높은 소속 기업에 지분투자를 통하여 자금을 공급하였고 이를 통해 투자기회가 더 많은 기업들이 금융위기 이후에 더 적극적으로 투자하며 성과를 증진시켰음을 보였다. Buchuk et al.(2014)은 칠레의 기업집단 내부거래 데이터를 이용하여 역시 내부에서 자금을 조달하는 기업들이 수익성과 투자가 더 높음을 보였다.

일부 연구에서는 이러한 내부 자본시장이 단기적으로 도산의 위기에 처한 계열사에 긴급자금을 지원함을 보이기도 했다. Gopalan et al.(2007)은 인도의 데이터를 이용하여 기업집단이 도산의 위기에 가까운 기업을 지원하며, 이것이 계열사에 이미 투자된 금액을 보호하기 위한 유인과 함께 계열사가 도산하였을 경우, 기업집단 전체에 대한 투자자의 인식 변화로 발생하는 음(-)의 충격을 최소화하기 위한 기제가 작동하기 때문임을 보이기도 했다. 이와 유사하게 재무적으로 어려운 계열사에 대한 상호지원(propping) 역시 많은 연구의 대상이 되었다.

이뿐만 아니라 이러한 기업집단 내부거래의 역할은 경제 위기로 인하여 외부에서의 자금 수혈이 힘들어질 때 더욱 큰 중요성을 지닌다는 연구 또한 활발히 진행되어 왔다. Matvos and Seru(2014)는 미국의 기업집단 데이터를 이용하여 금융산업, 혹은 외부자금시장이 제 기능을 하지 못할 때일수록 기업집단 소속 기업들이 단독기업에 비하여 보다 좋은 성과를 나타낸다는 것을 보였다. 또한 그들은 구조모형을 이용하여 이러한 성과의 차이가 기업집단 내부에서의 자원 재분배에 의한

면이 크다는 것을 연구하였다. 또 Santioni et al.(2020)은 기업집단 소속 기업들이 내부 자금 대차를 이용하여 2010년대 초반의 유럽 경제위기 기간 동안 보다 높은 생존율을 보였으며, 특히 기업의 주거래은행의 재무 상태가 나빠 외부에서 자금을 구하기 힘들 때 내부의 자금을 더 의존하였음을 보였다.

이렇게 단기적으로 외부에서의 자금 차입이 힘들어졌을 때 기업 간의 자금 분배가 더욱 중요해진다는 것은 기업집단을 이루지 않은 기업들 사이에서도 나타난 바 있다. Garcia-Appendini and Montoriol-Garriga(2013)는 미국 상장기업들의 공급자-구매자 간 거래 데이터를 이용하여, 2008년 금융위기로 인해 외부자금의 차입이 어려워지자 현금보유량이 상대적으로 많았던 기업들이 무역금융(trade credit)⁵⁾의 공급을 더 늘려 대응하였다는 것을 보였다.

하지만 동시에 기업집단의 내부거래가 집단 내부의 자원배분 상태를 나아지게 하는지에 대해서는 여러 이견이 존재한다. 많은 연구자들은 기업집단의 지배력(control)을 가진 소유주가 다른 주주들의 이익을 해치더라도 사적인 이익을 위하여 소위 ‘이윤 몰아주기(tunneling)’를 위한 내부거래를 실현하는 것에 대한 이론적·실증적 연구를 진행하였다. 본 연구에서 다국적 기업일 경우, 이러한 인위적인 이윤의 이전은 사익추구 이외에도 조세 피난처로의 법인세 회피를 위한 목적으로도 발생한다는 것에 대한 연구 역시 다수 존재한다.

또한 소속 기업의 도산을 막기 위한 목적인 대차거래의 중장기적 효과가 긍정적일 것인지 여부 역시 확실하지 않다. 이러한 거래가 단기적으로는 기업집단의 가치 유지에 이득이 될 수 있으나, 보다 장기적인 관점에서 이것이 생산성이 낮은 소속 기업의 잔존으로 이어질 수 있다. 반면 외부 투자자보다 우월한 정보와 기업집단이라는 구조를 이용하여 생산성이 높은 기업의 유동성 위기에 대처하고 소속 기업들이 보다 효율적으로 투자 등을 결정할 수 있도록 도울 가능성 역시 있다.

본 연구는 이러한 기업집단의 내부 자금거래에 대한 선행연구들에 대해 다음과 같이 기여하려 한다. 먼저 일반적으로 경제위기 등에 의해 기업집단 전체가 영향 받는 환경에서 상대적으로 자금차입비용이 다르게 증가할 것으로 기대되는 기업들을 비교하는 기존 연구와 다르게, 본 연구에서는 기업집단 내부의 특정 기업에 발

5) 무역금융의 간단한 사례로 중간재를 구입하고 대금을 먼저 지급하거나(선지급금), 혹은 반대로 중간재의 판매자가 대금을 중간재의 교환 이후에 받는 식으로 거래하는 것을 생각해 볼 수 있다.

생하는 불연속적인 자금차입비용의 증가를 이용한다. 이를 위해 본 연구는 한계기업의 정의가 통일되어 있고 이러한 정의에 따라 외부자금의 차입비용이 증가하는 한국의 환경을 이용하여 특정한 재무적 기준(cutoff)에 따라 기업이 한계기업화(zombification)되는 순간 자금의 차입비용의 불연속적인 증가가 발생하게 되는 상황을 이용한다. 또 다양한 참여자와 인센티브 구조 등을 동시에 고려하여야 하는 연구 분야에서, 다양한 내부거래 중 한계기업과의 거래를 분석하는 것은 연구자에게 필요한 구도의 단순화를 도울 수 있다는 강점이 있다. 이는 한계기업이 장기적으로도 성장가능성이 낮은 기업이라는 일반적인 인식이 정확하다면, 기업집단이 그러한 소속 한계기업과 계속하여 거래할 유인이 단기적인 기업집단 가치의 보존으로 좁혀질 수 있기 때문이다.

5. 국내 기업집단의 내부거래에 관련한 선행 정책연구

본 연구는 기존 국내 기업집단의 내부거래를 활발히 연구해 온 정책연구의 흐름에 기여한다. 국내 경제에서 대규모 기업집단으로의 경제력 집중은 오랜 기간 중요한 경제 이슈였으며, 따라서 대규모 기업집단에 관한 학술적 및 정책적 연구가 풍부하게 존재해 왔다. 본고의 경우 대규모 기업집단에 한정된 논의가 아닌, 모기업 및 자회사 등 충분한 소유권으로 이어진 기업이 하나 이상 있는 기업들을 전부 포괄하여 다루고 있다는 점에서 연구의 대상이 이러한 선행연구들과 상당한 차이를 보인다. 하지만 동시에 본고에서 다루는 대상은 대규모 기업집단을 이루는 대표적인 경제 주체들, 예를 들어 모기업-자회사, 지배력을 가진 소유주와 단기적인 경영을 맡은 경영자, 자회사에 대해 투자한 기업들과 지배력(control power)을 원하기보다 수익을 위해 투자한 외부투자자 등의 구조를 많은 면에서 공유한다는 점에서 본고와 해당 연구들은 근본적 유사성을 갖는다.

따라서 본 절에서는 기업집단의 다양한 경제적 측면 중 본고가 다루고 있는 내용과 밀접하게 관련된 부분인 기업집단 내부적으로 소속기업의 위기 혹은 충격이 전이되는 양상과 기업집단이 경제의 총 생산성에 미치는 영향에 대한 최근의 대표적인 정책연구 세 건을 소개하고, 이러한 부분에 대한 본고의 차별적인 기여에 대

해 논의한다.

오테록·이시연(2021)은 금융복합기업집단(financial conglomerates, FC)을 이용하여 외부충격으로 인한 계열회사 부실화가 출자관계를 통해 소속 FC의 그룹위험에 미칠 수 있는 영향을 연구하였다. 특히 이 연구는 FC 감독제도 도입에 따라 FC의 계열회사 간 네트워크를 통해 전이될 수 있는 그룹위험을 세분화하여 정의하고, 그중 특히 계열사 간 출자네트워크를 통해 전이될 수 있는 그룹위험을 정량화하는 방법을 제시하고 이를 추정하였다. 이 연구는 2019년 공정거래위원회에서 지정한 59개의 공시대상기업집단 및 상호출자제한기업집단 중, 금융계열사의 자산 비중이 10% 이상이거나 자산규모가 2조원 이상인 13개 그룹에 대해 분석하였다. 특히 외부에서 발생한 충격이 기업집단 소속 기업 중 한 기업에 부정적인 영향을 미칠 경우와 집단적인 충격을 가할 경우에 따라 출자네트워크를 통해 연쇄적인 도산을 일으킬 가능성에 대해 분석하였다.

이기영(2016) 역시 기업집단 내에 속한 금융회사에 주목하여, 해당 금융사가 내부 계열사와 각종 금융거래를 맺음으로써 발생하는 그룹 리스크가 자기자본규제에 적절하게 반영되었는지 검토하였다. 이를 위해 해당 연구는 현행 자기자본규제가 이와 같은 리스크를 어떻게 평가하고 있는지를 살펴보고, 그룹 리스크에 대한 자기자본규제를 국제 기준에 부합하도록 조정할 경우, 금융업종별로 국내 금융회사의 자기자본비율이 어떻게 변동하는지 살펴보았다. 또한 그룹 지배주주와 외부 투자자 간 이해상충문제를 불완전 정보하의 계약이론모형을 도입하여 건전한 투자결정 유인 제공이 가능한 합리적 규제수단을 모색하였다.

위와 같은 연구들은 기업집단 내 금융거래 및 출자관계로 인해 그룹 소속사 하나 혹은 일부의 도산이 기업집단 전체에 미칠 영향과 위험에 대해 분석한다는 점에서 본고의 포커스와 많은 유사점을 지닌다. 한편 오테록·이시연(2021)의 경우 기업의 도산이 연쇄적이며 자동적(mechanically)으로 출자네트워크를 통해 기타 출자기업으로 전이되는 현상에 보다 집중하고 있으나, 본 연구는 기업집단 소속 기업이 특정 기업을 지원하려는 의도를 가지고 생성한 내부거래, 혹은 내부 자금차입 네트워크를 통해서도 전이될 수 있음에 포커스를 맞추고 있다. 또한 오테록·이시연(2021)과 이기영(2016) 모두 대규모 기업집단 중에서도 금융복합기업집단을 연구하였으나, 본고의 경우 작은 기업집단들을 포함하고 있으며 또한 금융사가 아

닌 일반 기업들 사이의 자금거래를 분석한다는 차이가 있다.

조덕상(2017)의 경우 기업집단이 경제 내 자원배분의 효율성에 미친 영향에 대해 연구하였다. 해당 연구는 기업활동조사를 이용하여 2006년부터 2015년까지 우리나라 경제의 생산성 변화요인을 기업 간 자원배분 효율성, 기업의 평균생산성, 그리고 기업의 순진입 효과로 분해한 결과, 기업 간 자원배분 효율성의 감소가 생산성 증가율 저하의 주요한 원인이었던 것으로 분석했다. 특히 2011년 이후 자원배분 효율성의 감소는 주로 상호출자제한 기업집단에서 두드러지게 나타났다고 분석하였다. 또한 기업집단 소속 기업의 경우 독립기업과 비교해 자본조달이 더 용이하며, 기업의 진입과 퇴출 역시 기업집단 소속기업에서 모두 더 낮은 것으로 분석하였다.

해당 연구는 기업집단이 자원배분의 효율성에 미친 영향을 연구하였으며, 특히 내부적인 자원의 공유와 소속 기업들의 진입 및 퇴출률의 차이가 그러한 효율성 변화에 미친 영향을 연구하였다는 면에서 본고와 유사점을 갖는다. 한편 해당 연구의 경우 대규모 기업집단에 집중하였을 뿐더러 그러한 자원배분의 경로 및 양상보다는 결과적으로 발생한 자원배분의 효율성을 분석하였기 때문에, 내부자금의 차입 등을 통하여 자원배분의 직접적인 경로와 양상에 집중한 본고와는 차이점을 갖는다.

Ⅲ. 실증분석 및 결과

1. 데이터

이 연구에서는 2010~2020년 동안 국내에 소재한 외부감사 대상 기업(이후 외감 기업)의 데이터를 이용하여 기업집단의 내부거래와 한계기업화에 대하여 분석한다. 분석에 이용되는 것은 두 종류의 데이터로, 기업들의 일반적 재무정보와 기업집단 내 관계사 간 거래에 대한 정보이다.

먼저 기업의 일반적 재무정보는 한국기업평가의 KoDATA(구 Korea Enterprise Data, KED)를 이용한다. KoDATA는 상장기업, 외감기업과 비외감기업을 포함하여 넓은 범위의 국내 소재 기업에 대한 다양한 재무정보를 제공한다. 본고에서는 각 기업의 한계기업 여부를 분석하기 위해 영업이익과 이자비용 그리고 총자산, 총부채와 폐업 여부 등의 정보를 이용한다.

또한 기업집단 내 관계사 간 거래에 대한 데이터는 외감기업이 금융감독원 DART 웹사이트⁶⁾에 공시한 감사보고서와 사업보고서의 주석에 있는 정보를 저자가 웹스크레이핑을 통하여 구축하고 정리한 자료를 이용한다. 이 데이터는 각 외감기업이 해당 기업과 특수 관계에 있는 각 기업과 얼마만큼의 매출, 매입, 자금 대여, 자금 차입을 하였는지 정리하고 있다. 이는 총 5만 2,717개의 기업, 그리고 26만 5,583개에 달하는 연간 사업 및 감사보고서를 이용하여 작성된 자료이다. 이 데이터는 각 기업이 해당 기업과 50% 이상의 지배력(control rights)으로 이어져 있는 모든 기업들 등의 특수관계기업 중 어떤 기업과 거래하는지에 대한 정보를 담고 있다. 자료의 구축과 데이터에 대한 자세한 내용은 Hong(2023)에 보다 자세히 기술되어 있다.

마지막으로 Orbis 데이터베이스는 외감기업 중 어떤 기업이 기업집단에 속하였는지를 판별하는 것을 보조하기 위하여 사용되었다. Orbis 데이터베이스는 Moody's에서 제공하는 전 세계 기업 관련 데이터베이스로, 총 약 4억건 이상의 기업에 대한 자료를 보유하고 있는 등 기업 관련 연구에서 널리 사용되고 있다. 특히 Orbis

6) 금융감독원 DART, <https://dart.fss.or.kr/>

는 대규모 기업재무 관련 데이터베이스 중 가장 기업집단의 지배구조에 대한 정보를 폭넓게 담고 있으며 본 연구는 Orbis에서 이러한 지배구조에 대한 정보를 이용하였다. 이전 문단에서 상술된 공시에 기반한 특수관계자 거래 데이터는 기업이 특정 관계사와 해당 회계연도 내에 매출, 매입, 대여, 차입 중 어떠한 거래라도 있었던 경우에만 해당 관계사가 관측된다는 한계점이 있다. 따라서 외감기업 중 관계사가 있지만 관계사와 어떠한 거래라도 하지 않았던 기업이 기업집단 비소속으로 분류되는 것을 방지하기 위하여 Orbis 데이터베이스의 기업집단 정보를 함께 활용하였다.

〈표 III-1〉 연도별 관측치 관련 기초통계량

(단위: 개, %)

연도 (1)	외감 기업 수 (2)	한계기업 여부 확인 가능 외감기업 (3)	기업집단 소속 외감기업 (4)	기업집단 소속 한계기업 (5)	기업집단 비소속 한계기업 (6)	한계기업 비중 (5+6)/(3) (7)
2013	21,105	16,061	15,451	2,347	673	0.188
2014	22,857	17,122	16,658	2,516	650	0.185
2015	23,760	17,534	17,238	2,511	595	0.177
2016	25,981	18,571	18,779	2,562	570	0.169
2017	28,127	19,969	20,267	2,665	606	0.164
2018	30,197	21,359	21,792	3,001	699	0.173
2019	30,762	23,158	23,586	3,568	808	0.189
2020	25,440 ¹⁾	19,919	20,015	3,194	588	0.190

주: 2020년의 관측치가 2019년보다 적으며, 이는 기업 데이터베이스 혹은 저자의 기업정보 구축시점 이후에 감사보고서/사업보고서를 공시한 기업들의 영향일 수 있음. 후속 연구에서는 2021년 등 이후 연도의 기업정보를 추가하여 이를 보완할 계획
 자료: KoDATA, Orbis, 금융감독원 DART 게시 자료를 이용하여 저자 작성

2. 한계기업과 기업집단 소속 여부

이 장에서는 이렇게 구축한 데이터를 통하여 기업집단들이 내부의 한계기업을 자금거래 등을 통하여 지원하는지에 대해 분석한다.

기업집단이 내부자금거래를 통해 집단 소속 한계기업을 지원한다는 가설에 대한 실증적인 증거를 제시하기 위해 본 연구는 다음과 같은 점을 보인다. 먼저 경제 내의

한계기업들은 기업집단의 내부에 속할 경우, 기업집단 비소속인 한계기업들보다 높은 생존율을 갖는다는 점을 보였다. 하지만 이러한 생존율의 차이는 기업집단의 지원(treatment)으로도 설명할 수 있지만, 보다 높은 장기적 성장가능성 등 우수한 특성을 가진 기업들이 기업집단을 선택적으로 이루었다는 가설(selection)로도 설명할 수 있다는 한계가 있다. 이러한 대체 가설을 부정하는 실증적 증거로 본 연구는 기업집단에 소속된 한계기업이 한계기업 상태를 벗어나 정상기업으로 복귀하는 비율은 단독기업인 경우보다 오히려 유의미하게 낮다는 것을 보인다. 마지막으로 이 연구는 기업이 기업집단 외부에서 차입한 자금이 한계기업화를 기점으로 빠르게 줄어드는 것과 비교하여, 내부에서 차입한 자금은 훨씬 더 강건하게 이전의 높은 상태를 장기간 유지한다는 것을 보였다.

이때 이러한 가설을 보이기 위하여 이 연구가 채택하고 있는 방법론은 인과관계를 엄밀하게 입증하는 것이 아니라, 해당 가설이 직관적으로 생각해 볼 수 있는 데이터의 다양한 단층을 모두 설명할 수 있다는 것을 보이는 것에 가깝다는 점에 유의해야 한다. 다시 말해 본고는 본 연구에서 제시하는 가설인 ‘기업집단이 내부 거래를 통하여 소속 한계기업에 자금을 대차해 준다’는 가설이 본고에서 분석한 데이터의 여러 측면들을 동시에 설명할 수 있으며, 또한 본고에서 언급하는 일부의 대표적인 대체 가설을 부정할 수 있다는 것을 보여준다. 하지만 이러한 데이터의 여러 측면을 설명할 수 있는 대체적인 가설이 존재할 수 있다는 점을 부정하는 것은 아니다. 이는 기업에 대한 연구, 특히 기업집단에 대한 연구의 경우 ‘유사한 기업 및 기업집단’을 엄밀하게 정의하는 것이 어려우며 기업의 경영상태와 상관없이 외생적으로 정해지는 정책적인 변이가 드물다는 한계로 인해 준실험적 방법론을 사용하여 인과관계를 엄밀히 입증하는 것이 어렵기 때문이다. 이러한 방법은 많은 관련 선행연구에서도 채택하고 있으나, 개선할 점이 존재한다는 것은 후속연구들에서 해결해야 할 점이라 할 수 있다.

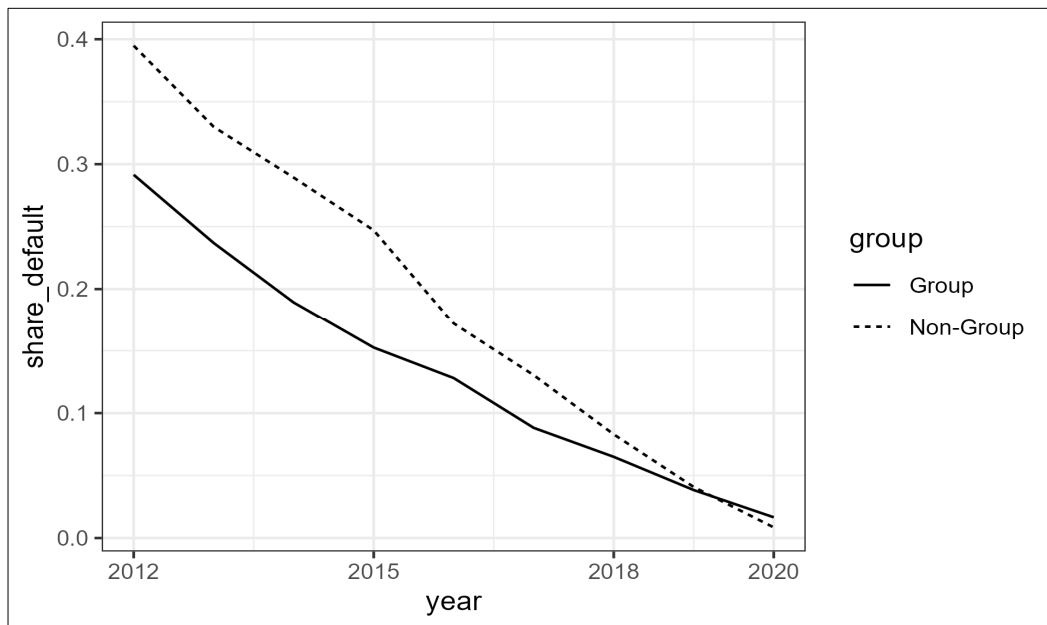
가. 한계기업의 생존율과 정상기업 복귀율

[그림 III-1]은 한계기업들이 기업집단 소속 여부에 따라서 데이터 기간 내에 폐업·청산·해산 혹은 휴업(이후 간략화하기 위하여 “폐업”으로 지칭) 상태에 이르

는 비율이 달라지는지를 비교하고, 기업집단 소속 한계기업들이 지속적으로 더 높은 생존율을 보인다는 것을 제시하였다.⁷⁾ 예를 들어 2014년에 한계기업으로 분류되는 기업 중, 기업집단 소속 기업은 데이터 기간 중 약 18.9%가 폐업에 이르나 비소속 기업은 28.9%가량이 폐업에 이르러 큰 격차가 발생함을 볼 수 있다. 또한 2020년에 가깝게 한계기업 상태로 접어든 기업은 잔존한 데이터 기간 내에 폐업할 확률이 작아지지만 격차 자체는 꾸준히 유지됨을 볼 수 있다.

하지만 집단 소속 여부에 따른 이러한 격차가 보다 생산성이 높은 기업의 생존으로 이어지거나 기업에 필요한 자원의 분배를 통해 한계기업의 장기적 성과 개선으로 이어지는지는 불투명하다. [그림 III-2]는 폐업에 이르지 않은 한계기업들이 기업집단 소속 여부에 따라서 데이터 기간 내에 정상화(한계기업 상태에서 탈출)하는 비율에 차이가 있는지를 보았으나, 이 경우 두 그룹은 별다른 차이를 보이지 않았다.

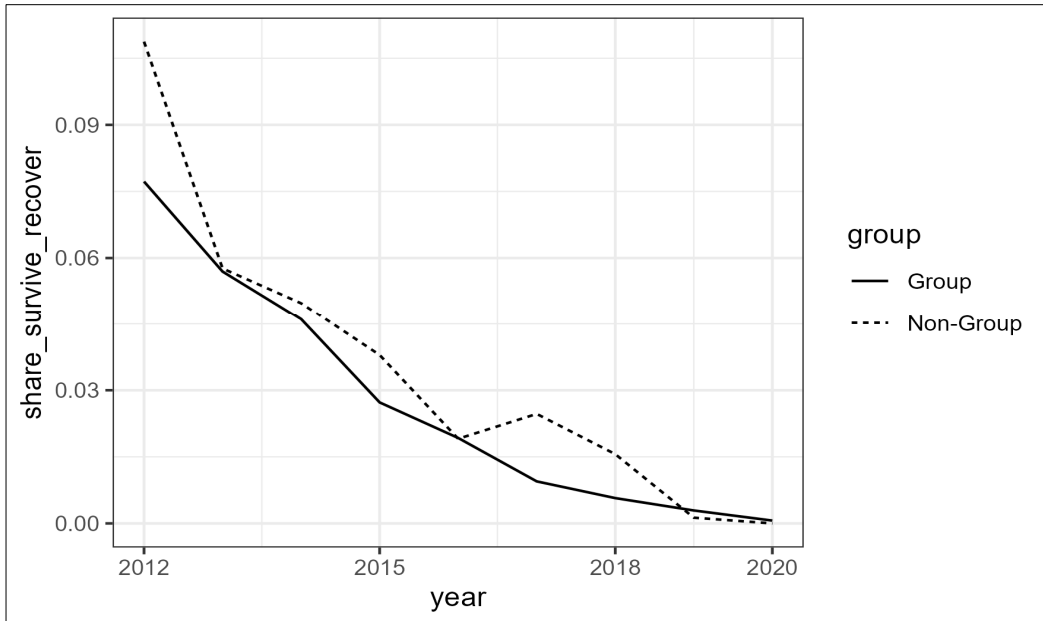
[그림 III-1] 기업집단 소속 여부에 따른 한계기업 중 폐업률 비교



자료: 저자 작성

7) 제II장 제1절에서 기술된 것과 같이 한계기업으로 지정된 경우 신용위험평가 중 세부평가의 대상이 되며, 평가 결과 부실징후기업으로 분류될 경우, 기업구조조정절차를 거칠 수 있다. 본 연구에서는 데이터의 한계로 인해 기업들이 부실징후기업으로 선정되었는지 여부 및 기업구조조정절차를 거쳤는지 여부는 분석에 이용하지 않았다.

[그림 III-2] 기업집단 소속 여부에 따른 한계기업 정상화율 비교



주: 위 데이터는 데이터 기간 중 폐업하지 않는 기업에 한함
 자료: 저자 작성

위와 같이 한계기업의 폐업률과 정상기업상태로의 복구율이 기업집단 소속 여부에 따라 다르게 나타나는지가 다양한 기업의 특성을 통제된 이후에도 유의한지 알아보기 위하여 다음과 같이 콕스 비례위험모형(Cox proportional hazard model)에 따른 분석을 수행하였다.

$$h(t) = h_0(t) \exp(\beta I_{group} + \gamma_1 x_1 + \gamma_2 x_2 + \dots + \gamma_p x_p) \quad \text{식 (1)}$$

식 (1)은 기업이 한계기업화한 이후부터 매년 폐업에 달할 위험비(hazard ratio), 즉 $h(t)$ 가 해당 기업의 다양한 특성 x_i 들을 통제된 상태에서 기업집단 소속 여부 (I_{group})에 의해 어떻게 영향을 받는지 추정하였다. 이때 기업의 특성을 통제할 수 있는 대표적인 변수로서 기업의 크기를 보일 수 있는 총자산, 업력, 레버리지, 그리고 총자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름을 이용하였다. 또한 한계기업화하는 연도를 $t=0$ 으로, 한계기업화 다음 연도를 $t=1$ 로 한 위와 같은 분석에서 동일 '시점'에 기업들이 공통적으로 받는 영향을 통제하기 위하여 일부 분석에서는

연도(calendar year) 고정효과를 포함하여 분석을 진행하였다.

먼저 <표 III-2>는 앞서 [그림 III-1]과 [그림 III-2]를 통하여 보였던 결과와 유사하게 기업집단에 속한 한계기업이 폐업에 달할 확률은 비소속기업보다 유의미하게 더 낮다는 것을 보이고 있다. 연도 고정효과를 포함한 (1)과 포함하지 않은 (2) 모두에서 폐업상태로 이동할 위험비는 유의미하게 낮아, 연도 고정효과를 포함한 경우 기업집단에 소속된 한계기업이 연중 폐업할 확률이 $\exp(-0.173) = 0.841$ 배라는 것, 즉 약 15.9% 더 낮다는 결과를 보였다.

만일 이러한 폐업률의 차이가 보다 우수한 기업들이 기업집단을 이루는 선택을 내린다는 차이에 의해 주도되었다면, 기업집단 소속 한계기업들이 정상기업으로 회복할 확률 역시 단독기업보다 더 높을 것이다. 같은 맥락에서 기업집단에 소속된 기업들이 어떠한 이유에서건 장기적 성장가능성 등 보다 우수한 특성을 지닌 상태에서 한계기업화상태에 돌입한다는 가설하에서도 역시 기업집단 소속 기업의 정상화율이 더 높을 것이다.

<표 III-2>의 (3)과 (4)는 이렇게 폐업률의 차이가 기업집단의 지원(treatment)이 아닌 기업집단으로의, 혹은 한계기업으로의 선별(selection)에 의해 주도되었다는 가설이 참이 아님을 보여준다. 연도 고정효과를 포함한 (3)에서 기업집단 소속기업은 연도 중 정상기업으로 복귀할 확률이 $\exp(-0.058) = 0.944$ 배로, 집단에 소속되지 않은 한계기업보다 오히려 5.8% 더 낮았다. 고정효과를 포함하지 않은 (4)에서도 역시 기업집단 소속기업의 정상화율이 더 높다는 가설은 참이 아닌 것으로 드러났다.

<표 III-2> 한계기업의 폐업 및 정상기업 복귀

구분	폐업		정상화	
	(1)	(2)	(3)	(4)
기업집단 소속 여부	-0.173*** (0.054)	-0.127** (0.052)	-0.058*** (0.011)	0.002 (0.011)
총자산	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000*** (0.000)
업력	-0.062*** (0.004)	-0.063*** (0.004)	-0.019*** (0.0004)	-0.021*** (0.0004)
레버리지	0.0003 (0.0004)	0.0004 (0.0004)	-0.006*** (0.0003)	-0.005*** (0.0003)

〈표 III-2〉의 계속

구분	폐업		정상화	
	(1)	(2)	(3)	(4)
영업활동현금흐름/ 총자산	-0.079*** (0.013)	-0.078*** (0.013)	0.124*** (0.005)	0.106*** (0.005)
연도 고정효과	O	X	O	X
관측치	85,318	85,318	83,795	83,795
로그 우도	-13,175.25	-16,835.13	-307,332.70	-402,407.60

주: ***p(0.001); **p(0.01); *p(0.05). 결과가 제시하고 있는 각 열은 기업-연도 수준에서 작성된 데이터를 이용하여 추정된 콕스 비례위험모형(Cox proportional hazards model)의 추정결과를 제시한다. (1)열과 (2)열은 한계기업화 이후 해당 기업들이 폐업에 달할 위험비(hazard ratio)를, 그리고 (3)열과 (4)열은 한계기업화 이후 해당 기업들이 한계기업 상태를 벗어나 정상기업으로 복귀할 위험비를 분석한다. 해당 분석은 2005년부터 2021년도까지의 KoData상의 기업들을 대상으로 분석하였으며, 괄호 안에 강건표준오차(robust standard error)를 제공하였다.

자료: 저자 작성

한편 이러한 정상기업 복귀율의 차이를 일으킬 수 있는 원인에 대해 여러 방향의 해석이 가능하다는 점에 유의해야 한다. 예를 들어 기업집단은 소속 기업이 한계기업화하기 전에 사전적으로 이를 방지하기 위한 지원을 진행할 수 있다. 이 경우, 모든 측면에서 동일한 두 기업 중 한 기업은 기업집단에 소속되어 있고 다른 한 기업은 그렇지 않을 경우, 이러한 기업들이 한계기업화하기 위해서는 전자의 경우에 더 큰 부정적인 충격이 발생해야 한다는 것 또한 생각할 수 있다. 그러한 맥락에서 볼 때 기업집단에 속한 한계기업들은 보다 향후 성장가능성이 더 낮은 기업들로 이루어져 있을 가능성이 있으며, 이것이 정상기업 상태로의 복귀율 차이를 주도하고 있을 가능성을 배제하기 어렵다.⁸⁾ 반면 기업집단이 내부거래를 통해 소속 한계기업을 지속적으로 생존시키려는 노력을 진행하고 있으며, 이러한 노력이 성공적으로 한계기업을 정상 경영상태로 복귀시키는 데에는 성공적이지 않을 경우에도 같은 현상이 관측될 수 있다. 본고에서는 두 가지의 상충되는 시나리오를 확정적으로 분리하여 식별(identify)하지는 않지만, 이러한 시나리오 모두가 기업집단이 내부 한계기업을 생존시키기 위한 지원을 제공한다는 가설에 부합한다는 점을 강조하고자 한다.

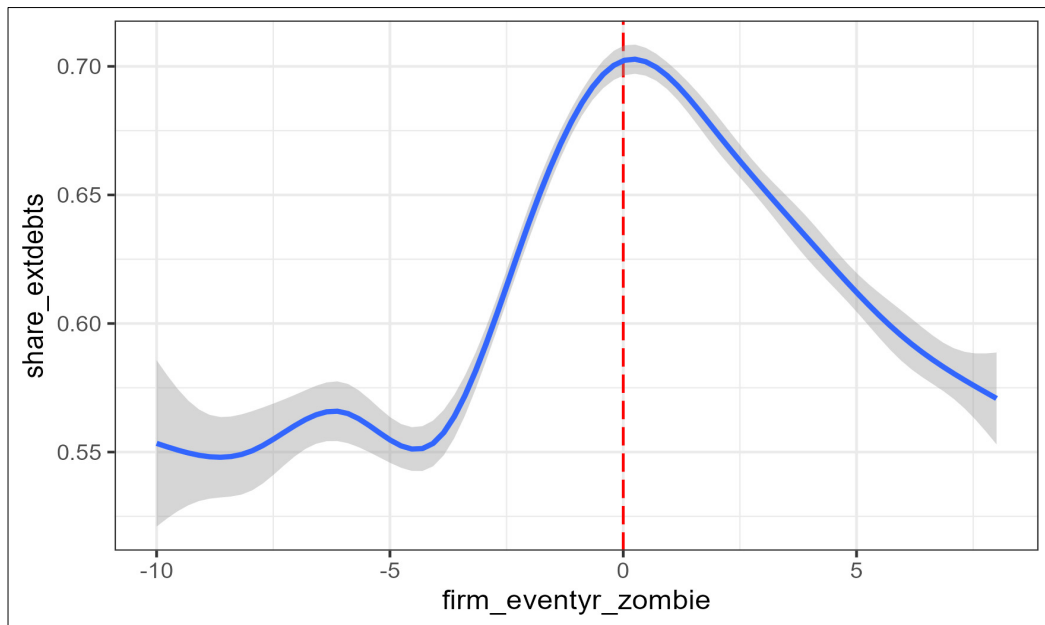
8) 물론 이러한 경우에 기업집단 소속 한계기업이 더 높은 생존율을 보인다는 것은 기업집단이 소속 한계기업에 생존을 돕기 위한 지원을 진행하고 있을 가능성을 의미한다는 것은 변하지 않는다.

나. 기업집단 내부와 외부에서의 자금차입

그렇다면 무엇이 기업집단 소속 여부에 따른 한계기업의 생존율의 차이를 발생시키는 원인일까? 이 소절에서 본고는 기업집단에 소속된 한계기업은 비소속 기업과 다르게 동일한 기업집단에 속한 다른 기업들에게서 자금을 차입해 올 수 있고, 이러한 내부자금거래가 기업집단에 속한 한계기업, 혹은 잠재적 한계기업의 생존을 돕고 있다는 가설에 대해 실증적으로 알아본다.

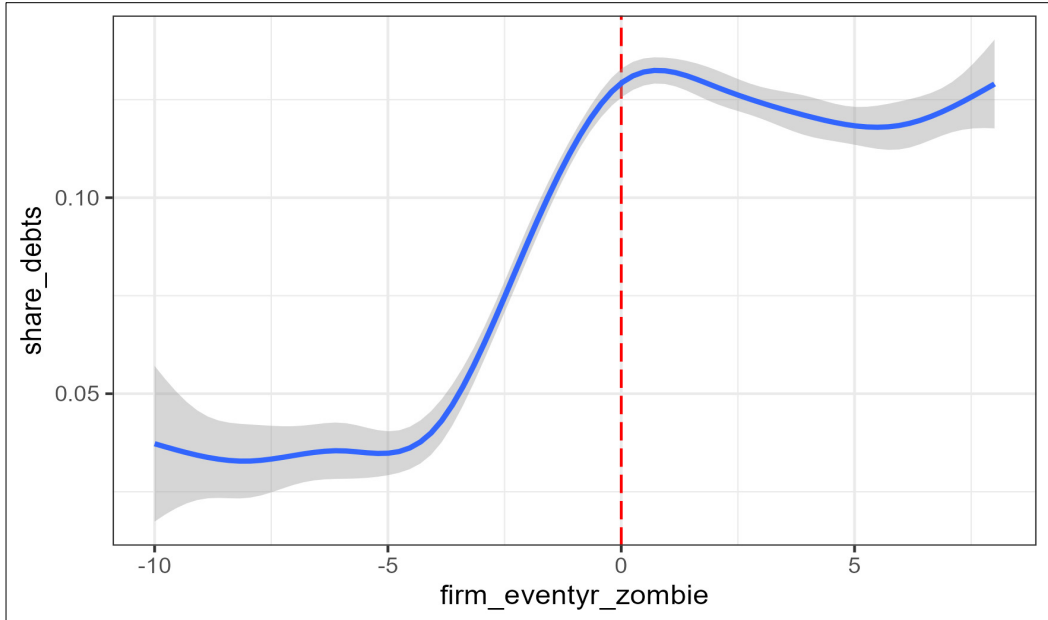
1) 추세선

[그림 III-3] 기업집단 소속 한계기업의 자산 대비 외부 차입금액 비율



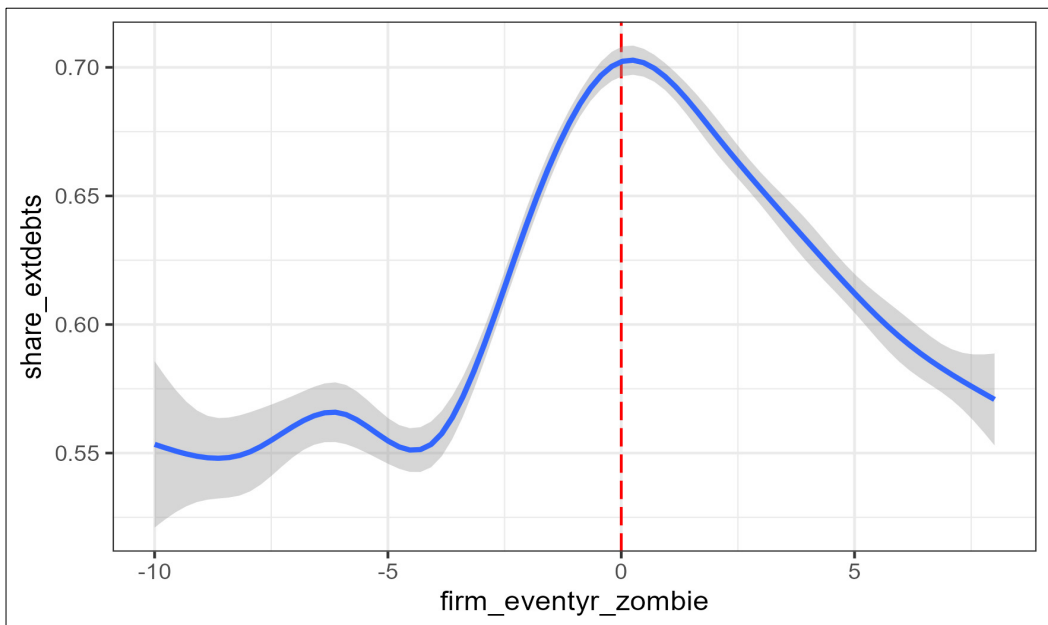
주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
자료: 저자 작성

[그림 III-4] 기업집단 소속 한계기업의 자산 대비 내부순차입금액



주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
자료: 저자 작성

[그림 III-5] 기업집단 비소속 한계기업의 자산 대비 외부 차입금액



주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
자료: 저자 작성

[그림 III-3], [그림 III-4]는 데이터 기간 내 한계기업화된 기록이 있는 외감기업 중 기업집단에 소속된 기업을 대상으로, 이들이 한계기업화되기 전후로 외부에서 차입해 올 수 있었던 자금의 양이 해당 기업과 자금을 거래하는 상대방의 성격에 따라서 어떻게 달라지는지를 이벤트 스터디(event study) 형식을 이용하여 보여주고 있다.⁹⁾

[그림 III-3]은 기업이 한계기업화하기까지 급속도로 자산 대비 부채의 비율이 늘어나다가, 한계기업화하면서 외부에서의 자금 조달을 지속하지 못하는 양상을 보여준다. X축은 기업이 한계기업으로 판단되기 시작한 시점($x=0$)을 기준으로 하는 각 연도를 나타내며, Y축은 기업의 자산 대비 총부채의 비율의 추세선을 보여준다. 이때 한계기업화하는 연도에 가까워지며 기업의 자산 대비 부채비율은 급격하게 늘어나다가 한계기업화를 기점으로 부채를 지탱하지 못하는 모습을 볼 수 있다.¹⁰⁾ 이는 이러한 기업의 꾸준한 재무 상태의 악화에 대한 금융시장의 대응으로도 볼 수 있으며, 한계기업 판단시점에서 정확하게 부채비율이 하락하게 되는 모습은 한국은행에서 정의한 '한계기업'이라는 상태 지정에 대하여 기업과 금융시장이 민감하게 반응을 보인다는 쪽으로도 해석할 여지가 있다. [그림 III-5]는 이러한 패턴이 기업집단에 소속되지 않은 한계기업이 외부에서 차입해 온 금액에 대해서도 그대로 유지됨을 보여준다.

이러한 추세는 한국에 한정되지 않고, 약 63개국의 한계기업들을 대상으로 연구한 Banerjee and Hofmann(2022)에서도 동일하게 나타난다. 이들은 한계기업의 레버리지가 빠르게 상승했다가 급락하는 패턴을 발견하고, 이러한 패턴이 좀비기업화 직전 해당 기업들의 자산 가치에 대한 평가가 빠르게 하락하며 일어났을 수 있다고 언급했다. 또한 레버리지의 급락은 이 기업들이 증자 등 자본금을 늘려 빚을 갚는 과정에서 일어났을 수 있다고 해석하였다. 본 연구의 후속 소절은 국내 기업 역시 좀비기업화 직전부터 총 자산이 빠르게 하락하는 경향을 보이나, 증자 등의 강한 경향성은 찾을 수 없다는 것을 보인다. 따라서 국내 기업의 경우 한계기업화 이후의 레버리지의 빠른 하락의 일정 부분은 자산을 정리하여 외부차입금을 감당

9) 본문에는 포함되지 않았으나, 데이터 기간 내 한계기업화된 기록이 있는 기업집단 비소속의 기업을 대상으로 [그림 III-3]의 분석을 수행할 경우 [그림 III-3]과 유사한 결과를 나타냄을 확인하였다.

10) 이 그래프는 폐업기업을 고려하지 않고 작성되었기 때문에, 부채비율이 높은 기업들이 도산의 형태로 시장을 빠져나가면서 부채비율의 추세선이 보다 빠르게 상승하고 빠르게 하락하는 형태로 보이게 됨을 감안하여야 한다. 본문에는 포함하지 않았지만 데이터 기간 동안 지속적으로 생존해 있는 기업들만을 사용하였을 경우 그래프의 역 U자 형태 자체는 유지되나 기울기가 조금 더 완만해지는 것을 관측할 수 있다.

하는 것으로 해석할 여지가 크다.

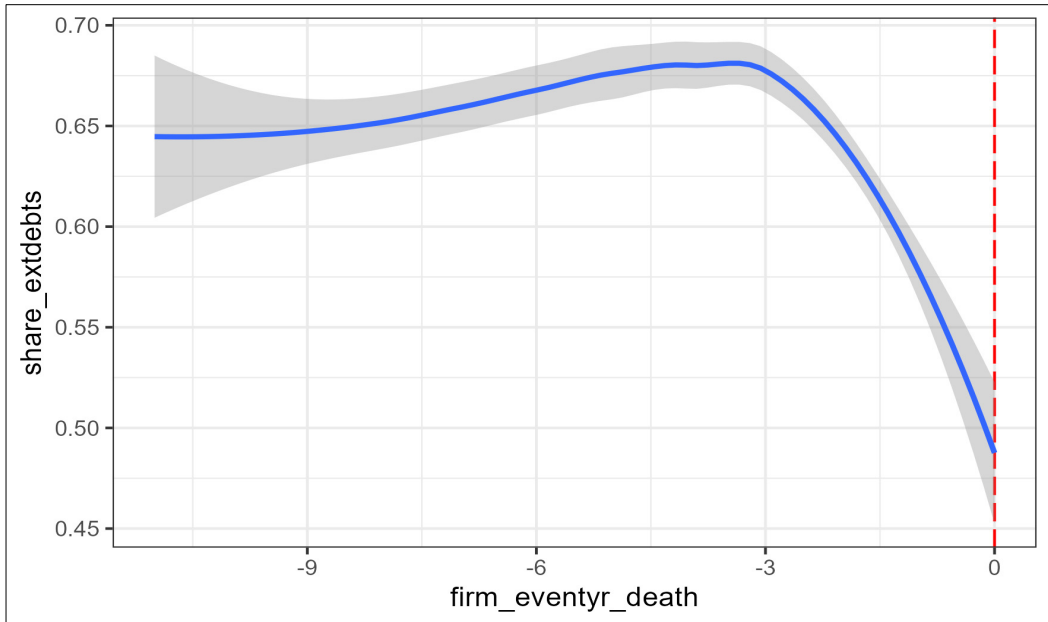
반면 [그림 III-4]는 [그림 III-3]에서와 동일한 기업, 동일한 이벤트를 이용하였으나 이들 기업이 기업집단 외부가 아닌 내부에서 차입해 온 총 금액의 자산 대비 비율을 보여주고 있다.¹¹⁾ 이때 [그림 III-4]는 앞선 그래프와는 반대로 이러한 기업들이 소속된 기업집단 내부에서 차입하는 금액은 한계기업화된 이후에도 꾸준히 유지되며, 장기적으로 오히려 약간 상승하는 모습을 나타낸다. 즉 이러한 결과는 소속 기업이 한계기업화된 이후에도 기업집단들은 외부투자자와는 다르게 이들 기업에 꾸준히 자금을 지원해 주고 있다는 것을 거칠게나마 제시한다.¹²⁾

이때 한계기업이라는 명칭과 그 정의가 이론적으로 확실하게 정해진 비생산적 기업의 기준이 아니라 인위적으로 정해진 것이기 때문에, [그림 III-3]과 [그림 III-4]에서 보이는 모습이 반드시 비생산적인 피투자기업에게 외부자금시장과 기업집단 내부거래가 서로 다르게 행동하는 양식을 대변한다고 해석하는 데 의문이 있을 수 있다.

11) 이때 각 그래프의 Y축 스케일이 다르다는 점에 유의해야 한다. 일반적으로 기업의 총 차입금액(liability) 중 상대적으로 훨씬 큰 부분이 기업집단 외부에서의 차입금으로 이루어져 있어, 절대적인 차입금액의 크기는 외부차입의 경우가 훨씬 크다. 동시에 기업집단 내부차입금의 변동의 크기는 총 차입금의 변동과 비교하여 무시할 수 없는 크기라는 것 역시 확인할 수 있다.

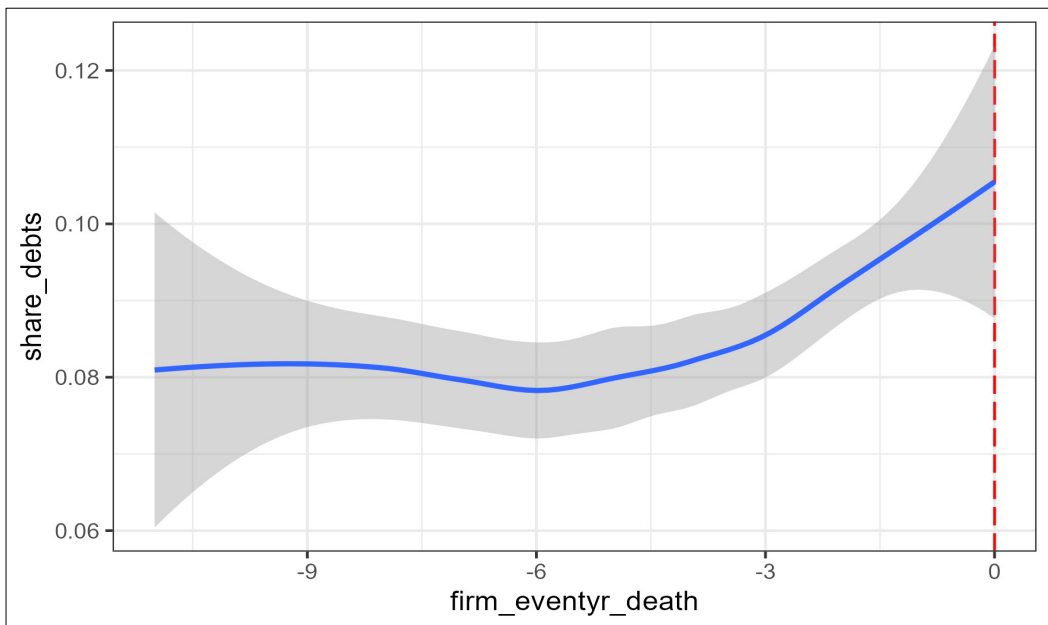
12) 직전 각주에서와 마찬가지로 이는 폐업 기업에 대한 고려 없이 그려진 그래프이나, 지속적으로 생존한 기업을 이용하여 동일한 그림을 그렸을 경우 역시 빠르게 상승하다가 $x=0$ 에서 꺾였으나(kink) $x>0$ 구간에서 완만하게 우상향하는 그래프가 만들어져 본문의 결론과 질적으로 유사한 결과가 도출된다.

[그림 III-6] 기업집단 소속 폐업기업의 자산 대비 외부 차입금액



주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
 자료: 저자 작성

[그림 III-7] 기업집단 소속 폐업기업의 자산 대비 내부 차입금액



주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
 자료: 저자 작성

이에 대한 의문을 보완하기 위해 [그림 III-6]과 [그림 III-7]은 데이터 기간 내 폐업한 기업에 대하여 위와 같은 분석을 수행하여, 외부투자자와 기업집단 내부거래의 행동양식이 어떻게 달라지는지를 보인다. 즉 이 그림들은 좀비기업화 여부와 상관없이 기업집단에 소속된 모든 기업 중 데이터 기간 중 폐업에 달한 기록이 있는 모든 기업을 이용하여 해당 기업들의 외부 및 내부차입금이 어떻게 다른 움직임을 갖는지를 보여주고 있다.¹³⁾

이러한 폐업 직전의 기업들에 대한 분석에서도 역시 [그림 III-3]과 [그림 III-4]와 유사한 양상을 재확인할 수 있다. 외부투자자들에게서 이들 기업이 조달할 수 있는 금액은 폐업 이전 약 3~4년 전부터 빠른 속도로 줄어들게 된다. 반면 동일한 기업들의 기업집단 내부거래를 통한 자금조달은 외부자금이 줄어드는 3~4년 전부터 오히려 늘어나는 경향성이 있다는 것을 볼 수 있다. 이를 통해 우리는 기업집단들이 내부의 도산 위기에 처한 기업에게 오히려 자금을 더 지원해 준다는 단편적 증거를 다시 볼 수 있다.

2) 이벤트 스터디 회귀분석

위와 같은 분석은 직관적이라는 장점이 있으나, 각 기업의 서로 다른 특성과 같이 연도별로 달라지는 특성들을 분석에 사용하지 못한다는 한계점을 지닌다. 따라서 본고는 기업의 특성을 통제하고도 같은 추세가 확인되는지를 보이기 위해 다음과 같은 회귀식을 추정하고 그 결과를 살펴본다.

$$y_{it} = \alpha + \beta_t' \sum_{eventyear \neq 0} \mathbb{I}_{eventyear} + \phi_i + \theta_t + \epsilon_{it} \quad \text{식 (2)}$$

이 분석은 기업이 집단 내부와 외부에서 융자해 온 자금이 좀비기업이 되는 시점을 기점으로 어떻게 달라지는지를 보이는 것이다. 여기에서 y_{it} 는 각 기업(i)이 각 연도(t)에 보고한 레버리지(=총부채/총자산)를 의미한다. 식 (2)의 회귀식을 추정할 때 본고는 기업집단 내부 소속 기업들에서 빌려온 자금에 대한 레버리지(=기업집단

13) [그림 III-3]에서 [그림 III-5]와 마찬가지로, 여기에서도 각 그림 간의 Y축의 스케일은 같지 않다는 점에 유의하여야 한다.

내부에서 빌린 부채/총자산)와 기업집단 외부에서 빌려온 돈에 대한 레버리지(=(총 부채-내부부채)/총자산)를 따로 추정하여 보고하고, 이후 식 (3)의 추정에서 이를 동시에 이용한 값을 보이게 한다.

독립변수로 우선 $\sum_{eventyear \neq 0} \mathbb{I}_{eventyear}$ 는 한계기업이 된 해를 제외하고, 해당 연도를 기점으로 전년도(event year=-1), 다음 연도(event year=1) 등에 대한 지표변수(indicator variable)이다. ϕ_i 는 기업 고정효과를, θ_t 는 2013년, 2014년 등 각 시점에 대한 고정효과를 의미한다. θ_t 의 경우 각 해의 경기 등 외부적인 요건으로 인하여 기업들이 공통적으로 받는 효과를 통제하기 위하여 회귀식에 포함하였다.

식 (2)의 추정 결과값은 <표 III-3>에서 정리하였으며, 또한 [그림 III-8]과 [그림 III-9]를 통하여 보다 직관적으로 볼 수 있다. 이러한 결과값은 기업의 고정된 특성과 각 연도(calendar year)의 특성을 통제한 상태에서도 결과가 통계적으로 유의하게 추세선 분석을 뒷받침하는 모습을 보여준다.

우선 기업집단 소속 기업이 기업의 자산 대비 외부에서 빌려오는 자금의 비중은 한계기업화 직전 약 3개년도 동안 빠르게 증가하고, 이후 급격히 반전하여 빠르게 떨어지는 모습을 보인다. 외부 차입금액에 의한 레버리지는 한계기업화 이후 두 번째 해에는 한계기업으로 판정된 해와 비교하여 외부에서 빌려온 자금은 약 1.4%p, 그다음 두 해에는 각각 3.6%p, 그리고 5.0%p 하락하고 이후에도 계속하여 빠르게 하락하는 모습을 보인다.¹⁴⁾ 또한 이러한 특징은 기업집단에 소속되지 않은 기업들에서도 나타나는데, 이들 기업의 레버리지는 한계기업화되기 전에 빠르게 상승했다가 한계기업화된 이후 지속적으로 하락하는 모습을 보인다.

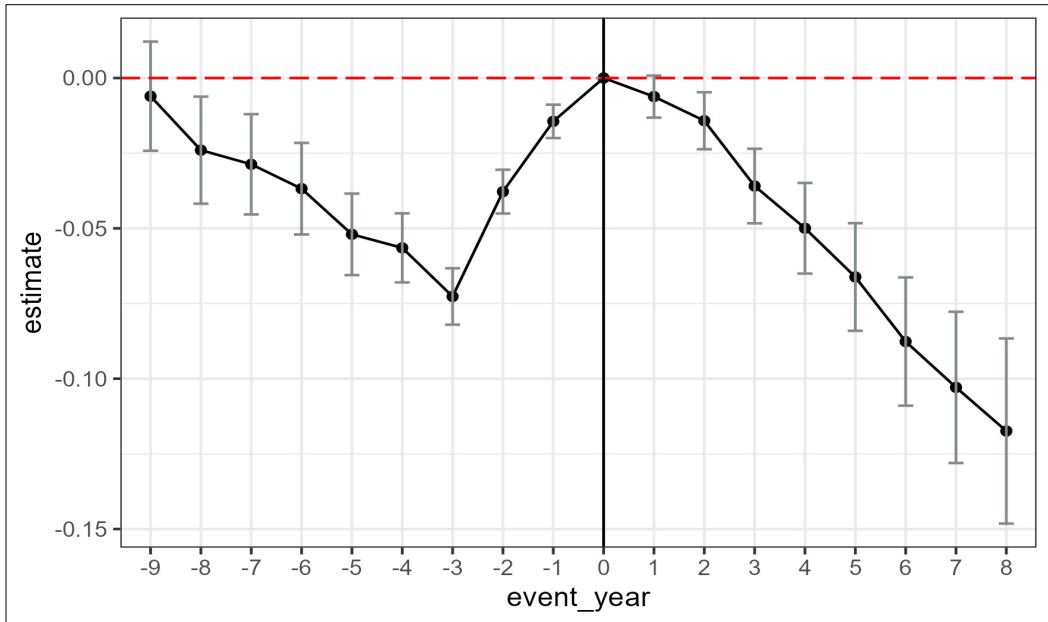
반면 기업집단 내부에서 차입한 금액은 반대의 경향을 보인다. 집단 내부에서 차입해 온 금액의 경우 한계기업이 된 시점부터 거의 하락하지 않고 유사한 수준을 유지하는 것을 볼 수 있다. 또한 한계기업화하는 기업이 동일 기업집단 내부에 빌려주고 있는 금액을 제외하고 계산한 기업집단 내부 순(net) 차입금액의 경우 한계기업화한 이후 오히려 조금 상승하는 모습을 보이기도 한다. 이러한 결과는 기업들이 집단 내부의, 은행이 아닌 다른 소속 기업들에서 차입해 오는 금액이 일반

14) 이러한 분석은 폐업하는 기업을 제외하고 진행하였으나, 폐업한 기업을 포함한 분석에서도 질적으로(qualitatively) 다르지 않은 결과를 보인다.

적인 레버리지와는 한계기업화에 대해 전혀 다르게 반응한다는 것을 보여준다. 또한 이는 Banerjee and Hofmann(2022)에서 보였던 전 세계 한계기업들의 일반적인 레버리지의 움직임과도 전혀 다르다는 것을 알 수 있다.

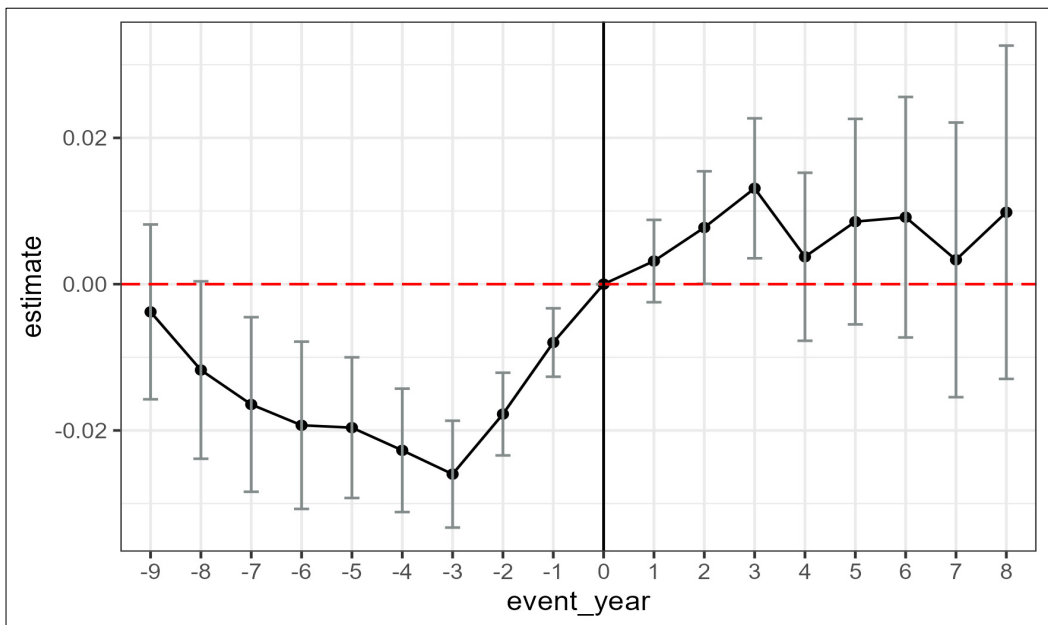
이때 현재 단계에서 이러한 분석의 결과는 일반적으로 생각하는 대규모 기업집단보다 작은 기업집단들의 행동을 통하여 주도되고 있을 가능성이 크다고 판단된다. 이는 기업의 규모에 의하여 가중치를 두지 않은 현재의 분석에서 보다 숫자가 많은 소규모 기업집단이 관측치를 주도하고 있을 가능성이 크기 때문이다. 대규모 기업집단의 경우 더 많은 외부 투자자들이 의사결정에 영향을 미치며 기업집단의 경영 실권(control power)을 지닌 소유주에 대한 보다 엄격한 감시로 인하여 행동 양식이 다를 수 있다. 특히 대규모 기업집단의 경우 내부계열사에 대한 부당지원 행위 등에 대한 감독이 엄격하여 이에 대한 고려가 실제 자금거래에 선행되어야 할 것이다. 이러한 경우에 대한 이질성 분석 등은 후속연구에서 보다 세밀한 분석을 통하여 진행할 계획에 있다.

[그림 III-8] 기업집단 소속 기업의 한계기업화 전후 외부차입금 추이



주: 회색 수직 밴드는 95% 신뢰구간
 자료: 저자 작성

[그림 III-9] 기업집단 소속 기업의 한계기업화 전후 내부순차입금 추이



주: 회색 수직 밴드는 95% 신뢰구간
 자료: 저자 작성

〈표 III-3〉 식 (2)를 이용한 이벤트 분석 추정 결과

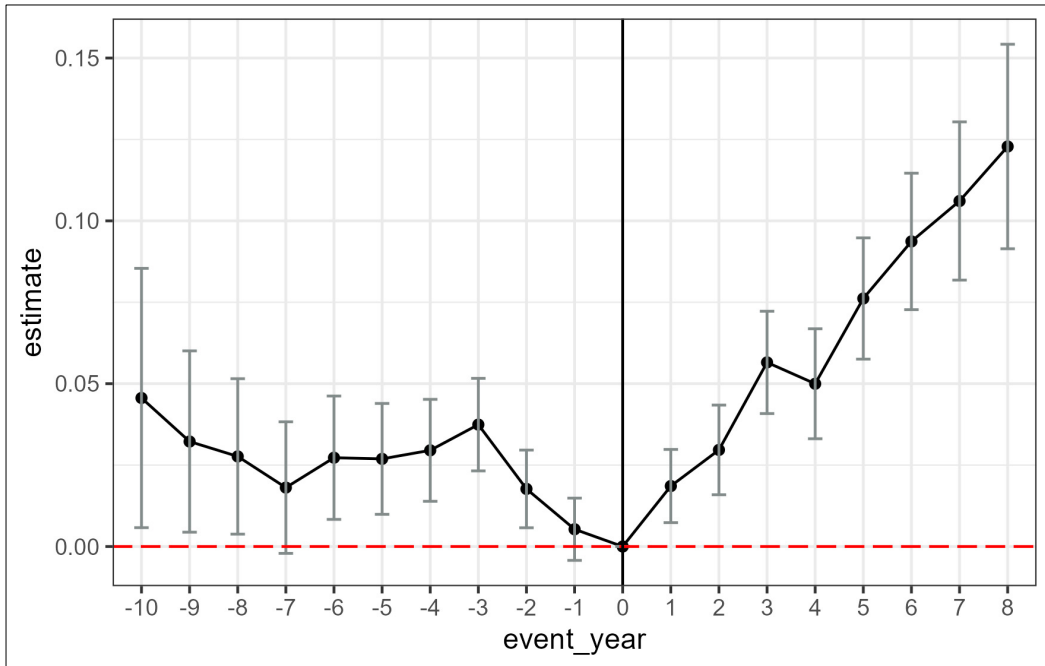
구분	기업집단 외부 차입	기업집단 내부 차입	내부 순(net)차입	기업집단 비소속기업의 외부자금
year -9	-0.006 (0.009)	-0.007 (0.005)	-0.004 (0.006)	-0.026* (0.013)
year -8	-0.024** (0.009)	-0.012* (0.005)	-0.012 (0.006)	-0.039** (0.014)
year -7	-0.029** (0.009)	-0.018** (0.005)	-0.016** (0.006)	-0.055** (0.014)
year -6	-0.037** (0.008)	-0.019** (0.005)	-0.019** (0.006)	-0.074** (0.013)
year -5	-0.052** (0.007)	-0.023** (0.004)	-0.020** (0.005)	-0.067** (0.012)
year -4	-0.056** (0.006)	-0.023** (0.003)	-0.023** (0.004)	-0.066** (0.011)
year -3	-0.073** (0.005)	-0.025** (0.003)	-0.026** (0.004)	-0.099** (0.009)
year -2	-0.038** (0.004)	-0.016** (0.002)	-0.018** (0.003)	-0.062** (0.007)
year -1	-0.014** (0.003)	-0.009** (0.002)	-0.008** (0.002)	-0.021** (0.005)
year 1	-0.006 (0.004)	0.003 (0.002)	0.003 (0.003)	-0.002 (0.007)
year 2	-0.014** (0.005)	0.004 (0.003)	0.008* (0.004)	-0.007 (0.009)
year 3	-0.036** (0.006)	0.005 (0.004)	0.013** (0.005)	-0.011 (0.012)
year 4	-0.050** (0.008)	-0.003 (0.005)	0.004 (0.006)	-0.029 (0.015)
year 5	-0.066** (0.009)	-0.002 (0.006)	0.009 (0.007)	-0.041* (0.018)
year 6	-0.088** (0.011)	-0.006 (0.007)	0.009 (0.008)	-0.046* (0.023)
year 7	-0.103** (0.013)	-0.012 (0.008)	0.003 (0.010)	-0.040 (0.027)
year 8	-0.117** (0.016)	-0.012 (0.010)	0.010 (0.012)	-0.009 (0.035)
Num. obs	58,151	58,274	58,387	15,057
Num. groups: firmcode	9,500	9,523	9,528	3,876
Num. groups: year	11	11	11	11

주: **p<0.01; *p<0.053
자료: 저자 작성

$$y_{itk} = \alpha + \beta_{tk}' \left[\sum_{eventyear \neq 0} \mathbb{I}_{eventyear} \times \mathbb{I}_{intragroup} \right] + \gamma_t' \sum_{eventyear \neq 0} \mathbb{I}_{eventyear} + \delta_k \mathbb{I}_{intragroup} + \phi_i + \theta_t + \epsilon_{it} \quad \text{식 (3)}$$

마지막으로 이러한 분석 결과는 샘플을 나누지 않고 동시에 분석한 식 (3)의 추정결과에서도 강건하게 나타난다. 이러한 결과는 [그림 III-10]과 <표 III-4>에서 볼 수 있다. 이 분석은 y_{it} , 즉 각 기업 i 가 연도 t 에 갖는 k 타입의 레버리지(외부차입 혹은 내부 차입금)가 한계기업화되는 시점 앞뒤로 기업집단 내부 차입금인지 여부($\mathbb{I}_{intragroup}$)에 따라서 어떻게 차등적으로 반응하는지를 보이고 있다.

[그림 III-10] 기업집단 소속 기업의 한계기업화 이후 내부순차입금의 상대적 추이



주: 회색 수직 밴드는 95% 신뢰구간
자료: 저자 작성

〈표 III-4〉 식 (3)을 이용한 이벤트 분석 추정 결과

구분	내부자금	내부 순(net)자금
$\mathbb{I}_{intragroup}$	-0.544** (0.006)	-0.580** (0.006)
year -9	-0.004 (0.010)	-0.001 (0.010)
year -8	-0.017 (0.010)	-0.012 (0.010)
year -7	-0.018* (0.009)	-0.013 (0.009)
year -6	-0.027** (0.008)	-0.024** (0.008)
year -5	-0.038** (0.007)	-0.034** (0.008)
year -4	-0.044** (0.006)	-0.040** (0.006)
year -3	-0.058** (0.005)	-0.055** (0.005)
year -2	-0.024** (0.004)	-0.029** (0.004)
year -1	-0.007* (0.003)	-0.008** (0.003)
year 1	-0.011** (0.004)	-0.015** (0.004)
year 2	-0.022** (0.005)	-0.026** (0.005)
year 3	-0.048** (0.007)	-0.053** (0.007)
year 4	-0.061** (0.008)	-0.061** (0.008)
year 5	-0.082** (0.009)	-0.083** (0.010)
year 6	-0.099** (0.011)	-0.103** (0.011)
year 7	-0.120** (0.013)	-0.125** (0.013)
year 8	-0.140** (0.015)	-0.145** (0.016)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -10$	0.036* (0.018)	0.046* (0.020)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -9$	0.025 (0.013)	0.032* (0.014)

〈표 III-4〉의 계속

구분	내부자금	내부 순(net)자금
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -8$	0.030* (0.012)	0.028* (0.012)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -7$	0.019* (0.010)	0.018 (0.010)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -6$	0.025** (0.009)	0.027** (0.010)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -5$	0.025** (0.008)	0.027** (0.009)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -4$	0.030** (0.007)	0.030** (0.008)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -3$	0.039** (0.007)	0.037** (0.007)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -2$	0.013* (0.006)	0.018** (0.006)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } -1$	0.002 (0.004)	0.005 (0.005)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 1$	0.014** (0.005)	0.019** (0.006)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 2$	0.025** (0.007)	0.030** (0.007)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 3$	0.049** (0.007)	0.057** (0.008)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 4$	0.054** (0.008)	0.050** (0.009)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 5$	0.076** (0.009)	0.076** (0.009)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 6$	0.093** (0.010)	0.094** (0.011)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 7$	0.107** (0.011)	0.106** (0.012)
$\mathbb{I}_{intragroup} \times \text{year } 8$	0.124** (0.015)	0.123** (0.016)
Num. obs	116,400	116,666
Num. groups: firmcode	9,582	9,583
Num. groups: year	11	11

주: **p<0.01; *p<0.05
자료: 저자 작성

물론 한계기업의 기업집단 소속 여부에 따른 생존율의 차이는 이러한 내부 자금의 흐름 이외에도 여러 요소에 의해 영향을 받을 수 있다. 예를 들어 은행 등 외

부 투자자들의 경우 특정 한계기업이 기업집단에 속해 있다는 정보에 의해 해당 기업에 대한 추가 투자 혹은 대출 연장에 대해 보다 호의적으로 판단할 가능성이 있다. 유사한 맥락에서 기업집단은 내부에 소속된 한계기업의 외부자금시장에서의 차입에 대해 명시적 혹은 묵시적인 담보 혹은 보증을 제공할 수 있기도 하다. 따라서 현재의 분석은 한계기업의 기업집단 소속 여부에 따른 생존율의 차이가 기업집단의 내부자금차입에 의해 주도되었거나 온전히 결정되었다는 것이 아니다. 오히려 본 연구는 기업집단의 내부자금시장이 한계기업의 생존율에 영향을 주었을 가능성이 충분히 크며, 이러한 점에 대해 후속연구가 진행될 가치가 있다는 것을 보여주는 역할을 수행하고 있다.

3) 준한계기업(near-zombie firms)을 이용한 강건성 검증

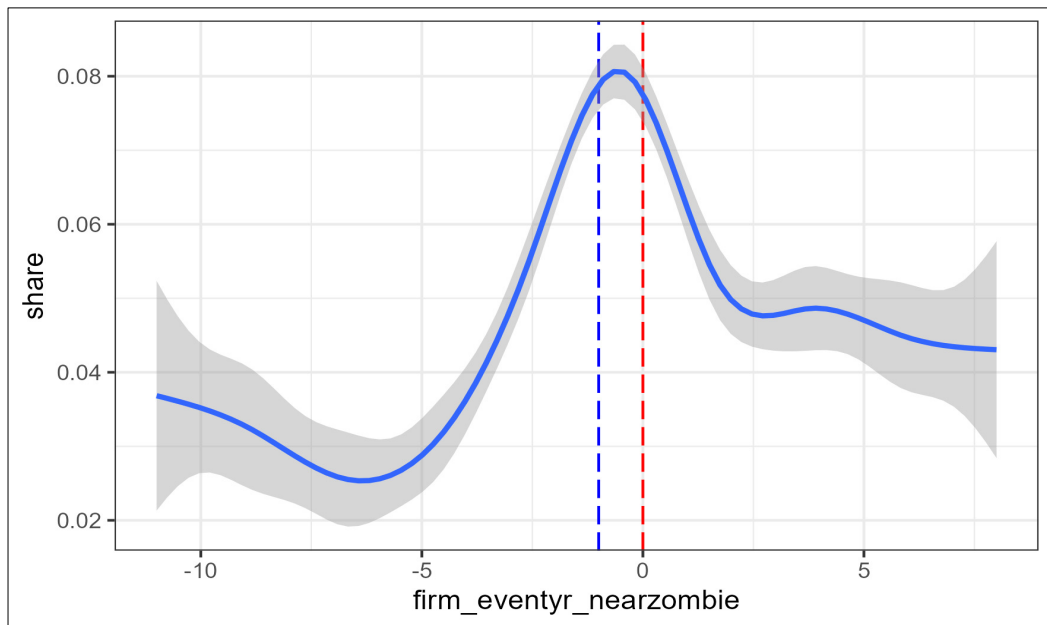
본 연구는 기업의 한계기업 상태로의 전환에 따른 외부자금차입비용의 상승을 핵심적인 변이로 사용하고 있다. 이러한 전환이 실제로 기업의 경영 및 기업집단의 내부적인 자금거래와 유의미하게 연동되어 있는지 살펴보기 위해, 본 소절에서는 준한계기업을 이용한 간단한 플라시보 테스트를 수행한다.

플라시보 테스트란 연구의 설계가 올바른지 검증하기 위해 자주 사용하는 방법론으로, 결과변수의 변화가 연구의 가설에서 고려하고 있는 핵심 변이에 의한 것 인지를 검증하기 위해 이용한다. 본 연구의 경우, 예를 들어 기업집단이 소속 기업에게 제공하는 자금의 흐름이 한계기업과는 상관없는 이유로 외부자금제공자와는 다른 움직임을 보일 수 있다. 만일 연구가 한계기업화되는 시점에만 집중하는 경우, 데이터를 통해서도 기업집단이 한계기업화되는 시점에 보이는 차등적인 움직임만 조목조목 밝혀지므로 이것이 한계기업화로 인한 차등적인 움직임이라 잘못 해석하는 경우가 생길 수 있다.

따라서 본 연구에서는 기업집단 소속 및 비소속 기업들이 한계기업화 직전까지 갔으나 한계기업화하지 않은 경우, 즉 준한계기업 상태에 도달한 경우를 이용하여 플라시보 테스트를 수행하고 그 결과를 제공한다. 여기에서 준한계기업은 연속하여 2년 이상 이자보상배율이 1에 미달하였으나, 3년째에 이자보상배율이 1을 초과하여 공식적인 한계기업 상태로는 전환되지 않은 기업들을 지칭한다. 만일 한계기

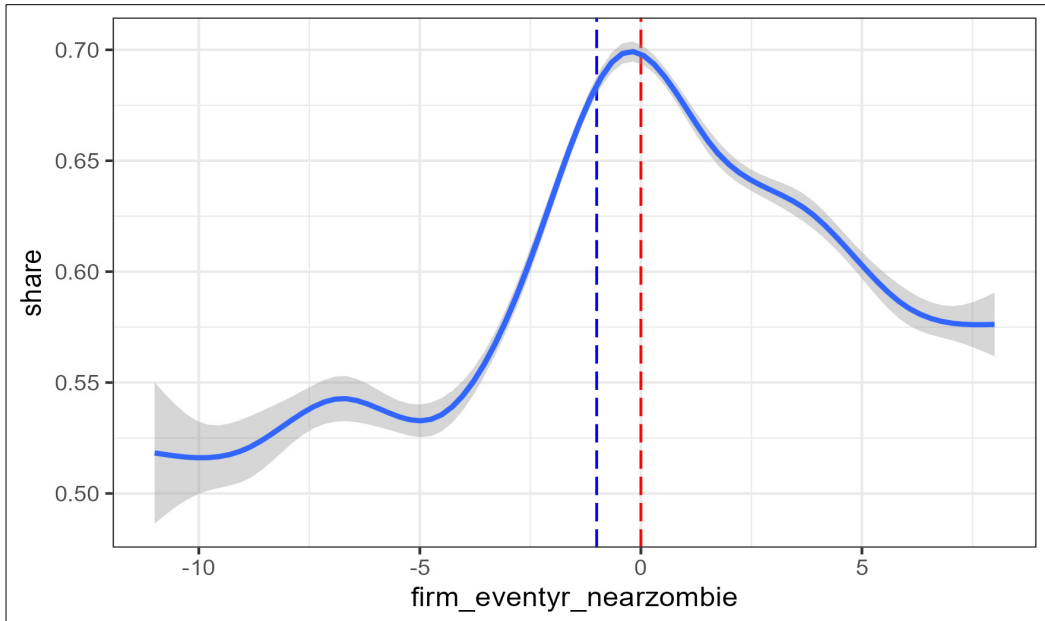
업화 여부가 기업집단의 내부자금거래의 차등적 움직임의 핵심적 원인이 아닐 경우, 여러 측면에서 한계기업화된 기업들과 유사한 준한계기업에 대해서도 기업집단의 내부자금시장은 외부자금시장과 다른 움직임을 보여야 할 것이다. 반면 한계기업화 여부가 핵심적인 원인일 경우, 준한계기업에 대한 내부자금시장의 반응은 외부자금시장과 다르게 작동하지 않을 것으로 생각할 수 있다. 예를 들어 만일 국내에서 사용되는 공식적인 한계기업에 대한 정의가 너무 엄격하여 기업이 해당 조건을 만족하기 전부터 외부자금시장이 해당 기업에 대한 용자에 부정적이라면, 해당 기업들은 한계기업과 크게 다른 반응을 나타내지 않을 것으로 예상할 수 있다.

[그림 III-11] 플라시보: 준한계기업의 자산 대비 내부 차입금액



자료: 저자 작성

[그림 III-12] 플라시보: 준한계기업의 자산 대비 외부 차입금액



자료: 저자 작성

[그림 III-11]과 [그림 III-12]는 이러한 대체 가설과는 다르게, 준한계기업의 경우 내부에서 차입한 자금과 외부차입자금이 유사한 움직임을 나타낸다는 것을 보여준다. 이러한 기업들의 경우 마지막으로 이자보상배율이 1에 미달한 해인 파란색 점선 ($t = -1$), 그리고 계속하여 낮은 이자보상배율을 가졌더라면 한계기업으로 판명받았을 빨간색 점선 ($t = 0$)을 기점으로, 직전까지 빠르게 레버리지가 상승했다가 빠르게 떨어지는 모습을 외부 및 내부 차입금액 모두에 대해 보이고 있다. 즉 이 기업들을 통한 플라시보 테스트는 내부와 외부 차입금액의 서로 상이한 움직임이 한계기업화된 기업들에서만 보인다는 것을 나타내, 이것이 기업집단이 소속기업에 발생한 비연속적인 충격에 반응하여 보이는 반응일 가능성이 높음을 드러내고 있다.

물론 이러한 해석은 다음과 같은 면을 고려하여 조심스럽게 이루어져야 한다. 만일 기업집단들이 소속 기업이 한계기업 상태에 접어들 경우 은행 등 외부에서의 차입이 어려워진다는 것을 인지하고 있다면, 소속기업이 한계기업화하기 전에 해당 소속 기업의 이자보상배율을 개선하려는 시도를 할 수 있다. 이러한 시도는 소속 준한계기업과의 매출 및 매입거래 행태를 변경하여 일어나거나, 혹은 해당 기

업의 보다 높은 이자율로 이루어져 있는 차입계약을 보다 낮은 이자율을 제공하는 기업집단 내부자금 차입계약으로 전환하는 등 다양한 방법으로 일어날 수 있을 것이다. 이와 같은 행동이 실제로 드러나는지에 대한 분석은 각 기업집단이 계열사 간 부당지원행위와 관련하여 정부로부터 어떤 방식으로, 그리고 어떠한 강도로 감독받는지 여부와 관계되어 있으며, 후속연구를 통해 진행할 계획이다.

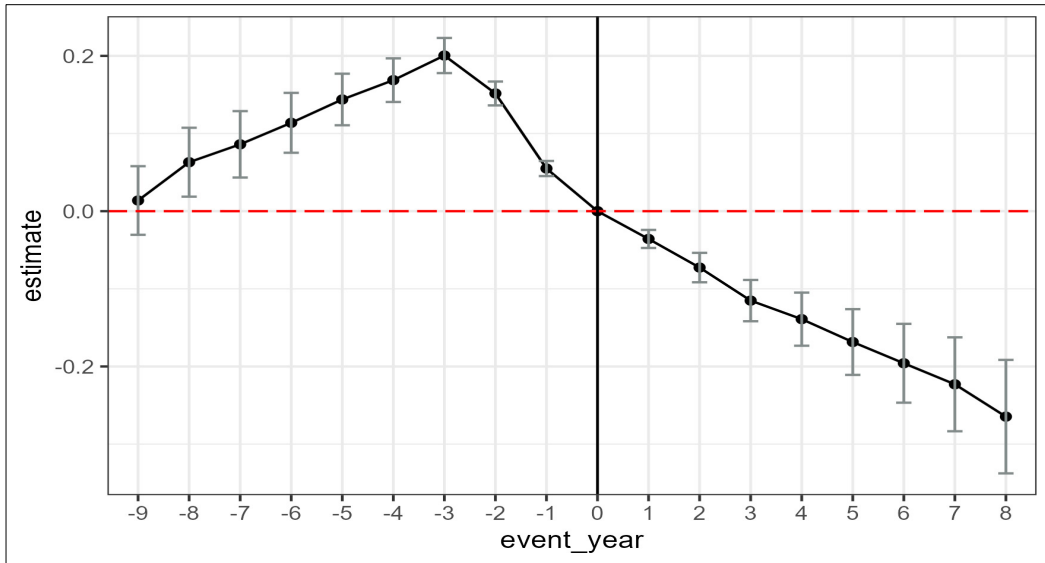
다. 한계기업의 레버리지 변동

또한 현재까지 분석을 통해 드러난 한계기업의 외부 및 내부에서 차입한 금액에 대한 레버리지의 변동은 어떻게 가능했는가? 지금까지의 분석은 기업들이 한계기업 상태에 접어든 직후 빠른 속도로 자산 대비 외부에서 차입한 금액의 비중을 줄여나감을 보였으며, 이러한 경향은 기업집단 소속 여부에 상관없이 뚜렷하게 나타난다는 것 또한 보였다. 채권자들의 입장에서 볼 때, 이러한 기업들에 대해 신규 용자 제공 혹은 현존하는 용자에 대한 만기 연장 등을 제공하려 할 유인이 없음은 자명하다. 하지만 채무를 지고 있는 한계기업은 영업이익의 크기가 이자비용보다도 작은 상태에서 어떻게 레버리지를 축소할 수 있는가?

본고는 Banerjee and Hofmann(2022)을 따라 한계기업들의 자산의 크기 변화와 유상증자 여부를 함께 살펴본다. 즉 본고는 선행연구에서 보았던 것처럼 한계기업들이 자산을 급하게 처분하여 빚을 갚거나, 혹은 유상증자를 통해 자금을 모집하여 빚을 갚는지 여부에 대해 간단히 확인한다.

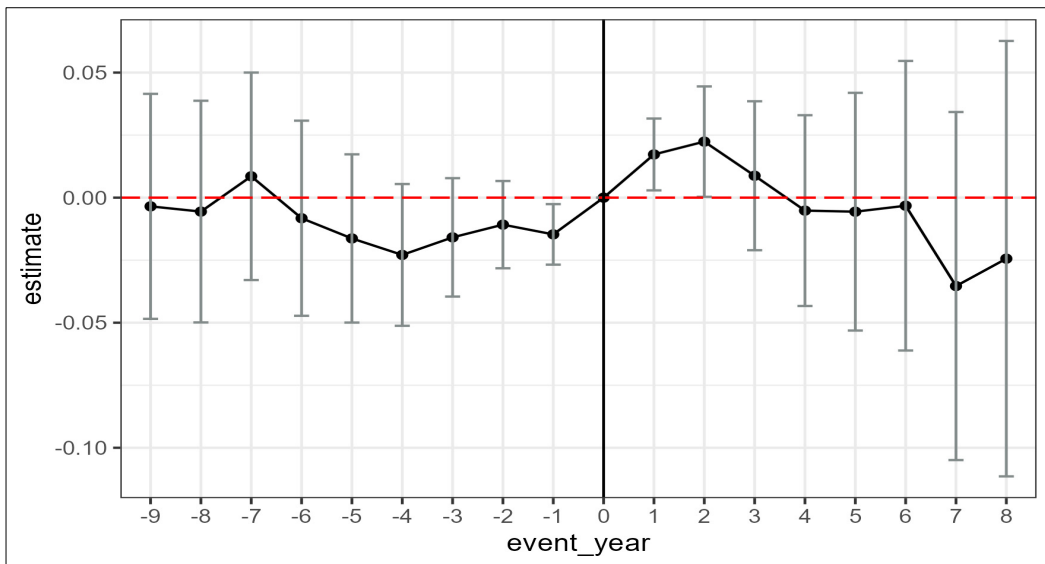
[그림 III-13]과 [그림 III-14] 그리고 <표 III-5>는 식 (2)에서 수행한 이벤트 스터디 회귀분석을 데이터 기간 중 한계기업화된 모든 기업들에 동일하게 수행하되, 종속 변수를 $\log(\text{총자산})$ 과 $\log(\text{자본금})$ 으로 삼아 그러한 경향이 나타나는지를 확인한 결과를 보여준다. 분석 결과, 국내 기업들은 선행연구와 마찬가지로 한계기업화 약 3년 전부터 빠른 속도로 자산의 크기가 감소하는 것으로 나타났다. 특히 한계기업화 이후 꾸준하고 빠르게 자산의 크기가 감소했다는 것은, 이러한 기업들이 자산을 처분하여 외부차입금을 줄이려는 노력을 지속했다는 것으로 해석할 수 있다. 반면 $\log(\text{자본금})$ 을 종속변수로 이용한 [그림 III-14]의 경우 선행연구와는 다르게 국내 한계기업들이 유상증자를 진행했다는 강한 증거는 보이지 않았다.¹⁵⁾

[그림 III-13] 한계기업의 한계기업화 전후 log(총자산) 추이



주: 회색 수직 밴드는 95% 신뢰구간
 자료: KoData를 기반으로 저자 작성

[그림 III-14] 한계기업의 한계기업화 전후 log(자본금) 추이



주: 회색 수직 밴드는 95% 신뢰구간
 자료: KoData를 기반으로 저자 작성

15) 유상증자 여부를 알기 위해서는 현재 그림에서처럼 자본금(capital stock)을 확인하는 것보다 자본금과 자본잉여금(capital surplus)을 합친 금액이 변동하는지를 확인하는 편이 더 정확하다. 해당 변수를 통한 분석결과 역시 한계기업들이 유상증자를 한다는 증거는 보이지 않았다.

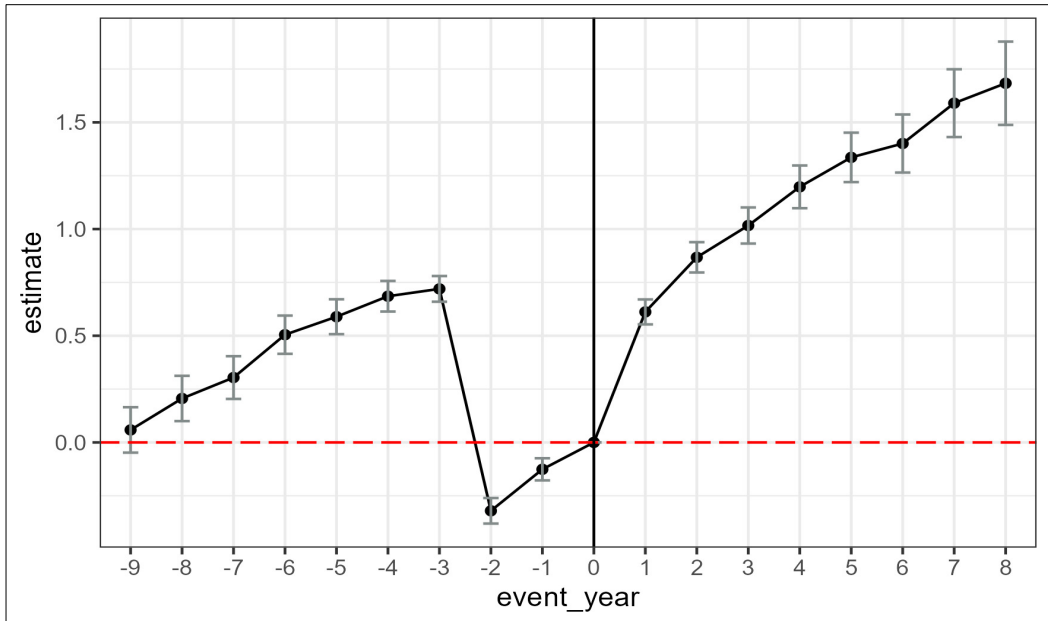
〈표 III-5〉 식 (2)를 이용한 자산 및 자본 변동 분석

구분	집단소속기업 log(총자산)	단독기업 log(총자산)	집단소속기업 log(자본금)	단독기업 log(자본금)
year -5	0.140** (0.017)	0.140** (0.026)	-0.016 (0.017)	-0.001 (0.023)
year -4	0.164** (0.014)	0.170** (0.023)	-0.023 (0.014)	-0.024 (0.018)
year -3	0.196** (0.012)	0.186** (0.019)	-0.016** (0.012)	0.007 (0.016)
year -2	0.151** (0.008)	0.132** (0.013)	-0.011 (0.009)	-0.008 (0.014)
year -1	0.054** (0.005)	-0.009** (0.002)	-0.008** (0.002)	-0.021** (0.005)
year 1	-0.034** (0.006)	-0.019 (0.011)	0.017* (0.007)	0.010 (0.010)
year 2	-0.072** (0.010)	-0.049** (0.017)	0.022* (0.011)	0.027 (0.017)
year 3	-0.115** (0.014)	-0.075** (0.023)	0.009 (0.015)	0.015 (0.021)
year 4	-0.138** (0.017)	-0.079** (0.028)	-0.005 (0.019)	0.025 (0.028)
year 5	-0.166** (0.022)	-0.085* (0.036)	-0.006 (0.024)	-0.020 (0.034)
Num. obs	58,943	15,034	57,560	14,686
Num. groups: firmcode	9,459	3,855	9,136	3,703

주: **p<0.01; *p<0.05
자료: 저자 작성

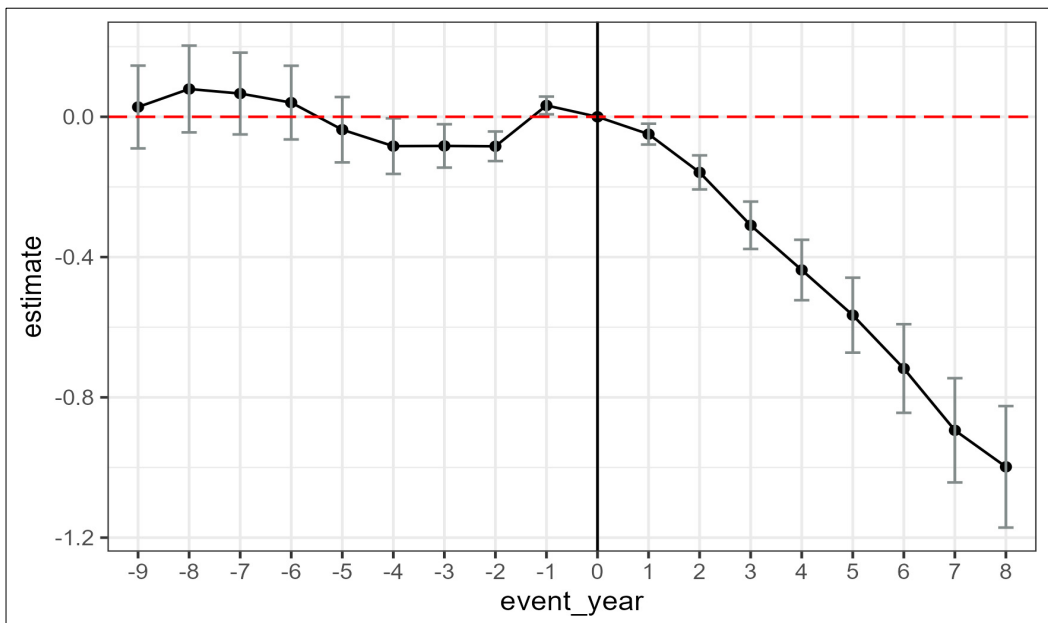
또한 이의 연장선에서 본고는 분석 대상 기업들이 한계기업화 전후로 어떻게 다른 영업이익과 이자비용의 추이를 보였는지에 대해서도 함께 분석한다. 현재까지 대부분의 분석에서 차입금은 총 자산에 대한 비율로 나타낸 경우가 많았으나, 〈표 III-5〉에서와 같이 자산이 한계기업화 전후로 빠르게 변동하였다면 그러한 움직임은 차입금 혹은 이자비용의 변동이 아닌 총 자산의 변동에 따라 주도된 면이 있을 수 있다. 또한 해당 기업들의 한계기업화를 판단하는 기준 역시 영업이익의 비율로 나타낸 이자비용의 값에 의존한다는 점을 감안할 때, 이자보상배율의 움직임이 영업이익의 급작스러운 감소에 기인하였는지 혹은 이자비용의 증가에 기인하였는지는 한계기업에 대해 판단에 중요한 정보를 제공할 수 있다. 따라서 본고에서는 식 (2)에서 수행한 이벤트 스터디 회귀분석을, 로그화된 영업이익 및 이자비용의 값을 각각 종속변수로 삼아 수행하여 간단하게 해당 변수들의 움직임을 시각화하였다.

[그림 III-15] 한계기업의 한계기업화 전후 log(영업이익) 추이



주: 회색 수직 밴드는 95% 신뢰구간
 자료: KoData를 기반으로 저자 작성

[그림 III-16] 한계기업의 한계기업화 전후 log(이자비용) 추이



주: 회색 수직 밴드는 95% 신뢰구간
 자료: KoData를 기반으로 저자 작성

〈표 III-6〉 식 (2)를 이용한 영업이익 및 이자비용 변동 분석

구분	집단소속기업 log(영업이익)	단독기업 log(영업이익)	집단소속기업 log(이자비용)	단독기업 log(이자비용)
year -5	0.589** (0.042)	0.625** (0.080)	-0.037 (0.048)	0.026 (0.065)
year -4	0.685** (0.037)	0.761** (0.069)	-0.084* (0.040)	0.026 (0.058)
year -3	0.720** (0.031)	0.814** (0.058)	-0.083** (0.032)	0.007 (0.058)
year -2	-0.320** (0.031)	-0.227** (0.057)	-0.084** (0.022)	-0.004 (0.046)
year -1	-0.126** (0.026)	-0.190** (0.053)	0.032* (0.013)	-0.011 (0.033)
year 1	0.612** (0.030)	0.730 (0.057)	-0.049** (0.015)	0.047* (0.022)
year 2	0.868** (0.036)	1.072** (0.064)	-0.159** (0.025)	-0.065* (0.026)
year 3	1.017** (0.043)	1.212** (0.080)	-0.309** (0.034)	-0.086* (0.026)
year 4	1.198** (0.051)	1.378** (0.096)	-0.437** (0.044)	-0.177** (0.054)
year 5	1.336** (0.059)	1.564* (0.096)	-0.566** (0.055)	-0.275** (0.068)
Num, obs	30,514	7,823	55,642	14,292
Num, groups: firmcode	7,182	2,611	9,198	3,714

주: **p<0.01; *p<0.05. year -5 부터 year 5 사이를 제외한 연도는 독자의 해석을 용이하게 하기 위해 삭제하였음
자료: 저자 작성

[그림 III-15]와 [그림 III-16]은 기업집단 소속 한계기업에 대한 분석의 결과를 그린 그래프이며, 〈표 III-6〉은 이러한 분석을 단독기업 대해서 수행한 결과를 제시하였다. 영업이익 및 이자비용의 한계기업화 전후 시간에 따른 추이는 기업집단 소속과 단독기업 양측 모두에서 움직임의 방향 측면에서는 대동소이하다. 먼저 영업이익의 경우 평균적으로 상승하는 모습을 보이나, 한계기업화되기 전 약 2년 전 부터 빠르게 감소하였다가 한계기업화를 기점으로 다시 평균적으로 상승하는 모습을 보였다. 또한 이자비용의 경우 한계기업화에 이르기까지 크게 변동하지는 않으나, 기업집단 소속 기업의 경우 한계기업화 직전 연도에 조금 더 이자비용이 높은

경향이 있는 것으로 드러났다. 이는 즉 한계기업화 직전 이자보상배율의 움직임을 해석하는 데 이자비용의 큰 움직임보다는 영업이익의 급격한 하락이 주요한 원인이었을 수 있음을 시사한다.

한편 위와 같은 분석의 해석에서 한계기업화 이후의 경우, 기업 중 폐업에 다른 기업은 분석에서 자동적으로 제외되기 때문에, 한계기업화 이후 영업이익의 상승 및 이자비용의 하락 중 상당 부분은 그러한 효과로 설명할 수 있다는 점에 유의하여야 한다. 즉 위와 같은 분석을 이용하여 ‘한계기업은 생존을 보장하면 빠르게 이자비용을 줄이고 영업이익을 개선한다’와 같은 해석을 제공할 수는 없다.

라. 기업집단 소속 개별기업의 한계기업 지원 유인

기업집단이 소속된 한계기업에 대하여 외부자금시장의 참여자와는 다른 행태를 보인다면, 그 이유는 무엇인가? 본고에서는 이러한 분석을 내리기에 충분한 분석을 진행하지는 않았으며 이에 대한 가치판단 역시 내리고 있지 않으나, 독자에게 해석의 방향을 제공하기 위하여 본 소절에서는 이에 대해 가능한 세 가지의 해석을 정리한다.

먼저 이것은 소유권으로 연결된 기업집단이 은행 등 외부의 투자자들보다 우월한 정보를 가졌기 때문에 발생한 차이일 수 있다. 이 경우 기업집단은 우월한 정보를 기반으로 해당 채무기업이 중장기적으로는 우수한 생산성을 지닐 것이나 단순히 단기적으로 경영상의 어려움을 겪고 있다고 판단했을 수 있다. 이러한 맥락에서는 한계기업에 대한 내부자금의 지원은 중장기적으로 생산성이 보다 높은 기업의 생존으로 이어지며, 집단 내 자원의 배분을 보다 효율적으로 만드는 효과를 지닐 것이다. 또한 이는 장기적으로 경제 내 자원의 배분을 보다 효율적으로 만드는 결과로 이어질 수 있다.

이러한 시나리오는 특정 소속 기업이 기업집단에 핵심적인 수직적 결합관계를 형성하여, 단순히 생산성 측면으로 판단할 수 있는 것보다 기업집단의 전체 생존에 더 중요한 역할을 수행하고 있을 경우에도 해당된다. 예를 들어 핵심적인 부품을 생산하는 계열사가 도산할 경우, 이를 대체할 수 있는 부품 생산자를 찾고 원하는 제품을 생산하기까지 시간과 비용이 크게 드는 경우를 생각해 볼 수 있다.

이 경우라면 단기적인 금융비용의 증가를 감수하더라도 핵심 부품 생산 한계기업의 생존을 위해 내부자금을 투입하는 편이 더 효율적일 수 있다.

선행연구 중 일부는 기존 기업집단 내부의 자본시장(internal capital market)이 이렇게 긍정적인 자원의 재배분 효과를 가질 수 있음을 보였다. Almeida et al. (2015)는 그중 대표적 연구로, 1997년 금융위기 당시 한국의 대규모 기업집단이 지분투자(equity investment)를 통해 자금을 보다 빠르게 성장하는 기업들로 재분배하였으며, 이를 통하여 아시아 금융위기로 인한 신규 투자의 어려움을 일정 부분 극복하였다는 것을 보였다. 이러한 기업집단 내부 자본시장의 순기능은 Buchuk et al. (2014) 등의 결과에서도 나타난 바 있다.

두 번째로 본고에서 현재까지 보인 내부 한계기업에 대한 자금 지원은 단순히 지배권(control power)을 지닌 소유주의 사익 추구나 경영진의 사익을 위한 근시안적인 행동에 기인한 것일 수 있다. 예를 들어 기업집단에 대한 지배력을 소유한 최종소유주 개인이 기업집단 소속 기업 중 본인의 소유 지분율이 높은 특정 소속 기업의 생존만을 위해 기타 기업들로부터 자금을 지원하고 있을 경우를 생각해 볼 수 있다. 또 다른 사례로 한계기업의 모기업이 임기제 CEO에 의해 경영되고 있을 경우, 해당 CEO가 스스로에 대한 평가를 위하여 자신의 임기 중 주요 자회사의 파산을 막으려 하는 경우 등을 생각할 수 있다. 이러한 행동의 경우 기업집단에 대한 충분한 지배력을 지닌 소유주가 지배력을 지니지 못한 외부 투자자의 손해를 감수하며 특정 기업의 생존을 보장하는 방식이다. 첫 번째 경우와는 다르게 이는 기업집단 내에서 보다 비효율적인 자원 배분으로 이어질 것이다.

마지막으로 기업집단 혹은 모기업 자체의 재무건전성이 약한 경우라면 집단 내부 한계기업에 대한 자금 지원은 기업집단 소속 기업의 파산을 막아 기업집단 내부로의 부정적인 파급효과(spillover)를 방지하기 위한 행동일 수 있다. 예를 들어 기업집단에 속한 주요한 기업 중 하나가 폐업에 달할 시, 이는 해당 기업에 투자한 모기업의 자산을 크게 줄일 뿐 아니라 외부투자자에게 기업집단 전체에 대한 부정적인 시그널을 보내는 결과로 이어질 가능성이 크다. 이러한 경우 기업집단은 해당 한계기업의 생산성에 대한 기대가 높지 않더라도 리스크가 그룹 전체, 혹은 모기업 라인으로 전이되는 것을 막기 위해 자금을 투입할 것이다. 이러한 유인은 외부 투자자의 손해를 감수하는 사익추구에 기인하지는 않지만, 중장기적으로는 기업집

단, 또한 경제 내부의 자원배분을 보다 비효율적으로 만들 수 있다. Gopalan et al.(2007) 등은 이러한 가능성에 대해 연구하며, 인도의 기업집단 데이터를 통해 볼 때 기업집단 소속 기업의 도산은 기업집단 전체에 대한 외부자금의 공급 축소와 도산 확률의 유의미한 상승 그리고 투자와 이익창출능력의 하락으로 이어졌다는 것을 보였다.

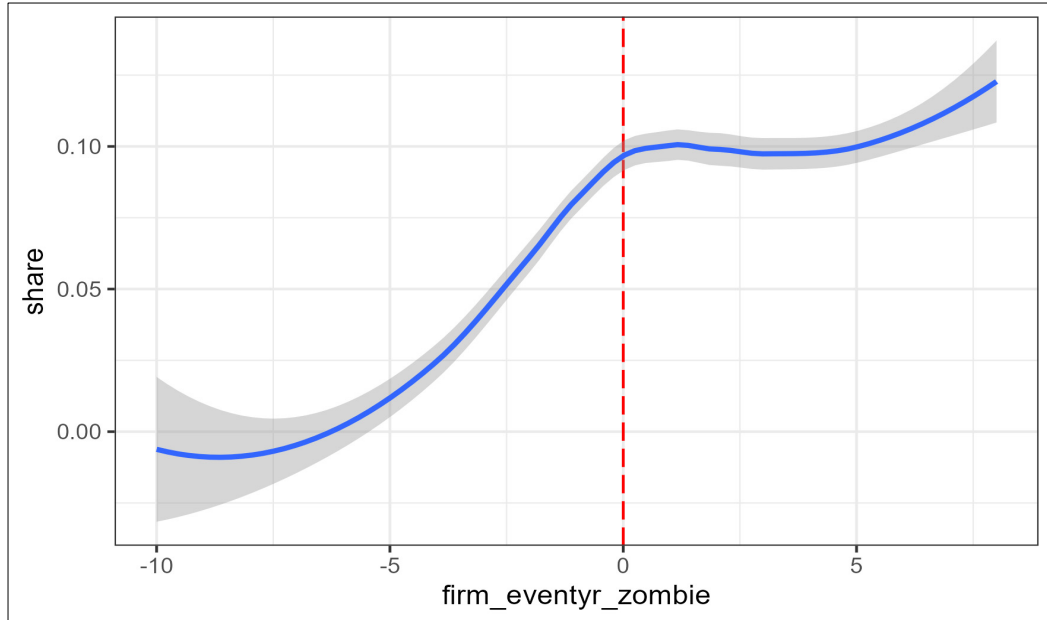
기업집단의 세부적인 유인구조에 대한 분석은 기업집단 전체뿐 아니라 소속된 내부 계열사들 각각이 어떠한 유인으로 한계기업 상태에 돌입한 계열사에 지원을 제공할지에 대한 세부적인 분석이 선행되어야 가능하다. 기업집단 소속 기업들은 내부 한계기업에 공통적인 대응을 보이기보다는 각자의 유인구조에 따라서 다른 움직임을 보일 확률이 크다. Buchuk et al.(2020)은 2008년 금융위기를 이용한 연구에서 기업집단의 지배구조로 이루어진 네트워크에서 보다 중심성(centrality)이 높은 기업들이 내부자금 흐름의 도관 역할을 하고 있음을 보였다. 본고의 분석은 단순히 중심성이 높은 기업이 자금의 차입 및 용자를 둘 다 늘린다는 것에서 그치지 않고, 기업들이 자금 융통이 필요한 동일 기업집단 소속기업과의 지배구조상 상대적인 위치, 각자의 재정상태 등에 따라서 동일 집단 기업의 한계기업화에 서로 다르게 반응할 수 있다는 점을 의미한다.

[그림 III-17]에서 [그림 III-19]는 이러한 면을 보이는 기초자료로서 기업집단이 소속 한계기업에 대한 자금 대차를 할 때 모든 소속 기업이 단순히 기업집단 전체의 자원 활용의 효율성이라는 공통된 유인에 의해서만 움직이고 있지 않을 가능성을 보여준다. 만일 기업집단 전체가 자원배분의 효율성만을 위하여 움직일 경우, 한계기업에 대한 자금의 흐름은 기업집단 중 (1) 자본비용이 더 저렴한 기업이나 (2) 생산성이 더 낮은 기업에서 생산성이 높을 것으로 기대되는 한계기업에 흘러가야 한다. 하지만 [그림 III-17]~[그림 III-19]는 한계기업화하는 외감기업이 기업집단 내부에서 구하는 자금은 모기업에게서 구하는 면이 크고, 자회사 혹은 지배구조상 직계가 아닌 방계 회사에서 얻는 돈은 크지 않으며 한계기업화 이후 외부자금과 보다 유사한 흐름을 보이며 빠르게 감소한다는 것을 보여주고 있다.¹⁶⁾ 이는 추후 기업집단의 소유구조에 대하여 보다 강건한 데이터 구축 이후 보다 심도 있게 분

16) 이렇게 기업집단 내부의 소유구조에 따라서 집단 내 자금배분에서 맡는 역할이 다를 수 있음은 칠레의 기업집단 데이터를 이용한 Buchuk et al.(2020)에서도 일부 나타난 바 있다.

석되어야 할 문제이나, 후속연구가 집단 내의 자금 흐름을 보다 세부적으로 분석해야 할 필요성이 충분함을 시사한다.¹⁷⁾

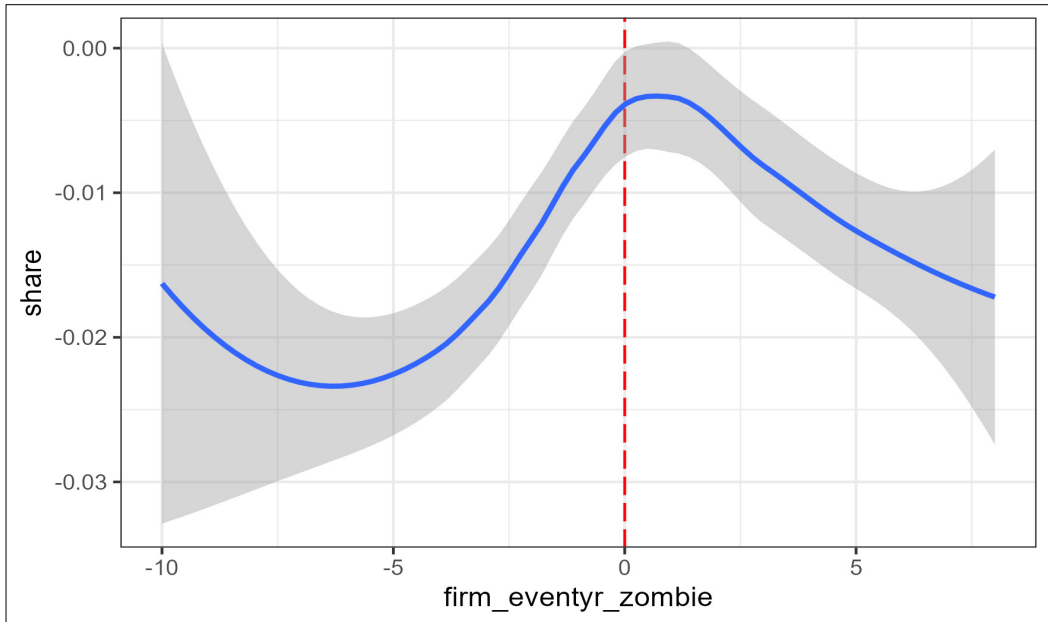
[그림 III-17] 모기업으로부터의 자산 대비 내부순차입금



주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
자료: 저자 작성

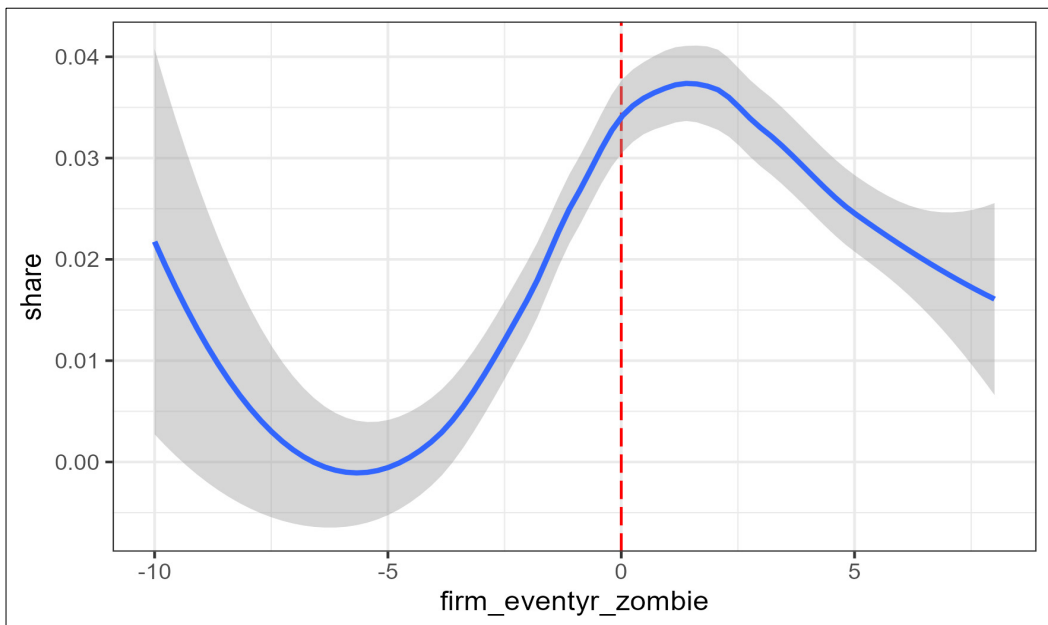
17) 모기업이 타 기업에 비해 지원유인이 높을 이유 중 하나로, 만일 기업이 부실징후기업으로 판단되어 기업구조조정에 돌입할 경우, 대주주의 입장에서는 구조조정과정에서 자구노력을 기울이는 데 상당한 비용이 예상되므로 사전적으로 한계기업 상태에서 지원을 제공할 유인이 있다는 것을 들 수 있다. 이러한 부분을 지적해 준 익명의 레퍼리에게 감사를 표한다.

[그림 III-18] 자회사로부터의 자산 대비 내부순차입금



주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
 자료: 저자 작성

[그림 III-19] 집단 내 방계 기업으로부터의 자산 대비 내부순차입금



주: 회색 영역은 95% 신뢰구간
 자료: 저자 작성

IV. 결론 및 발전방향

본고에서는 기업집단 내부거래와 한계기업 간의 관계에 대하여 검토하고 기초적인 분석을 통하여 연구의 방향과 필요성을 검증하였다. 본고는 기업집단 소속 한계기업의 생존율이 기업집단 비소속 기업과 비교하여 꾸준히, 그리고 상당히 높은 값을 보임을 확인하였다. 동시에 기업집단 소속 한계기업의 정상화율은 상대적으로 더 높은 값을 가지지 않아, 기업집단에 소속되어 있다는 것이 한계기업의 성과를 전반적으로(across-the-board) 높여주기보다 생존율에 더 크게 영향을 미치는 것일 가능성을 보였다. 또한 이러한 결과가 나오는 이유에 대해 알아보기 위하여 기업집단 내부거래와 외부투자자 간에 한계기업에 대한 자금 대여를 확인하였고, 기업집단이 한계기업에 대하여 훨씬 관대하게 지속적으로 자금을 빌려주는 경향이 있으며, 이러한 경향이 폐업 기업의 경우에도 유사하게 나타남을 확인하였다.

하지만 상술한 내용은 아직까지 엄밀한 분석이라기보다 경향성을 확인하기 위한 초기 분석일 뿐이며, 연구결과를 해석하는 데 아직 본 연구는 여러 주의사항을 갖는다. 먼저 본고는 아직까지 준실험적 방법론을 이용하여 인과관계(causality)를 확립한 것은 아니라는 점에 주의하여 결과를 해석해야 한다. 본 연구에서는 기업집단이 내부 자금거래를 통하여 소속 한계기업을 지원할 것이라는 가설에 맞는 데이터의 다양한 측면을 제시하였으나, 이러한 결과를 다른 대체 가설로 설명할 수 있을 가능성을 부정한 것은 아니다. 또한 본고의 주장은 기업집단의 이러한 내부자금 대차가 경제 전체의 생산성을 떨어트리거나 사익편취를 위해 사용되었다는 주장이 아니며, 또한 반대로 경제 내부의 자원배분의 효율성을 향상시켰다는 주장 또한 아니다. 이러한 부분에 대한 판단을 위해서는 보다 세부적인 데이터의 이용을 통한 분석이 필수적이며, 따라서 본고에서는 이러한 부분의 분석을 진행하지 않고 후속연구의 분야로 남겨두고 있다.

따라서 추후 다양한 방식으로 이러한 연구결과가 재확인되고 개선되어야 할 필요가 있다. 우선 (1) 기업집단에 소속되어 있는 것이 한계기업의 생존에 유의미하

게 긍정적인 영향을 주는지, 그리고 (2) 기업집단이 경영위기에 처한 소속 기업에게 더 큰 자금 융자 등을 제공하는지에 대하여 매칭, 합성 대조법 등 보다 엄밀한 분석을 진행해야 한다. 또한 본고에서는 각 외감기업이 해당 기업의 모든 관계사에서 차입한 자금을 뭉뚱그려서 분석하였으나, 후속연구에서는 기업 대 기업 단위에서 내부거래에 대한 분석을 진행하여 기업집단의 특성뿐 아니라 거래당사자 양쪽의 특성 모두 고려할 필요가 있다.

또한 만일 이렇게 기업집단이 경영위기에 처한 소속 기업에게 내부거래를 통한 지원을 해 준다면, 이것이 집단 내 자원의 비효율적 배분(misallocation)으로 이어지는지, 혹은 효율성의 측면에서 더 긍정적인 효과를 내는지에 대해서도 추가적인 분석이 진행되어야 한다. 먼저 가장 단순하게는 기업집단 내 한계기업이 장기적으로 한계기업 상태에서 벗어나 정상화되고, 그뿐만 아니라 충분히 높은 생산성 혹은 수익성을 보일 수 있는지를 살펴야 한다. 또한 경영위기에 처한 소속 기업 모두에 내부거래를 통한 자금 대여의 양상을 보이는지, 혹은 기존 중간재 공급을 담당하던 소속 기업이나 직접적으로 소유구조로 강하게 연결된 자회사 등에 조금 더 우호적인 거래를 진행하는지, 기업집단의 한계기업에 대한 지원이 기업집단 내, 더 나아가 경제 내의 자원 배분의 효율성 향상으로 이어지는지 여부는 상술한 세부적인 분석의 결론에 따라 달라질 것으로 보여, 향후 후속연구를 통해 본고의 결과를 더욱 발전시킬 필요가 있다.

부록: 채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약

가. 개요

- (근거 법령) 채권은행의 거래기업에 대한 신용위험평가는 「기업구조조정촉진법」, 「은행업감독규정」, 「은행업감독업무시행세칙」에 근거하여 해당 기업의 부실 징후 여부를 판정, 이러한 제도적 기반을 토대로 구체적인 신용위험 평가방식을 규정한 「채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약」을 마련함
 - (은행업감독규정 제78조 제3항) 은행은 여신 실행 이후 신용리스크의 변동 상태를 적절히 평가, 관리할 수 있도록 건전한 여신사후관리업무에 관한 내부시스템을 운영해야 함
 - (은행업감독업무시행세칙 제48조 제2항 제4호) 기업신용위험 상시평가를 통한 부실 징후기업 해당 여부 판정 및 사후조치
 - (「기업구조조정 촉진법」 제4조) 부실징후기업의 기업개선이 신속하고 원활하게 추진될 수 있도록 필요한 사항을 규정, 상시적 기업구조조정 촉진 및 금융시장 안정과 국민경제 발전에 이바지하는 것을 목적으로 함
 - 「기업구조조정 촉진법」의 유효기간이 2018년 6월 30일에 만료되어 그 효력이 상실되었으나, 취약업종을 중심으로 워크아웃 구조조정에 대한 수요는 지속적으로 발생하고 있는 상황
 - 그간 운영되어 온 「기업구조조정 촉진법」의 주요 내용을 대부분 유지하면서 일부 제도개선 사항을 반영하되, 이 법의 유효기간을 5년간(2018년 10월 16일~2023년 10월 15일)으로 하여 한시적으로 시행
 - 현재 일몰시한이 2023년 도래하는 「기업구조조정 촉진법」의 재입법 등 개정안 발의 중

〈부표 1〉 기업구조조정 촉진법상 구조조정 제도

(신용위험평가) 은행권은 매년 신용공여 기업*을 대상으로 신용위험평가를 통해 부실징후기업**을 선정(기촉법 제4조~제7조)

* 신용공여 50억원 이상 기업 & 30억원 이상 중 위험산업에 속한 기업 원칙, 기업 요청시 신용공여 10억원 이상도 신용위험평가 실시(2022년 12월 이후)

** 주채권은행이 외부로부터의 추가적인 자금유입 없이는 정상적인 채무이행이 어려운 상태에 있다고 판단한 기업으로서 신용위험평가 결과 C·D 등급 기업

(공동관리절차) 부실징후기업이 주채권은행에 공동관리절차(워크아웃, 기촉법 제8조 등) 신청시 금융채권자 75% 이상의 찬성으로 워크아웃 개시

* 부실징후기업으로 선정된 기업이 6개월내 워크아웃·회생 등 관리절차 미신청시 주채권은행은 채권회수, 금리 인상 등 필요한 조치를 해야함(기촉법 제7조)

자료: 「기업구조조정 촉진법」

나. 채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약

1) 연혁

- 1997년 말 이후 기업이 대규모 부실화함에 따라 금융구조조정 및 대기업 재무구조개선, 기업개선작업(workout) 등 1단계 기업구조조정을 추진함¹⁸⁾
 - 2000년 이후 대내외 여건 악화(대우구조조정에 따른 파급영향, 국내외 경기침체 등)로 불안한 금융시장을 안정화시키기 위해 2단계 금융구조조정을 추진하면서 기업구조조정도 병행
 - 기업구조조정투자회사(CRV), 사전제출제도(Pre-packaged bankruptcy) 등 시장에 의한 상시적 기업구조조정이 이루어질 수 있도록 법적·제도적 장치를 마련
- 2001년 2월 말까지 상시구조조정 시스템의 기본틀을 마련, 2001년 3월 이후 시장을 통한 상시 신용위험 평가시스템을 구축, 9월에 기업구조조정 촉진법을 제정함
 - 이는 금융불안 요인을 해소하고 금융산업 건전성을 확보하기 위해 은행들이 상시적으로 기업신용위험을 평가하고 이에 따라 기업구조조정이 추진될 수 있는 시스템을 마련하기 위함임
 - 채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약은 2007년 11월 4일 제정하였으며, 2023년 3월 24일까지 열여섯 차례 개정된 바 있음

18) 금융감독위원회·금융감독원, 『기업신용위험 상시평가시스템 운용방안』, 2001. 1. 31.

2) 주요 내용

- 기업구조조정 추진 과정의 첫 단계에서는 채권은행의 기업 신용위험평가를 토대로 구조조정 대상 기업 여부를 결정함
 - 신용공여액 500억원 이상 기업에 대해서는 매년 4월 말까지 부실징후기업¹⁹⁾에 해당될 가능성 여부에 대해 정기 기본평가를 실시, 이후 2개월 내 세부평가를 완료해야 함
 - 신용공여액 500억원 미만 기업에 대해서는 매년 7월 말까지 부실징후기업에 해당될 가능성 여부에 대해 정기 기본평가를 실시, 이후 3개월(수시 기본평가는 2개월) 이내에 세부평가를 완료해야 함
- 채권은행은 신용위험평가 결과를 바탕으로 평가대상 기업을 A, B, C, D 네 가지 등급으로 구분, C와 D등급에 해당하면 부실징후기업으로 분류하여 「기업구조조정촉진법」에 따른 관리절차(워크아웃) 또는 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에 따른 회생절차를 통해 구조조정을 추진함
- 기업신용위험상시평가를 통해 부실징후 기업해당여부를 판정하고, 부실징후 기업의 경영정상화를 효율적으로 추진하기 위하여 필요한 사항을 정함으로써 채권은행의 여신사후관리 기능을 제고

[부그림 1] 기업 신용위험평가 개요



자료: 금융감독원, 「23년 은행 기업 신용위험평가 추진방향 간담회 개최」, 보도자료, 2023. 3. 30.

19) 주채권은행이 신용위험평가를 통하여 통상적인 자금차입 외에 외부로부터의 추가적인 자금유입 없이는 금융채권자에 대한 차입금 상환 등 정상적인 채무이행이 어려운 상태에 있다고 인정한 기업(기촉법 제2조 제7항)

3) 평가 대상(운영협약 제8조 및 제11조)

- 채권은행으로부터 신용공여를 받은 자로서 최근 월말 기준으로 금융기관의 신용공여액이 500억원 이상인 기업과 500억원 미만인 기업으로 구분

- 신용공여액 500억원 미만 기업의 경우 정기평가 및 수시평가 대상 기업이 구분
 - (정기평가) 당해 채권은행의 신용공여액이 50억원 이상인 기업, 당해 채권은행의 신용공여액이 30억원 이상 50억원 미만인 기업 중 취약산업에 해당하는 경우로서 직전 연도 회계감사의견이 한정, 부적정, 의견거절이거나, 「은행업감독규정」 제27조에 따른 자산건전성 분류가 “요주의” 이하인 기업
 - (수시평가) 당해 채권은행의 신용공여액이 30억원 이상인 기업

- (평가대상 기업 제외 요건)
 - 신용공여액 500억원 이상 기업
 - 「법인세법 시행령」 제61조 제2항 각 호의 금융회사 등
 - 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 의한 공공기관
 - 외국법에 따라 설립된 기업
 - 당해 채권은행의 신용공여액이 50억원 미만인 기업
 - 주채권은행²⁰⁾의 경우 미적용
 - 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에 따른 회생절차 또는 파산절차가 진행 중이거나 회생절차 폐지 또는 파산폐지된 기업
 - 「기업구조조정 촉진법」 및 「채권금융기관의 기업구조조정업무 운영협약」 등에 따른 관리절차가 진행 중인 기업
 - 신용공여액 500억원 미만 기업
 - 「법인세법시행령」 제61조 제2항 각 호의 금융회사 등
 - 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 의한 공공기관
 - 외국법에 따라 설립된 기업

20) 「은행업감독규정」 제79조 제1항에 의한 주채무계열 소속 기업체의 경우에는 동 규정 제80조 제2항에 따라 선정된 주채권은행을 말함. 주채무계열 이외의 기업의 경우에는 최근 월말 기준으로 종합신용정보집중기관의 기업신용거래정보상의 신용공여(단, 보증채무이행청구권을 제외)가 최다인 채권은행을 말함

- 부실화 위험이 없는 여신을 제외하고 당해 채권은행의 신용공여액이 30억원 미만인 기업
- 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에 따른 회생절차 또는 파산절차가 진행 중이거나 회생절차 폐지 또는 파산폐지된 기업
- 「기업구조조정 촉진법」 및 「채권금융기관의 기업구조조정업무 운영협약」 등에 따른 관리절차가 진행 중인 기업

4) 기본평가 항목(운영협약 제9조 및 제12조)

- 신용공여액 500억원 기준으로 정기평가와 수시평가의 평가항목 차이가 있음
 - (신용공여액 500억원 이상) 정기평가 및 수시평가 기본평가 항목 동일
 - (신용공여액 500억원 미만) 정기평가의 경우 500억원 이상 기업과 기본평가 항목은 동일, 수시평가에서는 별도의 기본평가 항목을 적용
 - 신용공여액 500억원 이상 기업의 경우 수시평가 시점이 명확히 규정되어 있지 않는 반면, 500억원 미만 기업의 경우 수시평가 시점을 규정하고 있음

가) 신용공여액 500억원 이상인 기업

- 채권은행은 매년 4월 말까지 부실징후기업에 해당될 가능성이 있는지 여부를 평가해야 하며, 대상기업은 매년 2월 말 신용공여액 기준으로 선정함
 - 정기 기본평가 외 수시로 기본평가를 실시
- 아래의 13개 기본평가 항목에 해당하는 경우 당해 기업이 부실징후기업에 해당하는지 여부를 평가(세부평가)해야 함
 - ① 회계연도를 기준으로 최근 3년간 연속하여 영업활동 현금흐름이 부(-)인 기업
 - ② 회계연도를 기준으로 최근 3년간 연속하여 이자보상배율(영업이익/금융비용)이 1.0 미만 기업
 - ③ 회계연도를 기준으로 최근 자본총계가 부(-)인 기업
 - ④ 「은행업감독규정」 제27조의 자산건전성분류기준에 따른 신용평가모형의 평가결과 “요주의” 상당등급 이하 분류 기업
 - ⑤ 급격한 신용도 악화 등으로 신속한 세부평가가 필요한 경우

- ⑥ 채권은행 내부신용등급이 일정 수준 이하인 기업
- ⑦ 채권은행이 조기경보제도 운영을 통해 이상징후가 있다고 판단한 기업
- ⑧ 회계감사의견이 적정이 아니거나 적정인 경우에도 회계감사인인 계속기업 관련 중요한 불확실성이 존재한다고 의견을 피력한 기업
- ⑨ 매출충손실이 발생하였거나, 최근 2년 연속 매출이 10% 이상 감소하고 직전 연도 현금흐름표상의 투자활동 순 현금유출 금액이 최근 3년간 영업손익 합산액을 초과하는 등 사업위험이 급격히 증가한 기업
- ⑩ 일정 기간 부분자본잠식기업
- ⑪ 단기채무 상환 부담이 큰 기업
- ⑫ 평가대상기업 선정을 위한 신용공여 산출일 기준으로 2년 이상 자체 경영 개선 기업을 관리 중인 기업
- ⑬ 기타 채권은행 자체 기준에 의하여 세부평가가 필요하다고 인정한 기업

□ (기본평가 제외 요건) 「기업 활력 제고를 위한 특별법」 등에 따라 관련 정부부처의 승인절차 등을 거쳐 사업재편·전환을 이행 중인 기업이 최근 회계연도 말 기준 승인된 사업재편계획기간에 해당하는 경우 최대 4년간 세부평가 대상에서 제외

나) 신용공여액 500억원 미만인 기업

- (정기평가) 매년 5월 말 신용공여액 기준으로 평가대상기업을 선정, 7월 말까지 부실징후기업에 해당될 가능성 여부에 대해 평가
 - 신용공여액 500억원 이상 기업과 동일하게 세부평가 대상 선정을 위한 기본항목(13개)에 해당할 경우 세부평가를 실시해야 함
 - 주채권은행은 전월 말 기준 당해 채권은행 신용공여액이 10억원 이상인 여신거래처가 요청하는 경우 지체없이 부실징후기업에 해당될 가능성이 있는지 여부를 평가해야 함
- (수시평가) 3, 6, 9, 12월 말 신용공여액을 기준으로 평가대상기업을 선정, 5, 8, 11, 2월 말까지 부실징후기업에 해당될 가능성이 있는지 여부를 평가
 - 수시평가의 경우 다음의 9개 기본평가 항목에 해당하는 경우 세부평가를 실시해야 함

- ① 최근 3개월 이내 10일 이상 연체발생(연속) 기업
- ② 최근 3개월 이내 당좌(가계당좌)거래 부도발생 기업
- ③ 최근 3개월 이내 신용등급이 3단계 이상 하락되어 요주의 이하로 분류된 기업
- ④ 신용정보관리규약에 의한 신용관리대상으로 규제중인 기업
- ⑤ 2년 연속 매출액 20% 이상 감소하였거나, 매출액이 직전 연도 대비 40% 이상 감소한 기업 중 자산건전성 분류가 요주의 이하인 기업
- ⑥ 개인사업자의 경우 대표자의 개인신용평점이 개인신용평가회사의 개인신용평점 기준 하위 100분의 5로 하락한 기업
- ⑦ 채권은행이 조기정보제도 운영을 통해 이상징후가 있다고 판단한 기업
- ⑧ 직전 사업연도 현금비율(현금 및 현금성 자산/유동부채)이 5% 미만이면서 최근 3개월간 비은행금융기관 대출채권이 10억원 이상 증가한 기업
- ⑨ 기타 채권은행 자체기준에 의하여 세부평가가 필요하다고 인정한 기업

□ (기본평가 제외 요건)

- 경영정상화 계획 마련이 어려운 개인사업자 중 비제조업 영위업체 등 채권은행이 자체기준에 의하여 세부평가의 실익이 없다고 인정하는 경우
- 「기업 활력 제고를 위한 특별법」 등에 따라 관련 정부부처의 승인절차 등을 거쳐 사업재편·전환을 이행 중인 기업이 최근 회계연도 말 기준 승인된 사업재편계획기간에 해당하는 경우 최대 4년간 세부평가 대상에서 제외

5) 세부평가 항목(운영협약 제10조 및 제13조)

가) 신용공여액 500억원 이상인 기업

- 채권은행은 기본평가 종료 후 2개월 이내에 세부평가를 완료해야 하며, 평가 기준에는 각 부문별 위험 수준을 구분하는 판단기준이 포함되어야 함

〈부표 2〉 세부평가 항목(신용공여액 500억원 이상 기업)

평가 항목	판단 기준
산업위험	업종별 향후 3년간 경기변동 민감도, 성장전망 등
영업위험	시장지배력, 구매, 생산, 판매 등의 효율성 및 안정성, 제품, 상품, 서비스 등의 경쟁력, 매출원가율, 재고자산 회전율, 매출채권회전율, 총자산 회전율 등
경영위험	경영진 도덕성 및 신뢰성, 소유지배구조의 안정성, 경영진의 경영관리 능력, 관계회사 위험 등
재무위험	단기차입금 비중, 매출액 추세, 재무유동성 등
현금흐름	이자보상계수(ICR), 부채상환계수(DSCR) 등

자료: 채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약 제10조 제2항

나) 신용공여액 500억원 미만인 기업

- 채권은행은 평가대상기업에 대하여 기본평가 종료 후 3개월(수시평가는 2개월) 이내에 세부평가를 완료해야 함
 - 외감기업, 비외감기업, 개인사업자로 구분하여 각 평가대상기업의 특성을 감안한 평가기준을 마련하되, 평가 기준에는 각 부문별 위험 수준을 구분하는 판단기준이 포함되어야 함
- 평가기준은 외감기업, 비외감기업, 개인사업자로 구분함
 - (외감기업) 신용공여액 500억원 이상 기업의 세부평가 항목과 동일
 - (비외감기업) 신용공여액 500억원 이상 기업의 세부평가 항목 중 현금흐름을 제외한 나머지 4개 항목과 동일
 - (개인사업자) 산업 및 영업위험, 경영위험, 재무위험으로 구분

〈부표 3〉 세부평가 항목(신용공여액 500억원 미만 기업(개인사업자))

평가 항목	판단 기준
산업 및 영업위험	결제조건 악화 여부, 판매안정성 등
경영위험	동업계 경력, 도덕적 해이, 신용도 등
재무위험	추가차입 여력, 원리금상환능력 등

자료: 채권은행의 기업신용위험 상시평가 운영협약 제10조 제2항

6) 평가 기업 분류 및 사후관리(운영협약 제14조)

- (평가 기업 분류) 네 가지 등급으로 분류
 - 정상적인 영업을 가능한 기업(A)
 - 부실징후기업이 될 가능성이 큰 기업(B)
 - 부실징후기업에 해당하며 경영정상화 가능성이 높은 기업(C)
 - 부실징후기업에 해당하며 경영정상화 가능성이 낮은 기업(D)

- (부실징후기업 분류) C와 D등급을 받은 기업은 부실징후기업으로 분류되며, 그 외 2년 이상 자체 경영 개선 기업으로 관리 중인 기업에 해당하여 세부평가를 실시하는 기업 중 아래 기준에 해당할 경우에도 부실징후기업으로 분류
 - 다음 중 3개 이상에 해당하는 기업
 - 회계연도를 기준으로 최근 2년간 연속하여 매출 감소
 - 회계연도를 기준으로 최근 3년간 연속하여 영업활동 현금흐름이 부(-)
 - 회계연도를 기준으로 최근 3년간 연속하여 이자보상배율(영업이익/금융비용)이 1.0 미만
 - 회계연도를 기준으로 최근 자본총계가 부(-)
 - 다음 중 1개 이상에 해당하는 기업
 - 직전 회계연도 회계감사의견이 부적정 또는 의견거절이거나 2년 연속 한정 이하
 - 주주, 임원 또는 관계회사 대여금가지급금 등 회사 영업활동과 무관한 현금유출 발생

- (사후 관리) 채권은행은 자체 경영개선 기업의 자구계획 이행상황을 매년 1회 이상점검, 자구 이행이 부진한 기업은 부실징후기업으로 선정
 - 부실징후기업으로 통보받은 기업이 정당한 사유 없이 3개월 내에 워크아웃이나 회생 절차를 신청하지 않는 경우
 - 신규여신(대환 포함) 중지, 만기도래 여신 회수, 담보 보강, 여신한도 및 금리 변경 등 제재 조치

- (이행점검) 이행점검 기준하에 A~E등급으로 분류하며, D등급(부진) 이하 기업

의 경우 제재 조치를 취함

- (이행점진 기준) 매출액, 영업이익, 영업현금흐름 등 경영계획 달성도 평가, 자산매각 및 유상증자 등 자구계획 이행실적 평가, 경영의 투명성 및 경영진 자질 등 정성적 평가 등
- (제재 조치) 경영진 경고, 이행계획서 제출 요구, 경영진 해임 권고, 기업개선계획 수정 등

□ (평가 결과에 따른 기업 지원)

- B등급(일시적 유동성 기업): 채권은행 자체 경영개선(신속금융지원, 프리워크아웃)을 통해 금리할인 및 만기연장 등을 지원
- C등급(부실징후기업으로 경영정상화 가능성이 큰 기업): 기업의 자구노력을 전제로 한 채권단 금융지원을 통해 경영정상화 추진
- D등급(부실징후기업으로 경영정상화 가능성이 낮은 기업): 법적 구조조정을 통한 회생지원 실시

〈부표 4〉 평가결과에 따른 중소기업 지원 방안

구분		주요내용
B등급	신속금융지원 제도 개선	보증강화, 조치종료 후 일정기간 만기 재연장, 조치적용 3년 후 분할상환 실시, 완전자본 잠식 기업 등을 대상에서 제외 등
	산업부	기업의 사업재편 승인 및 컨설팅 지원
C등급	규제 합리화	실사비용 경감, 워크아웃 개시기간 단축, 경평위 개최빈도 간소화
	캠코	실사비용 대여, 신규대출, 지급보증 제공 등
D등급	중기부	전문가(회계법인 등) 컨설팅, 금융지원, 경영개선 자문 지원
		회생신청~인가까지 전과정에 전문가 상담, 자문, 절차대행 등 지원

자료: 금융감독원, 「2022년 정기 신용위험평가 결과 및 향후 계획」, 보도자료, 2022. 12. 19., p. 4.

참고문헌

<국내 문헌>

- 구정한, 「한계기업 증가 가능성과 향후 과제」, 금융 포커스 제31권 22호, 한국금융연구원, 2022. 10.
- 구정한·이규복, 「기업신용위험평가 및 구조조정 추진 방식 점검」, KIF 금융분석리포트 2021-03, 한국금융연구원, 2021. 3.
- 국회예산정책처, 『2023 경제전망 II』, 2023. 3. 31.
- 금융감독위원회·금융감독원, 『기업신용위험 상시평가시스템 운용방안』, 2001. 1.
- 박찬우, 「한계기업 현황과 시사점」, 이슈분석 제800호, KDB, 2022. 7.
- 송단비·조재한·김한훤·김인철, 「국내 한계기업 결정요인 분석과 시사점」, issue paper 2021-3, 산업연구원, 2021. 3.
- 송상운, 「한계기업이 우리나라 제조업 노동생산성에 미친 영향」, BOK 이슈노트 제2020-7호, 한국은행, 2020. 7.
- 오탈록·이시연, 「외부충격 시 계열회사 부실화에 따른 그룹위험 연구 - 출자연계성을 중심으로」, KIF 연구보고서 2021-06, 한국금융연구원, 2021. 12.
- 이기영, 「국내 금융회사 그룹 리스크 평가와 관련 제도 개선 방향」, KDI 정책연구시리즈 2016-10, 한국개발연구원, 2016. 12.
- 조덕상, 「우리 경제의 역동성: 기업집단으로의 경제력 집중을 중심으로」, KDI 정책연구시리즈 2017-14, 한국개발연구원, 2017. 12.
- 최현경·안지연, 「한계기업 결정요인 분석과 코로나19 이후 기업구조조정에 대한 시사점: 제조업 상장기업을 중심으로」, issue paper 2021-10, 산업연구원, 2021. 10.
- 한국은행, 『금융안정보고서』, 2022. 12.

〈해외 문헌〉

- Acharya, Viral V., Tim Eisert, Christian Eufinger, and Christian Hirsch, “Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy,” *The Review of Financial Studies*, 32(9), 2019, pp. 3366~3411.
- Albuquerque, Bruno, and Chenyu Mao, “The Zombie Lending Channel of Monetary Policy,” No. 2023/192., International Monetary Fund, 2023.
- Albuquerque, Bruno, and Roshan Iyer, “The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World,” No. 2023/125, International Monetary Fund, 2023.
- Almeida, Heitor, Chang-Soo Kim, and Hwanki Brian Kim, “Internal capital markets in business groups: Evidence from the Asian financial crisis,” *The Journal of Finance*, 70(6), 2015, pp. 2539~2586.
- Banerjee, Ryan, and Boris Hofmann, “Corporate zombies: Anatomy and life cycle,” *Economic Policy*, 37(112), 2022, pp. 757~803.
- Blattner, Laura, Luisa Farinha, and Francisca Rebelo, “When losses turn into loans: The cost of weak banks,” *American Economic Review*, 113(6), 2023, pp. 1600~1641.
- Buchuk, David, Borja Larrain, Francisco Muñoz, and Francisco Urzúa, “The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans,” *Journal of Financial Economics*, 112(2), 2014, pp. 190~212.
- Buchuk, David, Borja Larrain, Mounu Prem, and Francisco Urzúa Infante, “How do internal capital markets work? Evidence from the great recession,” *Review of Finance*, 24(4), 2020, pp. 847~889.
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap, “Zombie lending and depressed restructuring in Japan,” *American Economic Review*, 98(5), 2008, pp. 1943~1977.
- Favara, Giovanni, Camelia Minoiu, and Ander Perez-Orive, “U. S. Zombie

- Firms: How Many and How Consequential?," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, July 30, 2021.
- Garcia-Appendini, Emilia, and Judit Montoriol-Garriga, "Firms as liquidity providers: Evidence from the 2007-2008 financial crisis," *Journal of Financial Economics*, 109(1), 2013, pp. 272~291.
- Gopalan, Radhakrishnan, Vikram Nanda, and Amit Seru, "Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups," *Journal of Financial Economics*, 86(3), 2007, pp. 759~795.
- Hong, YongKi, "Related-party trades in vertical integration," Mimeo, SSRN 3983336, 2023.
- International Monetary Fund(IMF), *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries*, Washington, DC, 2021.
- Jafarov, Etibar, and Enrico Minnella, "Too Low for Too Long: Could Extended Periods of Ultra Easy Monetary Policy Have Harmful Effects?," No. 2023/105, International Monetary Fund, 2023.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Guillermo Zamarripa, "Related lending," *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 2003, pp. 231~268.
- Matvos, Gregor, and Amit Seru, "Resource allocation within firms and financial market dislocation: Evidence from diversified conglomerates," *The Review of Financial Studies*, 27(4), 2014, pp. 1143~1189.
- Peek, Joe, and Eric S. Rosengren, "Unnatural selection: Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan," *American Economic Review*, 95(4), 2005, pp. 1144~1166.
- Santioni, Raffaele, Fabio Schiantarelli, and Philip E. Strahan, "Internal capital markets in times of crisis: The benefit of group affiliation," *Review of Finance*, 24(4), 2020, pp. 773~811.

〈웹사이트 및 보도자료〉

금융감독원 DART, <https://dart.fss.or.kr/>

금융감독원, 「'23년 은행 기업 신용위험평가 추진방향 간담회 개최」, 보도자료, 2023. 3. 30.

_____, 「2022년 정기 신용위험평가 결과 및 향후 계획」, 2022. 12. 19.

전국경제인연합회, 「상장사 한계기업 비중 추이 분석」, 보도자료, 2023. 5. 22.

한국은행, 「금융안정 상황(2022년 9월)」, 보도자료, 2022. 9. 22.

■ 저자약력

홍용기

서울대학교 경제학 학사

미국 University of California, Los Angeles 경제학 박사

현, 한국조세재정연구원 부연구위원

기업집단 내부거래의 한계기업 지원양상 분석과 정책시사점

2023년 12월 26일 인쇄

2023년 12월 29일 발행

발행인 김재진

발행처 한국조세재정연구원

세종특별자치시 시청대로 336

TEL: (044)414-2114(대) www.kipf.re.kr

등록 2022. 7. 15. 제2014-24호

조판 및
인쇄 (주)다원기획 (044)865-8115

I S B N 979-11-6655-266-3



기업집단 내부거래의 한계기업 지원양상 분석과 정책시사점

kipf 한국조세재정연구원

30147 세종특별자치시 시청대로 336
TEL : 044-414-2114 www.kipf.re.kr



ISBN 979-11-6655-266-3