

Korea Development Institute

기업의 설비투자행태 변화 분석

임 경 묵

발 간 사

2001년 세계적으로 IT 붐이 붕괴하면서 위축된 우리나라의 설비투자는 이후 최근까지도 설비투자의 본격적인 회복세가 나타나지 못하고 있다. 설비투자 증가율이 과거에 비해 크게 낮아지면서 이와 같은 현상이 갖는 의미에 대한 논란이 지속되고 있으며 원인에 대해서도 다양한 의견들이 실증분석을 거치지 않고 제기되어 왔다.

설비투자 위축과 관련하여 이와 같이 다양한 의견들이 제시되는 것은 기존의 공식통계가 주로 생산 측면에서 작성되었기 때문에 수요 측면의 분석이 불가능하였다는 데 기인한다. 즉, 설비투자와 관련된 한국은행이나 통계청의 총계자료로는 설비투자의 주체별 분석이 불가능하기 때문에 투자주체별로 어떠한 부분의 투자가 부진한 것인지를 파악할 수 없었다. 따라서 기존의 분석은 투자대상 품목에 대한 분석을 통해 투자주체별 설비투자행태를 부분적으로 유추하는 데 그쳐 왔다.

본 연구는 기존의 거시변수 분석과 더불어 기업재무자료를 통해 구축한 미시자료 분석을 통해 기존에 단편적으로만 실시되던 수요 측면의 설비투자 분석을 보다 입체적·체계적으로 시도한다. 기업재무자료를 통해 구축된 미시자료는 기업규모별·업종별 분석을 가능하게 함으로써 우리나라 설비투자의 현실을 이해하는 데 기여할 뿐 아니라 정책수립을 위한 기초자료로도 활용될 여지가 클 것으로 기대된다. 이와 더불어 기존 미시자료를 사용한 기업 설비투자에 대한 연구방법론을 기반으로 우리나라 기업의 설비투자행태에 어떠한 변화들이 발생하고 있는지도 살펴본다. 다만 본 연구는 지표의 개발 및 현황 파악에 집중한 반면 현상이 발생한 원인에 대한 분석이 상대적으로 부족하다는 아쉬움을 낳는다. 향후 추가적인 연구를 통해 설비투자 부진의 원인을 보다 심층적으로 파악하고 정책수립에 기여하기를 기대한다.

본 보고서는 본원의 임경묵 박사에게 의해 작성되었다. 저자는 연구과정에서 귀중한 조언과 격려를 아끼지 않은 김준경·김현욱·최용석 등

본원의 동료박사들에게 심심한 감사의 뜻을 표하고 있다. 특히 초기 연구단계에서 연구방법론을 같이 검토하고 여타 분석자료를 제공해주는 등 큰 도움을 준 조동철·김동석 박사에게 깊이 감사하고 있다. 또한 보고서를 개선하는 데 많은 도움을 준 두 분의 검토자들에게, 그리고 자료의 분석과 정리에 크게 기여한 김정연 연구원과 김현애 연구행정원에게도 감사하고 있다.

끝으로 본 보고서의 내용은 저자의 개인적인 의견이며 본원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀두는 바이다.

2005년 12월
한국개발연구원 원장
현 정 택

목 차

발간사	
요 약	1
제1장 서 론	6
제2장 연구의 동기 및 기존 연구 개관	8
제1절 연구의 동기	8
제2절 기존 연구 개관	11
제3장 설비투자 추이 분석	14
제1절 거시자료 분석	14
1. 분석자료	14
2. 설비투자 추이 및 부문별 분석	15
제2절 미시자료 분석	24
1. 분석자료	24
2. 거시자료와 미시자료의 비교	33
3. 규모별·업종별 현황	39
제4장 설비투자 성향에 대한 분석	44
제1절 기업의 투자성향	44
제2절 자료분석	46
1. 상장사 자료를 통한 분석	46

2. 외부감사대상기업 자료를 통한 분석	50
제5장 결론 및 시사점	58
참고문헌	60
【부록 1】 업종별 설비투자 추이	59
【부록 2】 분석 자료별 수익성 및 재무활동 추이	69
【부록 3】 현금흐름표에 대한 소개	71

표 차례

<표 3- 1> 제조업 총고정자본형성과 설비투자 추이(실질)	18
<표 3- 2> 항목별 설비투자 추이(명목)	22
<표 3- 3> 상장사 연도별 기업수	25
<표 3- 4> 외부감사대상기업 연도별 기업수	26
<표 3- 5> 토지 및 건설관련 지표 포함 여부에 따른 유형자산 증감 추이	29
<표 3- 6> 2004년 기준 표본 외감기업의 설비 투자 개요	37
<표 3- 7> 기업규모별 · 산업별 설비투자 동향(2003~04년 기준)	41

그림 차례

[그림 2- 1] 동아시아의 투자, 저축 및 경상수지 추이(GDP 대비 비중)	9
[그림 2- 2] GDP 대비 총투자 비중 추이	9
[그림 2- 3] GDP 대비 설비투자와 건설투자의 비중 추이	10
[그림 3- 1] 설비투자 증가율과 관련 지표의 추이	16
[그림 3- 2] 실제 설비투자 증가율과 설비투자 증가율 추정치	17
[그림 3- 3] 제조업의 총고정자본형성 증가율과 국민계정 설비투자 증가율	19
[그림 3- 4] 제조업과 비제조업의 총고정자본형성 증가율 추이	19
[그림 3- 5] 서비스생산 증가율과 비제조업 총고정자본형성 증가율 추이	20
[그림 3- 6] 기계류 및 운수장비의 증가율 추이	21
[그림 3- 7] 설비투자 및 설비투자 항목별 증가율 추이	22
[그림 3- 8] 민간소비 증가율과 설비투자(자동차제외)증가율 추이	23
[그림 3- 9] 민간소비 증가율과 자동차설비투자 증가율 추이	23
[그림 3-10] 감가상각 고려 여부에 따른 유형자산 증감 추이	28
[그림 3-11] 토지 및 건설관련 지표 포함 여부에 따른 유형자산 증감 추이	29
[그림 3-12] 재평가적립금 추이	30
[그림 3-13] 현금흐름표의 설비투자와 대차대조표의 설비투자 비교	32
[그림 3-14] 제조업 총고정자본형성과 제조업 투자 지표의 비교	34
[그림 3-15] 국민계정 설비투자와 상장사 설비투자 증가율 추이	35
[그림 3-16] 대기업 설비투자 비중 추이	37
[그림 3-17] 국민계정 설비투자와 외부감사대상기업의 설비투자 증가율 추이	38
[그림 3-18] 대기업과 중소기업의 설비투자 증가율(제조업)	40
[그림 3-19] 대기업과 중소기업의 설비투자 증가율(비제조업)	40

[그림 3-20]	산업별 설비투자 추이	42
[그림 4- 1]	상장 기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(제조업)	47
[그림 4- 2]	상장 기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(비제조업)	47
[그림 4- 3]	상장 기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(제조업)	49
[그림 4- 4]	상장 기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(비제조업)	49
[그림 4- 5]	상장 기업의 총자산 대비 영업이익 추이(제조업)	50
[그림 4- 6]	외부감사대상기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(제조업)	52
[그림 4- 7]	외부감사대상기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(비제조업)	52
[그림 4- 8]	외부감사대상기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(제조업)	53
[그림 4- 9]	외부감사대상기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(비제조업)	53
[그림 4-10]	재무활동으로 인한 현금흐름(제조 대기업)	54
[그림 4-11]	재무활동으로 인한 현금흐름(제조 중소기업)	54

요 약

1. 배경과 목적

외환위기 발생으로 1998년에 급격하게 위축되었던 설비투자는 1999~2000년에 거시경제여건 회복과 벤처·IT 붐으로 급격한 회복세를 보였으나, 2001년의 IT 붐 붕괴로 설비투자가 위축된 이후 최근까지도 설비투자의 본격적인 회복세가 나타나지 못하는 상황이다. 이에 따라 설비투자 부진 원인에 대한 논란이 지속적으로 제기되어 왔다. 설비투자 위축과 관련된 논란의 상당부분은 기존의 공식 통계가 주로 생산 측면에서 작성되었기 때문에 수요 측면의 분석이 불가능하였다는 데 기인한다.

본 연구는 기존의 거시변수 분석과 더불어 기업재무자료를 통해 구축한 미시자료 분석을 통해 기존에 단편적으로만 실시되던 수요 측면의 설비투자 분석을 보다 입체적·체계적으로 시도한다. 기업재무자료를 통해 구축된 미시자료는 기업규모별·업종별 분석을 가능하게 함으로써 우리나라 설비투자의 현실을 이해하는 데 기여할 뿐 아니라 정책수립을 위한 기초자료로도 활용될 여지가 클 것으로 기대된다.

2. 주요 연구내용

가. 거시자료 분석

국민계정 설비투자는 크게 나누어 기계류와 운수장비로 구성된다.

설비투자를 구성하는 두가지 항목인 기계류와 운송장비 중 2003년과 2004년의 설비투자 침체는 주로 운송장비에 대한 투자부진에 기인하는 것으로 나타난다. 운송장비 투자는 2003~04년 2년 연속 큰 폭의 감소세를 기록한 반면 기계류는 2002년 이후 등락은 있었으나 지속적으로 증가하였음을 알 수 있다. 우리나라 제조업체에 대한 전수조사에 가까운 광공업통계조사에 따르면 전체 설비투자에서 운송장비가 차지하는 비중이 1%에도 미치지 못하고 있으며, 상장사 재무제표나 외부감사대상 기업 재무제표에서 구축된 제조업 설비투자에서도 운송장비의 비중은 1%에 미치지 못하고 있다. 따라서 운송장비는 주로 비제조업에 의해 투자된다고 볼 수 있는데, 2003년 이후 설비투자가 침체된 것은 운송장비의 투자비중이 높은 비제조업의 설비투자 부진에 기인하였을 가능성이 높다는 결론을 도출할 수 있다. 비제조업은 제조업에 비해 상대적으로 내수경기에 민감하게 반응하게 되므로 2003~04년의 설비투자 부진은 상당부분 경기순환적인 측면, 즉 2001년과 2002년의 소비 붐과 이후 발생한 소비침체에 영향 받았다고 평가할 수 있다.

나. 미시자료 분석

본 연구에서 사용된 설비투자는 기업재무자료의 현금흐름표를 통해 구축되었다. 본 연구에서 구축된 설비투자와 국민계정 설비투자를 비교하여 분석한 결과 다음과 같은 시사점이 도출되었다.

먼저 2002년까지는 국민계정의 명목 설비투자 증가율이 본 연구에서 제시한 설비투자 증가율과 유사한 모습을 보이고 있으나 몇몇 기간에서 국민계정의 설비투자 증가율과 상장사의 설비투자 증가율은 큰 차이를 나타내고 있다. 설비투자 증가율이 상대적으로 큰 차이를 나타내는 기간은 크게 다음의 세 기간으로 나누어 볼 수 있다. 세 기간은, 첫째 1995~96년에 상장사의 설비투자 증가율이 국민계정 설비투자 증가율보다 높게 나타나는 기간, 둘째 1999~2002년에 국민계정 설비투자 증가율이 상장사의 설비투자 증가율을 상회하는 기간, 셋째 2003~04년의 상장사의 설비투자 증가율이 국민계정의 설비투자 증가율을 크게 상회하는 기간이다.

상장사의 설비투자 증가율과 국민계정 설비투자 증가율의 격차는 상

장사가 대부분 대기업으로 구성되어 있다는 점을 감안하면 해석에 유용하다. 먼저 첫 번째 구간은 외환위기 직전 구간으로 재벌을 포함한 대기업의 과잉 설비투자가 발생하였던 구간으로 잘 알려져 있으며, 기존 연구에서도 외환위기 이전 일반 기업에 비해 재벌의 설비투자가 높은 수준을 보였음이 논의된 바 있다.

두 번째 구간은 외환위기 이후 재벌기업이 급격한 구조조정과정을 거친 시기이며 동시에 1999~2000년의 벤처 및 IT 버블이 발생하였던 시기이다. 따라서 재벌기업 등 대기업이 포함된 상장기업의 설비투자에 비하여 대부분이 중소기업이었던 벤처기업 등이 포함된 국민계정 설비투자 증가율이 높은 수준을 보였다고 볼 수 있다. 2001년과 2002년에는 IT 경기 및 수출경기의 급락으로 상장사의 설비투자가 부진하였던 반면 카드 버블의 발생으로 인해 내수가 호황을 이루었던 기간이었으므로 상대적으로 내수비중이 높은 비상장 기업의 설비투자가 호조를 보였을 것으로 판단된다.

세 번째 구간은 2003~04년 구간으로 상장사의 설비투자 증가율과 국민계정 설비투자 증가율이 가장 큰 격차를 나타내는 기간이다. 본 기간은 우리나라 경제에 소비 붐이 꺼지면서 극심한 내수침체가 발생한 한편 수출경기는 사상 초유의 호황을 누린 기간이다. 따라서 2001~02년의 소비 붐 기간에 설비투자를 늘려왔던 중소기업 및 내수 중심 기업들의 설비투자가 위축되었을 가능성이 높으며, 반면 그간 구조조정으로 인해 설비투자를 보수적으로 실시하던 대기업의 투자가 회복되었을 가능성도 존재하는 기간이다.

이러한 추론을 보다 정확하게 확인하기 위해 분석대상을 외부감사대상기업으로 확대하여 규모별·업종별 설비투자를 분석하였다. 먼저 제조업 설비투자는 대기업의 경우 2003~04년 모두 높은 수준의 증가율을 기록하였으나, 중소기업은 상대적으로 낮은 설비투자 증가율을 시현하였다. 반면, 2003~04년중 비제조업의 경우에도 대기업의 설비투자 증가율이 중소기업에 비해 양호한 모습을 보였으나 주목할 만한 점은 비제조 중소기업의 설비투자 증가율이 2년 연속으로 마이너스를 기록하였다는 점이다. 2003~04년중 대기업과 중소기업 모두 설비투자 호조세를 보인 업종은 대부분 제조업이며 우리나라 수출에서 중요한 비중을 차지

하는 업종들이다. 반면 전기·가스·수도, 통신, 도소매, 음식 및 숙박 등 전형적인 내수 업종들의 부진이 두드러진다.

이상의 분석결과는 앞서 거시자료 분석에서 추론한 바와 같이 2003~04년의 설비투자 부진이 제조업보다는 비제조업, 대기업보다는 중소기업의 부진에 의해 주도되었다는 결과와 일치한다. 따라서 향후 설비투자의 회복은 최근 설비투자 부진을 주도한 중소기업 및 비제조업부문의 회복에 의해 영향 받을 것으로 사료된다.

다. 투자성향의 변화

최근 설비투자가 부진한 모습을 보이면서 외환위기 이후 기업의 투자성향이 여러 가지 이유로 하락하고 있다는 주장이 여러 경로를 통해 제기되어 왔다. 따라서 본 연구에서는 기업 투자성향에 있어 변화가 발생하고 있는지를 추가적으로 살펴보았다.

제조업의 경우 대기업의 투자성향은 외환위기 이후 급락하여 유형자산 대비 30% 수준을 하회하다가 2003년 이후 급격하게 회복하여 2004년에는 중소기업의 투자성향과 거의 유사한 수준까지 회복되었다. 반면 중소기업의 투자성향은 외환위기 직후 급락한 이후 꾸준히 증가하였으나 2003년 이후에는 투자성향의 증가세가 더 이상 확대되지는 않고 있다.

반면 비제조업의 경우 대기업과 중소기업 모두 외환위기 이전 수준과 비교할 때 투자성향이 크게 하락하였으며 제조업과는 달리 회복세가 나타나지 못하고 있다. 2001년과 2002년 중소기업의 투자성향이 상승하였으나 동 시기에 나타난 투자성향의 회복은 가계신용확대 및 신용카드 붐 등으로 발생하였던 소비 붐에 기인한 일시적인 현상으로 보아야 할 것이다.

3. 요약 및 시사점

정책결정의 효율성은 정책대상에 대한 기초적인 현황파악이 없이는 확보될 수 없다. 그간 설비투자에 대한 분석이 거시변수에 의존하여 왔

기 때문에 추론에 의한 대책만이 제시되어 왔으며 현실에 대한 정확한 파악이 이루어지지 못한 측면이 있다. 본 연구는 거시자료를 통한 분석 뿐 아니라 재무제표를 활용한 미시자료 분석을 통해 우리나라의 설비투자 현실을 보다 세부적으로 파악할 수 있는 지표 도출을 시도하였다. 현금흐름표를 통해 분석된 본 연구는 향후 설비투자에 대한 연구에서 설비투자를 기업별로 추계하는 데 유용하게 활용될 수 있을 것으로 기대한다.

본 연구의 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 2003~04년에 발생한 설비투자의 부진은 상당부분 내수경기의 침체에 기인하였다. 즉, 구조적인 원인이 존재할 수 있으나 경기순환적인 원인도 매우 중요한 영향을 미쳤다. 둘째, 그간 설비투자의 변화를 제조업이 주도한다는 통념과는 달리 비제조업의 설비투자가 매우 중요한 역할을 담당하고 있으며 2003~04년의 투자부진이 제조업보다는 비제조업 그리고 대기업보다는 중소기업의 부진에 의해 주도되었다는 점을 알 수 있었다. 특히 비제조 중소기업의 경우 설비투자 증가율이 2년 연속 마이너스를 기록하였으며, 분석에 포함된 기업들이 중소기업으로 분류되기는 하였으나 경제 전체적으로 볼 때에는 상대적으로 규모가 큰 기업들이라는 점을 감안하면 영세기업들의 경우에는 더욱 투자가 위축되었을 가능성이 높다. 셋째, 기업의 투자성향 측면에서 볼 때 제조업의 투자성향이 유형자산 대비 설비투자로 측정될 경우 회복세를 나타낸 반면 비제조업의 회복세는 여전히 뚜렷하게 나타나지 않고 있다.

그간 우리나라에서 설비투자와 관련된 정책은 대부분 제조업을 중심으로 이루어진 것이 사실이다. 향후 정책수립과정에서는 투자성향의 하락이 비제조업을 중심으로 나타나고 있다는 점을 감안하여 비제조업의 투자부진원인을 보다 상세히 파악하여 대처하는 노력이 요구될 것으로 판단된다.

제1장 서론

외환위기 발생으로 1998년에 급격하게 위축되었던 설비투자는 1999~2000년에 거시경제여건이 회복되고 벤처 및 IT 붐이 발생함에 따라 급격한 회복세를 보였다. 이후 전세계적인 IT 붐이 붕괴하면서 2001년에 우리나라의 설비투자도 크게 위축되었으며 최근까지도 설비투자의 본격적인 회복세가 나타나지 못하는 상황이다.

설비투자 증가율이 과거에 비해 크게 낮아지면서 이와 같은 현상이 갖는 의미에 대한 논란이 지속되고 있으며 원인에 대해서도 다양한 의견들이 실증분석을 거치지 않고 제기되어 왔다. 일부에서는 설비투자 증가율이 지나치게 하락하여 '잠재'성장률이 위축될 수 있다는 주장을 펴고 있으며, 일부에서는 이와 같은 설비투자 위축이 과도한 규제나 불안한 노사관계 때문이라는 주장을 제시하기도 한다. 한편 이와 같은 설비투자 위축이 외환위기 이후 '대마불사'라는 신화가 더 이상 성립하지 않게 되었기 때문에 과거에 비해 기업들이 보수적으로 행동하기 때문에 발생한 것이라는 의견도 존재한다.

설비투자 위축과 관련하여 이와 같이 다양한 의견들이 제시되는 것은 기존의 공식통계가 주로 생산 측면에서 작성되었기 때문에 수요 측면의 분석이 불가능하였다는 데 기인한다. 즉, 설비투자와 관련된 한국은행이나 통계청의 총계자료로는 설비투자의 주체별 분석이 불가능하기 때문에 투자주체별로 어떠한 부분의 투자가 부진한 것인지를 파악할 수 없었다. 따라서 기존의 분석은 투자대상 품목에 대한 분석을 통해 투

자주체별 설비투자행태를 부분적으로 유추하는 데 그쳐 왔다.

본 연구는 기존의 거시변수 분석과 더불어 기업재무자료를 토대로 구축한 미시자료 분석을 통해 기존에 단편적으로만 실시되던 수요 측면의 설비투자 분석을 보다 입체적·체계적으로 시도한다. 설비투자의 미시자료와 거시자료를 결합하여 분석하려는 시도는 이미 미국 문헌 등에서 사용된 분석방식이다. 본 연구에서는 이러한 분석방법론을 바탕으로 설비투자 부진의 개괄적인 원인 및 부진 부문을 대기업과 중소기업 및 제조업과 비제조업으로 구분하여 분석하였다.

기업재무자료를 통해 구축된 미시자료는 기업규모별·업종별 분석을 가능하게 함으로써 우리나라 설비투자의 현실을 이해하는 데 기여할 뿐 아니라 정책수립을 위한 기초자료로도 활용될 여지가 클 것으로 기대된다. 이와 더불어 기존 미시자료를 사용한 기업 설비투자에 대한 연구방법론을 기반으로 우리나라 기업의 설비투자행태에 어떠한 변화들이 발생하고 있는지도 살펴본다.

제2장

연구의 동기 및 기존 연구 개관

제1절 연구의 동기

외환위기 이후 발생한 투자 위축은 우리나라에만 국한된 현상은 아니다. 최근 IMF의 연구에 따르면, 외환위기를 겪은 동아시아 국가들의 투자가 외환위기 이후 위축된 반면 저축률은 외환위기 이전 수준을 크게 벗어나지 않고 있어 신흥공업국에 큰 규모의 경상수지 흑자가 발생하고 있음을 알 수 있다.¹⁾

이와 같은 저축과 투자의 괴리에 대하여 흑자는 과잉저축²⁾이라는 표현을 하고 있으며 흑자는 과소투자라는 표현을 사용하기도 한다.

[그림 2-1]에서 신흥공업국에 대하여 분석한 것과 유사하게 우리나라의 경우에도 GDP 대비 투자비중이 외환위기 이후 급락한 후 정체된 수준을 유지하고 있다. GDP 대비 투자비중은 70년대 이후 지속적으로 상승하여 1991년에는 38.2%를 기록하였으며 이후 외환위기 전까지 30% 중반대를 유지하였으나 외환위기 발생 이후 급락하여 28%대에 머물고 있다.

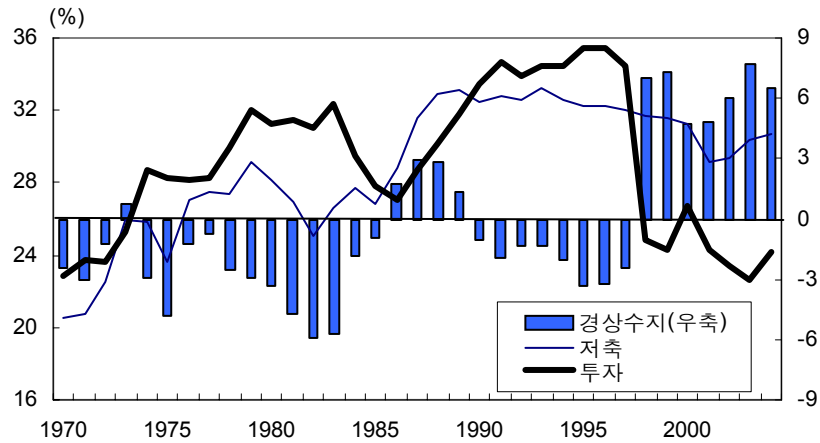
본 연구에서 물적요소 투입인 설비투자와 건설투자 중 설비투자에 보다 집중하는 것은 다음의 두 가지 측면이 고려된 것이다.

먼저 외환위기 이후 설비투자의 위축이 건설투자에 비해 두드러지게

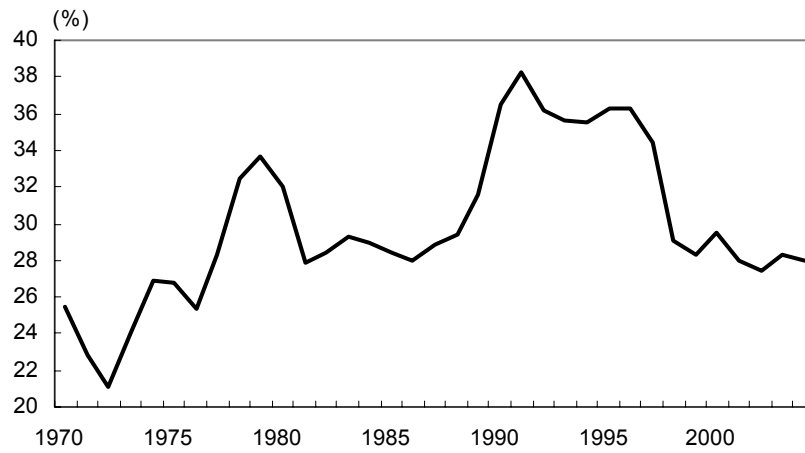
1) IMF(2005) 참조.

2) Global Saving Glut으로 자주 표현되고 있다.

[그림 2-1] 동아시아의 투자, 저축 및 경상수지 추이(GDP 대비 비중)



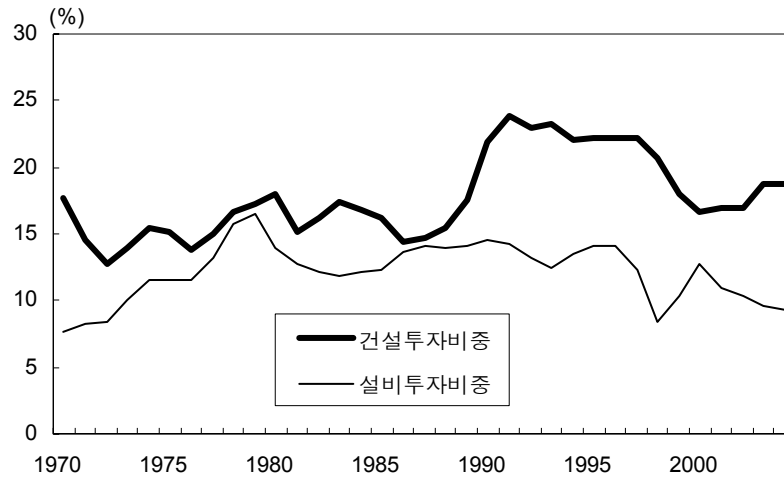
[그림 2-2] GDP 대비 총투자 비중추이



나타나고 있다. GDP 대비 건설투자는 외환위기 이후 비중이 하락한 후 2003~04년 들어 비중이 소폭 확대되었으나 설비투자의 경우에는 GDP 대비 비중이 2003년과 2004년에 걸쳐 지속적으로 축소되었다.

또한 최근에 설비투자 위축에 더욱 관심이 높아진 점을 감안한 것으

[그림 2-3] GDP 대비 설비투자자와 건설투자의 비중 추이



로 이와 같은 설비투자에 대한 관심은 2003년과 2004년에 수출 회복과 더불어 생산 증가율이 높아지고 제조업 가동률이 회복된 가운데 설비투자 증가율이 여전히 낮은 수준을 보인 데 기인한다. 이에 대해서는 3장에서 자세히 논의하도록 하겠다.

둘째, 건설투자의 위축에 비해 설비투자의 위축에 대하여 더욱 큰 우려가 제기되는 것은 설비투자가 건설투자에 비해 경제성장에 더욱 중요한 역할을 담당하고 있다는 기존 연구에 기인한 것으로 판단된다. 관련 연구로는 초기에 제시된 De Long and Summers(1991)에서부터 Jones (1994) 등이 있으며 기술의 발전이 투자되는 설비(equipment)에 체화(embodied)되어 있기 때문에 설비투자가 경제성장에서 중요한 역할을 담당하고 있다는 점을 강조하고 있다. 반면 기존연구에서 경제성장에 대한 결정요인에서 건설투자(structure investment)는 중요도가 낮게 나타났다. 또한 Sala-i-Martin(1997)은 과거 문헌에서 경제성장에 영향을 미치는 것으로 분석된 다양한 변수들의 통계적 유의성이 얼마나 견고(robust)한지를 분석하였으며 이 분석에서도 설비투자가 가장 통계적 유의성이 높은 변수로 보고된 반면 건설투자는 통계적 유의성이 낮은 것으로 보고된 바 있다.

제2절 기존 연구 개관

기존 연구에서 투자와 관련하여 미시자료의 중요성이 보다 강조되게 된 것은, Jorgenson 및 Tobin's Q 등 기존 이론으로는 투자에 대한 설명이 적절하게 이루어지지 않는다는 점과, 미시자료에 대한 기술통계량으로부터 일단 투자가 이루어질 경우에는 매우 대규모 투자(lumpy investment)가 실현된다는 점이 발견된 이후이다. 이후 기업별 투자의 비가역성(irreversible investment)을 설명하면서 미시자료를 통해 거시적 시사점을 도출하려는 노력들이 진행되어 왔다.³⁾

본 연구와 가장 밀접한 관계를 가진 기존 연구로는 Becker et al.(2005)를 들 수 있다. 이 연구는 미국의 공장단위(plant level) 미시 설비투자자료를 기반으로 설비투자 수요 측면의 미시자료의 집계를 공급 측면의 거시자료와 비교하는 작업을 수행한 것이다. 본 연구가 공장단위의 설비투자자료를 사용하기보다는 기업별 재무자료에서 설비투자자료를 추출하였다는 차이는 존재하나 기본 연구방법론에는 큰 차이가 없다.⁴⁾

한편 국내 설비투자 위축과 관련하여서는 그간 한국은행, 산업은행 및 민간경제연구소를 중심으로 다양한 연구가 제시되어 왔다. 한국은행은 『최근의 설비투자 부진원인과 정책과제』(2005)라는 보고서를 통해 최근 확장적 거시정책에도 불구하고 설비투자가 부진한 원인에 대해 분석하였다. 이 보고서는 투자의 기대수익률 저하와 투자환경의 불확실성 증대 등 일반적인 요인 외에 근본적으로 설비투자 유발경로에 어떤 변화가 있지 않은가 하는 의문 제기를 통해 이러한 시각에서 설비투자 부진의 원인과 대응과제를 검토하였다. 먼저, 산업별 분석을 통해 최근의 설비투자 부진이 비제조업보다는 주로 제조업부문에서 두드러지게 나타나고 있으며 외환위기 이후에는 제조업 내에서도 업종별·기업규모

3) Caballero, Engel, and Haltiwanger(1995) 등을 참조.

4) 우리나라에도 공장단위 미시자료가 존재하지만 자료 공급의 시차가 상대적으로 길어 본 분석에서는 이용하지 않았다. 이에 대한 상세한 논의는 3장을 참조하라.

별로 투자의 양극화 현상이 심화되고 있음을 지적하였다. 또한 설비투자 조정압력을 이용하여 측정한 설비투자 수요와 비교하여 볼 경우 외환위기 이후 제조업의 실제 설비투자가 투자수요에 비해 과도하게 둔화되었음을 보이면서 설비투자 부진이 소비를 중심으로 한 수요부진 이외에 다른 근본적·구조적인 요인에도 상당부분 기인함을 밝혔다. 이 보고서는 일반적으로 경제발전의 초기단계에서는 노동력에 비해 자본스톡이 부족하여 높은 자본의 한계생산성이 왕성한 설비투자 수요를 유발하였으나, 물적자본 투입 위주의 경제성장이 지속되는 과정에서는 한계생산성이 낮아지면서 이러한 초기형 설비투자 수요는 둔화되고 R&D 및 교육훈련투자 등 질적투자에 의해 유발되는 설비투자의 내생성이 증대한다고 지적하였다. 따라서 우리나라가 물적자본 투입 위주의 성장전략에서 벗어나지 못하고 설비투자 유발경로 변화에 시의적절히 대응하지 못한 것이 주요 선진국에 비해 설비투자 부진현상이 심화된 일차적인 요인이라고 밝혔다. 또한 1990년대 이후 고수의 투자기회의 감소, 생산기반의 세계화와 중국경제의 부상, 기업가정신의 후퇴와 보수적 경영행태의 확산, 금융 면의 제약, 투자의 불확실성 증가 및 소비부진과 같은 구조적 요인들이 제조업을 중심으로 우리나라 설비투자 부진을 더욱 심화시키는 원인으로 작용했다고 지적했다. 따라서 이 보고서는 설비투자를 근본적으로 활성화하기 위해서 종래의 물적투입 위주의 양적인 투자전략에서 벗어나 기술 및 인적자본 투자의 지속적인 확대 및 투자인프라 확충과 같은 내생적인 투자유인을 강화하기 위한 질적 투자전략으로의 전환이 필요하다고 주장한다. 또한 설비투자를 본격적으로 활성화하기 위해서는 투자환경의 불확실성 축소, 거시정책의 패러다임 전환, 금융부문의 역할 제고, 경영권 안정장치 도입과 대북경협 강화를 통해 구조적인 투자저해요인을 해소할 필요가 있다고 밝혔다.

한편, 송태중(2004)은 최근 설비투자 압력이 높아지고 있음에도 불구하고 실제 기업들의 투자가 여전히 감소세에서 벗어나지 못하는 원인에 대해 분석하였다. 이 보고서는 그 해답으로 2004년 1/4분기중 대부분 업종의 투자압력은 낮은데도 불구하고 일부업종의 투자전략만 과도하게 높아져 제조업 전체의 투자압력이 높아졌음을 밝히면서 산업 간 경기양극화를 지적하였다. 또한 산업 간 투자압력의 격차가 커지고 있는 것

은 수출부문의 호조세가 내수부문으로 확산되지 않고 내수와 수출 간에 단절화 현상이 심화된 데 기인하며 이러한 수출과 내수 간 양극화와 단절화 현상은 기업규모 간 투자양극화로 이어진다고 밝혔다.

오승곤·김성환(2005)은 최적자본스톡이론을 중심으로 1990년부터 2004년까지의 분기자료를 이용하여, 국내 설비투자의 결정요인을 분석하였다. 실증분석 결과에 따르면, 첫째 국내 설비투자는 수요요인인 GDP에 가장 큰 영향을 받는 것으로 나타났고, 수익요인과 비용요인에 동시에 영향을 미치는 실질대미환율의 경우는 비용요인의 영향력이 상대적으로 크게 나타났다. 둘째, 설비투자와 실질금리의 관계는 장단기분석 모두 이론적 기대와는 달리 정의 관계로 나타나 실질금리가 국내 설비투자에 미치는 영향은 미미한 것으로 판단하였다. 셋째, 외환위기를 전후로 한 단기동태식 분석결과, 외환위기 이전에는 기업들이 수요요인과 환율변수만을 고려하였으나, 외환위기 이후에는 자본재 상대가격을 중심으로 한 비용요인에 대한 고려 역시 하고 있음을 지적하였다. 이상의 결과로부터, 외환위기 이후 최근의 설비투자 결정에는 여전히 수요요인인 GDP가 가장 큰 영향을 미치고 있으며 이전과는 달리 자본재 상대가격 등 비용요인의 영향력 또한 커지고 있는 반면, 금리는 설비투자에 별다른 영향을 미치지 않음을 밝혔다. 따라서 이 보고서는 설비투자의 활성화를 위해서는 금리정책보다는 수요기반의 확충을 위한 내수회복과 설비투자의 시행에 수반되는 자본재 구입비용을 낮출 수 있는 효율적인 정책 집행이 필요하다고 지적하였다.

이와 같은 기존 연구와는 달리 본 연구는 거시자료 분석과 미시자료 분석을 병행하여 설비투자 부진 원인 및 부진 부문에 대한 분석을 실시하였다.

제3장

설비투자 추이 분석

제1절 거시자료 분석

1. 분석자료

우리나라에서 설비투자와 관련한 공식적인 자료로는 한국은행에서 집계하는 국민계정상의 설비투자자료와 통계청이 집계하는 월별 설비투자 추계자료를 들 수 있다. 한국은행의 설비투자자료와 통계청의 설비투자 추계자료는 모두 생산 측면(supply side)에서 조사된 자료이다. 본 연구에서는 조사범위가 넓고 투자액수가 보고되어 있는 한국은행의 국민계정상 설비투자자료를 중심으로 논의를 진행하기로 한다.⁵⁾

한국은행의 설명에 따르면 국민계정 설비투자는 기본적으로 「재화유통추적법」(commodity flow method)에 의하여 추계된다. 재화유통추적법이란 투자를 자본재의 총공급에서 중간수요, 소비, 수출 및 재고변동을 차감하는 방식으로 정의하는 방식이다. 즉, '투자 = 총공급(생산 + 수입) - 중간수요 - 소비 - 수출 - 재고변동'으로 정의한다. 다만 한국은행에 따르면 상품별 설비투자액을 각종 설비투자 관련 지표와 비교하여 직접 획득이 가능한 자료가 있을 경우 이를 대체하거나 간접지표를 이용하여 추계금액을 조정한다고 밝히고 있다. 미국, 일본 등 주요국의 경우에도

5) 통계청의 설비투자 추계자료는 지수 형태로 되어 있어 기업의 재무자료를 사용하여 구성한 본 연구의 미시자료의 액수와 수준 비교를 실시하기 어렵다는 단점도 있다.

기본적으로 재화유통추적법을 이용하고 있으며 우리나라와 마찬가지로 설비투자 취득액을 직접 추계하는 방법을 병행하고 있다.⁶⁾

한국은행의 설비투자자료는 크게 기계류와 운송장비로 분류되어 있다. 기계류와 운송장비는 보다 세부적으로 분류되어 있으나, 한국은행의 발간물에서 일부자료를 확인할 수 있을 뿐 공식적인 공개는 이루어지지 않고 있는 상황이다. 최근 한국은행의 자료에 1995년 이후 세부 항목별 설비투자에 대한 자료가 제공되었으므로 이를 활용하여 부분적인 분석을 실시하였다.

국민계정에서 설비투자를 산업별로 직접 측정할 수는 없으나 산업별로 투자(설비투자와 건설투자 및 무형자본이 모두 포함된 총고정자본형성)가 어떻게 이루어지고 있는지는 국민계정의 부속표에 제공되는 경제활동별 총고정자본형성을 통해 살펴볼 수 있다. 경제활동별 총고정자본형성자료는 산업별로 총고정자본형성에 대한 정보를 담고 있음에도 불구하고 긴 시차⁷⁾ 및 설비투자와 건설투자의 분리가 불가능하다는 점 때문에 그간 설비투자 등 투자에 대한 분석에 거의 이용되지 않아왔다. 그러나 산업별 투자결정이 내려질 때 건설투자와 설비투자를 완전히 독립적으로 결정할 가능성이 낮다는 측면을 감안하면 본 자료를 통해 산업별 투자패턴을 이해하는 데 도움이 될 것으로 판단된다. 이에 더하여 2절에서 미시자료에 대한 소개를 마친 후 미시자료를 통한 거시적 시사점의 도출이라는 본 연구의 접근방식이 얼마나 적합성을 가질 수 있는지를 본 자료를 사용하여 검증하도록 한다.

2. 설비투자 추이 및 부문별 분석

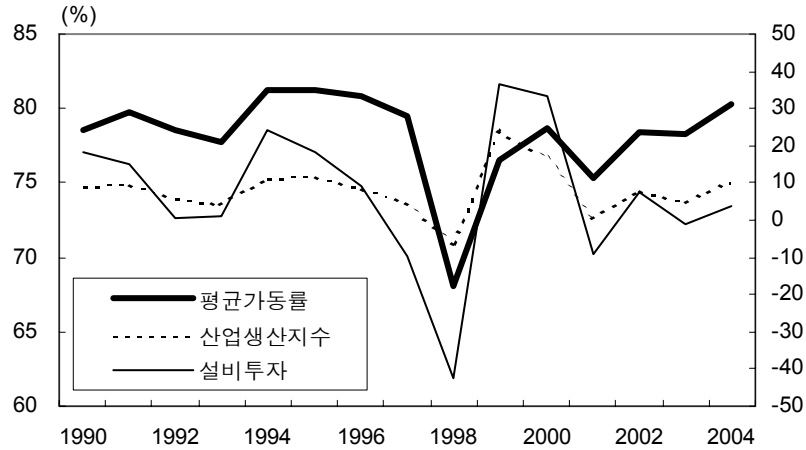
가. 설비투자와 관련된 기존 논의에 대한 검토

기존에 우리나라의 설비투자와 관련된 연구들은 설비투자를 설명하는 요인으로 주로 수출증가율, 산업생산증가율, 제조업가동률 및 실질실효환율 등을 고려하여 왔다.

6) Becker et al.(2005) 등을 참조.

7) 2005년 말 현재 2003년까지의 자료만이 이용가능함.

[그림 3-1] 설비투자 증가율과 관련 지표의 추이



자료: 한국은행.

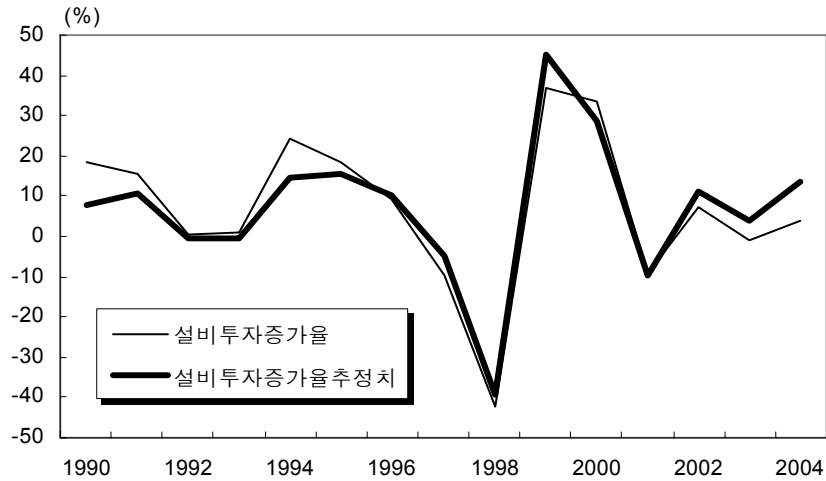
이러한 변수들을 살펴보면 수출, 산업생산, 제조업가동률 모두 제조업과 관련된 변수라는 점을 알 수 있다.⁸⁾ 즉, 우리나라의 연구에서는 대부분 설비투자의 결정요인으로 제조업과 관련된 변수들만을 주로 고려 하였던 경향을 보인다. 즉, 설비투자에 대한 논의가 제조업을 중심으로 진행되는 경향을 보여왔던 것이 사실이다.

실제 최근까지 이러한 분석에는 큰 무리가 발생하지 않았다. [그림 3-1]에서 볼 수 있듯이 대략 2002년 전까지는 설비투자와 과거 설비투자를 잘 설명하는 것으로 여겨졌던 변수들은 설비투자 추이를 잘 설명하는 것처럼 나타났다. 그러나 2003년 이후 관련 지표의 호조에 비해 설비투자는 과거에 비해 매우 낮은 수준을 보였다.⁹⁾

간단한 회귀분석을 통해 이를 확인해 보도록 하자. 회귀분석을 위해서는 거시자료 분석에 자주 이용되는 Jorgenson 등에 의해 제시된 최적

8) 물론 비제조업의 업황을 설명할 수 있는 지표의 경우 서비스업지수가 1999년에 만들어진 이전에는 존재하지 않았던 점도 분석이 제조업에 치우치게 한 요인 중 하나였을 것이다.
 9) 설비투자를 기준에 잘 설명하던 변수들의 추이에 비해 실제 설비투자가 매우 낮은 수준을 보이고 있다는 점은 최근 설비투자부진을 설명하려고 했던 기존 우리나라 연구에서 이미 여러 차례 논의된 바 있다(전승철·김영준·하준경[2005] 등을 참조).

[그림 3-2] 실제 설비투자 증가율과 설비투자 증가율 추정치



자료: 한국은행.

자본스톡이론을 기초로 한다. 동 Jorgenson 모형에 따르면 균형수준의 설비투자는 생산량(Y) 및 설비투자 비용(C)에 의하여 결정되며 본 연구에서는 각각의 대응변수로 산업생산지수와 실질실효환율을 사용하였다. 분석대상기간은 1990년에서 2004년이다.

$$\text{설비투자증가율} = -6.95 + 1.82 \times \text{산업생산증가율} - 0.72 \times \text{실질실효환율변화율}$$

$$(-1.45) \quad (3.69) \quad (-1.92)$$

$$\text{관측치수} = 14, R^2 = 0.91$$

[그림 3-2]는 실제 설비투자 증가율과 위의 회귀식을 통해 추정된 설비투자 증가율 추정치를 보여주고 있다. 2002년 이후 실제 설비투자 증가율이 추정치를 크게 하회하고 있음을 알 수 있다.

그렇다면 최근 제조업과 관련된 대부분의 지표들이 호조세를 보임에도 불구하고 제조업이 설비투자를 늘리지 않고 있는 이유는 무엇일까? 이에 대한 보다 구체적인 해답은 미시자료를 통한 분석에서 실시할 것이지만, 총량지표를 통해서도 어느 정도의 실마리를 찾을 수 있다.

앞서 언급한 바와 같이 국민계정의 부속표에는 업종별 총고정자본형

〈표 3-1〉 제조업 총고정자본형성과 설비투자 추이(실질)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
설비투자	71.2	77.8	70.3	40.5	55.5	74.2	67.5	72.6	71.7
총고정자본형성 (제조업)	42.5	47.2	48.3	25.8	33.6	44.6	39.2	44.3	48.2

성자료가 제공되고 있다. 이 중 <표 3-1>에 제시된 제조업의 총고정자본형성 추이를 살펴보도록 하자.

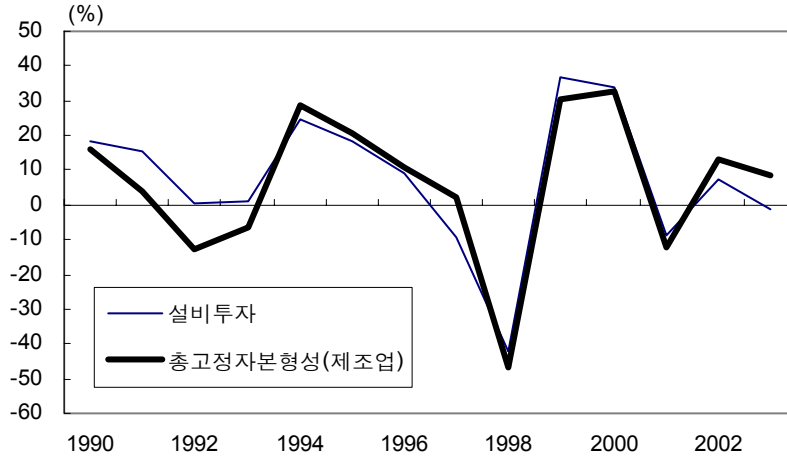
먼저 주목할 만한 사실은 실질설비투자가 외환위기 이후의 최고 수준이었던 2000년의 수치를 넘어서지 못하고 있는 반면 제조업의 총고정자본형성은 2003년에 2000년의 수준을 넘어서고 있다. 물론 총고정자본형성에는 건설투자와 무형고형자산에 대한 투자가 포함되어 있어 이러한 현상이 제조업의 설비투자 회복에 따른 것이라고 단정지을 수는 없다. 그러나 [그림 3-3]에서 보고된 바와 같이 제조업의 총고정자본형성 증가율이 설비투자 증가율을 2002년 이후 상회하고 있다는 점을 볼 때 최소한 제조업의 투자(설비+건설+무형고정자산)가 설비투자자료에서 나타난 정도로 위축되지 않았다는 사실을 알 수 있다.

[그림 3-4]는 제조업과 비제조업의 총고정자본형성 증가율을 비교한 것이다. 그림에서 볼 수 있듯이 과거 제조업과 비제조업의 총고정자본형성 증가율은 변동폭의 정도는 다르지만 비슷한 추이를 보여왔다. 그러나 이러한 동행성이 2001년 이후 약화된 것으로 나타나고 있는데 이는 2001~02년의 소비 붐과 이후 발생한 소비침체 등에 의해 영향을 받을 가능성이 높다.

지금까지 살펴본 지표들을 통해 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다. 첫째, 설비투자는 과거 설비투자를 잘 설명해온 제조업지표 기준으로 볼 때 제조업지표들이 양호하였음에도 불구하고 2003~04년 침체되었으며, 둘째 제조업 총고정자본형성은 2003년에 설비투자¹⁰⁾ 증가율에 비해 양호한 증가세를 나타내었고, 셋째 제조업 총고정자본형성과 비제조업

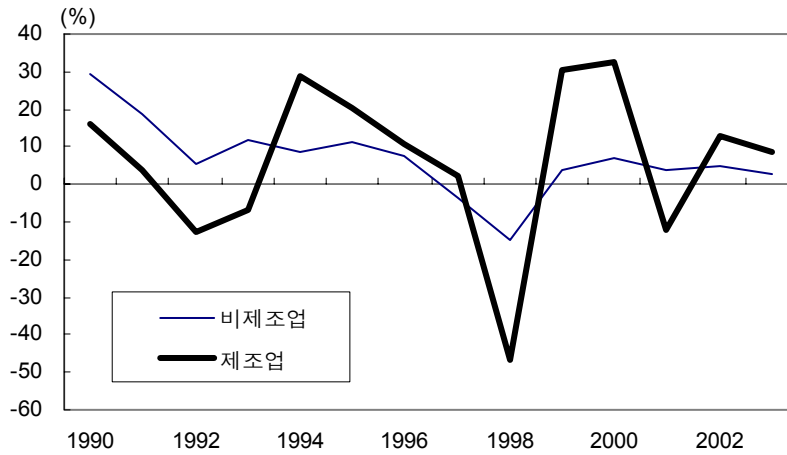
10) 제조업과 비제조업이 모두 포함되었음에 유의.

[그림 3-3] 제조업의 총고정자본형성 증가율과 국민계정 설비투자 증가율



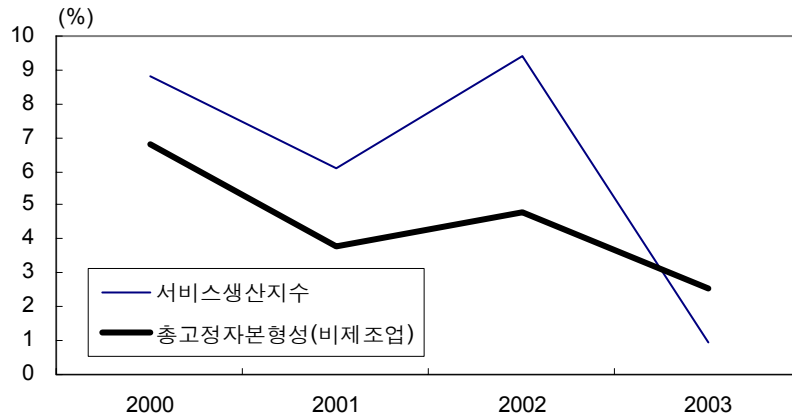
자료: 한국은행.

[그림 3-4] 제조업과 비제조업의 총고정자본형성 증가율 추이



자료: 한국은행.

[그림 3-5] 서비스생산 증가율과 비제조업 총고정자본형성 증가율 추이



자료: 한국은행.

총고정자본형성의 동행성이 2001년 이후 약화되었다. 이 세 가지 시사점들을 종합하여 보면 2003~04년 설비투자 부진이 제조업보다는 비제조업의 설비투자 부진과 관련이 있을 가능성을 시사한다.

따라서 비제조업 총고정자본형성을 비제조업의 산출을 잘 반영할 것으로 여겨지는 서비스생산지수와 연계하여 살펴보도록 하자. [그림 3-5]는 서비스생산 증가율과 비제조업의 총고정자본형성 증가율을 비교한 것이다. 서비스생산지수의 시계열이 짧아 계량분석을 할 수는 없지만 서비스업의 총고정자본형성이 서비스생산지수와 동행하는 것으로 나타난다.

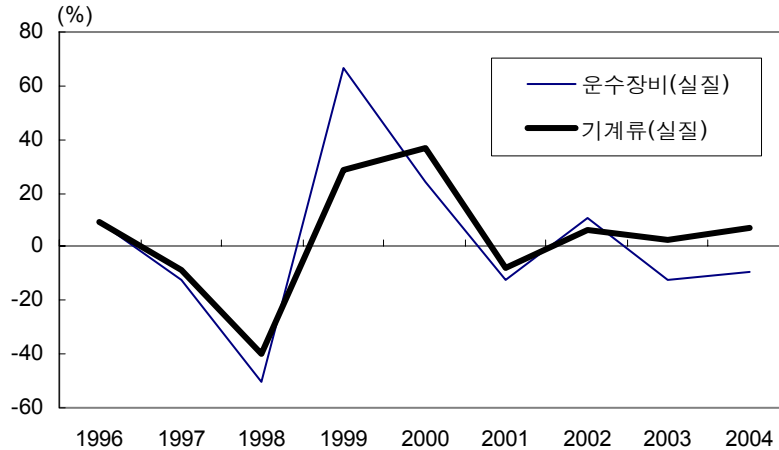
나. 설비투자 항목별 분석

아래에서는 국민계정에서 추계된 설비투자를 투자항목별로 분류하여 살펴보기로 한다.

국민계정 설비투자는 크게 나누어 기계류와 운수장비로 구성된다. 전체 설비투자에서 운수장비가 차지하는 비중은 연도별로 소폭 변화는 있으나 약 20% 내외이며 기계류의 비중은 약 80% 내외로 나타나고 있다.

설비투자를 구성하는 두 가지 항목인 기계류와 운송장비 중 2003년과

[그림 3-6] 기계류 및 운수장비의 증가율 추이



자료: 한국은행.

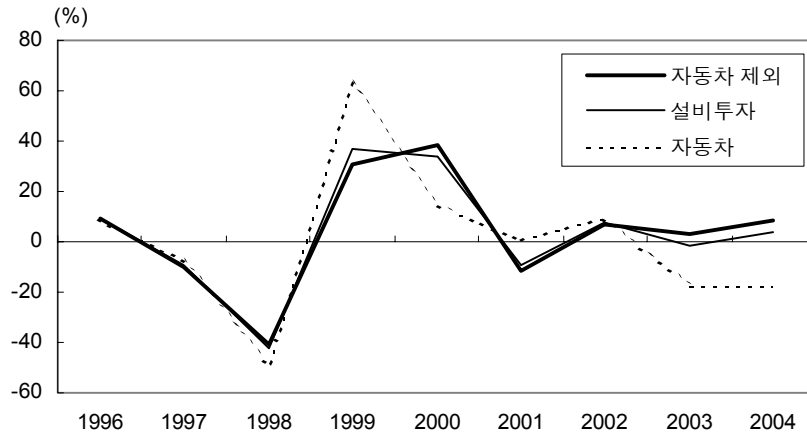
2004년의 설비투자 침체는 주로 운수장비에 대한 투자부진에 기인하는 것으로 나타난다. 운수장비 투자는 2003~04년 2년 연속 큰 폭의 감소세를 기록한 반면 기계류는 2002년 이후 등락은 있었으나 지속적으로 증가하였음을 알 수 있다. 우리나라의 제조업체에 대한 전수조사에 가까운 광공업통계조사에 따르면 전체 설비투자에서 운수장비가 차지하는 비중이 1%에도 미치지 못하고 있으며,¹¹⁾ 상장사 재무제표나 외부감사 대상기업 재무제표에서 구축된 제조업 설비투자에서도 운수장비의 비중은 1%에 미치지 못하고 있다. 따라서 운수장비는 주로 비제조업에 의해 투자된다고 볼 수 있다.

위에서 서술된 내용을 종합하여 보면 2003년 이후 설비투자가 침체된 것은 운수장비의 투자비중이 높은 비제조업의 설비투자 부진에 기인하였을 가능성이 높다는 결론을 도출할 수 있으며, 이는 앞서 총고정자본형성자료 등을 통한 분석결과를 지지하고 있다.

투자항목을 더욱 세부로 나눌 경우 운수장비는 자동차와 기타 운송장비로 구분할 수 있다. 운수장비에서 자동차항목이 차지하는 비중은

11) 본 자료를 제공해 주신 김동석 박사님께 감사드린다.

[그림 3-7] 설비투자 및 설비투자 항목별 증가율 추이



자료: 한국은행.

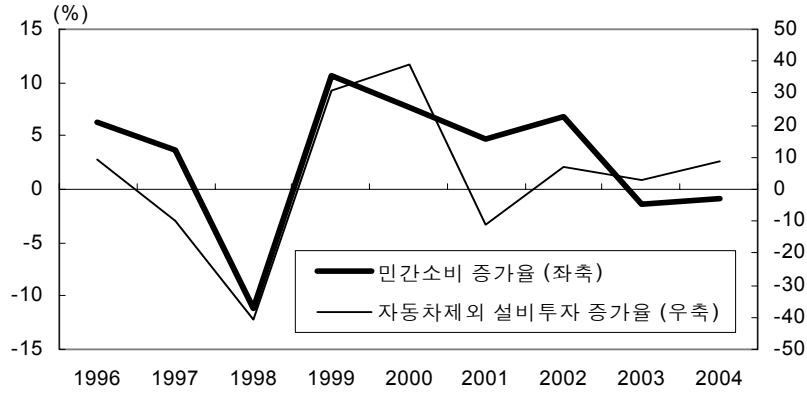
<표 3-2> 항목별 설비투자 추이(명목)

(단위: 조원)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
설비투자	71	77	70	40	55	74	67	72	71	74
운수장비	18	19	17	8	14	17	15	17	15	13
자동차	14	15	14	7	12	13	14	15	12	10
기타운송장비	3	4	2	1	2	3	1	1	2	3
기계장치	52	57	52	31	41	56	51	55	56	60
일반기계	34	37	31	14	17	23	20	22	23	26
전기전자기기	10	12	13	11	17	24	23	24	22	22
정밀기기	5	5	5	3	4	6	5	6	8	10
기타	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1

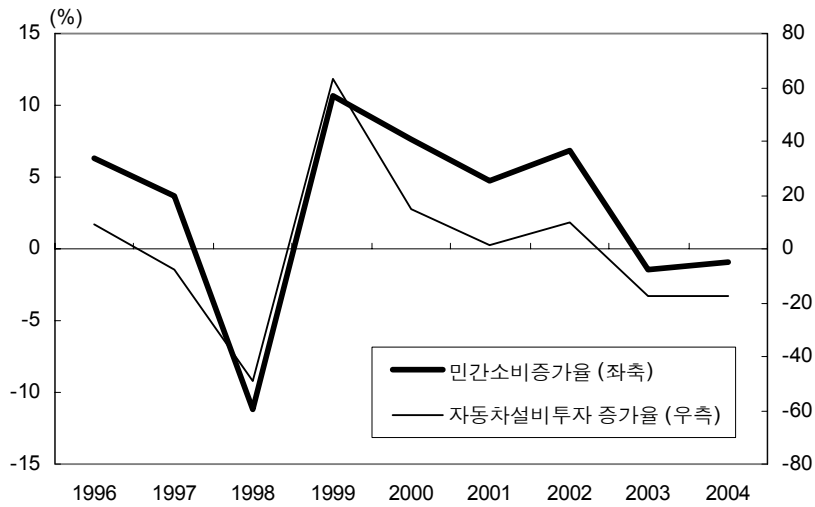
자료: 한국은행.

[그림 3-8] 민간소비 증가율과 설비투자(자동차 제외) 증가율 추이



자료: 한국은행.

[그림 3-9] 민간소비 증가율과 자동차설비투자 증가율 추이



자료: 한국은행.

약 80%에 달하는 것으로 나타난다. 세부 항목별 설비투자 증가율을 살펴보면 2003~04년중 운수장비에 대한 투자에서도 특히 자동차설비투자가 부진하였음을 알 수 있다.

투자항목 기준으로 자동차의 설비투자가 부진하였던 것은 내수침체와 밀접한 연관을 지니는 것으로 분석된다. [그림 3-8]과 [그림 3-9]는 민간소비 증가율을 설비투자(자동차 제외) 및 자동차설비투자와 각각 비교·대비한 것이다.

그림들에서 나타나듯이 민간소비 증가율과 자동차 제외 설비투자 증가율은 1999년까지 동행하는 모습을 나타내었으나 2000년 이후 그 동행성이 크게 약화된 모습을 보인다. 반면 민간소비 증가율과 자동차설비투자 증가율은 2000년 이후에도 동행성이 유지되고 있어, 자동차설비투자 증가율이 내수경기에 민감하게 반응하고 있음을 알 수 있다. 따라서 2003~04년의 설비투자 부진은 상당부분 경기순환적인 측면, 즉 2001년과 2002년의 소비 붐과 이후 발생한 소비침체에 의해 영향 받았다고 평가할 수 있다.¹²⁾

제2절 미시자료 분석

1. 분석자료

본 연구에서는 미시자료로 크게 두 가지 자료를 구분하여 이용하였다. 분석대상을 상장사(유가증권시장 및 코스닥시장 기업)에 한정할 경우에는 WiseFn에서 제공하는 재무자료를 사용하였으며, 외부감사대상기업까지 분석대상을 확대할 경우에는 한국신용평가정보의 재무자료 DB를 활용하였다. 분석대상에서 금융업은 재무자료의 형식이 지나치게 차이를 나타내고 있어 분석에서 제외하였다. 따라서 분석대상은 제조업과 금융업을 제외한 비제조업으로 설정되었다.

설비투자를 측정할 수 있는 다른 미시자료로는 통계청에서 작성하는 「광공업통계조사」 자료도 존재한다. 「광공업통계조사」는 방대한 범위의 공장단위별 생산, 투자, 고용 등에 대한 자료를 담고 있으나 재무자료에 비해 시차가 길게 존재한다. 따라서 최근 급변하고 있는 투자에 대한 분

12) 2001~02년의 경우 자동차설비투자 증가율이 자동차 제외 설비투자 증가율을 2년연속 상회하였음을 주지할 필요.

〈표 3-3〉 상장사 연도별 기업 수

(단위: 개)

	비제조업			제조업			합계
	대기업	중소기업	합계	대기업	중소기업	합계	
1990	78	45	123	241	288	529	652
1991	79	47	126	245	303	548	674
1992	79	47	126	247	303	550	676
1993	81	48	129	250	316	566	695
1994	82	53	135	256	339	595	730
1995	85	57	142	262	369	631	773
1996	86	62	148	263	387	650	798
1997	89	64	153	260	399	659	812
1998	89	59	148	259	401	660	808
1999	88	60	148	260	401	661	809
2000	88	63	151	269	462	731	882
2001	95	70	165	284	561	845	1010
2002	96	74	170	295	620	915	1085
2003	96	74	170	297	634	931	1101
2004	109	77	186	355	652	1007	1193

석이 제한적으로 이루어질 수밖에 없으며 비제조업에 대한 통계를 전혀 담고 있지 않기 때문에 분석에 제한이 존재하여 본 연구에서는 다루지 않았다. 그러나 장기적으로는 「광공업통계조사」와 재무자료를 활용한 연구를 통해 더 풍부하고 정확한 분석을 실시할 수 있을 것으로 기대하고 있다.

WiseFn 자료를 통한 상장사 재무자료 분석은 증권사 등 금융기관의 애널리스트들에 의해 지속적으로 모니터링된 자료이므로 자료의 정확도가 높다는 장점을 지니지만 반면 기업의 숫자가 매우 제한된다는 단점도 존재한다. 이에 더해 상장사의 경우 대부분 경제전체에 존재하

〈표 3-4〉 외부감사대상기업 연도별 기업 수

(단위: 개)

	비제조업			제조업			합계
	대기업	중소기업	합계	대기업	중소기업	합계	
1995	330	1289	1619	498	2822	3320	4939
1996	337	1367	1704	502	2973	3475	5179
1997	369	1654	2023	510	3392	3902	5925
1998	374	1754	2128	509	3497	4006	6134
1999	383	1877	2260	523	3739	4262	6522
2000	409	1947	2356	536	4169	4705	7061
2001	454	2168	2622	551	4585	5136	7758
2002	493	2515	3008	564	5041	5605	8613
2003	502	2632	3134	578	5271	5849	8983
2004	550	2525	3075	653	5078	5731	8806

는 기업과 비교할 때 규모가 상대적으로 매우 큰 기업 중심으로 이루어져 있어 중소기업의 투자가 어떻게 이루어지고 있는지 파악하기 어렵다는 단점도 있다.

본 연구에서는 이러한 상장사 자료의 단점을 보완하기 위하여 한국 신용평가정보에서 제공하는 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무자료 DB를 활용하였다. 한국신용평가정보에서 제공하는 자료에는 자산 70억을 초과하는 외부감사대상기업이 기준이 되므로 상장사에 비해 범위가 크게 넓어 상장사에 대한 분석에서 상대적으로 자세하게 살펴볼 수 없는 중소기업에 대한 분석이 가능하다. 물론 경제전체적으로 볼 때에는 외부감사대상기업보다 규모가 작은 기업들이 많이 존재하지만 이 부분에 대한 신뢰도가 높은 자료가 존재하지 않는다는 한계가 있다. 외부감사대상기업을 대상으로 분석할 경우 분석범위가 넓어진다는 장점이 존재하지만 단점도 존재한다. 우선 자료가 상당히 잘 관리되어온 상장사의 재무제표에는 세부항목이 보고되지 않은 사례가 거의 존재하지 않음

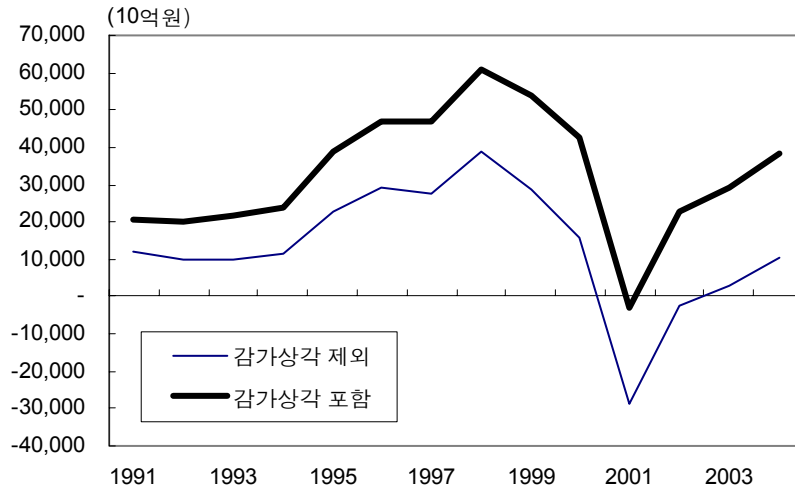
나, 외부감사대상기업의 경우에는 세부항목별 결측치가 상당수 존재하여 자료의 신뢰도는 상장사의 재무자료에 비해 상대적으로 낮은 수준이다. 이에 더하여 상장사의 경우에는 본 연구에서 자주 사용하게 되는 현금흐름표에 대한 항목이 1990년 이후 모두 존재하나, 외부감사대상기업으로 분석범위를 확대할 경우 신뢰도를 어느 정도 확보할 수 있는 현금흐름표는 1996년 이후에만 존재한다는 단점도 있다. 이후의 분석에서 주의할 점은 외부감사대상기업이라 하더라도 경제전체적으로 볼 때에는 상대적으로 ‘큰’ 기업이므로 외부감사대상기업의 결과를 여타 모든 기업에 그대로 적용하는 것에는 무리가 따를 수 있다는 점이다. 물론 외부감사대상기업을 대기업과 중소기업으로 분류할 경우 경제 내에 존재하는 외부감사대상기업보다 소규모 기업들이 대기업보다는 중소기업의 행태에 더욱 가까운 모습을 보일 것이라는 추측은 가능하다.

한편 재무자료를 통해 분석된 설비투자 추정치가 국민계정의 설비투자자료와 완전히 일치하지 않을 가능성을 배제할 수는 없다. 예를 들어 기업재무자료를 작성하는 과정에서 설비투자재를 구입한 가격이 정확하게 반영되지 않아서 공급 측면에서 측정된 가격과 다르게 기재될 수도 있으며, 재무자료 항목 자체가 정확하게 기재되지 않고 누락되었을 수도 있다. 이와 같은 오차 및 누락으로 인해 우리가 만일 경제 내에 존재하는 모든 기업의 재무자료를 가지고 있더라도 이를 통해 추계된 설비투자가 공급 측면에서 측정된 설비투자와 일치하지 않을 가능성은 여전히 있다. 사실 거시자료와 미시자료를 일치시키는 작업은 어떠한 변수를 고려하더라도 쉽지 않은 일이라는 것은 잘 알려져 있다. 그럼에도 불구하고 본 연구와 같이 미시자료를 사용하여 거시자료를 보완하려는 노력이 지속될 때 각 변수에 대한 우리의 이해도는 보다 높아질 수 있을 것이라고 기대된다.

기업별 재무자료에서 기업별 설비투자를 추계하는 방식은 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 먼저 기존 기업투자와 관련한 국내 문헌에서 자주 이용된 방식은 금기(t 기)의 유형자산에서 전기($t-1$ 기)의 유형자산을 차감하여 투자액을 추출하는 방식이다.

$$I_t = Asset_t - Asset_{t-1}$$

[그림 3-10] 감가상각 고려 여부에 따른 유형자산 증감 추이

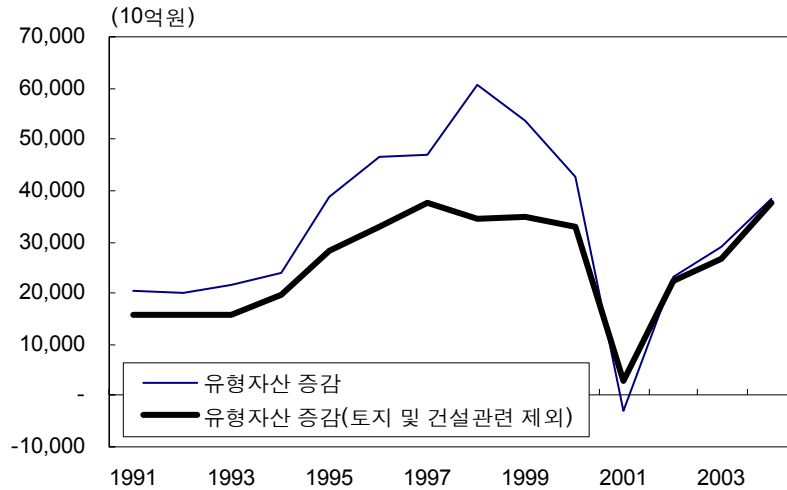


자료: WiseFn 상장사 DB.

이와 같이 기업투자를 정의할 경우 다음의 세 가지 문제가 발생할 수 있다. 첫째 감가상각(depreciation)이 고려되지 않을 경우 위의 식은 설비투자에 대한 조투자(gross investment)를 측정한다기보다는 순투자(net investment)를 측정하게 된다. 시기별이나 산업별로 감가상각성향에 차이가 나타날 수 있다는 점을 감안하면 설비투자의 추이나 성향에 대한 분석에 있어서 주의해야 할 사항이다. 실제 유가증권시장자료를 사용하여 감가상각액을 고려하였을 경우와 고려하지 않았을 경우의 차이를 살펴보면 설비투자 액수에 큰 차이가 발생함을 확인할 수 있다. [그림 3-10]은 감가상각을 고려하였을 경우와 고려하지 않았을 경우 유형자산의 증감으로 측정된 투자가 어떠한 차이를 나타내는지 보여주고 있다. 감가상각액이 급격하게 증가하였으므로 투자액의 수준을 정확하게 측정하기 위해서는 감가상각이 고려될 필요가 있음을 알 수 있다.

둘째, 유형자산의 증감에서 토지나 건축물 등의 변화를 차감하지 않을 경우 국민계정의 설비투자 개념과 괴리가 발생하게 된다. 토지의 증감은 국민계정상에서 전혀 고려되지 않으며, 건축물 등에 대한 투자는 건설투자에 계상되는 것이 타당하다. 따라서 설비투자의 개념에 보다

[그림 3-11] 토지 및 건설 관련 지표 포함 여부에 따른 유형자산 증감 추이



자료: WieseFn 상장사 DB.

<표 3-5> 토지 및 건설 관련 지표 포함 여부에 따른 유형자산 증감 추이 (단위: %)

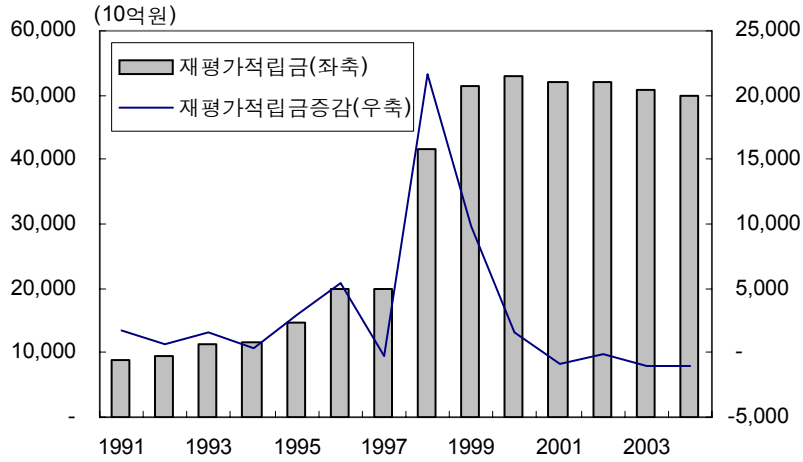
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
유형자산	21.8	22.5	18.4	21.3	13.0	7.4	-9.6	-0.8	1.2	4.3
유형자산 ²⁾	19.0	20.1	20.6	11.9	8.0	5.9	-14.4	-2.5	0.1	8.5

주: 유형자산 2는 대차대조표의 유형자산에서 토지 및 건물 관련 지표를 차감한 것임.
 자료: WieseFn 상장사 DB.

적절하게 변수를 생성하기 위해서는 유형자산의 증감에서 토지의 증감과 건설투자의 증감은 차감되는 것이 바람직하다. [그림 3-11]은 토지 및 건설투자와 관련된 유형자산의 증감을 차감하였을 경우와 포함하였을 경우의 차이를 보여주고 있다.

이와 같은 조정은 우리나라의 경우 특히 중요하다. 외환위기 발생 이후 부채비율 200% 이하로의 축소라는 정부의 정책목표 등으로 인해 많은 기업들은 부채비율을 낮추기 위하여 자산재평가를 통해 자산규모를

[그림 3-12] 재평가적립금 추이



자료: WieseFn 상장사 DB.

늘리려는 전략을 선택하였다.

이로 인해 실제 투자가 발생하지 않았음에도 불구하고 유형자산이 급증한 것으로 나타나고 있다. 이를 적절하게 감안하지 않은 기존 연구나 분석들에서는 외환위기 이후 우리나라의 유형자산 증가율이 매우 높았다고 분석한 사례들도 존재한다. <표 3-5>에 나타나 있듯이 유형자산 증가율은 외환위기 직후에도 높은 수준을 유지하였음을 알 수 있다.

자산재평가의 변화는 재무제표의 항목 중 재평가적립금¹³⁾의 추이에서도 확인할 수 있다. [그림 3-12]는 1990년 이후 재평가적립금의 추이를 보여주고 있으며 외환위기 이후 재평가적립금이 크게 증가하였음을 알 수 있다. 따라서 <표 3-5>에 나타난 바와 같이 유형자산의 증가율이 높았던 것은 상당부분 자산재평가에 기인하였던 것임을 알 수 있다. 자산재평가는 주로 토지 및 건설투자와 관련된 유형자산에서 발생하므로 토지 및 건설투자와 관련된 항목을 차감할 경우 이 문제를 상당부분 해결할 수 있다. 다만 토지 및 건설투자와 관련된 유형자산의 증감을 차감하더라도 여타 자산에 대한 자산재평가가 이루어졌을 수 있으므로 문제는

13) 자산재평가는 대차대조표의 자산재평가적립금에 반영된다.

남게 된다.

셋째, 회사의 분할 및 합병으로 발생하는 유형자산의 증감으로 인해 자료가 크게 왜곡될 가능성이 존재한다. [그림 3-12]에서 지속적으로 나타나는 주목할 만한 현상은 2001년의 유형자산 급감이다. 이와 같은 현상이 발생한 것은 2001년에 한국전력이 발전자회사를 물적분할방식에 의해 분할하였기 때문이다. 당시 한국전력이 발전부문을 분할하면서 잔존회사인 한국전력의 자산은 2000년에 비해 31조 감소하였으며 이로 인해 2001년에 유가증권시장의 유형자산 변화가 왜곡되었던 것이다.¹⁴⁾ 개별 기업에 대한 투자분석에서도 분사결정은 투자결정과는 다른 측면에서 이루어질 수 있다는 점이 감안되어야 하므로 외환위기 이후 기업별 분사 및 인수합병이 다양하게 발생한 점을 고려할 때 유형자산의 증감으로 투자를 측정하는 것은 매우 주의가 필요하다.

지금까지 지적된 문제점 중에서 첫 번째와 두 번째 문제점은 현금흐름표¹⁵⁾를 이용할 경우 대부분 해소될 수 있다. 현금흐름표에서 설비투자는 다음과 같이 측정할 수 있다.

$$INV = INVexpenditure - INVretirement^{16)}$$

즉, INV (설비투자)는 $INVexpenditure$ (설비 관련 자산 구입으로 인한 현금유출)에서 $INVretirement$ (설비 관련 자산 처분으로 인한 현금유입)를 차감한 것이다. 설비 관련 자산을 구하기 위해서 유형자산에서 설비와 관련이 없는 토지, 건물 및 구축물 등을 차감하였다.

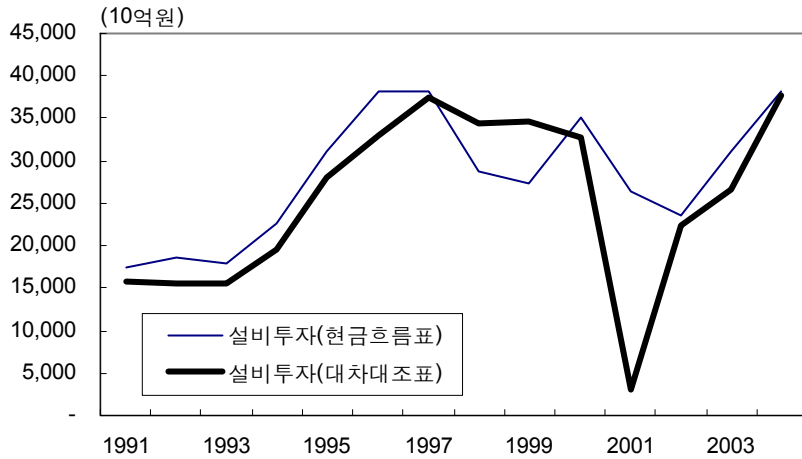
이와 같이 설비투자를 정의할 경우에는 앞서 살펴본 유형자산의 증감과는 달리 조투자가 고려되므로 감가상각을 추가적으로 고려할 필요가 없다. 또한 실제 현금의 유출입이 이루어진 투자만이 계상되므로 앞서 문제가 되었던 자산재평가로 인한 자료의 왜곡에 대하여 우려할 필요가 없다.

14) 분할된 발전자회사들이 유가증권시장에 상장되었다면 이와 같은 문제가 발생하지 않았을 것이나 발전자회사들은 분할 이후 아직 상장되지 않은 상황이다.

15) 현금흐름표에 대한 보다 상세한 개념은 부록을 참조.

16) 이와 같은 정의는 기존 연구인 Caballero et. al.. (1995)나 Doms and Dunne(1998)에서 이미 사용된 바 있다.

[그림 3-13] 현금흐름표의 설비투자자와 대차대조표의 설비투자 비교



자료: WieseFn 상장사 DB.

이와 같은 방식으로 유가증권시장의 연도별 설비투자를 추정하여 보면 [그림 3-13]을 얻을 수 있다. 대차대조표에서 추출된 설비투자¹⁷⁾와 현금흐름표를 사용하여 얻어진 설비투자는 대부분 기간에서 비슷한 추이를 나타내지만 1998~99년과 2001년에 큰 차이를 나타낸다. 1998~99년의 차이는 토지 및 건물 등의 자료를 차감하였음에도 불구하고 여타 유형자산에 대한 재평가로 인해 발생한 차이로 추론되며, 2001년에 큰 차이를 나타내는 것은 앞서 언급하였던 한국전력의 분사에 의한 것이다.

이상에서 살펴본 바와 같이 현금흐름표를 통해 계산된 설비투자지표가 여러 측면에서 대차대조표의 유형자산 변화를 통해 추정된 설비투자에 비해 우월한 지표가 될 수 있음을 알 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기존 연구들과는 달리 현금흐름표에 의해 추출된 설비투자지표를 사용하도록 한다.

17) 앞서 지적된 문제들인 감가상각 부분 및 건설투자와 관련된 항목의 문제를 해소한 지표이다.

2. 거시자료와 미시자료의 비교

가. 총고정자본형성자료와 재무자료의 비교

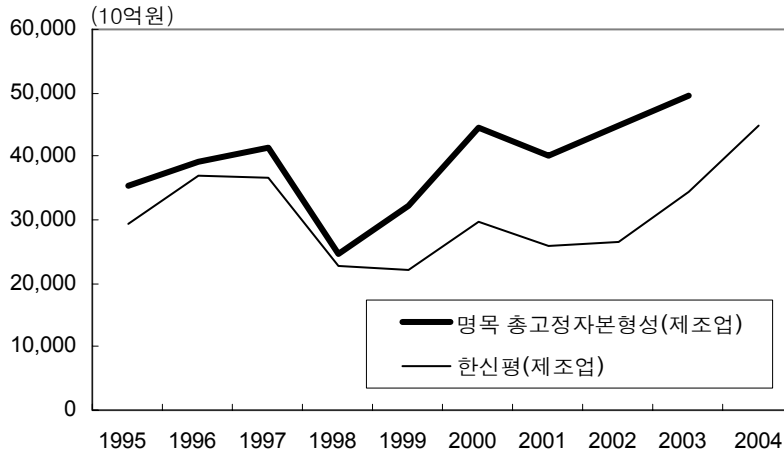
본 연구에서 새롭게 정의된 재무자료를 통한 설비투자지표를 통해 본격적으로 분석하기 이전에 아래에서는 본 연구에서 추구하고 있는 미시자료를 통한 투자지표의 구성이 어느 정도 타당성을 가질 수 있는지를 점검해 보도록 하겠다.

앞서의 언급하였던 Becker et al.(2005)에서도 미국 국민계정의 총고정자본형성(설비+건설투자)을 산업별로 구성하여 미시자료를 통해 구축된 총고정자본형성자료와 비교하여 그 타당성을 점검한 바 있다.

앞서의 분석에서는 설비투자에 집중하였으므로 재무자료를 통한 설비투자 변수를 구축할 때 건설투자에 해당하는 항목들을 모두 제거하였으나 총고정자본형성에는 건설투자가 포함되므로 재무자료를 통해 투자라는 변수를 새로 구축하기로 한다. 따라서 앞으로의 투자변수의 자료는 앞서 구해진 투자자료에서 건물 및 구축물 등의 구입과 처분으로 인한 현금흐름을 합한 것이다. 분석대상은 한국신용평가정보의 DB에서 외부감사대상 이상 기업을 추출한 것이며 제조업으로 분류된 기업들의 재무제표에서 추출된 *INV2*의 연도별 합과 한국은행의 제조업 총고정자본형성을 비교해 보도록 한다.

우선 1995년 이후 자료를 비교한 [그림 3-14]에 따르면 제조업의 총고정자본형성과 제조업의 투자지표는 유사한 추이를 보인다. 다만 특기할 만한 것은 외환위기 이후 제조업 총고정자본형성과 재무자료를 이용한 제조업의 투자 격차가 크게 증가한 점이다. 후술하겠으나 제조업의 경우 외환위기 이후 중소기업의 투자성향이 대기업에 비해 크게 상승한 것으로 나타난다. 이러한 현상은 외환위기 이후 2002년까지 지속된 것으로 나타나는데 이와 같은 변화가 중소기업이 많이 포함되어 있는 한국은행의 총고정자본형성과 외부감사대상 이상 기업 재무제표의 투자 지표와의 격차를 증가시킨 것으로 판단된다. 이와 같은 격차는 2003년 들어 축소된 것으로 나타난다.

[그림 3-14] 제조업 총고정자본형성과 제조업 투자지표의 비교



자료: 한국은행 및 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB.

나. 국민계정자료와 상장기업 재무자료의 비교

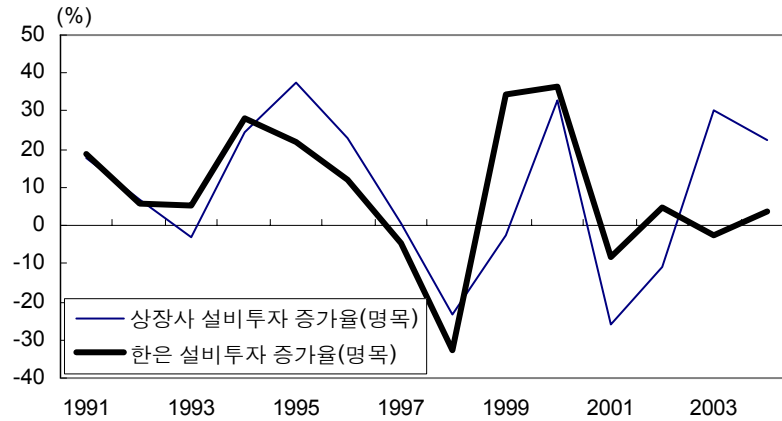
앞서 재무자료를 이용하여 투자(설비투자와 건설투자의 합)를 추계하는 것이 한국은행의 총고정자본형성자료와 어느정도 일관되게 나타나고 있다는 분석결과를 살펴보았다.

아래에서는 국민계정의 설비투자와 상장사의 재무자료를 이용한 설비투자를 비교함으로써 미시자료를 통해 구축된 설비투자자료의 신뢰성을 다시 한번 확인하는 한편 두 지표 간의 비교를 통해 설비투자동향에 대한 시사점을 도출하도록 한다.¹⁸⁾ 아래의 해석은 대부분 추론에 의한 것이며 이에 대한 검증은 설비투자지표를 보다 세부적으로 구분하여 논의하는 과정에서 이루어질 것이다.

[그림 3-15]에서 2002년까지는 한국은행 국민계정의 명목 설비투자 증가율이 본 연구에서 제시한 설비투자 증가율과 유사한 모습을 보이고

18) 본장에서 외부감사대상기업에 대한 분석과 상장사 재무자료를 병행해서 본 장에서 제시하는 것은 앞서 언급한 바와 같이 상장사 자료를 이용한 설비투자 증가율 자료의 분석기간이 상대적으로 길고 자료의 신뢰도가 높기 때문이다. 특히 외환위기 이전의 설비투자패턴을 분석하기 위해서는 상장사 자료의 활용이 불가피하다.

[그림 3-15] 국민계정 설비투자과 상장사 설비투자 증가율 추이



자료: 한국은행 및 WiseFn 상장사 재무제표 DB.

있으나 몇몇 기간에서 국민계정의 설비투자 증가율과 상장사의 설비투자 증가율은 큰 차이를 나타내고 있다. 설비투자 증가율이 상대적으로 큰 차이를 나타내는 기간은 크게 다음의 세 기간으로 나누어 볼 수 있다. 세 기간은 첫째 1995~96년에 상장사의 설비투자 증가율이 국민계정 설비투자 증가율보다 높게 나타나는 기간, 둘째 1999~2002년에 국민계정 설비투자 증가율이 상장사의 설비투자 증가율을 상회하는 기간, 셋째 2003~04년의 상장사의 설비투자 증가율이 국민계정의 설비투자 증가율을 크게 상회하는 기간이다.

상장사의 설비투자 증가율과 국민계정 설비투자 증가율의 격차는 상장사가 대부분 대기업으로 구성되어 있다는 점을 감안하면 해석에 유용하다. 먼저 첫 번째 구간은 외환위기 직전 구간으로 재벌을 포함한 대기업의 과잉 설비투자가 발생하였던 구간으로 잘 알려져 있으며, 기존 연구에서도 일반 기업에 비해 재벌의 설비투자가 외환위기 이전에 높은 수준을 보였음이 논의된 바 있다.¹⁹⁾

두 번째 구간은 외환위기 이후 재벌기업이 급격한 구조조정과정을 거친 시기이며 동시에 1999~2000년의 벤처 및 IT 버블이 발생하였던

19) 한진희(1999) 등.

시기이다. 따라서 재벌기업 등 대기업이 포함된 상장기업의 설비투자에 비하여 대부분이 중소기업이었던 벤처기업 등이 포함된 국민계정 설비투자 증가율이 높은 수준을 보였다고 볼 수 있다. 2001년과 2002년에는 IT 경기 및 수출경기의 급락으로 상장사의 설비투자가 부진하였던 반면 카드 버블의 발생으로 인해 내수가 호황을 이루었던 기간이었으므로 상대적으로 내수비중이 높은 비상장 기업의 설비투자가 호조를 보였을 것으로 판단된다.

세 번째 구간은 2003~04년 구간으로 상장사의 설비투자 증가율과 국민계정 설비투자 증가율이 가장 큰 격차를 나타내는 구간이다. 본 구간은 우리나라 경제에 소비 붐이 꺼지면서 극심한 내수침체가 발생한 한편 수출경기는 사상 초유의 호황을 누린 구간이다. 따라서 2001~02년의 소비 붐 기간에 설비투자를 늘려왔던 중소기업 및 내수 중심 기업들의 설비투자가 위축되었을 가능성이 높으며, 반면 그간 구조조정으로 인해 설비투자를 보수적으로 실시하던 대기업의 투자가 회복되었을 가능성도 존재하는 구간이다.

이와 같은 추론에 대해서는 미시자료를 이용한 세부분석을 실시하면서 최대한 검증해 보도록 한다.

다. 국민계정자료와 외부감사대상기업의 비교

외부감사대상기업 자료를 통해 구축된 설비투자를 대기업·중소기업 및 제조업·비제조업으로 나누어 보면 다음의 표를 얻을 수 있다. <표 3-6>에 따르면 2004년에 분석대상 기업의 총설비투자는 61.6조원으로 국민계정 설비투자 71.9조원과 비교할 때 85.7%에 달하는 수치이다.²⁰⁾ 대기업 제조업체의 설비투자는 34.3조원으로 국민계정 설비투자의 47.8%에 해당하며, 대기업 비제조업의 설비투자는 17.8조원으로 국민계정 설비투자 대비 24.8%에 해당한다.

제조업과 비제조업을 합한 전체 대기업의 설비투자를 살펴보는 것도 의미가 있다. 대기업 전체의 설비투자는 52.2조원으로 국민계정 설비투

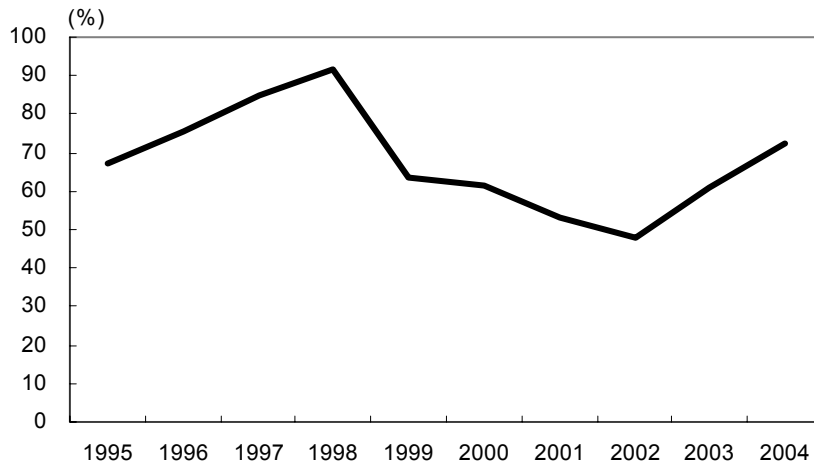
20) 물론 앞서 언급한 바와 같이 두 추정방식의 특성으로 인해 추정치가 일치하지 않을 가능성은 존재한다.

〈표 3-6〉 2004년 기준 표본 외감기업의 설비투자 개요

표본기업의 2004년 설비투자총액 61.6조원(국민계정 설비투자총액 71.9조원)

대기업 제조업 34.3조원 (47.8%, 653개)	대기업 비제조업 17.8조원 (24.8%, 550개)	대기업 계 52.2조원 (72.6%, 1,203개)
중소기업 제조업 6.8조원 (9.5%, 5,078개)	중소기업 비제조업 2.6조원 (3.6%, 2,525개)	중소기업 계 9.4조원 (13.1%, 7,603개)
제조업 계 41.2조원 (57.3%, 5,731개)	비제조업 계 20.4조원 (28.4%, 3,075개)	총계 61.6조원 (85.7%, 8,806개)

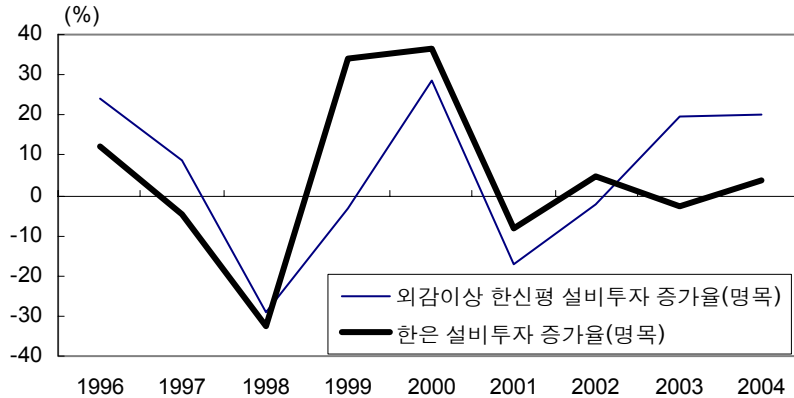
[그림 3-16] 대기업 설비투자비중 추이



자의 72.6%에 달한다. 그러나 대기업의 설비투자비중이 과거에도 지속적으로 이러한 수준을 유지하였던 것은 아니다.

[그림 3-16]은 국민계정 대비 외감대상 대기업의 설비투자비중을 보고하고 있다. 그림에 보고된 바와 같이 국민계정 대비 대기업의 설비투자 비중은 시점별로 큰 차이를 보여주고 있다. 국민계정설비투자 대비

[그림 3-17] 국민계정 설비투자율과 외부감사대상기업의 설비투자 증가율 추이



자료: 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB를 이용하여 필자 계산 및 한국은행.

대기업 설비투자의 비중은 외환위기가 발생한 1998년까지 증가하다가 이후 급격하게 하락하였으며 2002년에는 50%를 하회하였다. 즉, 외환위기 이후 2002년까지는 대기업 설비투자보다 대기업을 제외한(대부분 중소기업으로 추정할 수 있는) 기업들의 설비투자가 더욱 활발하였음을 알 수 있다. 2003년 이후에는 대기업 설비투자의 비중이 급격하게 증가하는 모습을 보였다.

한편 [그림 3-17]에 보고된 바와 같이 외부감사대상기업 자료를 통해 구축된 설비투자 증가율과 한국은행 설비투자 증가율을 비교할 경우에도 앞서 상장사에 대한 분석과 큰 차이를 나타내지는 않는다. 이는 외부감사대상기업 내에 상장사가 포함되어 있으며 상장사의 대부분이 대기업으로 이들의 설비투자비중이 매우 크기 때문이다. 그럼에도 불구하고 외부감사대상기업으로 분석대상을 확대한 것은 앞서 언급한 바와 같이 외부감사대상기업의 경우 중소기업에 대한 정보를 상장사 자료에 비해 훨씬 풍부하게 담고 있으며, 분석대상기업 수가 크게 확대되어 산업별 분석 등 세부적인 분석을 위한 것이다. 따라서 아래의 세부분석에서는 외부감사대상기업을 중심으로 살펴보기로 한다.

2003년과 2004년에 외부감사대상기업의 설비투자가 20%대의 증가율을 기록하였다는 것은 외부감사대상기업의 설비투자가 지극히 침체되었을 가능성을 시사하고 있다. 국민계정 설비투자에서 외부감사대상기업 설비투자 총계를 차감한다면 대부분이 중소기업으로 구성되어 있을 것으로 추정되는 비외감기업의 설비투자가 얻어질 수 있다.²¹⁾ 이러한 방식으로 본 연구에서 직접 다루지 못한 비외감기업의 설비투자 증가율을 추계하여 보면 비외감기업의 설비투자 증가율이 2003년과 2004년에 각각 -36%와 -43%를 기록하며 극심한 침체를 보인 것으로 나타난다. 비외감기업에 대한 신뢰도 높은 재무자료가 가용하지 않아 이 수치를 직접적으로 검증할 수는 없으며, 비외감기업과 상대적으로 유사한 외감 중소기업의 설비투자패턴이 2003~04년에 침체를 보였는지를 통해 검증할 수밖에 없다. 이에 대해서는 다음의 규모별·업종별 현황에서 살펴보기로 한다.

3. 규모별·업종별 현황

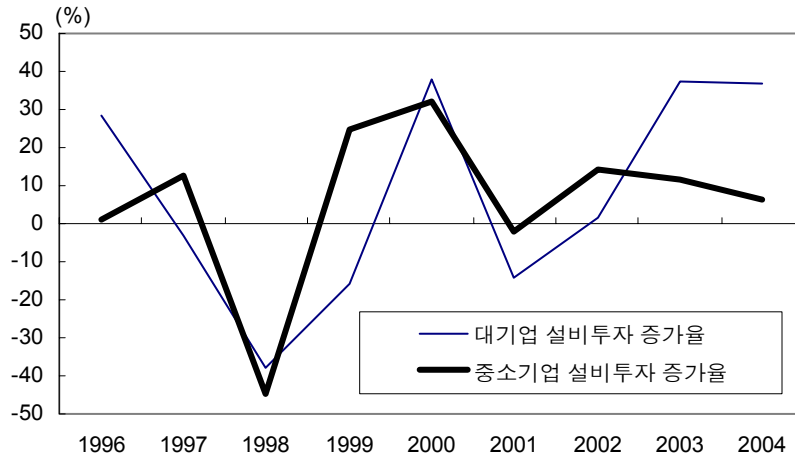
본 소절에서는 한국신용평가정보의 외부감사대상 이상 기업의 재무자료를 이용하여 구축된 기업별 설비투자자료를 규모별·업종별로 구분하여 분류별 설비투자동향을 살펴보기로 한다. 먼저 전체 분석대상 기업을 제조업과 비제조업 및 대기업과 중소기업으로 분류하여 분석하기로 한다. 대기업과 중소기업 분류는 한국신용평가정보의 DB에 기재된 내용을 기준으로 하였다.

제조업 설비투자는 대기업의 경우 2003~04년 모두 높은 수준의 증가율을 기록하였으나, 중소기업은 상대적으로 낮은 설비투자 증가율을 시현하였다.

한편 2003~04년중 비제조업의 경우에도 대기업의 설비투자 증가율이 중소기업에 비해 양호한 모습을 보였으나 주목할 만한 점은 비제조 중소기업의 설비투자 증가율이 2년 연속으로 마이너스를 기록하였다는

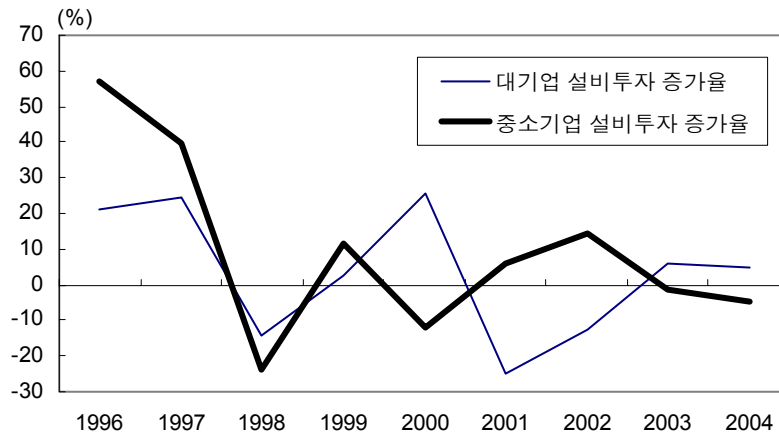
21) 이러한 결과가 성립되기 위해서는 국민계정 설비투자와 모든 기업에 대한 재무자료가 존재할 경우 이를 통해 추정된 설비투자가 정확하게 일치하여야 할 것이다. 따라서 이러한 가정하에서 논의된 내용의 해석에는 주의가 요구된다.

[그림 3-18] 대기업과 중소기업의 설비투자 증가율(제조업)



자료: 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB를 이용하여 필자 계산.

[그림 3-19] 대기업과 중소기업의 설비투자 증가율(비제조업)



자료: 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB를 이용하여 필자 계산.

〈표 3-7〉 기업규모별·산업별 설비투자동향(2003~04년 기준)

		대기업	
		양호	정체 및 부진
중소 기업	양호	자동차, 수송기계, 일반기계, 정밀기계, 일차금속, 비금속광물	금속제품, 석유 및 석탄
	정체 및 부진	전기 및 전자, 화학 섬유 및 의복	전기가스수도, 통신, 도소매 음식숙박, 운수 및 보관, 음식료품

점이다.

이상의 분석결과는 앞서 거시자료 분석에서 추론한 바와 같이 2003~04년의 설비투자 부진이 제조업보다는 비제조업, 대기업보다는 중소기업의 부진에 의해 주도되었다는 결과와 일치한다. 따라서 향후 설비투자의 회복은 최근 설비투자 부진을 주도한 중소기업 및 비제조업부문의 회복에 의해 영향 받을 것으로 사료된다.

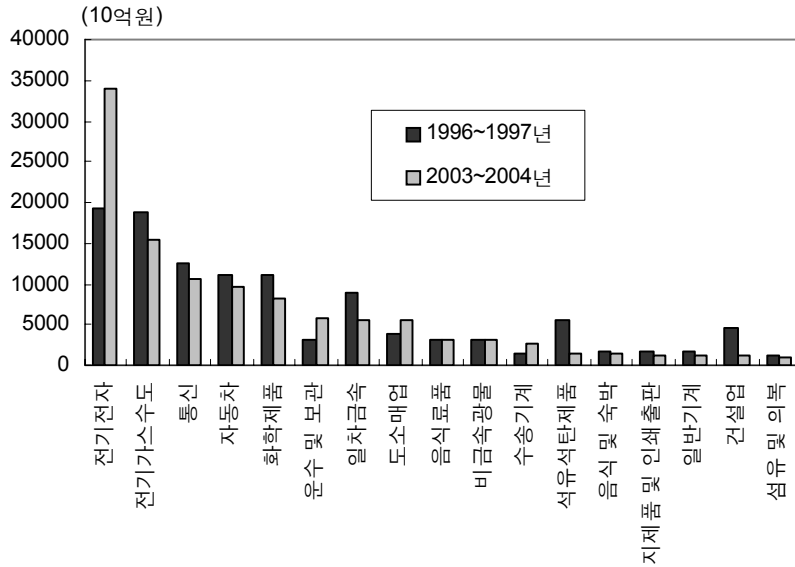
아래에서는 업종을 보다 세부적으로 분류하여 설비투자성향을 살펴보기로 한다. 업종 분류는 KDI(2003)의 29부문 분류를 기초로 하였으며 이를 일부 수정하여 사용하였다.²²⁾ KDI(2003)의 부문분류는 기본적으로 공장단위로 분류가 이루어져 있어 기업자료를 사용하고 있는 본 연구의 결과와 정확하게는 일치하지 않을 가능성이 존재한다는 점에 유의할 필요가 있다.²³⁾

산업별 설비투자동향을 중소기업과 대기업으로 분류하고 이를 다시 양호한 부문과 정체 및 부진 부문으로 분류한 결과는 <표 3-7>에 제시되어 있다. 본 결과는 2003~04년에 대한 분석결과이며, 앞서 제조업과

22) 본 연구에서 사용된 업종 기준은 다음과 같다. 섬유 및 의복, 음식료품, 일반기계, 수송기계, 자동차, 화학제품, 전기전자(전기부분품, 가전, IT기기, 가전기기를 포함), 일차금속, 비금속광물, 금속제품, 석유석탄제품, 정밀기계.

23) 즉, 기업별로 구성된 산업코드는 생산액에서 차지하는 비중이 가장 큰 상품을 기준으로 이루어져 있으므로 다양한 업종으로 분류될 수 있는 상품을 생산하는 업체의 경우 분류를 다소 왜곡할 우려가 있다는 점을 유의할 필요가 있다.

[그림 3-20] 산업별 설비투자 추이



자료: 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB를 이용하여 필자 계산.

비제조업으로 산업을 분류하였을 경우에도 연도별로 설비투자동향이 큰 차이를 나타내었다는 점을 감안할 때 본 결과가 장기 추세를 반영한 것은 아니라는 점을 유의할 필요가 있다. 장기추세에 관심이 있는 경우에는 부록으로 1995년 이후 산업별·기업규모별 설비투자 추이를 참고하기 바란다.

2003~04년중 대기업과 중소기업 모두 설비투자 호조세를 보인 업종은 대부분 제조업이며 우리나라 수출에서 중요한 비중을 차지하는 업종들이다. 반면 전기가스수도, 통신, 도소매, 음식 및 숙박 등 전형적인 내수 업종들의 부진이 두드러진다.

한편 전기전자의 경우에는 대기업의 경우 높은 증가세를 기록하였으나 중소기업의 경우 설비투자 증가율이 부진을 보이고 있다는 점은 주목할 만하다. 최근을 기준으로 설비투자가 양호한 업종들은 OECD 산업분류를 기준으로 할 때 대부분 고기술이거나 中기술 업종이다. 최근

KDI의 내부 분석에 따르면 무역성과를 통해 기술수준별 비교우위지수를 계산할 경우 우리나라 기업의 비교우위는 고기술 및 중고기술의 주도로 이루어지고 있다. 따라서 최근 설비투자가 양호한 업종은 비교우위를 바탕으로 설비투자를 확대하고 있는 것으로 판단된다.

산업별 설비투자를 보다 긴 시계열로 살펴볼 경우에는 우리나라 산업구조의 중기적 변화를 엿볼 수 있다. [그림 3-20]은 1996~97년의 각 산업별 설비투자 평균치와 2003~04년의 산업별 설비투자 평균치를 비교한 것이다.

먼저 전체적으로 보았을 때 1990년대 중반에 비해 최근 전기전자의 비중이 크게 증가한 것을 알 수 있다. 전기전자의 설비투자비중은 1990년대 중반까지만 해도 10% 중반대에 머무르고 있었으나 이후 급증하여 30%를 넘어서고 있다. 반면 과거 설비투자를 주도하였던 전기가스수도, 통신, 자동차, 화학 등 여타 대부분 업종의 설비투자는 최근에도 1996~97년 수준을 넘어서지 못하고 있다. 외환위기 이후 자동차, 화학, 일차금속 등 중화학공업에 대한 과잉투자가 해소되었다면, 경쟁력 유지 여부에 따라 향후 이러한 산업에서도 설비투자 회복을 기대해 볼 수 있을 것으로 판단된다.

제4장 설비투자 성향에 대한 분석

본장에서는 본 연구에서 재무자료로부터 구축된 기업별 설비투자자료를 통해 최근 설비투자와 관련하여 관심을 끌고 있는 기업의 투자성향 하락여부, 재벌의 투자행태 변화 등이 우리나라 설비투자에 미치는 영향 등에 대하여 점검하도록 한다.

제1절 기업의 투자성향

최근 설비투자가 부진한 모습을 보임에 따라 외환위기 이후 기업의 투자성향이 여러 가지 이유로 하락하고 있다는 주장이 여러 경로를 통해 제기되어 왔다. 본절에서는 과연 기업투자성향에 변화가 발생하고 있는지를 살펴보도록 한다. 이를 위해서는 먼저 기업투자성향을 어떠한 지표로 측정할 것인지를 결정하여야 한다.

먼저 고려할 수 있는 투자성향과 관련된 지표는 기존 유형자산 대비 설비투자이다. 신고전과 성장모형에서 자본스톡의 축적은 일반적으로 다음과 같은 식에 의해 움직이는 것으로 정의한다. 아래의 식에서 k_t 는 t 기의 자본스톡을 의미하고 i_t 는 t 기의 투자 그리고 δ 는 감가상각률을 의미한다.

$$k_{t+1} = (1 - \delta)k_t + i_t$$

위의 식을 다시 풀어쓰면 다음과 같이 정리할 수 있다

$$\frac{k_{t+1} - k_t}{k_t} = \frac{i_t}{k_t} - \delta$$

위의 식에 따르면 자본스톡의 증가율은 결국 자본스톡 대비 투자 및 감가상각률에 의존하게 된다. 즉, 감가상각률이 일정하다면 자본스톡 대비 투자 변수를 살펴봄으로써 제외된 자본스톡의 증가율에 대한 정보를 파악할 수 있다. 본 연구의 동기 중 하나가 우리나라 설비투자가 자본스톡이 선진국 수준에 미치지 못하는 상황에서 위축되고 있는 것인지를 살펴보는 데 있었다는 점을 감안하면 투자 성향을 자본스톡 대비 투자로 측정하는 것이 바람직할 수 있을 것이다. 본 연구의 분석대상이 주로 설비투자에 집중되어 있으므로 자본스톡으로는 대차대조표의 유형자산에서 토지 및 건물 관련 변수를 차감한 값을 사용하기로 한다.

한편 최근 연구에서는 투자성향을 영업이익 대비 설비투자로 측정할 경우도 존재²⁴⁾한다. 영업이익 대비 설비투자는 영업활동을 통해 창출된 이익을 기준으로 설비투자를 측정하는 지표이다. 즉, 영업이익 대비 설비투자가 1을 넘는다는 것은 기업이 영업활동으로 창출된 이익보다 많은 설비투자를 실행하고 있음을 의미한다. 즉, 동 기업에 영업이익 이외의 이익이 존재하지 않는다면 이는 동 기업이 투자자금을 여타 경로(자본 및 부채 등)를 통해 조달하였음을 의미한다. 반면 영업이익 대비 설비투자가 1 미만이라는 것은 영업활동으로 창출된 자금으로 설비투자과 관련된 비용이 충족될 수 있는 상황을 의미하며 동시에 설비투자 이후에도 영업이익 중 여타 부문에 지출(배당, 부채의 상환 등)될 수 있는 이익이 있다는 점을 의미한다. 즉, 영업이익 대비 설비투자로 측정된 투자 성향은 설비투자와 기업의 여타 활동을 복합적으로 고려할 때 유용하다. 따라서 영업이익 대비 설비투자지표도 보완적으로 이용하도록 한다.²⁵⁾

이상의 논의를 바탕으로 투자성향(investment propensity:IP)은 다음과

24) 임경목(2005) 참조.

25) 영업이익 대비 설비투자는 영업이익의 변화가 연도별로 크게 시현될 수 있으므로 i/k 로 정의된 투자성향에 비해 상대적으로 큰 진폭을 나타낼 수 있다.

같이 두가지로 정의되었다.

$$IP_t^1 = \frac{\sum_j i_{j,t}}{\sum_j k_{j,t}}$$

$$IP_t^2 = \frac{\sum_j i_{j,t}}{\sum_j op_{j,t}}$$

즉, 기업별 투자성향의 평균이 아닌 설비투자의 합을 유형자산의 합으로 나눈 값 및 설비투자의 합을 영업이익의 합으로 나눈 추이를 살펴해보도록 한다. 우리가 궁극적으로 원하는 것은 거시적으로 보았을 때 우리나라 기업들의 투자성향이 변화를 보였는지를 파악하는 것이며 이는 상장기업을 하나의 기업으로 보았을 때 투자성향에서의 어떠한 변화를 관찰하는 과정을 통해 식별될 수 있을 것이다.

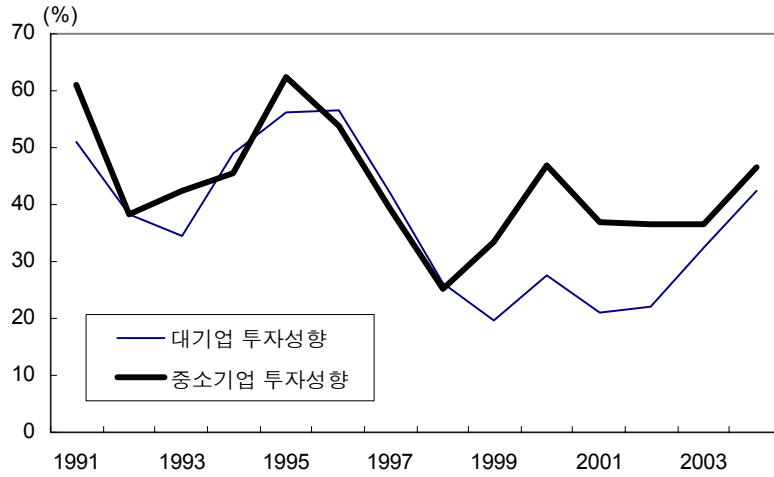
제2절 자료분석

1. 상장사 자료를 통한 분석

먼저 상대적으로 긴 시계열을 분석할 수 있는 상장사 자료를 통해 투자성향의 변화추이를 살펴해보도록 하자. 앞의 분석들과 마찬가지로 분석대상은 우선 제조업과 비제조업 그리고 대기업과 중소기업으로 분류되었다.

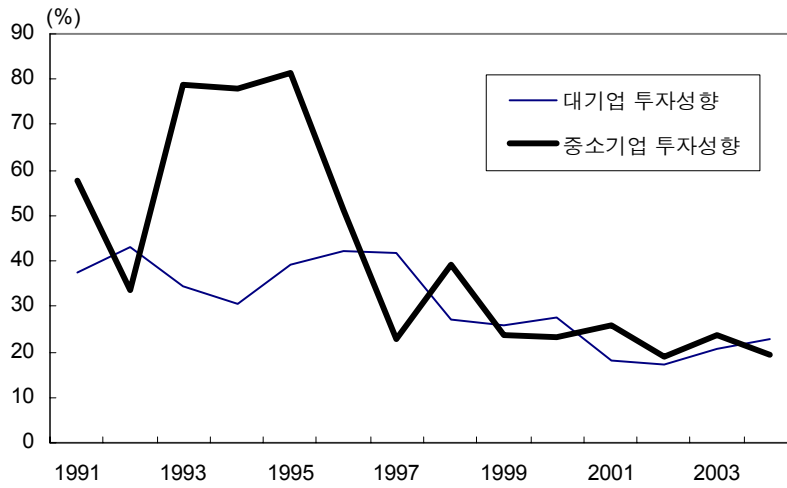
제조업의 경우 외환위기 이전에는 대기업과 중소기업이 투자성향 측면에서 큰 차이를 나타내지 않았으나, 외환위기 이후 대기업의 투자성향은 급락한 후 2003년 이후에야 회복세를 보인 반면 중소기업의 경우에는 외환위기 직후를 제외하고는 대기업에 비해 높은 투자성향을 나타내었다. 따라서 앞서 1999년부터 2002년까지 대기업에 비하여 중소기업의 투자성향이 높았을 가능성이 높다는 추론이 다시 확인된 것으로 볼

[그림 4-1] 상장기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(제조업)



자료: WiseFn 상장사 재무제표 DB.

[그림 4-2] 상장기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(비제조업)



자료: WiseFn 상장사 재무제표 DB.

수 있다. 한편 대기업의 투자성향은 2001년을 저점으로 급속하게 회복되어 2004년을 기준으로 할 때 외환위기 이전 수준과 비교하여도 크게 낮지 않은 수준까지 회복된 것으로 나타난다.

한편 비제조업의 경우에는 대기업과 중소기업 모두 외환위기 이전에 비하여 투자성향이 낮아진 것으로 나타나고 있으며, 중소 비제조업체의 투자성향은 2004년에도 하락하였다. 여기서 주목할 점은 비제조업의 경우 투자성향이 외환위기 이전 수준에 크게 미치지 못하고 있다는 점이다. 중소기업의 경우에는 외환위기 이전 수준이 지나치게 높은 수준이었기 때문에 최근에 낮아진 투자성향에 대한 평가가 어려우나, 대기업의 경우에는 2001년을 기점으로 투자성향이 소폭 회복하고 있음에도 불구하고 외환위기 이전 수준에 크게 미치지 못하고 있다.

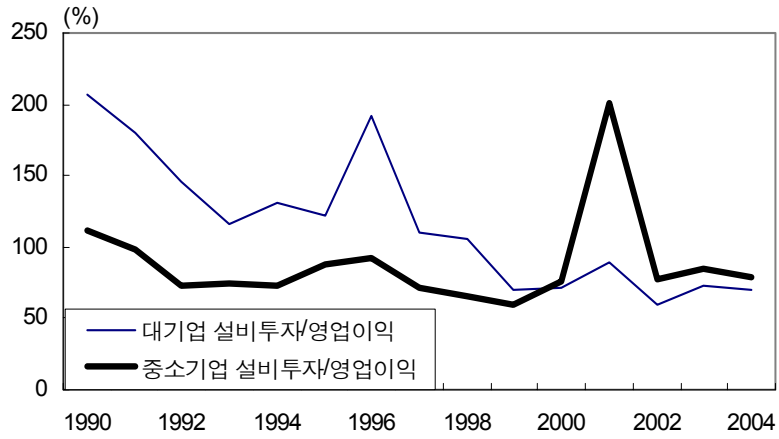
설비투자성향을 영업이익과 대비하여 평가할 경우에는 앞서 분석과는 조금 다른 결과를 얻게 된다. 먼저 제조업의 경우 대기업의 영업이익 대비 설비투자 비율이 외환위기 이후 지속적으로 하락한 후 최근 안정세를 보이고 있다.²⁶⁾ 대기업의 영업이익 대비 설비투자 비율은 외환위기 이전에 100%를 크게 상회하였는데 이는 영업이익으로 창출된 자금보다 훨씬 많은 금액이 투자되었음을 의미한다. 대기업의 경우 투자성향(영업이익 대비 설비투자)이 외환위기 이후 크게 하락한 반면 중소기업은 2001년을 제외하고 추세에 큰 차이를 보이지 않고 있다는 점도 주목할 만한 점이다.

반면 비제조업의 경우 대기업과 중소기업 모두 영업이익 대비 설비투자가 외환위기 이후 크게 하락하였다.

이와 같이 영업이익 대비 설비투자를 기준으로 투자성향을 살펴본 결과 특기할 점은 다음의 두 가지이다. 먼저 제조 대기업의 경우 유형자산 대비 설비투자는 최근 회복세를 보이고 있음에도 불구하고 영업이익 대비 설비투자의 증가세는 관찰되지 않고 있다. 이는 제조 대기업의 수익성이 크게 개선되었을 가능성을 시사하고 있다. 실제 제조 대기업의 수익성을 살펴보면 외환위기 이후 크게 개선된 것으로 나타난다.

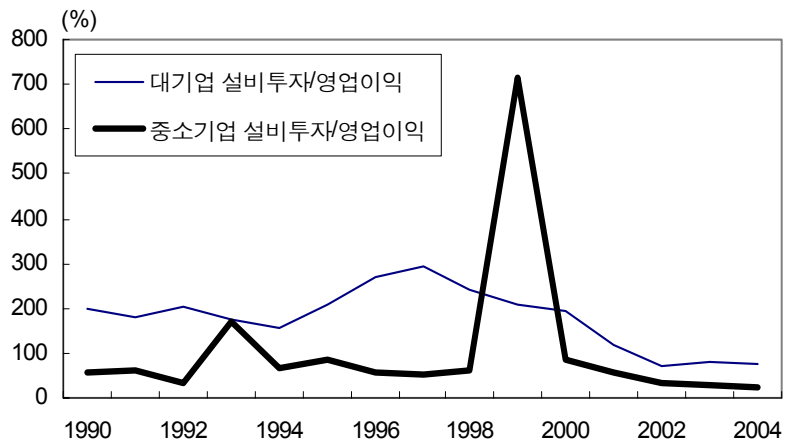
26) 연도별로 영업이익 대비 설비투자가 매우 높게 나타난 것들은 주로 당해연도에 대폭의 영업적자를 기록한 기업들로 인해 분모가 크게 위축되었기 때문이다.

[그림 4-3] 상장기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(제조업)



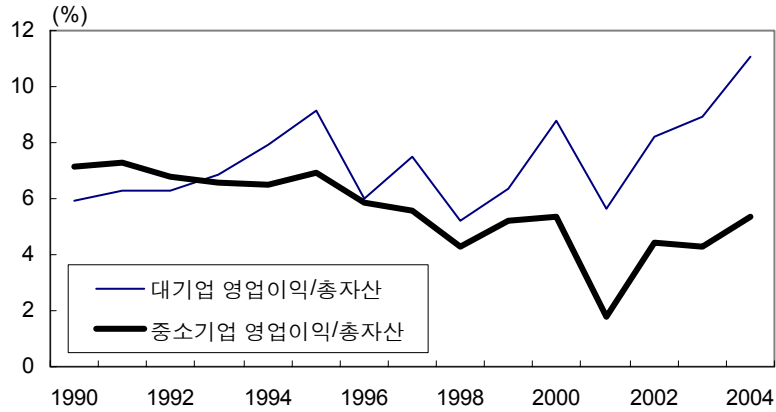
자료: WiseFn 상장사 재무제표 DB.

[그림 4-4] 상장기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(비제조업)



자료: WiseFn 상장사 재무제표 DB.

[그림 4-5] 상장기업의 총자산 대비 영업이익 추이(제조업)



[그림 4-5]는 총자산 대비 영업이익의 추세를 보고하고 있으며 영업이익률이 2001년 이후 지속적으로 개선되고 있음을 보여주고 있다. 이에 반해 제조 중소기업의 영업이익률 개선은 대기업에 미치지 못하는 것으로 나타나고 있다.²⁷⁾

한편 제조 대기업의 경우 영업이익 대비 설비투자가 100%를 하회하고 있다는 점도 주목할 만한 사실이다. 이는 영업활동으로 창출된 이익이 모두 투자로 이어지지 않고 있다는 것을 의미한다. 실제 영업활동으로 발생한 현금 중 상당부분이 재무활동을 통해 처분되는 것으로 나타나고 있으며 일부는 내부에 유보되는 것으로 분석된다. 재무활동으로 인한 현금 유출입에 대해서는 외부감사대상기업 자료에 대한 분석에서 보다 상세하게 살펴보기로 한다.

2. 외부감사대상기업 자료를 통한 분석

앞서 상장기업에 대한 투자성향 분석과 동일한 방법론을 적용하여 외부감사대상기업의 투자성향 변화추이를 살펴보기로 하자.

제조업의 경우 대기업의 투자성향은 외환위기 이후 급락하여 유형

27) 상장 비제조기업의 총자산 대비 영업이익은 부록에 수록되어 있음.

자산 대비 30% 수준을 하회하다가 2003년 이후 급격하게 회복하여 2004년에는 중소기업의 투자성향과 거의 유사한 수준까지 회복되었다. 반면 중소기업의 투자성향은 외환위기 직후 급락한 이후 꾸준히 증가하였으나 2003년 이후에는 투자성향의 증가세가 더 이상 확대되지 않고 있다.

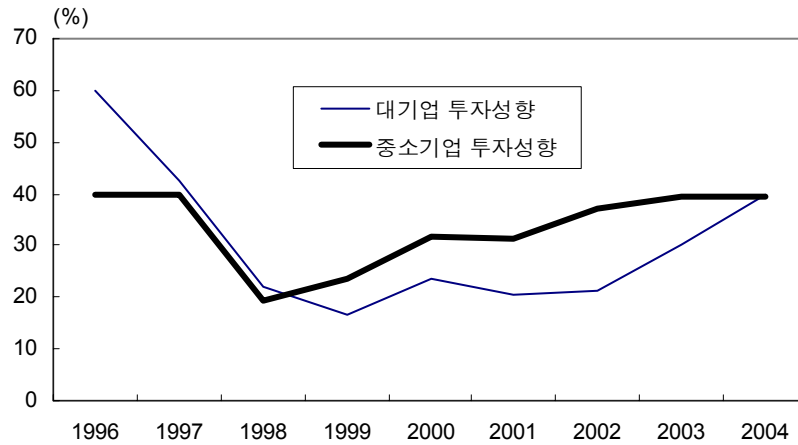
반면 비제조업의 경우 대기업과 중소기업 모두 외환위기 이전 수준과 비교할 때 투자성향이 크게 하락하였으며 제조업과는 달리 회복세가 나타나지 못하고 있다. 2001년과 2002년에 중소기업의 투자성향이 상승하였으나 동 시기에 나타난 투자성향의 회복은 가계신용확대 및 신용카드 붐 등으로 발생하였던 소비 붐에 기인한 일시적인 현상으로 보아야 할 것이다.

영업이익 대비 설비투자를 규모별·업종별로 분류하여 살펴본 결과는 다음과 같다. 먼저 제조 대기업의 영업이익 대비 설비투자 비율은 외환위기 이전에는 200%를 넘기도 하였으나 외환위기 이후 크게 하락하여 100%에 미치지 못하고 있으며, 제조 중소기업의 경우는 외환위기 이전과 이후 모두 큰 차이를 보이지 않고 있다.

한편 비제조업의 경우에는 영업이익 대비 설비투자가 외환위기 이후 모두 크게 하락한 후 회복세를 전혀 보여주지 못하고 있다.

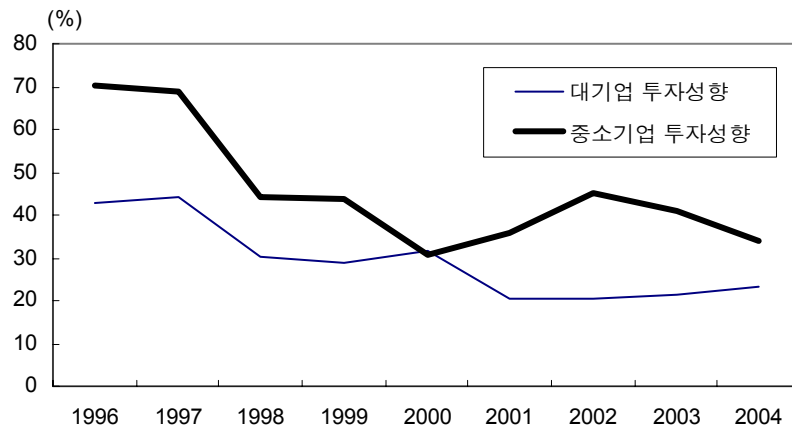
다음으로 앞서 언급하였던 재무활동으로 인한 현금흐름이 규모별·업종별로 어떠한 특성을 나타내고 있는지 살펴보도록 하자. [그림 4-10],[그림 4-11]은 재무활동으로 인한 현금흐름을 자본, 부채, 배당금지급으로 분류하여 연도별로 어떠한 추세를 나타내었는지를 살펴본 것이다. 먼저 제조 대기업의 경우에는 다음과 같은 특징을 발견할 수 있다. 첫째, 외환위기 이전 연도별로 계속 증가하던 부채는 1999년을 기점으로 큰 폭의 순상환기조로 변화하였다. 특히 1999년에는 부채의 상환뿐 아니라 자본 역시 크게 증가하여 부채/자본으로 정의되는 부채비율이 크게 하락하게 한 기점이 되었을 것으로 판단된다. 둘째, 배당금지급이 추세적으로 증가하고 있다. 즉, 영업활동으로 발생된 현금흐름 중 투자로 이어지지 않은 현금흐름은 주로 부채상환과 배당금지급으로 사용되고 있음을 알 수 있다.

[그림 4-6] 외부감사대상기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(제조업)



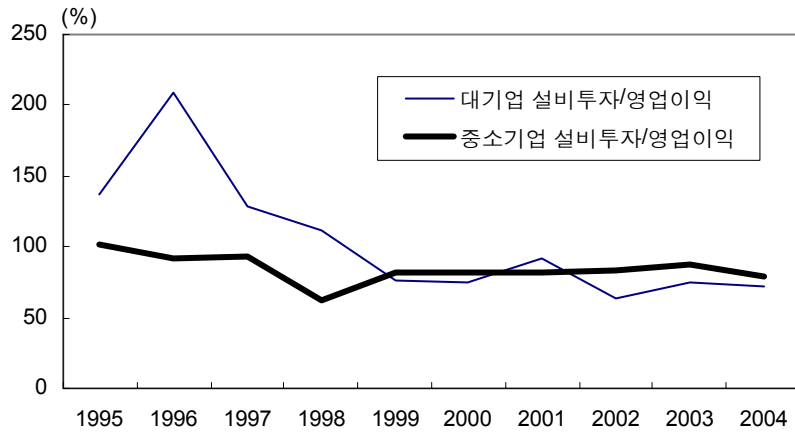
자료: 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB를 이용하여 필자 계산.

[그림 4-7] 외부감사대상기업의 유형자산 대비 설비투자 추이(비제조업)



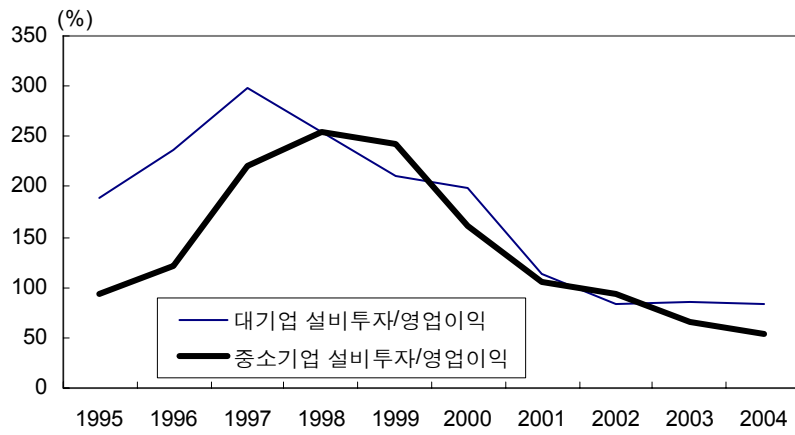
자료: 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB를 이용하여 필자 계산.

[그림 4-8] 외부감사대상기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(제조업)

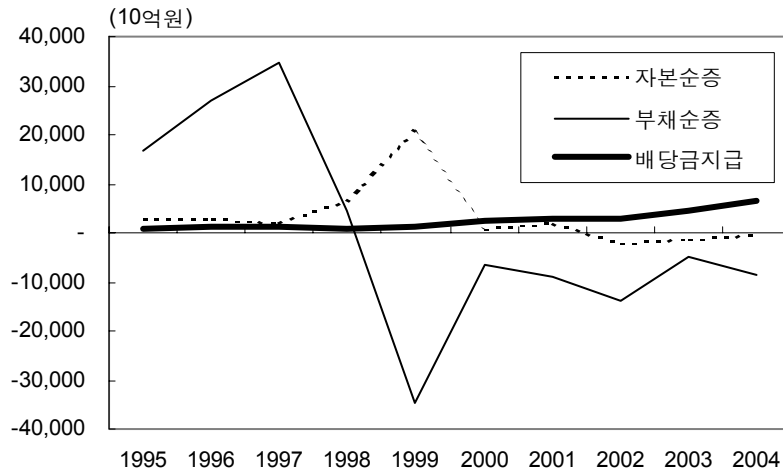


자료: 한국신용평가정보 외부감사대상 이상 기업에 대한 재무제표 DB를 이용하여 필자 계산.

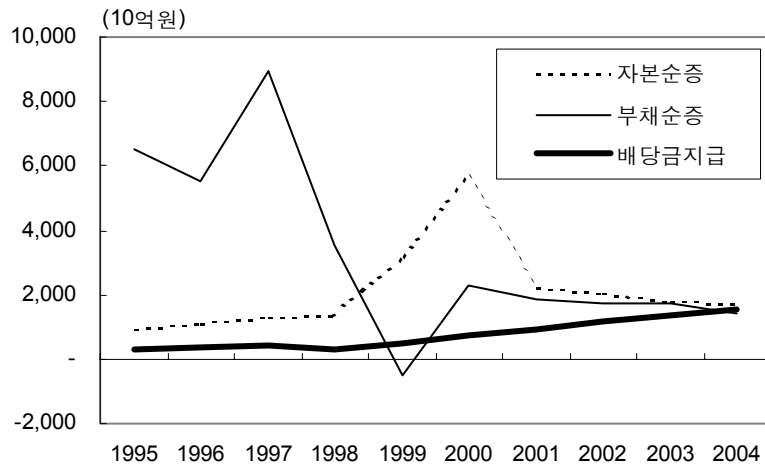
[그림 4-9] 외부감사대상기업의 영업이익 대비 설비투자 추이(비제조업)



[그림 4-10] 재무활동으로 인한 현금흐름(제조 대기업)



[그림 4-11] 재무활동으로 인한 현금흐름(제조 중소기업)



반면 제조 중소기업의 경우에는 이와는 다소 다른 재무활동으로 인한 현금흐름을 보여주고 있다. 첫째, 제조 대기업과는 달리 외환위기 이후에도 지속적으로 부채가 증가하고 있다. 둘째, 부채의 증가와 더불어 자본도 지속적으로 증가하고 있다. 제조 중소기업에 대한 자금사정을 재무활동으로 모두 판단할 수 없으며 '충분'한 자금이 공급되고 있다는 것을 검증할 수는 없으나, 제조 중소기업에 대한 자금이 지속적으로 공급되었던 것은 사실인 것으로 판단된다. 따라서 중소기업의 부진을 자금공급의 애로만으로 돌리는 것은 적절하지 않은 것으로 사료된다.

제5장

결론 및 시사점

정책결정의 효율성은 정책대상에 대한 기초적인 현황파악이 없이는 확보될 수 없다. 그간 설비투자에 대한 분석은 한국은행이나 통계청의 거시변수에 의존하여 왔기 때문에 투자주체별 투자현황에 대한 판단이 불가능하였으므로 추론에 의한 대책만이 제시되어 왔으며 현실에 대한 정확한 파악이 이루어지지 못한 측면이 있다.

본 연구는 거시자료를 통한 분석뿐 아니라 재무제표를 활용한 미시자료 분석을 통해 우리나라의 설비투자 현실을 보다 세부적으로 파악할 수 있는 지표 도출을 시도하였다. 대차대조표의 유형자산 증감을 활용한 분석이 과거에도 존재하였으나 우리나라의 현실을 고려할 경우 이러한 분석방식에는 여러 가지 문제가 존재한다. 현금흐름표를 통해 분석된 본 연구는 향후 설비투자에 대한 연구에서 설비투자를 기업별로 추계하는 데 유용하게 활용될 수 있을 것으로 기대한다.

본 연구의 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 2003~04년에 발생한 설비투자의 부진은 상당부분 내수경기의 침체에 기인하였다. 즉, 구조적인 원인이 존재할 수 있으나 경기순환적인 원인도 매우 중요한 영향을 미쳤다. 둘째, 그간 설비투자의 변화를 제조업이 주도한다는 통념과는 달리 비제조업의 설비투자가 매우 중요한 역할을 담당하고 있으며 2003~04년의 투자부진이 제조업보다는 비제조업 그리고 대기업보다는 중소기업의 부진에 의해 주도되었다는 점을 알 수 있었다. 특히, 비제조 중소기업의 경우 설비투자 증가율이 2년 연속 마이너스를 기록

하였으며, 분석에 포함된 기업들이 중소기업으로 분류되기는 하였으나 경제전체적으로 볼 때에는 상대적으로 규모가 큰 기업들이라는 점을 감안하면 영세기업들의 경우에는 더욱 투자가 위축되었을 가능성이 높다. 셋째, 기업의 투자성향 측면에서 볼 때 제조업의 투자성향이 유형자산 대비 설비투자로 측정될 경우 회복세를 나타낸 반면 비제조업의 회복세는 여전히 뚜렷하게 나타나지 않고 있다.²⁸⁾

그간 우리나라에서 설비투자와 관련된 정책은 대부분 제조업을 중심으로 이루어진 것이 사실이다. 향후 정책수립과정에서는 투자성향의 하락이 비제조업을 중심으로 나타나고 있다는 점을 감안하여 비제조업의 투자성향 하락을 보다 심층적으로 분석하고 이에 대응하는 것이 요구된다.

본 연구는 지표의 개발 및 검증과 현황 파악에 집중하였으나, 이러한 현상이 발생한 원인에 대한 구체적인 분석은 상대적으로 부족한 것이 사실이다. 향후 연구에서는 본고에서 파악된 설비투자 부진 부문이 어떠한 환경변화에 기인하고 있는지를 심층적으로 파악하여 정책수립의 기초자료로 제공하고자 한다.²⁹⁾

28) 비제조업의 투자성향 위축이 구조적인 것인지에 대한 분석도 향후 필요할 것으로 판단된다.

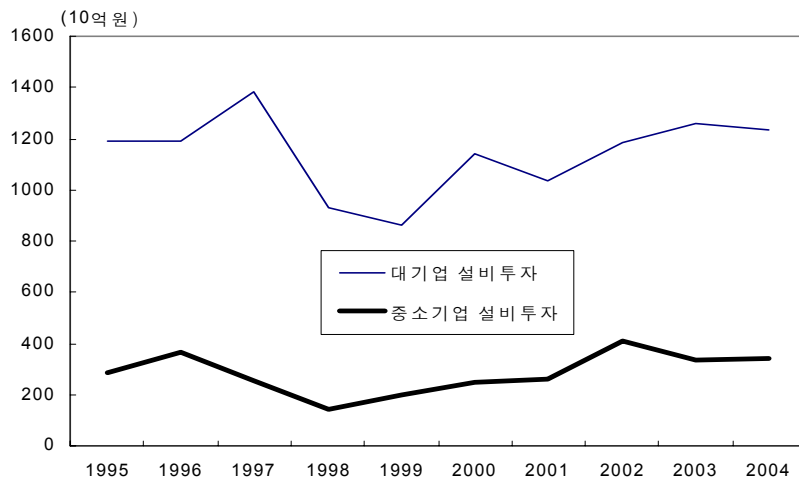
29) 본 연구에서 구축된 기업별·산업별 설비투자자료를 이용하여 중국의 부상과 교역증대가 설비투자에 미치는 영향 및 재벌의 설비투자 성향 변화에 대한 연구를 진행하고 있으며, 해외직접투자가 국내 설비투자에 미치는 영향에 대한 미시분석도 진행중임을 밝혀둔다.

참 고 문 헌

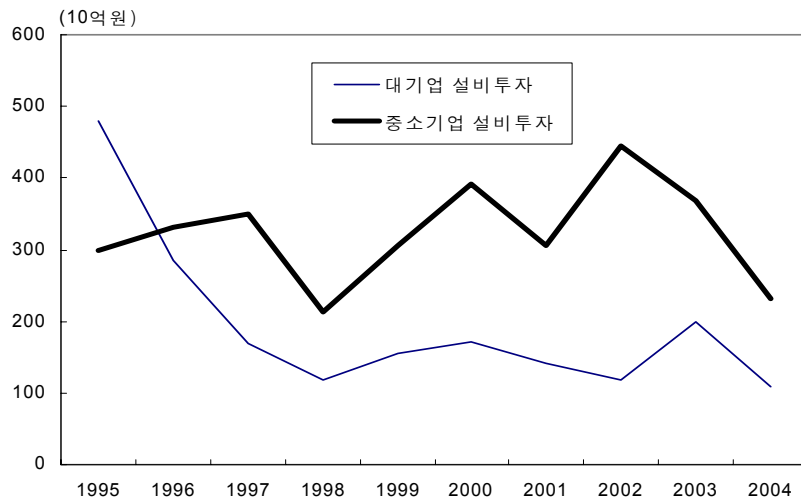
- 박종규, 『소비와 설비투자의 위축요인 분석』, 한국금융연구원, 2004.
- 전승철 · 김영준 · 하준경, 『최근의 설비투자 부진원인과 정책과제』, 한국은행
금융경제연구원, 2005.
- 송태중, 『산업별 투자압력으로 본 하반기 설비투자 전망』, LG 경제연구원,
2004.
- 오승곤 · 김성환 『국내 설비투자 결정요인의 변화분석』, 『산은조사월보』, 2005.
- 한진희, 『재벌기업의 과잉투자 및 그 원인에 관한 실증분석』, 『KDI 정책연구』,
Vol.I, 1999.
- Becker, Randy, John Haltiwanger, Ron Jarmin, Shawn Klimek, and Dan Wilson,
“Micro and Macro Data Integration: The Case of Capital,” forthcoming as a
chapter in Jorgenson, Landefeld, and Nordhaus(eds.), *A New Architecture for
the U.S. National Account*, 2005.
- Caballero, J. Ricardo, Eudardo M. R. A. Engel, and John C. Haltiwanger,
“Plant-Level Adjustment and Aggregate Investment Dynamics,” *Brookings
Papers on Economic Activity*, Vol.1995, No.2, 1995.
- De Long, J. Bradford and Lawrence H. Summers, “Equipment Investment and
Economic Growth,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.106, No.2,
1991.
- Doms, Mark and Timothy Dunne, “Capital Adjustment Pattern in Manufacturing
Plants,” *Review of Economic Dynamics* Vol.1, 1998.
- IMF, “World Economic Outlook,” 2005.
- Jones, I. Charles, “Economic Growth and the Relative Price of Capital,” *Journal of
Monetary Economics*, 34, 1994.
- Sala-i-Martin, Xavier, “I Just Ran Two Million Regressions,” *American Economic
Review*, Vol.87, 1997.

【부록 1】 업종별 설비투자 추이

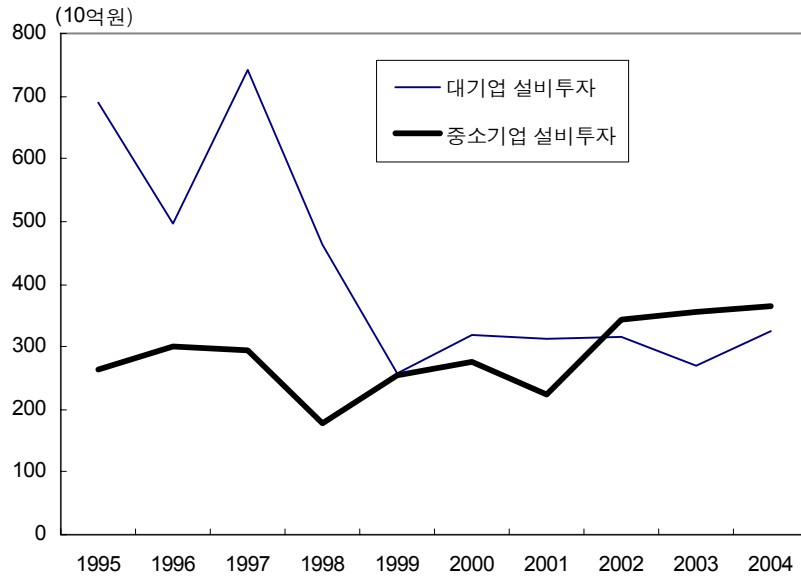
[그림 1] 음식료품



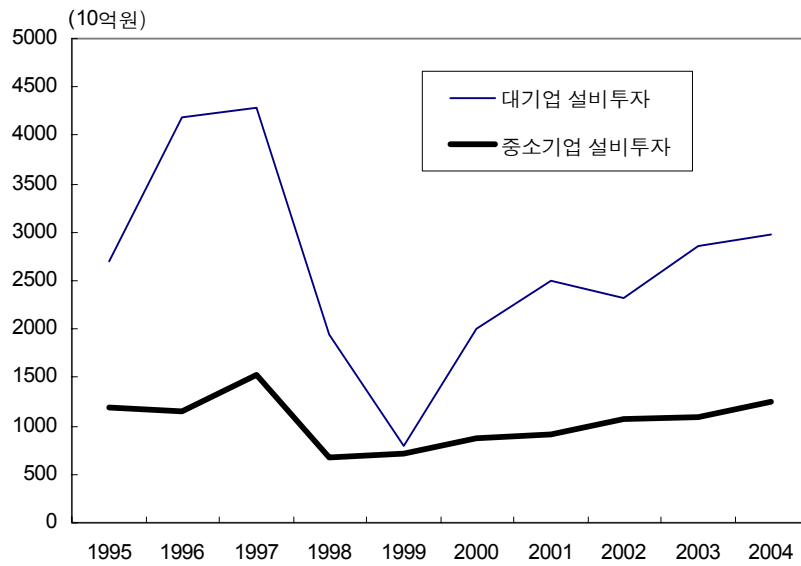
[그림 2] 섬유 및 의복



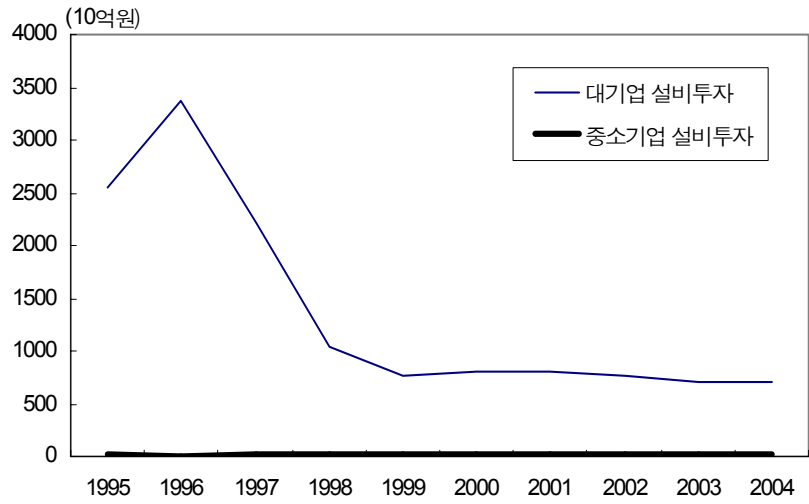
[그림 3] 지제품 및 인쇄출판



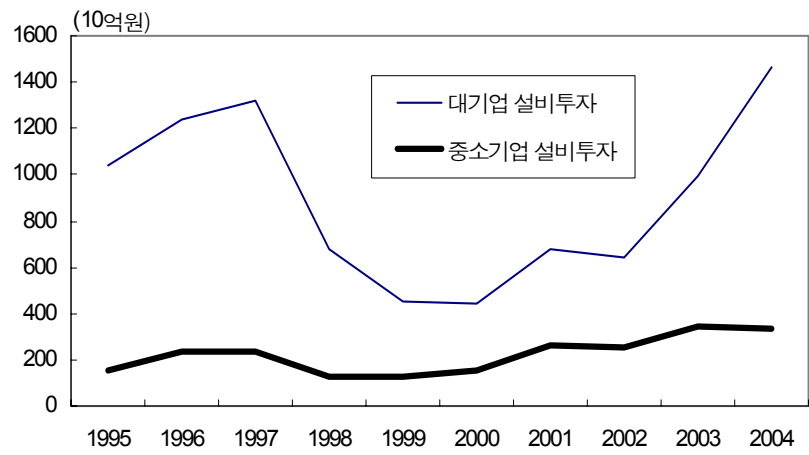
[그림 4] 화학제품



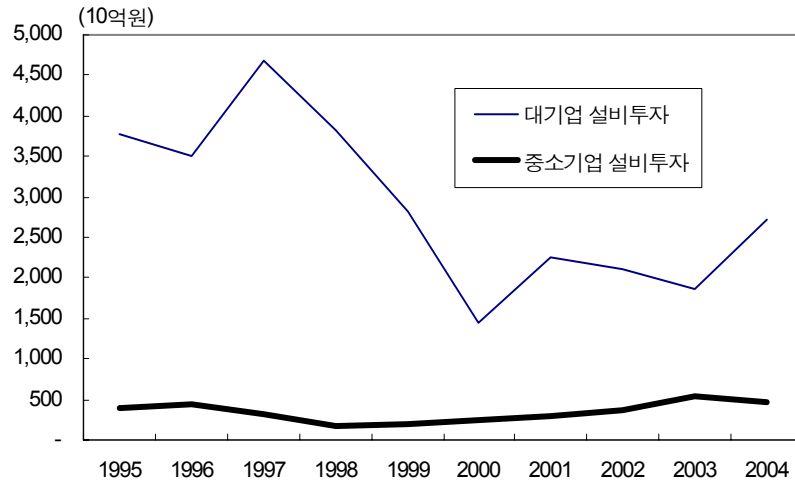
[그림 5] 석유석탄제품



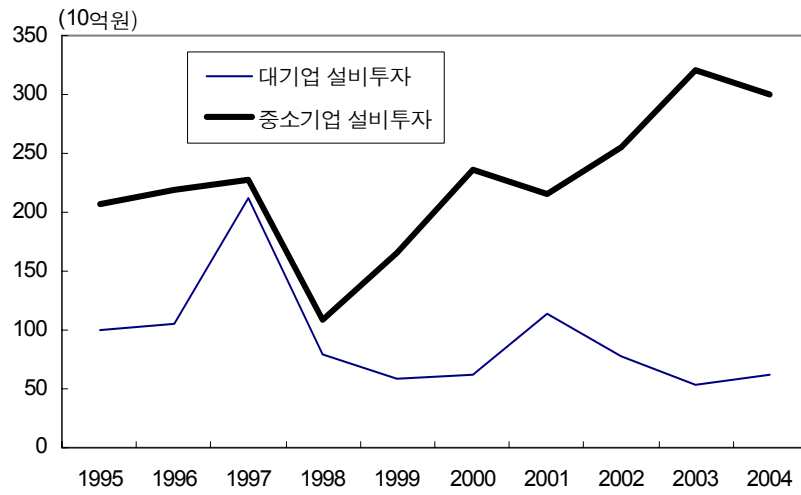
[그림 6] 비금속광물



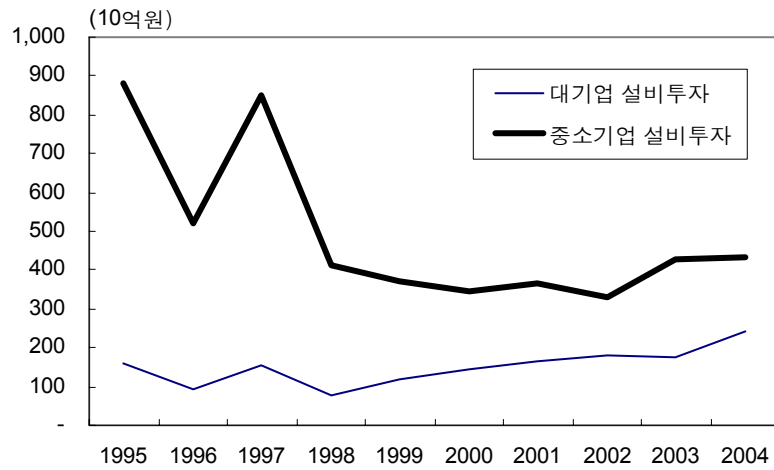
[그림 7] 일차금속



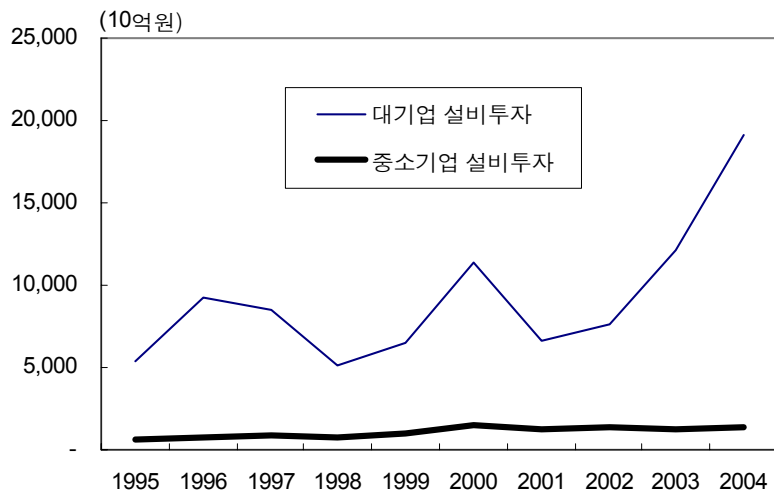
[그림 8] 금속제품



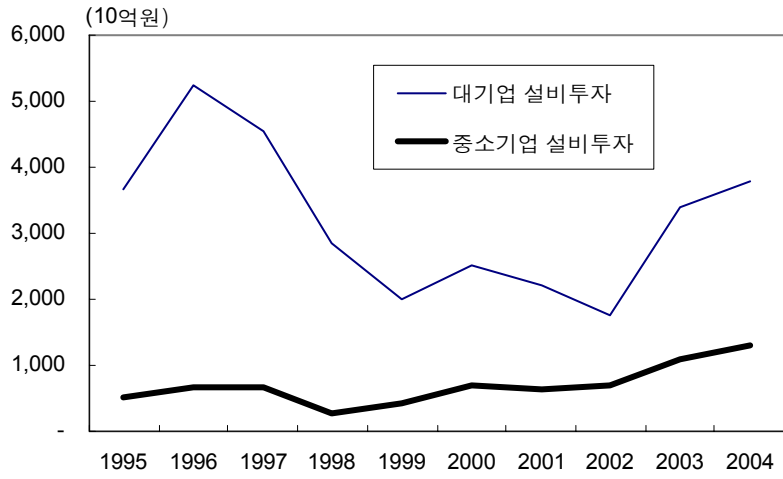
[그림 9] 일반기계



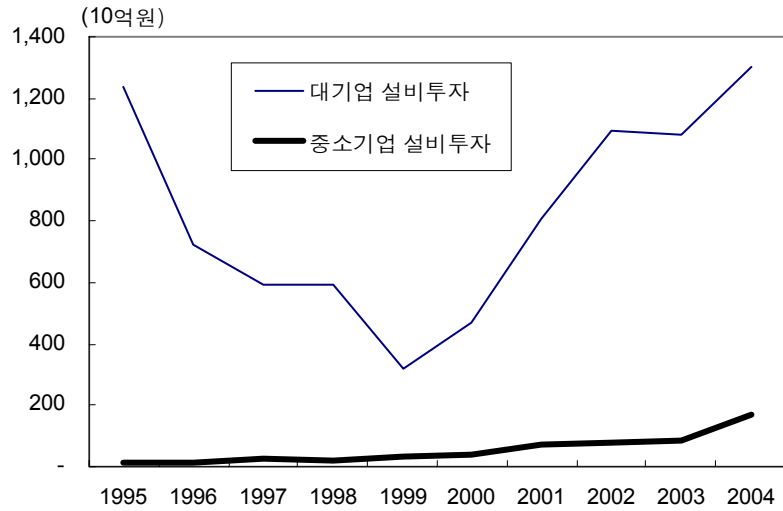
[그림 10] 전기전자



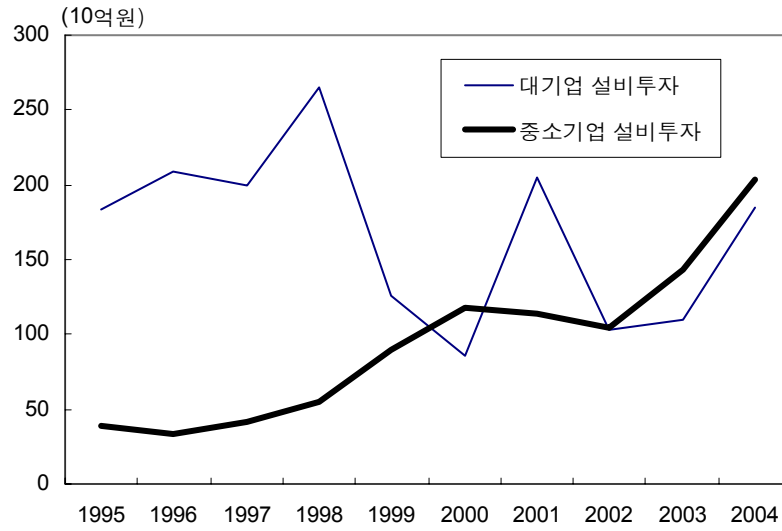
[그림 11] 자동차



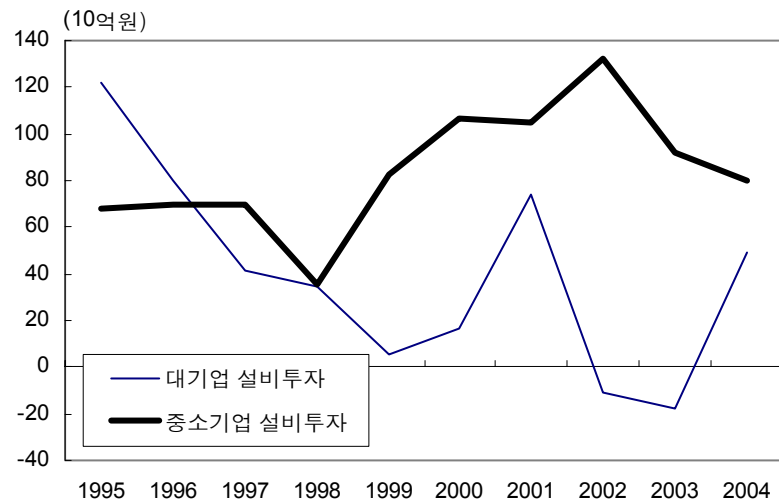
[그림 12] 수송기계



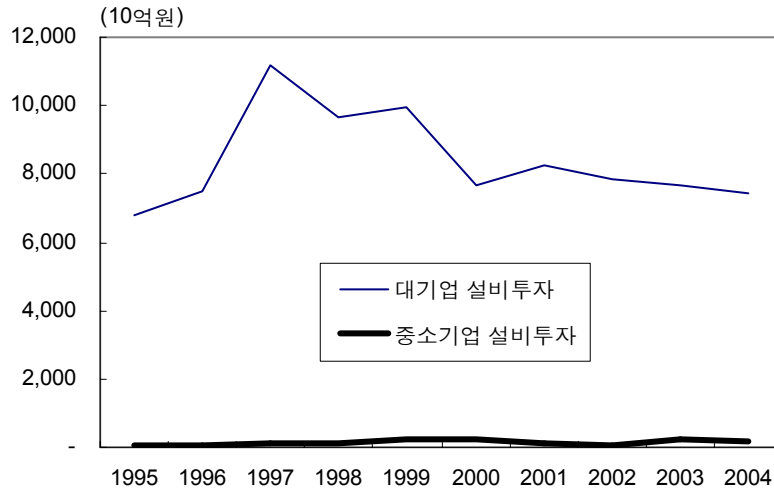
[그림 13] 정밀기계



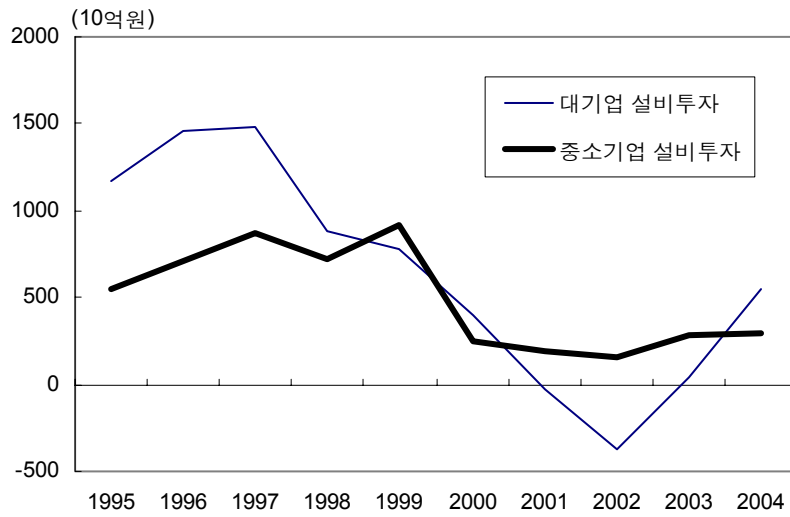
[그림 14] 기타제조업



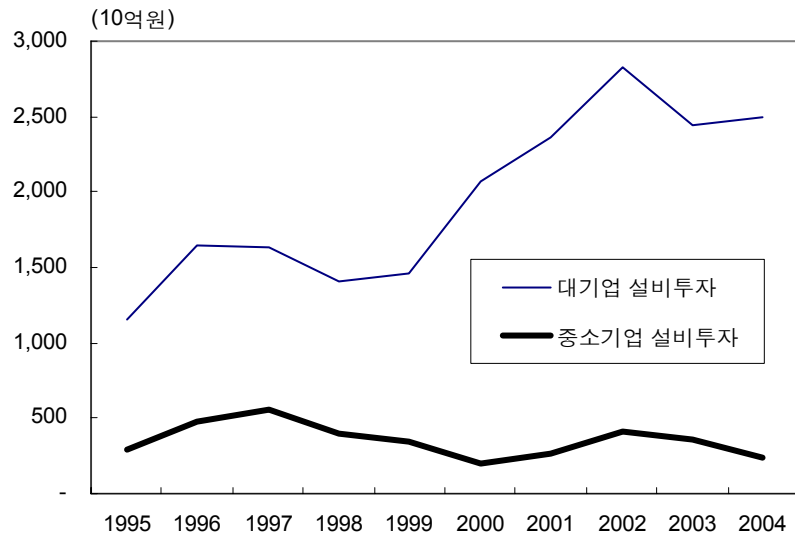
[그림 15] 전기가스수도



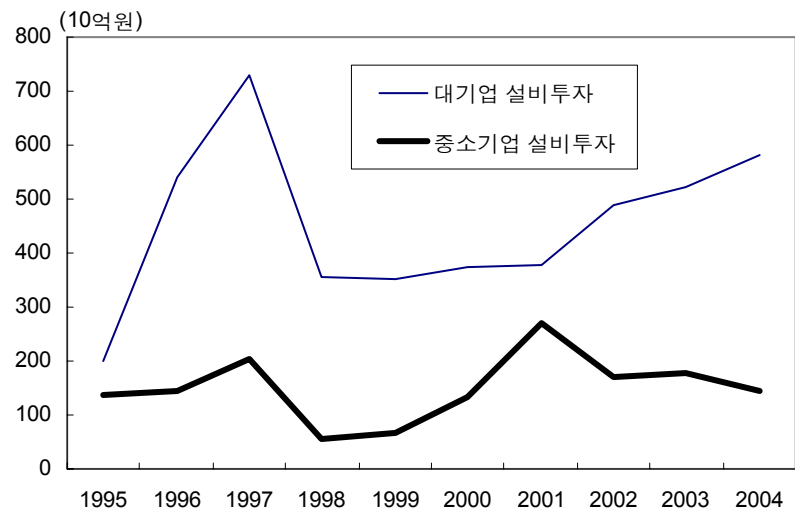
[그림 16] 건설업



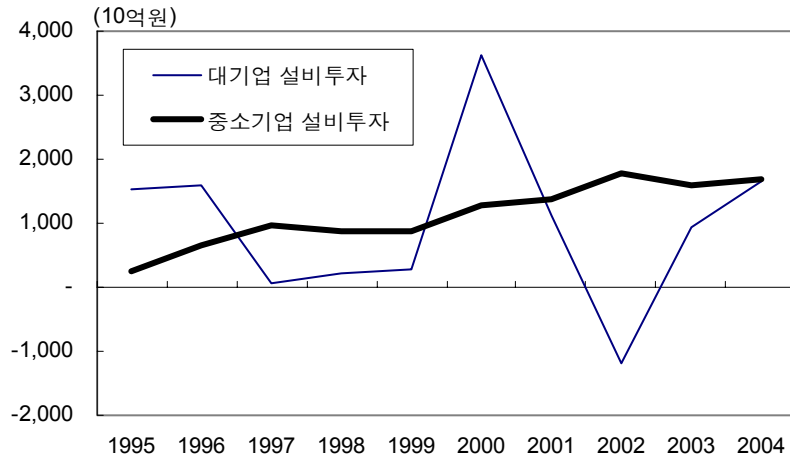
[그림 17] 도소매업



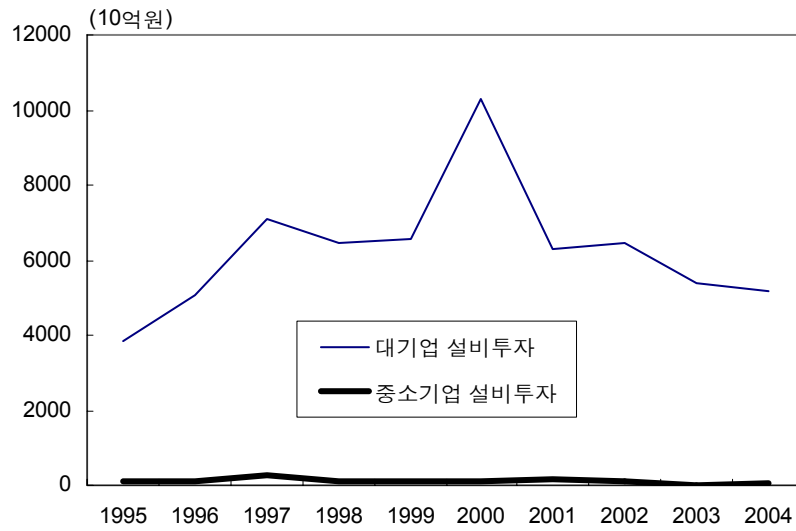
[그림 18] 음식 및 숙박



[그림 19] 운수 및 보관

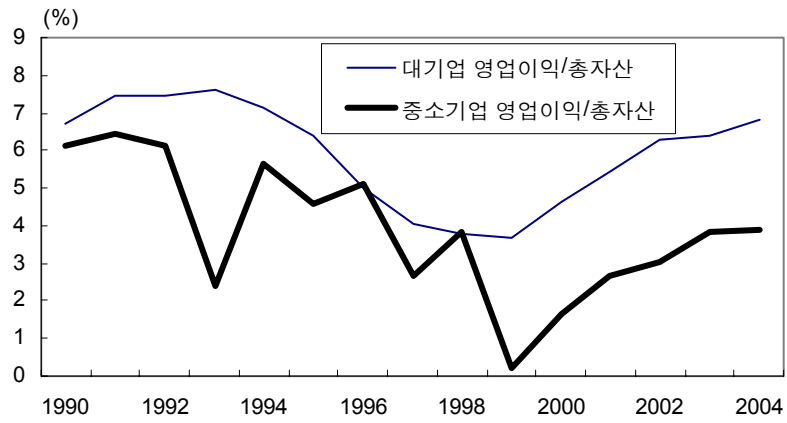


[그림 20] 통신

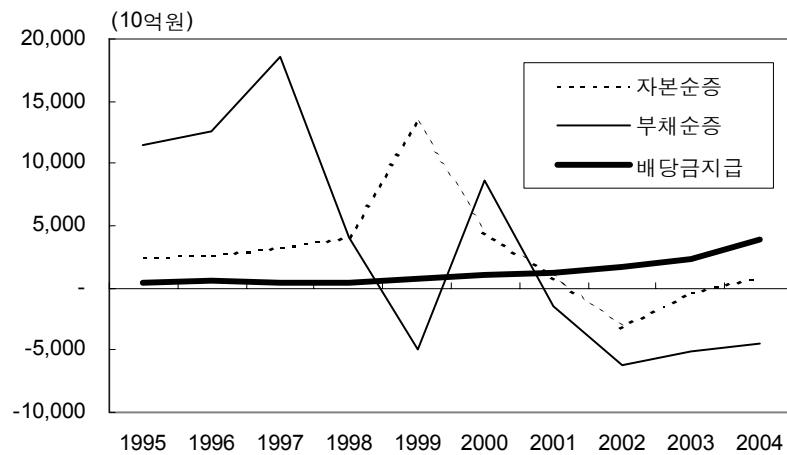


【부록 2】 분석자료별 수익성 및 재무활동 추이

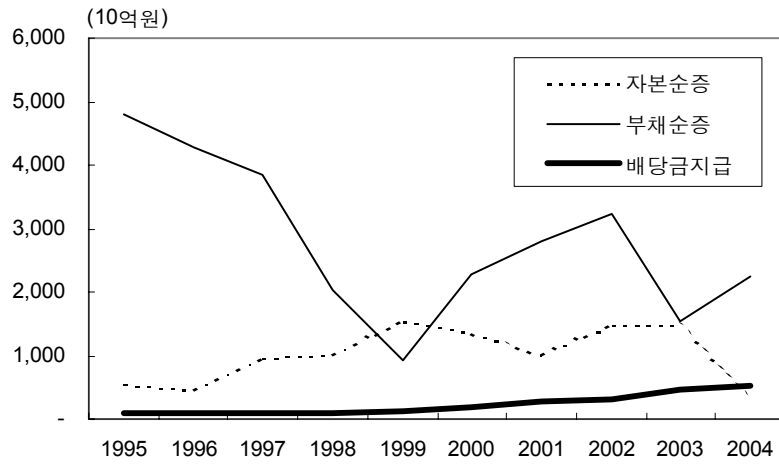
[그림 1] 상장기업의 총자산 대비 영업이익 추이(비제조업)



[그림 2] 재무활동으로 인한 현금흐름(비제조 대기업)



[그림 3] 재무활동으로 인한 현금흐름(비제조 중소기업)



【부록 3】 현금흐름표에 대한 소개

— 현금흐름표는 현금흐름의 내역을 영업활동, 투자활동, 재무활동으로 구분

- 영업활동: 제품의 생산과 상품 및 용역의 구매, 판매활동 등 기업의 주된 수익활동에 의해 창출되는 현금흐름 내역
- 투자활동: 대차대조표상의 자산항목 중 현금과 영업활동에 관련된 항목을 제외한 자산계정에 영향을 미치는 거래의 현금흐름 내역
- 재무활동: 자금의 조달(증자, 차입) 및 상환 등 부채 및 자본계정에 영향을 미치는 거래의 현금흐름 내역

I. 영업활동으로 인한 현금흐름 [=1+2-3+4]

1. 당기순이익
2. 현금의 유출이 없는 비용(가산)
 - 감가상각비, 외화환산손실 등
3. 현금의 유입이 없는 수익(차감)
 - 외화환산이익, 유가증권평가이익 등
4. 영업활동으로 인한 자산·부채의 변동 (가감)
 - 매출채권 감소, 재고자산 감소, 매입채무 증가 등 가산
 - 매출채권 증가, 재고자산 증가, 매입채무 감소 등 차감

II. 투자활동으로 인한 현금흐름 [=5-6]

5. 투자활동으로 인한 현금유입
 - 대여금의 회수, 유가증권·토지·건물·기계장치의 처분 등
6. 투자활동으로 인한 현금유출
 - 현금의 대여, 유가증권·토지·건물·기계장치의 취득 등

III. 재무활동으로 인한 현금흐름 [=7-8]

7. 재무활동으로 인한 현금유입
 - 장·단기차입금의 증가, 주식발행 등
8. 재무활동으로 인한 현금유출
 - 장·단기차입금의 상환, 유상감자 등

IV. 현금의 증가(감소) [= I+II+III]

V. 기초의 현금

VI. 기말의 현금 [=IV+V]

자료: 한국은행.

