

Ⅲ. 최근 기업신용의 부문별 유입 현황 및 기업 재무건전성과의 관계 분석

1. 검토 배경
2. 기업신용의 산업별·기업별 현황
3. 기업신용 결정요인 및 기업 재무건전성과의
관계
4. 평가 및 시사점

1. 검토 배경

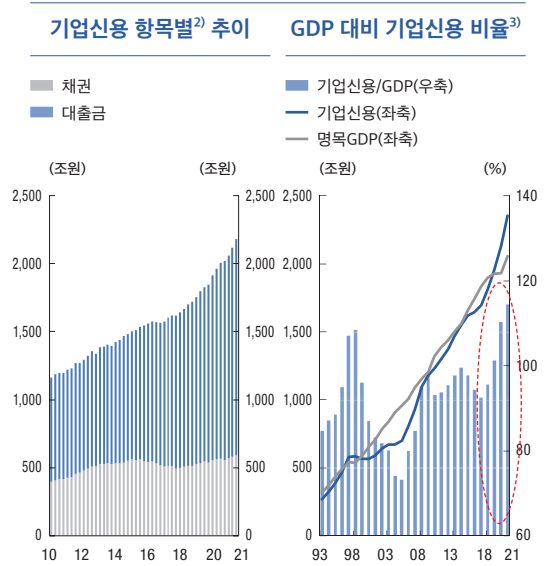
최근 들어 가계신용 증가세가 다소 둔화된 반면 기업신용¹⁾은 금융기관 대출금을 중심²⁾으로 높은 증가세를 지속하고 있다.³⁾ 명목GDP 대비 기업신용 비율(corporate credit-to-GDP)이 2021년말 기준 114.5%를 기록하여 외환위기 당시 수준(1997년말 107.1%)을 상회하였다. 더욱이 동 비율의 최근 상승세는 외환위기와 글로벌 금융위기 당시보다도 가파른 양상이다(그림 Ⅲ-1).

기업신용의 증가는 투자 및 영업활동을 지원하여 실물경제 성장에 기여⁴⁾하거나 위기시 유동성 공급을 통해 일시적으로 어려움을 겪는 기업의 부실위험을 완화시키는 역할을 하여왔다. 반

면, 기업신용이 비생산적인 부문이나 한계기업 등에 필요 이상으로 유입되는 경우 자산가격 상승, 부실의 이연·누적 등 부작용을 키울 수 있다는 우려도 제기되고 있다.

이에 본고에서는 최근 기업신용의 산업별·기업 유형별 유입 현황⁵⁾ 및 기업신용과 기업 재무건전성 간 관계를 분석하고 이에 대한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

그림 Ⅲ-1. 기업신용¹⁾ 증가 추이



주: 1) 자금순환통계 비금융기업의 부채 중 대출금, 채권 및 정부용자 잔액의 합계
2) 정부용자 생략
3) 연간 기업신용/명목GDP

자료: 한국은행

- 1) 기업신용은 일반적으로 자금순환통계상 비금융기업 부문의 부채 중 대출금, 채권 및 정부용자 잔액의 합계로 정의한다. 본고에서는 최근 빠르게 증가한 기업대출을 중심으로 분석하되 기업별 재무제표를 활용한 실증분석에서는 회사채 등 채권을 포함한 총차입금을 기준으로 기술하였다.
- 2) 기업신용은 2021년말 2,355조원으로 2016년말(1,642조원)대비 43.4% 증가하였는데, 항목별 기여도는 대출금이 36.2%포인트로 가장 크고 채권과 정부용자가 각각 4.3%포인트, 2.9%포인트를 차지한다. 특히 대출금은 동 기간중 1,048조원에서 1,642조원으로 56.7% 증가하였다.
- 3) 가계신용 증가율(전년동기대비)은 2019년말 4.2% → 2020년말 8.0% → 2021년말 7.8%로 소폭 둔화된 반면, 기업신용 증가율은 2019년말 7.4% → 2020년말 9.4% → 2021년말 10.5%로 높은 증가세를 지속하고 있다.
- 4) Levine(2004)에 따르면 금융시스템 발전은 기업이 직면하는 외부 자금조달 제약을 완화시켜 실물경제 성장에 영향을 미칠 수 있음을 강조하였다.
- 5) BIS(2022)도 최근 급증한 기업신용이 생산성을 향상시키는 부문으로 유입되고 있는지 평가할 필요가 있다고 지적하였다.

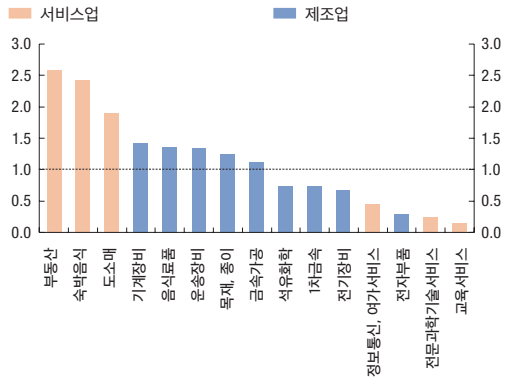
2. 기업신용의 산업별·기업별 현황

가. 기업신용의 산업별 현황

먼저 기업신용⁶⁾의 산업별⁷⁾ 유입 현황을 대출 집중도⁸⁾ 지표를 통해 살펴보았다. 분석 결과, 2021년말 현재 부동산업과 숙박음식업의 대출 집중도가 각각 2.6과 2.4로 가장 높은 수준을 기록하여 이들 업종에 상대적으로 많은 자금이 유입된 것으로 나타났다. 부동산업의 경우 2017년 이후 부동산 가격 상승세 확대가, 숙박음식업의 경우에는 코로나19 기간중 매출감소에 따른 자금수요 증대 및 피해기업에 대한 금융지원이 각각 이들 산업의 대출집중도를 높인 것으로 판단된다.⁹⁾

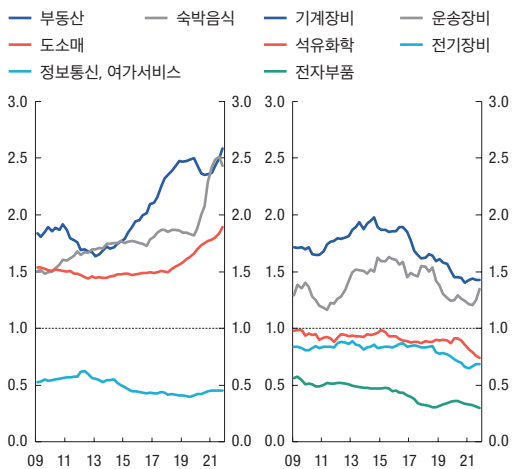
반면, 제조업의 경우 2017년 이후 대부분의 산업에서 대출집중도가 하락하여¹⁰⁾, 2021년말 현재 대체로 0.3~1.5 수준을 기록하고 있다. 특히, 실물경제에서 차지하는 비중이 상대적으로 높은 전자부품(0.3), 전기장비(0.7) 및 석유화학(0.7) 제조업의 대출집중도는 모두 1을 하회¹¹⁾하였다(그림 III-2).

그림 III-2. 주요 산업별 대출집중도¹⁾ 수준²⁾ 및 추이



(주요 서비스업)

(주요 제조업)



주: 1) 기업대출은 분기말 잔액, GDP는 당분기 및 직전 3분기 누적 합산 기준으로 대출집중도를 계산
2) 2021년말 기준
자료: 한국은행 시산

- 최근 기업신용이 채권보다는 대출금을 중심으로 증가한 점과 산업별 채권발행자금의 현황을 파악하기 어렵다는 점을 고려하여 기업신용의 산업별 현황은 기업신용 중 기업대출에 한정하여 분석하였다. 기업대출은 예금취급기관의 원화대출금중 가계대출을 제외한 여타 대출금을 업종별로 분류한 산업별 대출금 통계(한국은행)를 이용하였다.
- 한국표준산업분류(제10차) 상의 제조업과 서비스업 분류를 따르되 제조업은 중분류 단위, 서비스업은 대분류 단위에서 산업을 구분하였다. 산업별 기업대출과 산업별 GDP의 비중을 계산함에 있어서는 농림어업, 광업, 건설업 등 기타 산업을 제외하고 제조업과 서비스업(금융보험업, 공공행정 등 제외)의 합산 기준 금액 대비 비중을 이용하였다.
- 기업대출의 산업별 유입 비중을 산업별 GDP 비중과 비교하여 판단하는 지표로, 특정 산업에 대한 대출집중도가 1보다 크면(작으면) 해당 산업의 GDP 비중에 비해 상대적으로 많은(적은) 대출이 유입되고 있음을 의미한다. 한국은행 조사국(2005), 조하현·정승원(2008), 김자혜(2014), 김종희(2018) 등 다수 논문이 동 지표를 활용하여 기업신용의 효율성을 분석하였다.

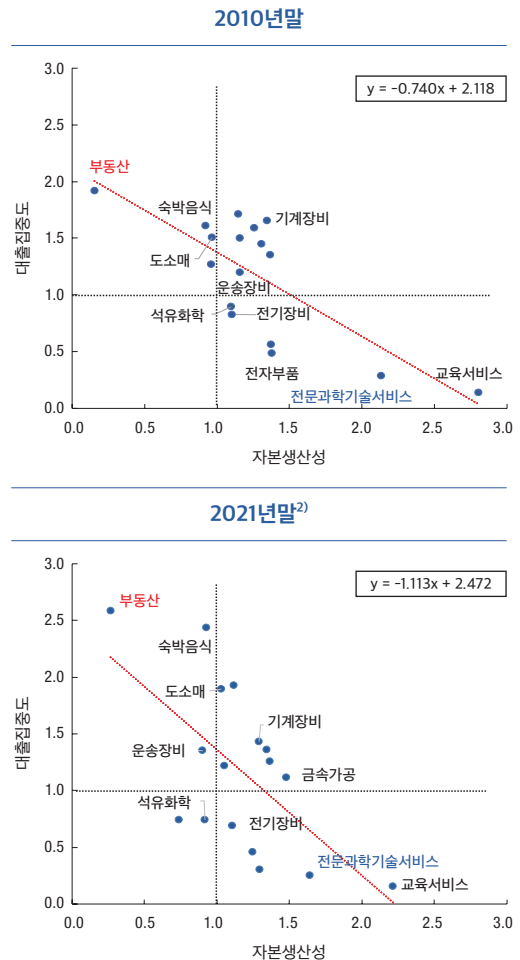
$$i \text{ 산업에 대한 대출집중도} = \frac{i \text{ 산업의 기업대출} / \text{전체 기업대출}}{i \text{ 산업의 GDP} / \text{전체 GDP}}$$

- 부동산업의 대출집중도는 2009년말 1.9 → 2016년말 2.1 → 2021년말 2.6으로, 숙박음식업의 대출집중도는 2009년말 1.5 → 2019년말 1.8 → 2021년말 2.4로 상승하였다.
- 2017년 이후 제조업의 대출집중도 하락은 제조업의 산업 내 GDP 비중이 소폭 하락(2017년 38.8% → 2021년 36.2%, -2.6%포인트)한 가운데 제조업에 유입된 대출 비중이 더 크게 축소(40.7% → 33.3%, -7.4%포인트)된 데 기인하였다.

다음으로 산업별 대출집중도와 생산성 간의 관계를 통해 기업대출이 생산적인 산업으로 유입되었는지 여부를 분석해 보았다. 기업의 생산에 사용된 노동, 자본 등 투입요소들이 어느 정도 효율적으로 활용되었는지를 나타내는 생산성은 투입요소에 따라 자본생산성, 노동생산성, 총요소생산성 등으로 측정할 수 있다. 본고에서는 분석의 목적과 가장 밀접한 개념이자 이중화(2000), Borensztein & Lee(2005) 등 선행연구에서 주로 활용하였던 자본생산성에 한정하여 기업신용과의 관계를 분석¹²⁾하였으며, 자본생산성 지표는 한국은행 기업경영분석, 한국생산성본부 등에서 일반적으로 활용되고 있는 총자본투자효율¹³⁾(부가가치/총자본)을 이용하였다.

분석 결과, 글로벌 금융위기 이후 기업대출이 상대적으로 자본생산성이 낮은 산업에 보다 많이 유입된 것으로 나타났다. 2010년 이후 산업별 생산성과 대출집중도 사이에는 음의 상관관계가 나타났으며, 이러한 경향은 2017년 이후 더욱 심화¹⁴⁾되었다(그림 Ⅲ-3). 산업별로는 부동산업에 대한 대출 규모가 상대적으로 큰 반면, 전문·과학·기술서비스업 등에 대한 대출 규모는 상대적으로 작은 것으로 나타났다.¹⁵⁾ 또한, 대출이 여타 산업에 비해 많이 유입되어 대출집중도가 상승한 산업에서 생산성이 상대적으로 더 크게 향상된 경우는 거의 관찰되지 않았다.

그림 Ⅲ-3. 산업별 대출집중도와 자본생산성¹⁾ 관계



주: 1) 각 산업의 자본생산성을 지수화 (전산업 자본생산성 = 1)

2) 자료 제약으로 자본생산성은 2020년 수치를 이용

자료: 한국은행 시산, 한국생산성본부

11) 석유화학, 전자부품, 전기장비 등 GDP 비중이 높은 제조업의 경우 직접금융시장을 통한 자금조달 비중(2021년말 상장기업 기준 시장성 차입금 잔액 비중: 석유화학 58.2%, 전기전자 36.2%)이 적지 않으므로, 이들의 대출집중도 하락이 반드시 자금조달여건 약화를 의미하는 것은 아니다. 실제, 2021년말 현재 국내 금융기관이 보유한 산업별 회사채(사모 제외)를 포함하여 신용집중도를 계산하면, 석유화학은 0.74 → 1.04로, 전자부품은 0.30 → 0.36으로, 전기장비는 0.68 → 0.73으로 각각 상승하였다.

12) 각 산업 및 기업의 생산성 수준은 평가 방식에 따라 다르게 측정될 수 있으므로, 자본생산성과 기업신용 간의 관계에 대한 본고의 분석 결과를 해석함에 있어 유의할 필요가 있다. 노동생산성, 총요소생산성 등을 종합적으로 고려한 분석에 대해서는 향후 추가적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

13) 총자본투자효율은 총자본(부채+자기자본) 대비 부가가치 비율로서 기업에 투자된 총자본이 1년 동안 어느 정도의 부가가치를 창출하였는가를 나타내는 자본생산성 측정 지표이다. 본고에서 산업별 자본생산성은 한국생산성본부가 작성하여 공표하는 총자본투자효율 통계를 이용하였다. 다만 총자본투자효율은 부채뿐만 아니라 자기자본의 변화 영향도 함께 포함되어 있어 기업신용 증가(부채)와 부가가치 변화 간의 관계를 직접 비교한 것이 아니라는 점에 유의할 필요가 있다.

14) 대출집중도와 자본생산성 간 선형 추세선의 기울기를 살펴보면, 2016년말까지 거의 비슷한 수준을 유지하다가 2017년 이후 음(-)의 절대값이 점차 커지고 있다.

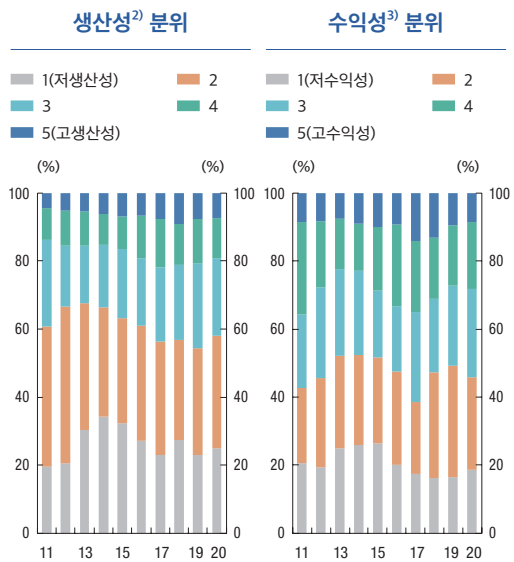
나. 기업신용의 기업별 현황

기업신용의 기업유형별¹⁶⁾ 유입 현황을 해당 기업의 ① 자본생산성(총자본투자효율)¹⁷⁾에 더해 ② 수익성(총자산순이익률) 및 ③ 부실위험¹⁸⁾ 정도에 따라 구분하여 분석함으로써, 보다 넓은 의미에서의 기업신용 효율성¹⁹⁾을 점검하였다.

먼저, 생산성 분위별로 기업신용 현황을 구분하여 살펴보면, 금융위기 이후 생산성이 낮은 1~2 분위 기업이 평균적으로 분석대상 외감기업 신용의 60% 이상을 차지하고 있는 것으로 나타났다. 2020년말 현재 생산성이 낮은 기업(1~2 분위)의 신용 비중은 58.1%로, 생산성이 높은 기업(4~5분위) 신용 비중(19.2%)의 3배 수준이었다.

수익성 분위별로 구분하여 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후 수익성이 낮은 기업에게 상대적으로 더 많은 신용이 유입되었으며, 특히 2017년 이후 이러한 현상이 더욱 심화된 것으로 나타났다. 2020년말 현재 수익성이 낮은 기업(1~2 분위)의 신용 비중은 45.9%로, 수익성이 높은 기업(4~5분위) 신용 비중(28.2%)의 1.6배 수준으로 나타났다(그림 III-4).

그림 III-4. 자본생산성 및 수익성 분위별 신용 현황¹⁾



주: 1) 생산성 및 수익성 분위별 기업의 금융기관 여신 비중

2) 자본생산성(총자본투자효율) = 부가가치/총자산

3) 총자산순이익률 = 당기순이익/총자산

자료: 한국은행 시산, KIS-Value, 한국신용정보원

기업신용 현황을 기업의 부실위험 분위별로 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후 부실위험 2~3분위 기업이 전체 외감기업 신용의 약 60%를 차지하는 것으로 나타났다. 다만, 2017년 이후 이들 중위험 기업의 신용 비중은 하락한 반면, 고위험 기업(4~5분위)의 신용 비중이 점차 상승하였다.

산업별 대출집중도와 자본생산성 간 선형 추세선 기울기 추이 (연말 기준)

2010	2012	2014	2016	2018	2020	2021
-0.74	-0.77	-0.77	-0.86	-1.07	-1.07	-1.11

15) 2021년말 현재 부동산업은 전체 제조업 및 비금융 서비스업 대출의 26.7%, 전문과학기술서비스업은 2.2%를 차지하였다.

16) 기업신용은 산업 단위가 아닌 개별 기업 단위로 배분된다는 점에서 산업별 신용 현황에 더해 기업별 신용 현황을 함께 점검할 필요가 있다. 본고에서는 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」에 근거하여 사업보고서 제출 의무가 있는 기업(이하 '외감기업') 중 금융보험업 등을 제외한 기업(2020년말 기준 22,687개 기업, 대기업 4,400개, 중소기업 18,287개)을 대상으로 개별 차주기업의 재무제표에 기업별 금융기관 여신 자료(한국신용정보원)를 각각 연결하여 기업별 신용현황을 분석하였다.

17) 기업별 자본생산성은 산업별 현황과 동일하게 개별 기업의 부가가치를 총자산 규모로 나눈 값(총자본투자효율)을 각각 계산하여 분석에 활용하였다.

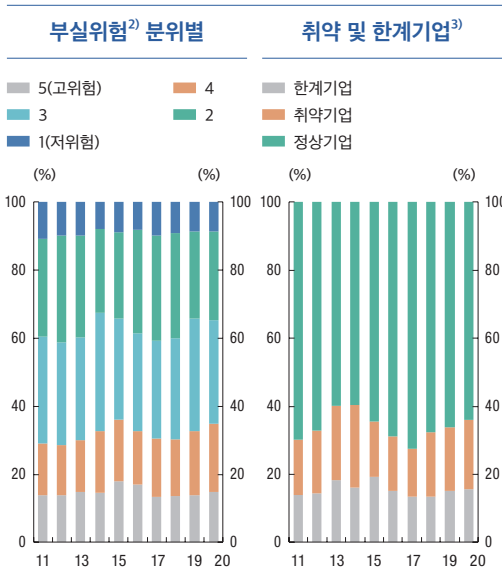
18) 개별 기업의 부실위험은 해당 기업이 1년 후 부도(폐업, 자본잠식 등) 상태로 전환될 확률을 의미하는 것으로, 편도훈·정경연(2021)의 모형을 통해 각 기업별로 추정하였다. 기업 부실위험 추정 모형에 대한 자세한 내용은 한국은행 금융안정보고서(2021년 12월) <참고 2> 「최근 기업부문의 부실위험 평가 및 시사점」을 참조하기 바란다.

19) 이종화(2000), Borensztein & Lee(2005), 서정의·강정미(2005) 등 선행연구들에서는 생산성(혹은 수익성)이 높거나 성장잠재력이 높은 부문을 중심으로 신용이 증가하는 경우 신용배분의 효율성(eficiency of credit allocation)이 높은 것으로 평가하였다.

이러한 경향은 기업의 채무상환능력을 기준으로 구분하여 살펴보다도 유사하게 나타났다. 상환능력이 양호한 정상기업(이자보상배율 1 이상 기업)이 차지한 신용의 비중(20년말 64.0%)이 영업이익만으로 이자비용을 감당하지 못하는 취약기업(이자보상배율 1 미만 기업)의 신용 비중(36.0%)을 상당폭 상회하였다. 다만, 2017년 이후 취약기업의 신용 비중이 점차 증가하고 있으며, 특히 한계기업(3년 연속 이자보상배율 1 하회 기업)이 차지하는 신용의 비중은 2017년말 13.4%에서 2020년말 15.6%까지 상승하였다(그림 Ⅲ-5).

이와 같이 기업별 현황에서도 생산성과 수익성이 낮은 기업에 높은 비중의 신용이 유입된 것으로 나타나, 개별 기업 차원에서 보더라도 기업신용 배분이 다소 효율적이지 않았던 것으로 판단된다. 한편 부실위험 분위별로는 부실위험이 낮은 기업이 더 많은 신용을 차지하는 것으로 나타났는데, 이는 기업신용 결정 과정에서 금융기관의 건전성 관리가 주요 고려사항이 되었음을 시사한다. 다만 2017년 이후에는 채무상환능력이 떨어지는 취약 및 한계 기업의 신용 비중이 점차 높아지고 있는 점은 경계해야 할 부분이다.

그림 Ⅲ-5. 부실위험 분위 및 한계기업 신용 현황¹⁾



주: 1) 부실위험 분위별 및 정상·취약·한계 기업의 금융기관 여신 비중

2) 개별 기업의 부도 예측 모형으로 추정된 부실위험

3) 연도별 이자보상배율이 1을 하회하는 기업을 취약기업, 이들 중 취약상태가 3년 연속 지속된 기업을 한계기업으로 구분

자료: 한국은행 시산, KIS-Value, 한국신용정보원

3. 기업신용 결정요인 및 기업 재무건전성과의 관계

자본생산성과 수익성 측면에서 최근 기업신용이 효율적으로 배분(allocation)되지 않은 것으로 나타나, 기업신용이 기업의 어떤 요인들에 의해 결정되었는지, 그리고 기업의 신용 증가가 기업의 미래 재무건전성 변화와 유의한 관계가 있는지 분석할 필요가 있다. 이를 위해 Borensztein & Lee(2005)의 방법론²⁰⁾을 원용하여 기업별 고정효과(fixed effect)²¹⁾ 패널회귀분석 모형을 설정하고, ① 개별 기업의 현재 생산성·수익성·부실위험 수준과 기업신용 증가 간의 관계(기업신용 결정요인)와 ② 기업신용 증가와 기업의 미래 생산성·수익성·부실위험 변화 간의 관계(기업신용의 유효성)를 분석하였다.²²⁾

20) Borensztein & Lee(2005)는 한국의 외환위기 이전(1970~1996년) 기간의 제조업 산업별(32개) 데이터를 활용하여 기업대출의 배분 효율성을 평가하고 기업신용(차입금의존도) 증가가 향후 자본생산성과 수익성 개선에 미치는 영향을 분석하였다. 다만 본고에서는 제조업 업종별 데이터 대신 전산업 기업별 데이터를 활용하였으며, Borensztein & Lee(2005)의 모형 설정에 차입금이자율 등 일부 통제변수를 추가하여 모형을 추정하였다.

21) Hausman 검정 결과, 모든 모형에서 귀무가설이 기각되어 임의효과(random effect) 모형이 아닌 고정효과(fixed effect) 모형을 통해 분석하였다.

22) 본고에서는 코로나19 충격으로 기업신용과 기업 재무건전성과의 관계가 크게 변화되었을 가능성을 감안하여 2011~2019년까지의 외감기업 재무제표를 활용하여 분석을 실시하였다.

가. 기업신용 결정요인²³⁾

먼저 기업신용(기업의 차입금의존도²⁴⁾) 증가를 종속변수로, 기업의 생산성·수익성·부실위험, 전년도 차입금의존도, 총자산(로그변환), 차입금평균이자율(총이자비용/총차입금) 등을 설명변수로 하는 기업신용 결정요인 모형을 설정하였다.

[모형 I]

$$\Delta cr_{i,t} = X_{i,t-1}\beta + \mu_i + \epsilon_{i,t}$$

$\Delta cr_{i,t}$: 기업 i의 t년도 차입금의존도 변동

$X_{i,t-1}$: 기업 i의 t-1년도 설명변수

μ_i : 기업별 고정효과

추정 결과, 글로벌 금융위기 이후 기업신용은 개별 기업의 생산성이나 수익성보다는 부실위험 수준에 더 크게 영향받아 결정된 것으로 분석되었다. 생산성, 수익성 및 부실위험 중 하나의 요인만 포함하는 단일요인 모형(①~③)에서는 생산성과 수익성 계수가 모두 유의하게 음(-)의 값으로 추정되어²⁵⁾, 현재 기업의 생산성과 수익성이 높아질수록 차입금의존도 상승률이 낮아지는 것으로 나타났다. 반면 부실위험 계수도 통계적으로 유의하게 음(-)의 값으로 추정되어, 기업의 부실위험이 낮아질수록 차입금의존도가 더 크게 상승하는 것으로 분석되었다. 한편 생산성, 수익성, 부실위험 등을 모두 포함한 모형(④)에서는 생산성과 수익성 계수는 유의하지 않으며 부실위험 계수만 유의한 것으로 추

정되었다. 이는 기업이 부채를 통해 자금을 조달(debt financing)하는 과정에서 신용을 제공하는 금융기관들이 자금회수 가능성을 높이기 위해 기업의 부실위험을 더 중요하게 고려하는 특성이 반영된 결과로 보여진다(표 III-1).

표 III-1. 기업신용 결정요인 모형 추정¹⁾ 결과²⁾

설명변수 ³⁾	기대 부호	단일요인			전체
		①	②	③	④
차입금의존도	(-)	-0.9296***	-0.9336***	-0.7220***	-0.7238***
로그총자산	(+)	3.0282***	3.2733***	2.0742***	2.0800***
평균차입이자율	(-)	-0.0678***	-0.0675***	-0.0263*	-0.0263*
생산성	(+)	-0.0260***			-0.0043
수익성	(+)		-0.0437***		-0.0051
부실위험	(-)			-0.1166**	-0.1235*
R-squared		0.51	0.50	0.15	0.15
Prob(F-value)		0.00	0.00	0.00	0.00
표본기업 수		176,667	176,667	174,984	174,984

주: 1) 2011~19년 극단치를 제외한 비금융 외금융 외기업 대상

2) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 의미

3) 각 설명변수는 전기값이며, 연도별 더미 추정결과는 생략

나. 기업신용과 기업 미래 재무건전성과의 관계

기업신용과 기업의 미래 재무건전성(생산성, 수익성, 부실위험 등) 간에 유의한 관계성을 보이는지 분석하기 위해, 기업의 미래 생산성·수익성·부실위험(당해 및 향후 2년 평균)을 종속변수로, 과거 차입금의존도(직전 3년 평균)를 설명변수로 하는 기업신용의 유효성 평가 모형을 추정하였다.

23) 본 분석 모형은 기업신용 증가에 영향을 미치는 수요 측면 요인과 공급 측면 요인을 별도로 식별하여 추정한 것이 아니라 금융기관들이 제공한 기업신용과 차입한 기업의 자본생산성, 수익성 및 부실위험 간에 어떠한 관계성을 보이는지 여부를 점검한 것으로 결과 해석에 있어 유의할 필요가 있다.

24) 기업이 성장함에 따라 차입금이 증가하는 경향이 있으므로, 본고의 패널회귀분석에서는 선행연구와 동일하게 기업규모(총자산) 대비 차입금 규모로 정의되는 차입금의존도를 활용하여 기업신용 결정요인과 재무건전성에 미치는 영향을 분석하였다.

25) Borensztein & Lee(2005)에서는 기업신용 증가에 대한 수익성과 생산성 계수들이 모두 음(-)으로 추정되었으며 일부 계수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나, 외환위기 이전에 한국의 산업별 대출이 효율적으로 배분되지 않았다고 평가하였다.

[모형 II]

$$y_{i,T} = \rho y_{i,T-1} + \alpha cr_{i,T-3} + X_{i,T-3}\beta + \mu_i + \epsilon_{i,t}$$

(T = t년 ~ t+2년 평균)

$y_{i,T}$: 기업 i의 향후 3년 평균 생산성·수익성·부실위험

$cr_{i,T-3}$: 기업 i의 과거 3년 평균 차입금의존도

$X_{i,T-3}$: 기업 i의 과거 3년 평균 여타 설명변수

μ_i : 기업별 고정효과

추정 결과, 과거에 신용이 늘어난(차입금의존도 상승) 기업들은 시차를 두고 미래 생산성·수익성이 높아지고, 부실위험은 유의하게 낮아지는 것으로 나타났다. 과거 차입금의존도에 대한 계수가 생산성 및 수익성 모형에서는 모두 유의한 양(+)의 값으로, 부실위험 모형에서는 유의한 음(-)의 값으로 추정되었다²⁶⁾(표 III-2).

표 III-2. 기업신용의 유효성 평가 모형 추정¹⁾ 결과²⁾

설명변수 ⁴⁾	기대부호	종속변수 ³⁾		
		생산성	수익성	부실위험
전기 종속변수	(+)	0.5679***	0.4956***	0.7047***
로그총자산	(+/-)	-1.2371***	-2.1596***	0.3063**
평균차입이자율	(-)	-0.0050*	-0.0052**	-0.0042**
차입금의존도	(+/-)	0.0374***	0.0487***	-0.0154***
R-squared		0.84	0.38	0.61
Prob(F-value)		0.00	0.00	0.00
표본기업 수		88,092	88,092	88,067

주: 1) 2014~19년 극단치를 제외한 비금융 외감기업 대상

2) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 의미

3) 종속변수는 미래 수익성·생산성·부실위험을 측정하기 위해 t기에서 t+2기까지 값의 평균을 사용

4) 각 설명변수는 과거 값을 사용하기 위해 t-1기에서 t-3기까지 값의 평균을 사용. 연도별 더미 추정결과는 생략

다음으로 기업신용과 기업의 미래 재무건전성 간의 관계가 산업별로 상이하게 나타나는지 여부를 점검하기 위해, 기업신용의 유효성 평가 모형(모형 II)에 산업별 더미변수를 추가하여

다음과 같이 추정하였다. 산업별 더미변수는 최근 기업신용의 유입이 두드러졌던 부동산업과 숙박음식업을 별도로 설정하고, 그 외 산업들을 제조업, 서비스업(부동산, 숙박음식 제외) 및 기타 비제조업으로 구분하여 추가하였다.

[모형 III]

$$y_{i,T} = \rho y_{i,T-1} + \sum_k \alpha_k^{indu} cr_{i,T-3} + X_{i,T-3}\beta + \mu_i + \epsilon_{i,t}$$

(T = t년 ~ t+2년 평균)

$y_{i,T}$: 기업 i의 향후 3년 평균 생산성·수익성·부실위험

$cr_{i,T-3}$: 기업 i의 과거 3년 평균 차입금의존도

α_k^{indu} : 산업별 더미변수

$X_{i,T-3}$: 기업 i의 과거 3년 평균 여타 설명변수

μ_i : 기업별 고정효과

추정 결과, 전산업 모형에서 나타났던 기업신용과 기업의 미래 재무건전성 간의 긍정적인 관계가 산업별로 다소 상이하게 나타나는 것으로 분석되었다. 특히 부동산업의 경우, 수익성 및 부실위험 모형에서 차입금의존도 계수가 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 생산성 모형에서는 동 계수가 통계적으로 유의하기는 하나 여타 산업에 비해 작은 값으로 추정되었다. 이는 부동산업에 대한 신용지원이 이들의 향후 재무건전성을 개선시키는 효과가 여타 산업에 비해 상대적으로 크지 않을 수 있음을 시사한다. 한편 숙박음식업의 경우, 차입금의존도 계수가 생산성 모형에서는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났으나, 수익성 및 부실위험 모형에서는 동 계수가 유의하게 추정되었으며 그 절대값도 여타 서비스업이나 기타 비제조업에 비해 더 큰 값으로 추정되었다. 이는 숙박음식업에 대한 신용지원이 지원기업들의 미래 생산성을 유의하게 향상시키지는 못하지만, 유동성 제약을 완화

26) Borensztein & Lee(2005)은 산업에 대한 신용(t-3기~t-1기 평균 차입금의존도) 증가가 향후(t기~t+2기 평균) 수익성과 자본생산성에 미치는 영향을 분석하는 패널회귀모형에서 차입금의존도 계수가 모두 통계적으로 유의하지 않거나 음(-)의 값으로 추정되어, 외환위기 이전에 한국의 산업별 대출금 증가가 향후 수익성과 자본생산성 개선에 기여하지 못했다고 분석하였다.

하여 부실위험을 낮추는 효과는 유효할 수 있음을 시사한다(표 III-3).

표 III-3. 산업별 기업신용의 유효성 평가 모형 추정¹⁾ 결과²⁾

설명변수 ⁴⁾	기대 부호	종속변수 ³⁾			
		생산성	수익성	부실위험	
전기 종속변수	(+)	0.5678***	0.4953***	0.7069***	
로그총자산	(+/-)	-1.2915***	-2.2598***	0.3325***	
평균차입이자율	(-)	-0.0044	-0.0038*	-0.0045***	
차입금의존도의존	제조업	(+/-)	0.0610***	0.0767***	-0.0307***
	서비스업 ⁵⁾	(+/-)	0.0247***	0.0410***	-0.0085*
	부동산	(+/-)	0.0187**	0.0176	-0.0044
	숙박음식	(+/-)	0.0507	0.0611**	-0.0276*
	기타 ⁶⁾	(+/-)	0.0663***	0.1003***	-0.0237***
R-squared		0.83	0.34	0.57	
Prob(F-value)		0.00	0.00	0.00	
표본기업 수		88,092	88,092	88,067	

- 주: 1) 2014~19년 극단치를 제외한 비금융 외감기업 대상
- 2) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 의미
- 3) 종속변수는 미래 생산성·수익성·부실위험을 측정하기 위해 t기에서 t+2기까지 값의 평균을 사용
- 4) 각 설명변수는 과거 값을 사용하기 위해 t-1기에서 t-3기까지 값의 평균을 사용. 연도별 더미 추정결과는 생략
- 5) 부동산업 및 숙박음식업을 제외한 여타 서비스업
- 6) 건설업, 전기가스공급업 등 기타 비제조업

아울러 기업신용과 기업의 미래 재무건전성 간의 관계성이 기업의 특성에 따라 달라지는지 여부를 점검하기 위해, 기업신용의 유효성 평가 모형(모형 II)에 기업의 생산성·수익성·부실위험 분위별 더미변수를 추가하여 다음과 같이 추정하였다.

[모형 IV]

$$y_{i,T} = \rho y_{i,T-1} + \sum_k \alpha_k I_k^y cr_{i,T-3} + X_{i,T-3} \beta + \mu_i + \epsilon_{i,t}$$

(T = t년 ~ t+2년 평균)

- $y_{i,T}$: 기업 i의 향후 3년 평균 생산성·수익성·부실위험
- $cr_{i,T-3}$: 기업 i의 과거 3년 평균 차입금의존도
- I_k^y : 생산성·수익성·부실위험 분위별 더미변수
- $X_{i,T-3}$: 기업 i의 과거 3년 평균 여타 설명변수
- μ_i : 기업별 고정효과

추정 결과, 기업의 생산성과 수익성이 높거나 부실위험이 낮은 기업일수록 기업신용과 기업의 미래 재무건전성 간의 긍정적 관계성이 더 크게 나타나는 것으로 분석되었다. 각 모형에서 차입금의존도 계수가 생산성과 수익성이 높은 기업일수록 양(+)의 방향으로, 부실위험이 낮은 기업일수록 음(-)의 방향으로 점차 더 커지는 것으로 추정되었다. 이는 생산성과 수익성이 높고 부실위험이 낮은 기업에 기업신용이 투입될 때 이들 기업의 미래 생산성과 수익성이 개선되거나 부실위험이 완화될 가능성이 더 높은 것으로 해석할 수 있다. 반면 생산성과 수익성이 낮거나(각 1분위) 부실위험이 높은(5분위) 기업의 경우 차입금의존도 계수가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 추정되었는데, 이는 부실기업에 대한 신용지원은 이들 기업의 미래 재무건전성을 개선시키는 데 크게 기여하지 못할 수 있음을 시사한다(표 III-4).

표 III-4. 분위별 기업신용의 유효성 평가 모형 추정¹⁾ 결과²⁾

설명변수 ⁴⁾	기대 부호	종속변수 ³⁾			
		생산성	수익성	부실위험	
전기 종속변수	(+)	0.5437***	0.4612***	0.6820***	
로그총자산	(+/-)	-1.1297***	-1.9744***	0.2515***	
평균차입이자율	(-)	-0.0056*	-0.0062**	-0.0051***	
차입금의존도	1분위(저)	(+/-)	0.0050	0.0042	-0.0314***
	2분위	(+/-)	0.0162*	0.0249**	-0.0214***
	3분위	(+/-)	0.0251***	0.0314***	-0.0186***
	4분위	(+/-)	0.0403***	0.0419***	-0.0114***
	5분위(고)	(+/-)	0.0680***	0.0748***	0.0018
R-squared		0.88	0.43	0.62	
Prob(F-value)		0.00	0.00	0.00	
표본기업 수		88,092	88,092	88,067	

- 주: 1) 2014~19년 극단치를 제외한 비금융 외감기업 대상
- 2) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 의미
- 3) 종속변수는 미래 생산성·수익성·부실위험을 측정하기 위해 t기에서 t+2기까지 값의 평균을 사용
- 4) 각 설명변수는 과거 값을 사용하기 위해 t-1기에서 t-3기까지 값의 평균을 사용. 연도별 더미 추정결과 생략
- 5) 각 모형별로 생산성·수익성·부실위험 분위기를 의미

4. 평가 및 시사점

글로벌 금융위기 이후 기업신용의 산업별 유입 현황을 보면, 부동산, 숙박음식 등의 산업에 상대적으로 많은 기업대출이 유입되었으며 최근 들어 이러한 경향이 심화되고 있어 기업신용의 효율성이 다소 저하된 것으로 분석되었다. 특히, 자산시장과의 연계성이 높은 부동산업으로 상대적으로 많은 자금이 유입되는 현상이 지속되는 경우, 부동산 기업들의 수익성을 높이거나 부실위험을 완화하는 효과는 불확실한 반면 과도한 레버리지 확대와 자산가격 급등이 동시에 발생하는 금융불균형이 보다 심화되는 등 부작용이 발생할 우려가 있다. 기업신용의 기업별 현황 분석에서도 생산성과 수익성이 낮은 기업이 상대적으로 더 많은 여신을 보유하는 등 산업별 현황 분석과 유사한 결과가 도출되었다. 아울러, 개별 기업의 재무제표를 활용한 기업별 패널분석 결과 기업신용 증감은 주로 기업의 부실위험 수준과 밀접한 관계를 가지는 것으로 나타났다.

한편, 기업신용과 기업의 미래 재무건전성 간 관계를 업종별, 기업별 생산성·수익성·부실위험 수준 등으로 구분하여 분석한 결과에 비추어 보면, 코로나19 기간중 투입된 기업신용은 단기적

으로 부실위험을 낮추는 데 효과가 있었으나²⁷⁾, 장기적으로 기업별 생산성·수익성·부실위험 수준에 따라 그 효과가 달라질 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 특히, 부실위험이 높은 기업에 대한 금융지원이 장기화되는 경우, 해당 기업의 미래 재무건전성이 개선될 가능성은 낮은 가운데 신용시장의 자연선택 기능(natural selection mechanism)²⁸⁾ 약화로 부실기업 구조조정 지연, 잠재부실 증가 등과 같은 문제는 더욱 커질 수 있다.

이상의 분석 결과로부터 다음과 같은 정책적 시사점을 도출할 수 있다. 먼저, 기업신용이 특정 부문에 과도하게 유입되는 것을 완화²⁹⁾함으로써, 금융불균형 누증 등의 문제를 해소하고 한정된 자원이 국가경제 전체 차원에서 보다 효율적으로 활용될 수 있도록 할 필요가 있다.³⁰⁾ 아울러, 기업신용 증가의 시점간 상충관계³¹⁾를 고려하여 코로나19 이후 지속되어온 기업에 대한 금융지원을 경기회복 양상 등에 따라 단계적으로 정상화함으로써, 기업신용이 금융안정 리스크를 증대시키는 요인으로 작용하지 않도록 해야 할 것이다. 다만 경기회복의 영향이 기업 부문 내에서도 업종별·규모별로 불균등하게 파급되고 있으므로, 회복이 더딘 중소기업 등에 대해서는 정책금융, 채무재조정 등을 통해 선별적 지원을 지속하되 계속사업이 어려운 한계기업

27) 편도훈·정경연(2022)은 코로나19 기간중 실시된 기업에 대한 금융지원정책은 이자부담 경감 및 유동성 지원을 통해 수혜기업의 부실위험을 낮추는 데 기여한 것으로 평가하였다.

28) Uesugi(2008)는 부실한 기업들이 더 높은 차입비용(이자율)을 지불하는 등 금융제약에 직면하면서 시장에서 자연스럽게 퇴출되는 과정을 효율적인 신용시장의 '자연선택(natural selection)' 과정으로 정의하였다.

29) 예를 들어, 부동산 부문으로의 과도한 신용 유입을 완화시키기 위해 스위스에서 도입하였던 주택담보대출(mortgage for residential real estate)에 대한 부문별 경기대응완충자본(SCCyB)을 업종별 기업대출에 적용하거나, 일부 비은행업권에서 시행중인 업종별 여신한도 규제를 확대 적용하는 등의 방안을 고려해볼 수 있다.

30) Popov(2017)는 금융과 경제성장의 관계에 대한 최신 연구들을 정리한 논문에서 금융과 경제성장 간에 비선형적 관계가 존재하며, 신용이 특정 임계수준을 과도하게 넘어서는 경우 금융이 경제성장에 기여하는 긍정적 효과가 소멸된다고 지적하였다.

31) IMF 글로벌 금융안정보고서(2021년 4월)에서도 GaR(Growth-at-Risk) 분석을 통해 코로나19 기간중 정책지원을 통한 기업신용의 급격한 증가가 단기적으로 경기둔화 위험을 완화시키는 효과가 있으나, 중기적으로는 동 위험을 높이는 시점간 상충관계(intertemporal trade-off)가 발생할 수 있음을 지적하였다.

에 대해서는 과감한 구조조정을 조속히 추진할 필요가 있다. 이에 더해, 대출 위주의 간접금융 시장에서는 자금의 회수가능성을 중시하는 금융기관의 특성상 담보제공 여력이 큰 부문으로 자금이 편중되는 한계가 있으므로, 담보 여력은 부족하나 성장잠재력이 높은 혁신기업들이 금융제약에 직면하지 않도록 이들 기업의 자본시장 접근성을 높이기 위한 노력³²⁾도 병행해야 할 것이다.

참고문헌

김자혜(2014), “경기도 예금은행의 산업별 자금배분 효율성 분석”, 한국은행 경기본부.

김중희(2018), “은행의 산업별 대출집중과 초과대출, 신용위험간의 관계 분석”, 「산업경제연구」, 제31권 제3호, 997-1029.

서정의·강정미(2005), “우리나라의 금융효율성 분석 - 기업투자자금 배분과 관련한 금융기능을 중심으로”, 「한국은행 조사통계월보」, 2005-10, 23-45.

이중화(2000), 「금융부문의 비효율성과 금융위기」, 한국금융연구원.

조하현·정승원(2008), “우리 나라 은행부문의 산업 간 자원배분 결정요인에 관한 연구: 예금은행 및 한국산업은행의 비교”, 「한국경제연구」, 제20권, 5-36.

편도훈·정경연(2021), “최근 기업부문의 부실위

험 평가 및 시사점”, 「한국은행 금융안정보고서」, 2021-12, 31-37.

편도훈·정경연(2022), “코로나19 전후 기업 금융지원정책 효과 분석”, 「한국은행 금융안정 상황」, 2022-3, 35-39.

한국생산성본부(2022), 「2021 상장기업의 부가가치 분석」

한국은행(2021), 「2020년 기업경영분석」

한국은행 조사국(2005), “외환위기 이후 금융시스템의 변화와 향후 과제”, 「한은조사연구」, 2005-8.

Bank for International Settlements (BIS) (2022), “Private Sector Debt and Financial Stability”, CGFS Papers No 67, 2022(May). Basel.

Borensztein, Eduardo and Jong-Wha Lee(2005), “Financial Reform and the Efficiency of Credit Allocation in Korea”, *The Journal of Policy Reform* 8(1): 55-68.

International Monetary Fund (IMF)(2021), “Nonfinancial Sector: Loose Financial Conditions, Rising Leverage, and Risks to Macro-Financial Stability.”, Chapter 2 in *Global Financial Stability Report*, 2021(April). Washington, DC.

Levine, Ross(2004), “Finance and Growth:

32) 기업의 자본시장 접근성을 개선하는 방안으로는 최근 정부에서 비상장기업 등의 성장에 필요한 자금을 제공하고 경영을 지원하기 위해 도입하고자 하는 기업성장집합투자기구(BDC: Business Development Company) 제도 등을 고려해볼 수 있다. 동 제도에 관한 보다 자세한 내용은 금융위원회 보도자료(2022.5.26.) 「기업성장집합투자기구 도입을 위한 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’ 개정안 국무회의 통과」를 참고하기 바란다.

Theory and Evidence.” NBER Working Paper Series 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Popov, Alexander A.(2017), “Evidence on Finance and Economic Growth.” ECB Working Paper No. 2115, European Central Bank (ECB).

Uesugi, Ichiro(2008), "Efficiency of Credit Allocation and Effectiveness of Government Credit Guarantees: Evidence from Japanese Small Businesses." Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.