

기업의 금융제약이 기업의 성장에 미치는 영향 : 전북지역을 중심으로

김민정¹⁾, 채민석²⁾

1) 원광대학교 경제학부 조교수

2) 한국은행 전북본부 기획조사팀 조사역

< 요약 >

I. 서론

II. 기업의 금융제약과 성장에 대한 기존연구

III. 실증분석 및 결과 해석

1. 지역별 기업 경기 및 자금사정 현황
2. 수도권, 비수도권, 전북지역 제조업체의 주요 지표 비교
3. 금융제약의 기업성장에 대한 영향 분석

IV. 결론 및 시사점

참고문헌

〈 요약 〉

본 연구는 통계청 기업활동조사의 데이터를 사용하여 기업의 금융제약이 기업의 성장에 미치는 영향을 분석하였다. 기업의 금융제약 변수로는 내부자금의 대용지표인 현금흐름비율을 사용하였다. 선행연구에 따르면 동 변수에 대한 추정계수가 유의미한 양(+)의 값을 갖는다면, 좋은 성장 기회가 있음에도 불구하고 이에 필요한 내부자금의 부족을 외부자금으로 충당하지 못하고 있는 상황, 즉 금융제약에 처해 있다고 해석된다. 본 연구는 기존 연구와 다르게 수도권과 비수도권, 전라북도에 위치한 기업을 구분하고, 각 지역별로 금융위기와 비(非)금융위기 기간을 구분하여 금융제약 상황을 비교하였다.

System GMM 분석 결과, 모든 지역 기업들이 금융제약에 직면하고 있음을 확인하였다. 특히 수도권보다 비수도권에서, 비수도권보다 전라북도에서 기업의 금융제약이 기업의 성장에 미치는 영향이 크게 나타났다. 즉, 전라북도 기업은 여타 비수도권 기업보다도 더 큰 금융제약에 직면하고 있었다. 이는 금융위기 시기와 비금융위기 시기 모두에서 동일하였다. 또한, 수도권과 달리 비수도권과 전라북도 지역에 위치한 기업은 금융위기 동안 금융제약이 더욱 심화된 것으로 나타났다.

이와 같은 실증분석 결과는 전북지역 기업들의 성장을 도모하기 위해서는 금융제약을 완화시키기 위한 정책적 노력이 필요하다는 점을 시사한다. 특히 비수도권 및 전북지역에서 금융제약으로 인한 성장 제한이 크게 나타난 것은 동 지역에 중소 및 중견 기업들이 집중되어 있는 현실과 관련이 있다. 따라서 이들 기업에 대한 금융 지원을 강화할 필요가 있다.

또한 글로벌 금융위기와 같은 큰 충격을 경험하면서 자금조달 측면에서 지역 중소기업의 어려움이 가중되고 있다는 점도 고려해야 한다. 수도권과 달리 비수도권 기업들에 대한 금융제약이 금융위기 기간 중에 심화되었다는 것은, 이로 인한 성장제한 측면에서 지역 간 격차가 동 기간 중에 더욱 확대되었다는 것을 의미한다.

따라서 지역 중소 및 중견 기업의 긴급한 단기 유동성 필요에 대비하고, 안정적인 중장기 자금 조달을 돕기 위해 지자체, 중소기업청 및 한국은행 등이 긴밀한 협조를 통해 정책자금 지원 방안을 모색해야 한다. 중소기업이 금융제약으로 성장에 제한을 받는 구조를 개선함으로써 동 기업들이 집중되어 있는 전라북도 등 비수도권 지역경제에 활력을 불어넣을 수 있을 것으로 기대되기 때문이다.

I. 서론

기업은 이윤추구를 목적으로 하지만 동시에 일자리를 제공하고 소득을 창출하는 생산 활동의 주체이다. 따라서 기업의 지속적인 성장은 국민경제적 관점에서도 중요한 과제이다. 특히 금융위기 이후 회복이 지연되고 있는 지역 경제를 활성화하기 위해서는 기업들의 성장을 제약하는 요인이 무엇인지 확인하고, 이를 개선하는 것이 필수적이라고 하겠다.

기업의 성장을 촉진 또는 저해하는 요인을 규명하기 위한 노력은 수많은 연구를 통해 지속되었다. 초기의 연구들은 주로 기업의 규모나 나이 등 실물 요인과 성장의 관계를 규명하는 데 주력했고 금융 요인은 고려하지 않았다. 이는 완전자본시장 하에서 기업의 자본구조와 기업의 가치는 무관하다는 Modigliani and Miller(1958)의 주장에서도 확인할 수 있다. 즉, 완전자본시장 하에서는 외부자금과 내부자금이 완전 대체재이므로, 내부자금조달과 기업의 투자 및 성장은 서로 독립적이라는 것이다.

이후 금융의 역할이 커지고 이에 대한 관심이 높아지면서, 기업의 금융제약이 성장에 미치는 영향에 대한 연구가 이어졌다. 관련 이론들도 실제 자본시장이 거래마찰 및 정보비대칭 등으로 완전하지 못하다는 점을 반영하기 시작하였다. 예를 들어 Myers and Majluf(1984)에 의하면, 현실에는 거래비용이 존재하고, 차입자와 대출자, 경영자와 주주 간의 정보비대칭 등의 문제가 있어, 내부자금조달에 비해 외부자금조달 비용이 높아지게 된다. 즉, 내부자금과 외부자금은 완전한 대체재의 관계가 성립될 수 없다. 기업은 보유현금 등 내부자금과 외부에서 차입할 수 있는 외부자금을 통하여 투자를 집행하고 이를 통해 성장한다. 자본시장이 완전할 경우에는 내부금융과 외부금융의 완전 대체적인 성격으로 인해 기업의 투자 및 성장이 내부금융 제약에 크게 좌우되지 않는다. 반면에, 자본시장이 불완전할 경우에는 기업은 투자 및 성장에 있어 상대적으로 비용이 적게 드는 내부자금을 의존하게 된다. 기업이 외부자금을 자유롭게 조달하지 못하면 성장 및 투자가 내부자금제약 여부에 영향을 받게 되어 내부자금과 기업의 성장 및 투자 간에 양의 상관관계가 나타나는데, 이는 기업이 금융제약에 직면하고 있다는 것을 의미한다.

이와 관련된 기존 국내 연구들을 보면, 금융제약이 기업의 투자에 미치는 영향에 대한 미시적인 분석과 실물 경제에 미치는 영향에 대한 거시적인 분석이 다수를 이루고 있다. 반면 기업의 성장과 금융제약의 관계에 대한 실증분석 연구가 많지 않고, 특히 미시적 연구는 거의 없는 실정이다. 이에 본 연구는 기업 레벨의 마이크로패널 데이터를 활용하여 우리나라 제조업 기업들의 성장과 금융제약을 분석함으로써, 기업의 성장을 위한 방안을 모색하는 것을 목적으로 한다.

본 논문의 분석내용을 논문 구성을 통해 살펴보면, 우선 II장에서 기업의 금융제

약과 성장에 관련된 국내 및 해외 연구사례들을 고찰한다. III장에서는 실증분석에 앞서, 지역별 기업 경기 현황을 살펴보고 실증분석에서 사용될 데이터를 수도권, 비 수도권, 전북지역으로 나누어 통계적 특징을 비교한다. 이후 실증분석에서는, 지역별로 기업의 특성과 기업의 성장에 금융제약이 얼마나 영향을 미쳤는지를 분석한다. 또한, 글로벌 금융위기 기간과 비금융위기 기간을 구분하여 동 영향을 비교·분석한다. 마지막으로 IV장에서는 분석결과들을 정리하고 이러한 분석결과를 기초로 하여 전라북도 내 기업의 성장과 지역경제 활성화에 기여할 수 있는 정책적 시사점을 제시한다.

II. 기업의 금융제약과 성장에 대한 기존연구

기업의 금융제약과 성장간의 관계에 대한 연구는 금융제약과 기업 투자간의 관계에 대한 연구에서 출발하였다고 볼 수 있다. 이와 같은 연구들 중 대부분은 자금조달순위이론(pecking order theory)을 기반으로 하고 있다. 이에 따르면 기업은 정보 불균형에 따른 자본시장의 불완전성으로 인해 금융제약에 처하게 되기 때문에, 외부자금보다는 내부자금을 선호하고, 외부자금을 조달할 때에는 단기부채의 발행, 장기부채의 발행, 주식의 발행 순으로 자금을 조달한다. Fazzari 등(1988)은 이와 같은 조달순위이론을 활용하여 금융제약에 처한 기업의 경우 투자가 내부자금의 대응지표인 현금흐름¹⁾에 민감하게 반응한다는 것을 이론적으로 보였으며, 실증 분석을 통해서 이를 뒷받침하였다. 이에 따르면 외부자금 조달에 어려움이 없는 기업은 좋은 투자기회가 있는 경우 내부자금이 부족하면 외부자금을 조달해서라도 자금을 투입할 것이므로 투자가 내부자금의 증감에 영향을 받지 않아야 한다. 반대로 어떤 기업의 투자가 내부자금의 증감에 영향을 받고 있다면, 좋은 투자 기회가 있음에도 불구하고 내부자금의 부족을 외부자금으로 충당할 수 없어서 충분히 투자하지 못하고 있다는 것을 의미한다. 이 경우 동 기업이 금융제약에 처해있다고 볼 수 있다. Carpenter and Petersen(2002)은 이를 바탕으로 현금흐름에 대한 투자의 민감도 대신 성장의 민감도를 분석함으로써 금융제약이 기업의 성장에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 즉, ‘기업의 성장이 현금흐름 증가에 민감하게 반응하는 상황’이 존재함을 확인함으로써, 기업이 금융제약으로 인해 충분히 성장하고 있지 못함을 보이고자 한 것이다. 동 연구는 미국 내 소규모 상장기업이 성장의 현금흐름에 대한

1) 일반적으로 영업활동현금흐름(이하 ‘현금흐름’)을 의미한다. 이는 ‘당기순이익+현금유출이 없는 비용-현금유입이 없는 수익+영업활동 관련 자산 및 부채의 변동’으로 정의된다. 즉, 이는 기업 내부의 실제 자금사정과 유동성을 나타내기 때문에 기업 내부자금의 대응지표로 흔히 사용된다. 다만, 개별 기업의 현금흐름표 없이는 엄밀한 의미의 현금흐름을 산출하기 어려운 점 등을 감안하여 대부분의 연구에서는 목적에 따라 이를 보다 간략히 정의·산출하여 적용하고 있다.

민감도가 크다는 것을 보이고 동 기업군에 대한 금융제약이 크다고 주장하였다. 또한 Wagenvoort(2003)도 EU 국가들을 대상으로 실시한 비슷한 실증 분석 결과를 바탕으로 유사한 주장을 하였다. 그리고 이는 낮은 금융접근성이 중소기업 운영에 있어 가장 큰 어려움으로 나타난 서베이 결과를 지지한다고 언급하였다. Oliveira and Fortunato(2006)도 이들 연구를 계승하여 1990~2001년중 포르투갈 제조기업들을 대상으로 동적패널데이터 모형을 추정하였는데²⁾, 소기업 및 신생기업의 성장이 현금흐름에 대한 민감도가 큰 것으로 나타났다. 한편 아시아에서는 Honjo(2006) 등이 일본 제조기업들을 대상으로 한 분석에서 신생 중소기업들의 성장률이 현금흐름에 영향을 받는다는 것을 보였다.

국내에서는 김미형(2003) 등이 기업투자의 현금흐름에 대한 민감도를 활용하여 금융제약에 관한 연구를 진행하였으나, 기업 성장의 현금흐름에 대한 민감도에 대해서는 김용환 등(2008)을 제외하고는 거의 이루어지지 않았다. 김용환 등은 제조업 상장기업 자료를 바탕으로 금융제약 변수를 포함하는 기업성장모형을 설정하고, Oliveira and Fortunato와 마찬가지로 시스템 GMM을 활용하여 분석하였다. 그 결과 기업성장에 대한 현금흐름 비율의 추정계수가 양의 값을 갖는 것으로 나타나, 분석 대상 기업들이 금융제약에 직면하고 있는 것으로 보았다. 특히 이와 같은 제약은 중소기업과 젊은 기업의 성장에 유의미하게 큰 영향을 주고 있으며, GDP대비 유동성 비율 및 주식시장 규모 등으로 측정된 금융시장 발전도의 증가는 금융제약을 완화시켜 이들 기업의 성장을 촉진시킬 수 있다고 주장하였다.

한편 위와는 다소 다른 접근방법을 통해 금융제약과 기업성장간의 관계에 대해 분석한 연구도 있다. Ayyagari 등(2006)은 DAG(directed acyclic graph)와 회귀분석을 통해 기업 성장 제약 요인을 확인하고자 하였다. 동 연구는 WBES(World Business Environment Survey)의 설문 결과를 활용하였으며, 제약요인으로 언급되었던 10개의 요인 중 범죄 및 정책 불안정성과 함께 금융부문의 장애가 기업의 성장을 유의미하게 저해하는 것으로 나타났다. Musso and Schiavo(2008)는 기업의 크기, 수익성, 유동성 등 7가지 지표를 합성하여 금융제약 변수를 만들고 동 변수와 기업의 성장 및 존속 가능성의 관계를 살펴보았다. 회귀분석 결과 프랑스 기업들은 금융제약이 클수록 존속 가능성이 낮아지고 생산, 고용, 자본 등으로 측정된 성장도 저해되는 것으로 나타났다. 국내에서는 이창근·김의준(2010)이 금융부문을 포함하는 내생적 성장 모델 하에서 기업성장의 요인분석을 통해 금융부문의 충격이 기업성장에 미치는 영향을 확인하였다. 그 결과 특히 비수도권지역 중소기업의 성장에 있어 단기차입금의 이자 부담 등이 장애요소로 작용한다고 판단하였다. 신동령(2014)은 유동성제약이 큰 기업 그룹이 그렇지 않은 그룹보다 성장률이 낮다고 주장하였다. 보다 구체적으로 동 연구에서는 기업규모가 클수록, 배당금을 지급할수록, 재벌기업에 속할

2) 동적 패널모형에서 발생하기 쉬운 변수의 내생성과 이질성 문제를 해결하기 위해 시스템 GMM을 활용하였다.

수록, 신용등급이 부여될수록 유동성제약이 낮은 것으로 전제한 뒤, 동 그룹에 속한 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해 종업원증가율, 자산증가율, 매출증가율로 측정된 성장률이 유의미하게 높다는 결과를 보임으로써 유동성제약, 즉 금융제약이 클수록 기업의 성장이 저해된다고 주장하였다. 또한 내부자금조달이 기업에 미치는 영향이 유동성제약이 큰 기업 그룹에서 더 높은 것으로 나타났는데, 이는 동 기업들의 성장을 위해서는 유동성제약의 해소가 필수적이라는 것을 의미한다.

III. 실증분석 및 결과 해석

본 연구는 실증 분석을 위해 2006-2013년의 통계청 기업활동조사³⁾ 중 제조업에 해당하는 기업체를 표본으로 한 불균형패널(unbalanced panel) 자료를 사용한다. 모델 추정에 있어서는 기존의 선행연구를 바탕으로 한 기업성장모형을 기초해서 system GMM(Generalized Method of Moments) 분석방법을 이용한다. 우선 실증 분석 추정에 앞서, 지역별 기업 경기 및 자금사정 현황을 살펴보고, 본 연구의 실증 분석에서 사용될 주요 변수들의 특징을 시기별, 지역별로 살펴본다.

1. 지역별 기업 경기 및 자금사정 현황

실증 분석에 앞서 지역별 기업경기실사지수와 지역별 부도율을 통해 지역별 기업 경기 및 자금사정을 살펴보고자 한다. 먼저 지역별로 기업 경기를 확인하기 위해 한국은행이 조사한 제조업 업황 기업경기실사지수⁴⁾를 보면, 2015년 1~8월 평균 기준으로 12개 지역⁵⁾ 중에서 부산과 제주가 81로 가장 높게 나타났다. 전라북도는 64로 전국 수준(73)을 하회하고 경남과 대구·경북에 이어 세 번째로 낮은 수준을 보여, 여타 지역에 비해 상대적으로 더욱 침체되어 있는 것으로 보인다. 또한 전라북도 제조업 업황 기업경기실사지수의 경우 금융위기의 여파가 다소 해소된 2010년 96을 기록한 이후 최근까지 하락세를 지속하고 있어, 지역 내 기업의 어려움이 장기간

3) 기업활동조사는 2006년 이후 조사가 시작되어, 국내에서 산업 활동을 수행하고 있는 회사법인 중 상용근로자 50인 이상이며, 자본금 3억원 이상인 약 12,000-13,000개의 기업체를 매년 전수조사한다. 기업활동조사표는 두가지로 구성되어 있는데 기업활동조사표1은 조사원이 방문하여 기업의 일반사항, 기업내 조직 및 종사자수, 유·무형자산, 관계회사 사항, 국내의 기업간거래, 기업의 경영방향 등에 대해 조사한다. 기업활동조사표2는 행정자료(국세청법인세, 부가가치세)로 대체되는데 기업의 재무구조(자산, 부채, 자본), 사업내용(경영실적, 비용내역, 매출), 자본금(출자금) 등에 대해 조사한다.

4) 한국은행의 기업경기실사지수(Business Survey Index : BSI)는 기업가의 현재 기업경영상황에 대한 판단과 향후 전망을 조사하여 경기 동향을 파악하고 경기를 전망하기 위해 작성됨. BSI가 기준치인 100인 경우 긍정적인 응답업체수와 부정적인 응답업체수가 같음을 의미하며, 100이상인 경우에는 긍정응답 업체수가 부정응답 업체수보다 많음을, 100이하인 경우에는 그 반대임을 나타낸다.

5) 17개 광역자치체 중에서 서울, 세종시는 제외하고 대전과 충남, 대구와 경북, 광주와 전남을 하나로 묶은 12개 지역을 지칭한다.

지속되고 있다고 볼 수 있다.

제조업 매출 기업경기실사지수를 통해 살펴본 지역별 기업 경기 상황도 이와 크게 다르지 않다. 2015년 1~8월 평균 기준으로 부산, 강원, 제주 등이 가장 높은 수준이었으며, 전라북도는 77을 기록하여 전국 수준(84)을 하회하고 12개 지역 중에서 대구·경북, 경남, 인천에 이어 네 번째로 낮은 수준이었다. 또한 장기적으로도 2011년 이후 최근까지 전반적인 하락세를 지속하고 있는 것으로 보인다.

<표 1> 제조업 업황 기업경기실사지수

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
부산	79	85	75	73	91	92	80	83	80	82
대구 경북	73	79	72	70	99	89	72	70	71	63
광주 전남	74	89	73	78	94	86	73	70	71	70
전북	87	87	71	79	96	89	76	74	71	64
대전 충남	82	85	77	73	97	88	78	80	77	74
충북	78	78	70	76	97	85	80	81	77	72
강원	74	80	68	67	74	74	71	73	74	76
인천	82	83	72	70	96	87	74	68	72	68
제주	61	73	61	70	80	85	82	74	77	81
경기	85	80	68	72	95	87	81	74	74	67
경남	84	89	80	71	92	93	77	75	64	61
울산	87	96	86	79	96	93	80	82	75	70
전국	83	86	75	74	97	90	76	76	76	73

주 : 기업경기실사지수 제조업 업황 기준. 연중 월평균 기준(단, 2015년은 1~8월 평균 기준).

자료 : 한국은행

<표 2> 제조업 매출 기업경기실사지수

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
부산	95	97	91	76	103	98	87	82	87	95
대구 경북	87	91	89	76	99	109	83	85	80	71
광주 전남	100	108	104	82	98	105	82	78	83	82
전북	98	103	92	86	105	108	87	83	85	77
대전 충남	96	103	98	82	101	110	94	93	86	84
충북	95	94	95	86	95	110	93	90	81	80
강원	84	87	71	69	84	79	83	85	87	89
인천	97	98	94	77	101	111	83	78	84	76
제주	73	84	80	80	102	90	89	81	86	87
경기	104	102	90	84	103	112	94	92	84	80
경남	101	102	104	82	108	108	85	68	72	73
울산	106	113	103	80	105	109	85	87	81	82
전국	102	104	99	82	111	103	88	86	87	84

주 : 기업경기실사지수 제조업 매출 실적 기준. 연중 월평균 기준(단, 2015년은 1~8월 평균 기준).

자료 : 한국은행

한편, 지역별 기업의 자금사정을 알아보기 위해서는 한국은행에서 제공하는 지역별 어음부도율을 살펴보았다. 2015년 1~7월 평균 기준으로 경기, 충남, 부산 등의 어음부도율이 높게 나타났다. 전라북도의 어음부도율은 2013년에는 0.68%로 전국 16개 시·도중 가장 높았으며 이후 다소 하락하는 추세를 보이고 있으나, 2014년에는 0.52%로 전국에서 세 번째, 2015년 1~7월중에는 0.23%로 전국에서 여섯 번째로 높은 수준을 보이고 전국 평균(2013년 0.14%, 2014년 0.19%, 2015년 1~7월 0.22%)을 지속적으로 상회하고 있다. 최근 기업간 상거래에 있어 어음결제 비중이 지속적으로 하락하면서 기업자금사정 지표로서 어음부도율의 유용성이 다소 낮아졌다고는 하나, 이를 전라북도 지역 내 기업이 여타 지역 내 기업에 비해 상대적으로 자금사정이 좋지 않다고 해석하는 데는 무리가 없을 것으로 보인다.

<표 3> 지역별 어음부도율

(%)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
서울	0.07	0.06	0.11	0.10	0.12	0.08	0.09	0.12	0.15	0.18
부산	0.43	0.55	0.86	0.51	0.74	0.23	0.43	0.54	0.21	0.37
대구	0.38	0.43	0.57	0.43	0.34	0.35	0.24	0.20	0.40	0.22
인천	0.25	0.41	0.33	0.36	0.39	0.20	0.27	0.46	0.40	0.28
광주	0.55	0.57	0.83	0.79	0.56	1.04	0.60	0.48	0.20	0.13
대전	0.17	0.32	0.36	0.25	0.19	1.97	0.27	0.15	0.20	0.06
울산	0.13	0.13	0.15	0.37	0.14	0.10	0.32	0.12	0.10	0.10
경기	0.30	0.41	0.36	0.88	0.27	0.19	0.32	0.17	0.44	0.51
강원	0.28	0.16	0.20	0.17	1.71	0.23	0.75	0.44	4.92	0.20
충북	0.21	0.52	0.54	0.45	0.43	0.30	0.35	0.16	0.31	0.19
충남	0.20	0.29	0.66	0.31	0.17	0.29	0.38	0.26	0.94	0.43
전북	0.45	0.94	0.65	0.45	0.47	0.22	0.23	0.68	0.52	0.23
전남	0.32	0.27	0.32	0.24	0.14	0.15	0.31	0.12	0.16	0.13
경북	0.17	0.30	0.27	0.41	0.47	0.19	0.24	0.21	0.26	0.33
경남	0.40	0.56	1.07	0.63	0.36	0.32	0.43	0.47	0.33	0.17
제주	0.22	0.48	0.53	0.34	0.28	0.18	0.20	0.29	0.10	0.22
전국	0.11	0.11	0.15	0.14	0.15	0.11	0.12	0.14	0.19	0.20

주 : 연중 월평균 기준(단, 2015년은 1~7월 평균 기준).

자료 : 한국은행

2. 수도권, 비수도권, 전북지역 제조업체의 주요 지표 비교

통계청이 2006-2013년중 실시한 기업활동조사 결과를 활용하여 수도권, 비수도권, 그리고 전북지역의 제조업체와 관련한 주요 지표들을 비교해 본 결과는 다음과 같다. 먼저 지역별 기업의 평균 총자산 규모를 살펴보면, 수도권 기업이 비수도권 보다 크고, 전북 기업은 비수도권에 비해서도 작은 상황이 지속되고 있는 것으로 나타났다. 이는 수도권에 대기업이 집중되어 있는 현실에 비추어 볼 때, 일반적으로 예상할 수 있는 결과라 할 수 있다. 하지만, 자산의 증가 속도도 수도권 기업이 비수도권 및 전북 기업보다 빠르다는 점에 주목할 필요가 있다. 시간이 갈수록 모든 지역에서 기업의 자산 규모가 증가하고 있는 가운데, 수도권과 비수도권 기업 간의 차이도 커지면서, 지역별로 기업 자산 규모의 양극화가 심화되고 있기 때문이다. 보다 구체적으로 금융위기 이전에는 비수도권 및 전북 기업의 평균 자산 규모가 수도권 기업의 46% 및 27% 수준이었으나, 금융위기 이후에는 동 비율이 39% 및 25%로 하락하였다. 다만, 전북의 경우 비수도권 기업에 비해서는 자산 증가속도가 빨랐다. 이로 인해 비수도권 기업 대비 전북 기업의 자산 규모는 금융위기 이전 59%에서 금융위기 이후 63%로 다소 상승하였다.

<표 4> 지역별 기업의 평균 자산

(백만 원)

	금융위기 이전 (2006-2007)	금융위기 (2008-2009)	금융위기 이후 (2010-2013)
수도권	162,296	226,887	306,731
비수도권	74,902	102,090	119,740
전라북도	43,842	62,390	75,866

자료 : 통계청의 기업활동조사 마이크로데이터

다음으로 지역별 기업의 평균 근로자 수를 살펴보면, 자산 규모와 마찬가지로 수도권이 비수도권보다 많았으며, 전북 기업은 이보다 적은 것으로 나타났다. 또한 모든 지역에서 근로자 수는 증가 추세를 보이는 가운데, 그 속도 역시 수도권 기업이 비수도권 및 전북 기업보다 빨랐다. 그 결과 수도권 대비 비수도권 및 전북 기업의 평균 근로자 수 비율은 금융위기 이전 59% 및 50%에서 금융위기 이후 54% 및 47%로 하락하였다. 이는 자산 규모와 마찬가지로 근로자 수 측면에서도 수도권과 비수도권 간의 격차가 확대되고 있다는 것을 의미한다. 한편, 전북 기업의 평균 근로자 수는 비수도권 기업에 비해서는 다소 빠르게 증가하였다. 이에 따라 비수도권 대비 전북 기업의 근로자 수는 금융위기 이전 85%에서 금융위기 이후 87%로 소폭 상승하였다.

<표 5> 지역별 기업의 평균 근로자수

(명)

	금융위기 이전 (2006-2007)	금융위기 (2008-2009)	금융위기 이후 (2010-2013)
수도권	315	335	373
비수도권	187	191	202
전라북도	159	163	176

자료 : 통계청의 기업활동조사 마이크로데이터

지역별 기업의 금융 관련 변수들 중 먼저 유동성 관련 지표로 유동비율을 살펴 보았다. 유동자산을 유동부채로 나눈 유동비율은 기업이 보유하는 지급능력을 나타내므로 이 지표가 클수록 재무 유동성이 커 그 만큼 기업의 단기부채 상환능력이 양호하다고 볼 수 있다. 지역별로 보면 수도권 기업의 평균 유동비율이 비수도권 기업보다 높고, 전북은 비수도권 기업보다도 낮은 것으로 나타났다. 시계열을 보면 모든 지역에서 유동비율이 상승하여 단기부채 상환능력이 개선되고 있는 것으로 나타났다. 그러나 그 개선 속도는 전북, 수도권, 비수도권 기업의 순으로 나타나 지역별로 차이를 보였다. 이에 따라 수도권과 비수도권 기업 간의 유동비율 격차는 금융위기 이전 18%p에서 금융위기 이후 23%p로 다소 확대되었다. 반면 전북 기업의 경우 유동비율이 금융위기 이전에는 수도권 및 비수도권 기업 대비 42%p 및 23%p 낮았으나, 금융위기 이후에는 그 격차가 30%p 및 7%p로 축소되었다. 따라서 전북 기업 재무 유동성의 경우 절대적인 수준은 여전히 수도권 및 비수도권 보다 낮음에도 불구하고, 그 개선 속도가 빠르다는 점은 긍정적으로 보인다.

둘째로 세전·이자 지급전이익(EBITDA)을 살펴보면, 수도권 기업이 비수도권보다 크고 전북 기업은 비수도권보다도 작은 상황이 지속되고 있는 것으로 나타났다. 또한 모든 지역에서 시간이 지날수록 이익이 증가하고 있는 것으로 나타났는데, 그 증가속도는 지역별로 다소 차이를 보였다. 보다 구체적으로 수도권 기업의 이익 증가세가 비수도권보다 빠른 가운데, 전북 기업은 수도권 기업과 비슷한 수준의 증가세를 보였다. 이에 따라 비수도권의 EBITDA는 금융위기 이전에는 수도권의 45% 수준에서 금융위기 이후 32% 수준까지 하락하였다. 이는 기업의 수익 창출 능력의 지역간 차이가 금융위기를 겪으면서 더욱 확대된 결과로 볼 수 있다. 다만 전북 기업의 EBITDA는 금융위기 전 후 모두 수도권 기업의 24% 수준을 보였으며, 비수도권 기업에 비해서는 금융위기 이전 52% 수준에서 74%로 상승하였다.

셋째로 현금흐름비율⁶⁾을 살펴보면, 수도권 기업의 현금흐름이 비수도권 기업의

6) 현금흐름(엄밀히는 영업현금흐름)은 '당기순이익+현금유출이 없는 비용-현금유입이 없는 수익+영업활동 관련 자산 및 부채의 변동'으로 정의되나, 개별 기업의 현금흐름표 없이는 이를 엄밀히 산출하기 어려운 점 등을 감안하여 대부분의 연구에서는 목적에 따라 현금흐름을 보다 간략히 정의·산출하는 것이 일반적이다. 이에 본고에서도 현금지출이

현금흐름보다 낮게 나타났다. 이는 수도권에 대기업이 집중되어 있고 비수도권에 중소기업이 집중되어 있기 때문으로 볼 수 있다. 한국신용평가정보(주)의 KIS-Line에서 제공한 기업의 재무제표를 사용한 김용환 외(2008) 논문에서 대기업의 현금흐름이 중소기업의 현금흐름보다 낮게 나타났는데, 본 연구에서 사용한 통계청의 기업활동조사 자료에서도 같은 특징을 나타내고 있다. 한편, 전북의 현금흐름비율은 비수도권과 대체로 비슷한 수준이었다.

마지막으로 타인자본의 의존도를 나타내는 부채비율을 살펴보면, 금융위기 이후 기준으로 지역별 평균 부채비율은 수도권이 54.6%, 비수도권이 58.9%, 전라북도가 61.8%로 나타났다. 즉, 수도권 기업에 비해 비수도권 기업이, 그리고 그 중에서도 전라북도 기업의 평균 부채비율이 높았다. 이는 비수도권에 주로 위치한 중소기업들이 수도권에 주로 위치한 대기업에 비해 상대적으로 은행 대출 등 간접금융에 대한 의존도가 높기 때문으로 보인다. 한편, 금융위기 이후 디레버리징이 진행되면서 모든 지역에서 부채비율이 하락하는 가운데, 그 하락폭은 전북 기업이 수도권 및 비수도권 기업에 비해 큰 것으로 나타났다. 보다 구체적으로 전북 기업의 부채비율은 금융위기 이전에는 수도권 및 비수도권 기업에 비해 각각 13%p 및 9%p 높았으나, 금융위기 이후에는 7%p 및 3%p 높았다. 이는 자산 건전성 측면에서는 긍정적으로 해석할 수 있지만, 외부 자금에 대한 접근성 측면에서는 전북 기업의 어려움이 가중되고 있는 것으로 볼 수도 있다. 즉, 상대적으로 간접금융에 대한 의존도가 높은 전북의 중소기업들이 금융위기 이후 디레버리징의 영향을 보다 크게 받게 되고, 이로 인해 외부 자금조달이 더욱 어려워지면서 부채비율의 감소로 이어진 것일 가능성이 있다는 것이다.

이러한 다양한 기업의 금융변수를 종합해보면, 수도권 기업의 금융여건이 비수도권 기업보다 양호하고, 전라북도 기업은 비수도권 기업보다도 상대적으로 어려운 금융여건에 처해있는 것으로 볼 수 있다.

없는 비용의 대표 항목인 감가상각만을 고려하여 ‘당기순이익+감가각비’를 현금흐름으로, 이를 총자산으로 나눈 것을 ‘현금흐름비율’로 각각 정의하였다.

<표 6> 지역별 기업의 금융 변수

		금융위기 이전 (2006-2007)	금융위기 (2008-2009)	금융위기 이후 (2010-2013)
유동비율 (current ratio)	수도권	1.8488	1.8824	1.9629
	비수도권	1.6654	1.6866	1.7332
	전라북도	1.4305	1.7065	1.6599
세전·이자 지급전이익 (EBITDA) (단위 :백만원)	수도권	20,859	23,792	35,972
	비수도권	9,467	9,824	11,486
	전라북도	4,914	6,426	8,482
현금흐름비율 (Cash flow ratio)	수도권	0.0553	0.0448	0.0589
	비수도권	0.0707	0.0620	0.0702
	전라북도	0.0750	0.0749	0.0638
부채비율 (Debt/Asset ratio)	수도권	0.5829	0.5574	0.5461
	비수도권	0.6224	0.6091	0.5889
	전라북도	0.7089	0.6540	0.6178

주 : 1) 유동비율=유동자산/유동부채
 2) 세전·이자 지급전이익=영업이익+순금융비용+감가상각비
 3) 현금흐름비율=(당기순이익+감가상각비)/자산
 4) 부채비율=부채/자산
 자료 : 통계청의 기업활동조사 마이크로데이터

3. 금융제약의 기업성장에 대한 영향 분석

가. 모형 및 추정방법

본 연구에서는, Oliveira and Fortunato(2006)와 김용환 외(2008)의 금융제약과 기업성장에 관한 모형을 참고하여 다음과 같은 모형을 추정하였다. 금융제약변수로는 현금흐름비율을 사용한다. 동 방법론에 따르면, 외부자금 조달에 어려움이 없는 기업은 좋은 성장기회가 있는 경우 내부자금의 대용지표인 현금흐름이 부족하면 외부자금을 조달해 서라도 자금을 투입할 것이므로 성장이 현금흐름의 증감에 영향을 받지 않아야 한다. 반대로 기업의 성장이 현금흐름의 증감에 영향을 받고 있다면, 다시 말해서 현금흐름비율의 계수가 유의미한 양(+)의 값을 갖는다면, 좋은 성장 기회가 있음에도 불구하고 현금흐름의 부족을 외 부자금으로 충당할 수 없어서 충분히 성장하지 못하고 있다는 것을 의미하므로, 동 기업은 금 융제약에 처해있다고 볼 수 있다. 다만, 개별 기업의 현금흐름표 없이는 엄밀한 의미의 현 금흐름을 산출하기 어려운 점 등을 이유로 대부분의 선행 연구들이 목적에 따라 현금흐 름을 보다 간략히 정의·산출하여 적용하고 있다. 본 분석에서도 ‘당기순이익+감가각 비’를 현금흐름으로, 이를 총자산으로 나눈 것을 ‘현금흐름비율’로 각각 정의하였다. 한편, 일반적으로 기업성장 실증분석에서는 근로자수, 매출액, 자산 등을 기준으로 증가율을 산출하여 기업성장률 지표로 활용하고 있는데, 본 연구에서는 Carpenter

an Petersen(2002), Oliveira and Fortunato(2006), 김용환 외(2008)의 논문의 모형을 참고하여 기업의 성장 지표로 자산증가율을 사용하기로 한다. 이 경우 기업 투자의 대응지표인 고정투자자산 뿐만 아니라 매출채권 및 재고투자자산 등 기업의 영업활동 및 성장에 중요한 영향을 미치는 여타 자산들도 포함할 수 있다는 장점이 있다.(Carpenter an Petersen, 2002) 또한, 기업의 자산증가율에 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상되는 전기의 자산증가율, 근로자 수, 기업의 나이 등을 통제변수로 모형에 포함시켰다.⁷⁾

우선 식 (1)의 모형을 이용해서 수도권, 비수도권, 전라북도 지역의 데이터를 각각 나누어 추정한다. 여기서 $Asset\ growth\ rate_{ijt}$ 는 j지역에 위치한 i기업의 t연도 자산증가율이며, $\ln(employess)_{ijt-1}$ 은 j지역에 위치한 i기업의 t-1연도 근로자 수의 로그값, $\ln(age)_{ijt-1}$ 은 j지역에 위치한 i기업의 t-1연도 나이의 로그값을 각각 의미한다. $financial\ constraint_{ijt}$ 는 j지역에 위치한 i기업의 t연도 금융제약변수인 현금흐름 비율이다. 그리고 고정효과를 고려하기 위해 개별기업효과를 나타내는 θ_i 와 시간효과를 나타내는 Γ_t 를 모형에 포함하였다.

$$\begin{aligned} Asset\ growth\ rate_{ijt} &= \alpha_1 Asset\ growth\ rate_{ijt-1} + \alpha_2 \ln(employee)_{ijt-1} + \alpha_3 \ln(age)_{ijt-1} \\ &+ \alpha_4 financial\ constraint_{ijt} + \theta_i + \Gamma_t + \epsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (1)$$

또한, 데이터가 글로벌 금융위기 시기를 포함하고 있음에 따라서 식(2)의 모형을 이용해서 금융제약이 기업의 성장에 미친 영향을 나타내는 추정계수를 금융위기 시기와 비금융위기 시기로 나누어 각각 추정한다. 동 식에서 $crisis$ 는 글로벌 금융위기 기간으로 정의된 2008년~2009년 중에는 1의 값을, 비금융위기 기간인 나머지 년도에는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 따라서 식(2)에서 추정계수 α_4 는 글로벌 금융위기가 아닌 기간에 금융제약이 기업의 성장에 미친 영향을 추정한 계수이고, α_5 는 글로벌 금융위기 기간에 금융제약이 기업의 성장에 미친 영향을 추정한 계수가 된다.

$$\begin{aligned} Asset\ growth\ rate_{ijt} &= \alpha_1 Asset\ growth\ rate_{ijt-1} + \alpha_2 \ln(employee)_{ijt-1} + \alpha_3 \ln(age)_{ijt-1} \\ &+ \alpha_4 financial\ constraint_{ijt} * (1 - crisis) + \alpha_5 financial\ constraint_{ijt} * crisis \\ &+ \theta_i + \Gamma_t + \epsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (2)$$

7) 김용환 외(2008) 등 국내외 선행연구결과를 볼 때 일반적으로 당기의 자산 증가율과 전기의 자산 증가율은 양(+)의 관계를, 근로자 수 및 기업의 나이는 음(-)의 관계를 나타낼 것으로 예상된다.

위 모델을 합동최소자승법(Pooled OLS)을 이용해서 추정할 경우 잔차가 미관측 기업특수요소(unobserved firm-specific factors) 고정효과를 포함하고 있기 때문에 추정계수에 편의(bias)가 발생할 수 있다. 또한, 고정효과 모형(fixed effect model)을 이용할 경우 시차 종속변수가 독립변수에 포함되어 오차항과 상관관계를 가지기 때문에 내생성(endogeneity)의 문제가 발생하고, 이는 계수 추정치에 동태패널 편의(dynamic panel bias)를 초래하게 된다.(Nickell 1981, Bond 2002) 이러한 문제점을 해결하기 위해 Arellano-Bond(1991)가 제안한 동태적 패널 데이터의 일반화 적률 추정 모형(Dynamic model from panel data by the generalized method of moments)은 내생성(endogeneity)과 기업 간의 이질성(heterogeneity)을 고려함으로써 일치추정량(consistent estimator)을 얻을 수 있다는 장점이 있다. 하지만, Arellano and Bond(1991)는 1차 차분을 통하여 기업특수요소를 제거한 동태패널자료모형을 사용하여 일반화적률법(General Method of Moment) 추정치를 도출하기 때문에, 차분만을 도구변수로 이용하고 있다는 문제점이 있다(Arellano and Bover 1995, Blundell and Bond 1998). 이러한 문제를 해결하기 위해 Blundell and Bond(1998)는 수준방정식과 차분방정식을 결합하여 수준 회귀 방정식에는 설명변수의 차분시차변수를 도구변수로 이용하고, 차분방정식에서는 설명변수의 수준시차변수를 도구변수로 이용하는 System GMM을 제안했는데, 이 방법은 독립변수의 내생성의 문제를 해결하는데 효과적이며 일치추정량(consistent estimator)을 제공한다. 이 추정 방법의 타당성을 검토하기 위해서 AR 검정을 통해 오차항이 독립적인지 여부를 확인 할 수 있고, Hansen 검정을 통해 도구변수가 적절히 선택되었는지 알 수 있다. 또한, System GMM은 짧은 시계열로 구성되고 기업의 표본수가 많은 데이터를 활용하여 추정하기에 적합한데, 본 연구에서 사용된 패널 데이터도 이러한 특징을 가지고 있음을 고려하여 동 추정 방법을 사용하였다.

나. 자료 및 요약 통계량

본 연구에서는 통계청이 2006-2013년중 실시한 기업활동조사의 기업레벨 마이크로 데이터 중 제조업에 해당하는 기업체를 추출한 불균형패널(unbalanced panel) 자료를 사용한다. 모형에 사용될 변수들의 요약 통계량을 수도권, 비수도권, 전라북도 지역으로 나누어 살펴보면 <표7>과 같다. 우선 지역별 기업체의 평균 나이는 수도권에 위치한 기업이 25년, 비수도권이 22년, 전라북도는 20년으로 나타났다. 근로자수를 살펴보면, 대기업이 많이 위치하고 있는 수도권 기업의 평균 근로자수가 348명에 달한 반면, 비수도권 기업의 평균 근로자수는 이보다 적은 196명 수준이었다. 전라북도 지역에 위치한 기업의 평균 근로자수는 169명으로 수도권 및 비수도권 기업의 평균 근로자수 보다 다소 적었다. 또한 기업의 평균 총자산도 수도권 기업이

2,491억원으로 비수도권 기업의 1,044억원보다 컸으며, 전라북도 기업은 이보다 작은 652억원이었다. 한편 현금흐름비율은 수도권이 0.0528, 비수도권이 0.0684, 전라북도는 0.0691로 나타나 수도권의 현금흐름비율이 비수도권보다 낮게 나타났는데, 이는 김용환 외(2008) 논문에서 대기업을 중소기업보다 낮게 나타난 특성과 일치한다. 즉, 이 역시 대기업을 수도권에 집중된 반면, 중소기업은 비수도권에 분포하고 있는 데 주로 기인한다고 볼 수 있다.

<표 7> 요약 통계량

(년, 명, 백만원)

지역	변수	관측치 개수	평균	표준편차
수도권	나이 (age)	25378	25	12.93
	근로자수 (employee)	25378	348	2291.3
	자산증가율 (asset growth rate)	20549	0.0829	0.2327
	총자산 (total asset)	25378	249120	2426349
	현금흐름비율 (cash flow ratio)	25378	0.0528	0.2124
비수도권	나이 (age)	21560	22	11.09
	근로자수 (employee)	21560	196	611.5
	자산증가율 (asset growth rate)	17465	0.0864	0.2227
	총자산 (total asset)	21560	104403	748310
	현금흐름비율 (cash flow ratio)	21560	0.0684	0.1764
전라북도	나이 (age)	969	20	9.88
	근로자수 (employee)	969	169	272.4
	자산증가율 (asset growth rate)	782	0.0843	0.2227
	총자산 (total asset)	969	65223	230091
	현금흐름비율 (cash flow ratio)	969	0.0691	0.1615

자료 : 통계청의 기업활동조사 마이크로데이터

다. 실증분석 결과

먼저 각 지역별로 금융위기와 비금융위기 기간을 구분하지 않고 추정한 결과를 살펴보면, 수도권, 비수도권 그리고 전라북도 모든 지역에서 금융제약 변수에 대한 계수가 유의미한 것으로 나타나 금융제약이 성장을 저해하고 있는 것으로 나타났

다. 기업의 내부금융이 성장에 미치는 영향을 나타내는 동 추정계수의 크기를 살펴 보면, 비수도권이 0.7858로 수도권인 0.6791 보다 크게 나타났고, 전라북도는 비수도권보다 높은 0.8101로 나타났다. 이는 수도권에 위치한 기업보다 비수도권에 위치한 기업이, 그리고 그 중에서도 전라북도에 위치한 기업이 상대적으로 더 큰 금융제약에 직면하고 있으며, 이로 인해 성장에 더 큰 악영향을 받고 있음을 의미한다. 이는 김용환 외(2008), Wagenvoort(2003), Hutchinson and Xavier(2004) 등의 실증분석과 일치하는 결과라고 볼 수 있다. 이들의 논문에서는 금융제약이 성장에 미치는 영향을 기업의 규모에 따라 구분하여 분석하였는데, 그 결과 대기업보다 중소기업의 성장에 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 앞서 지역별 제조업체의 주요 지표 비교에서 살펴보았듯이 대기업은 수도권에 집중되어 있고 중소기업은 지방에 분포되어 있다. 이에 따라, 본 연구의 실증분석 결과에서 비수도권에 위치한 기업들이 금융제약으로 인한 성장 제한을 더 크게 받는 것으로 나타난 것은 동 지역에 금융제약을 많이 받는 중소기업들이 많이 소재하고 있기 때문으로 볼 수 있다. 또한 비수도권 중에서도 전라북도에 위치한 기업들이 더 큰 금융제약에 직면하고 있는 것도 비슷한 맥락으로 해석할 수 있다.

<표 8> 추정모형 (1) 결과

변수	수도권	비수도권	전라북도
자산증가율 _{t-1} (asset growth rate)	-0.1116 (0.0873)	0.0111 (0.0709)	0.0194 (0.0512)
근로자수 _{t-1} (employee)	0.0252 (0.0249)	0.0257 (0.0190)	0.0314* (0.0194)
기업나이 _{t-1} (age)	-0.1151*** (0.0434)	-0.0233 (0.0180)	-0.0140 (0.0275)
현금흐름비율 _t (cash flow ratio)	0.6791*** (0.1029)	0.7858*** (0.1069)	0.8101*** (0.0740)
AR(1)	0.000	0.000	0.004
AR(2)	0.702	0.406	0.427
Hansen Test	0.249	0.190	0.636
관측수	15724	13314	585

주 : 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미하며 ()안은 표준편차임
 2) 연도더미의 추정계수는 표기를 생략함
 3) Arellano-Bond test for AR(1) and AR(2) in first differences 결과임
 4) Hansen test는 과대식별 제약(overidentifying restrictions)에 대한 검증치를 나타냄

다음으로 금융위기 시기와 비금융위기 시기를 나누어 각 지역별로 기업의 성장과 금융제약 간의 관계를 추정한 모델(2)의 실증분석 결과는 <표8>과 같다. 먼저 금융위기 시기와 비금융위기 시기 모두에서 기업의 내부금융이 성장에 미친 영향을 나타내는 추정계수는 전라북도가 가장 높고, 수도권이 가장 낮은 것으로 나타났다. 이

는 모델(1)에서 도출된 결론, 즉 기업들이 직면하고 있는 금융제약이 수도권 보다 비수도권에서, 그리고 비수도권 보다 전라북도에서 더 크다는 결론이 금융위기 시기와 비금융위기 시기 각각에서도 여전히 유효하다는 것을 의미한다. 주목할 점은 각 지역 내에서 금융제약에 따른 성장 제한을 금융위기 시기와 비금융위기 시기로 나누어 비교한 결과이다. 비수도권과 전라북도 지역에 위치한 기업은 금융위기 동안 기업의 내부금융이 성장에 미친 영향을 나타내는 추정계수가 비금융위기 기간보다 더 큰 것으로 나타났다. 즉 동 지역에서는 금융위기 기간 동안 기업의 금융제약이 더 강화되었다는 것이다. 반면, 수도권에 위치한 기업의 경우 내부금융이 성장에 미친 영향이 금융위기과 비금융위기 각 시기 동안 큰 차이가 없고 오히려 비금융위기 기간의 추정계수가 금융위기 기간의 추정계수보다 소폭 크게 나타났다. 이는 최소한 금융제약과 이로 인한 성장 제한 측면에서는 금융위기 기간 동안 수도권에 위치한 기업들과 전라북도 등 비수도권에 위치한 기업들 간의 격차가 더욱 확대되었다는 것을 의미한다. 보다 구체적으로 비금융위기 시기에는 기업의 내부금융이 성장에 미친 영향을 나타내는 추정계수는 수도권이 0.6819, 비수도권이 0.6937, 그리고 전라북도가 0.7521 나타났다. 반면, 금융위기 시기에는 동 계수가 수도권이 0.6062, 비수도권이 0.9300, 전라북도가 1.2412로 나타나 지역 간 격차가 비금융위기 시기에 비해 확대되었음을 확인할 수 있다.

<표 9> 추정모형 (2) 결과

변수	수도권	비수도권	전라북도
자산증가율 _{t-1} (asset growth rate)	-0.1098 (0.0880)	0.0251 (0.0713)	-0.0015 (0.0517)
근로자수 _{t-1} (employee)	0.0275 (0.0253)	0.0293 (0.0189)	0.0381** (0.0194)
기업나이 _{t-1} (age)	-0.1173** (0.0439)	-0.0170 (0.0182)	-0.0068 (0.0277)
현금흐름비율 _t *(1-금융위기)	0.6819*** (0.1124)	0.6937*** (0.1144)	0.7521*** (0.0713)
현금흐름비율 _t *(금융위기)	0.6062*** (0.1378)	0.9300*** (0.1410)	1.2412*** (0.2718)
AR(1)	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.706	0.486	0.461
Hansen Test	0.239	0.217	0.565
관측수	15724	13314	585

주 : 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미하며 ()안은 표준편차임
 2) 연도더미의 추정계수는 표기를 생략함
 3) Arellano-Bond test for AR(1) and AR(2) in first differences 결과임
 4) Hansen test는 과대식별제약(overidentifying restrictions)에 대한 검증치를 나타냄
 5) 금융위기는 dummy 변수로 2008년~2009년은 1을 나타냄

IV. 결론 및 시사점

본 연구는 통계청 기업활동조사의 기업레벨 마이크로 데이터를 사용하여 기업의 금융제약이 기업의 성장에 미치는 영향을 분석하였다. 기업의 금융제약 변수로는 내부자금의 대용지표인 현금흐름비율을 사용하였다. 선행연구에 따르면 동 변수에 대한 추정 계수가 유의미한 양(+)의 값을 갖는다면, 좋은 성장 기회가 있음에도 불구하고 이에 필요한 내부자금의 부족을 외부자금으로 충당하지 못하고 있는 상황, 즉 금융제약에 처해있다고 해석된다. 또한 동 계수가 크다는 것은 기업이 성장함에 있어 내부금융 의존도가 더욱 높다는 것이므로, 기업의 금융제약이 더욱 크다는 의미이다. 본 연구는 동 분석에 있어 기존 연구와 다르게 수도권과 비수도권, 전라북도 지역에 위치한 기업을 구분하고, 각 지역별로 금융위기와 비금융위기 기간을 구분하여 비교하였다.

System GMM(Generalized Method of Moments) 분석 결과, 모든 지역 기업들이 금융제약에 직면하고 있음을 확인하였다. 특히 수도권보다 비수도권에서, 비수도권보다 전라북도에서 기업의 금융제약이 기업의 성장에 미치는 영향이 크게 나타났다. 즉, 전라북도 기업은 여타 비수도권 기업보다도 더 큰 금융제약에 직면하고 있었다. 이는 금융위기 시기와 비금융위기 시기 모두에서 동일하였다. 또한, 수도권과 달리 비수도권과 전라북도 지역에 위치한 기업은 금융위기 동안 금융제약이 더욱 심화된 것으로 나타났다. 이는 금융제약과 이로 인한 성장 제한 측면에서 금융위기 기간 동안 수도권 기업들과 전라북도 등 비수도권 기업들 간의 격차가 더욱 확대되었다는 것을 의미한다.

이와 같은 실증분석 결과는 전북지역 기업들의 성장을 도모하기 위해서는 금융제약을 완화시키기 위한 정책적 노력이 필요하다는 점을 시사한다. 특히 비수도권 및 전북지역에서 금융제약으로 인한 성장의 제한이 크게 나타난 것은 동 지역에 중소기업 및 중견 기업들이 집중되어 있는 현실과 관련이 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 즉, 지역 중소기업들에 대한 금융 지원을 강화해야 하고, 이를 통해 지역 경제 활성화에 기여할 수 있다는 것이다.

물론 기존에도 중소기업청, 지자체, 한국은행 등이 중소기업의 자금사정을 개선하기 위한 다양한 제도들을 시행 중이었다. 그러나 여전히 수도권 대기업과 비수도권 중소기업 간의 격차는 좁혀지지 않고 있다. 특히 글로벌 금융위기와 같은 큰 충격을 경험하면서 자금조달 측면에서 중소기업의 어려움이 가중되고 있는 것으로 보인다. 본 연구의 실증분석 결과에 따르면 수도권과 달리 비수도권과 전북지역에 위치한 기업들은 금융위기 기간 중에 자산증가율이 현금흐름비율에 더욱 민감하게 반응한 것으로 나타났다. 이는 동 기업들에 대한 금융제약이 금융위기 기간 중에 더욱 심화되었고, 이로 인해 이들과 수도권 기업들과의 격차가 더욱 확대되었을 가능성

이 높다는 것을 의미한다. 금융위기 이후 전북지역을 포함한 비수도권 지역 기업들의 평균 부채 비율이 수도권 기업들에 비해 더욱 빠르게 하락한 것도 이를 뒷받침한다고 볼 수 있다. 전라북도 등 비수도권 중소기업은 수도권 대기업에 비해 은행 대출 등에 대한 의존도가 높기 때문에 금융위기 기간 중 심화된 금융제약으로 인해 디레버리징을 보다 심하게 겪었을 가능성이 높기 때문이다. 이와 같은 지역 간 금융제약의 격차 확대는 앞서 살펴본 기업 평균 자산 규모의 지역 간 차이가 커진 데에도 기여했을 것으로 보인다.

따라서, 지역 중소 및 중견 기업의 외부 자금조달 여건을 개선하기 위한 적극적인 지원 정책 마련이 필요하다. 우선 필요시 언제라도 단기 유동성을 공급받을 수 있어야 한다. 개선 추세를 보이고 있으나 지역 중소기업의 유동비율은 여전히 수도권 기업에 비해 낮은 수준을 보이고 있다. 즉, 금융위기와 같은 거시적인 충격, 혹은 산업 및 개별 기업 상황 변화 등에 따른 갑작스런 유동성 제약에 취약한 상황이다. 또한 중장기 자금을 안정적으로 조달할 수 있는 다양한 경로를 마련해야 한다. 이를 위해 지자체, 중소기업청 및 한국은행 등은 긴밀한 협조를 통해 보다 효과적인 정책자금 지원 방안을 모색해야 한다. 보다 장기적으로는 주식 등 직접 금융시장에 대한 지역 중소기업들의 접근성을 향상시킴으로써, 간접 금융에 대한 의존도를 낮추기 위한 노력도 병행해야 할 것이다.⁸⁾

8) 전주상공회의소에 따르면, 2013년 기준 전라북도에 본사를 둔 기업 중 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 법인은 각각 10개에 불과한 것으로 나타났다.

참고문헌

- 김미형(2003), “금융위기를 전후한 우리나라 제조업의 투자와 현금흐름의 민감도 변화”, 「대한경영학회지」, 제39호, pp. 1263-1285.
- 김용환·이윤재·김문겸(2008), “금융제약이 국내 제조기업의 성장에 미치는 영향에 관한 연구”, 「2008 한국재무학회 학술대회」, 한국재무학회.
- 신동령(2014), “한국제조기업의 유동성제약 및 내부자금조달과 기업성장의 관계에 관한 실증적 연구”, 「회계정보연구」, 제32권, 제4호, pp. 151-174.
- 이창근·김의준(2010), “기업성장 요인 분석과 금융시장 효율화 방안 연구”, 「2010 추계종합 학술대회」, 한국지역개발학회, pp. 367-382.
- Arellano, M. and S. Bond(1991), “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, *Review of Economic Studies* 58, pp. 277-297.
- Arellano, M. and M. Bover(1995), “Another Look At the Instrumental Variable Estimation of Error-component Models”, *Journal of Econometrics* 68, pp. 29-51.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic(2006), “How Important Are Financing Constraints? : The Role of Finance in the Business Environment”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 22, No. 3, pp. 483-516.
- Blundell, R. and S. Bond(1998), “Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models”, *Journal of Econometrics*, Vol. 87, pp. 115-143.
- Bond, S.(2002), “Dynamic Panel Data Models: a Guide to Micro Data Methods and Practice”, *Portuguese Economic Journal*, Vol. 1, No. 2, pp. 141-162.
- Carpenter, R. and B. Petersen(2002), “Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?” , *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, No. 2, pp. 298-309.
- Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard, and Bruce C. Petersen(1988), “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, pp. 141-206.
- Honjo, Y. and N. Harada(2006), “SME Policy, Financial Structure and Firm Growth : Evidence from Japan” , *Small Business Economics*, Vol. 27, pp. 289-300.
- Hutchinson, J. and A. Xavier(2004), “Comparing the Impact of Credit Constraints on the Growth of SMEs in a Transition Country with an Established Market

- Economy” , *LICOS Discussion Paper*, No. 150.
- Modigliani, F. and M. Miller(1958), “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment” , *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297.
- Musso, P. and S. Schiavo(2008), “The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth” , *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 18, pp. 135-149.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf(1984), “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have” , *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
- Nickell, S.(1981), “Biases in Dynamic Models with Fixed Effects ” , *Econometrica*, Vol. 49, No. 6, pp. 1417-1426.
- Oliveira, Blandina and Adelino Fortunato(2006), “Firm Growth and Liquidity Constraints : A Dynamic Analysis” , *Small Business Economics*, Vol. 27, pp. 139-156.
- Wagenvoort, R.(2003), “Are Finance Constraints Hindering the Growth of SME’ s in Europe? “ , *European Investment Bank Paper*, Vol. 8, No. 2, pp. 22-50.