

보도자료

보도일시	2013년 5월 21일(화) 조간
담당자	남창우 KDI 거시·금융정책연구부 연구위원 (02-958-4158, cnam@kdi.re.kr)
배포일시	2013년 5월 20일(월) 09:30
배포부서	KDI 홍보팀(02-958-4030, press@kdi.re.kr)

최근 기업의 간접금융시장을 통한 자금조달 분석

- 남 창 우 연구위원 -

※ 본 논문은 5월 발간 예정인 『KDI 경제전망(2013. 상반기)』에 수록될 예정입니다.

1. 문제의 제기

- 최근 기업의 간접금융시장을 통한 자금조달이 비교적 큰 폭으로 감소하면서, 기업 전반에 걸친 신용위축에 대한 우려가 제기
 - 최근 기업의 자금조달 규모는 채권 및 주식 발행 등을 통한 직접금융 시장보다 은행 대출 등을 통한 간접금융시장에서 비교적 큰 폭으로 감소
 - 기업의 신용위축에 따른 자금조달 규모의 축소는 전반적인 실물경기 회복세에 부정적인 영향을 미칠 가능성
 - 기업의 신용위축 가능성을 점검하기 위하여 간접금융시장을 통한 자금조달 규모의 감소 원인을 분석할 필요

- 간접금융시장에서는 일반적으로 정보비대칭성으로 인해 자금수요가 자금공급을 상회하는 불균형이 발생(Stiglitz and Weiss(1981)¹⁾)
- 간접금융시장에서의 신용위축은 자금의 공급부족에 따른 초과수요가 확대되면서 발생

□ 본고는 간접금융시장을 통한 자금조달 감소의 원인을 수요 및 공급 측면에서 살펴보고, 이를 통해 정책적 시사점을 제시하고자 함.

- 간접금융시장에서의 자금 수요와 공급은 기업의 투자계획, 금융기관의 자본차입조건 등 서로 상이한 기준에 의해서 결정
- 따라서 기업의 자금 수요와 금융기관의 자금 공급 규모를 주요 결정요인을 바탕으로 추정하여 최근의 자금조달 감소 원인을 파악하고 정책적 시사점을 제시하고자 함.

2. 기업의 자금조달 현황

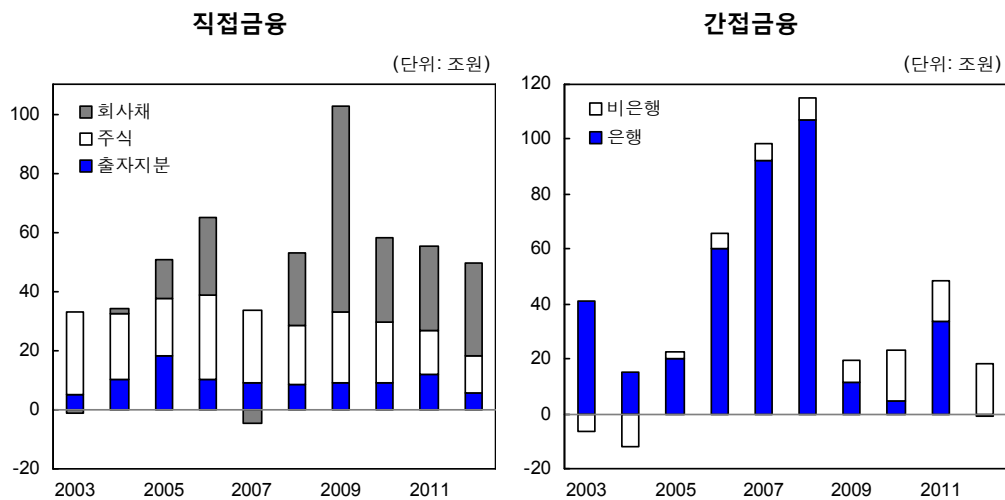
□ 기업의 자금조달 규모는 금융위기 기간 중 급감한 이후 회복세를 보였으나, 최근 간접금융시장을 중심으로 자금조달 규모가 크게 축소되는 모습

- 최근 직접금융을 통한 자금조달 규모는 금융위기 이전과 대체로 유사한 수준을 유지하고 있으나, 간접금융시장에서의 자금조달 규모는 크게 감소한 상황
- 간접금융시장에서의 자금조달은 공적금융기관 및 기타 금융기관의 대출 확대에도 불구하고 예금취급기관을 중심으로 큰 폭으로 감소

1) Stiglitz and Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," American Economic Review, Vol. 71, No. 3, 1981.

- 2012년 하반기 중 기업의 간접금융을 통한 자금조달 규모는 금융위기 기간의 수준을 하회하는 상황
 - 작년 하반기에 간접금융 자금조달은 예금취급기관의 대출회수(-8.2조원) 등의 영향으로 -0.6조원을 기록

외부 자금조달 중 직접금융 및 간접금융의 조달 규모



주: 은행은 예금취급기관의 대출, 비은행은 공적금융대출을 포함한 기타 금융기관 (보험 및 여신전문기관 등)의 대출을 의미함.

자료: 한국은행, 자금순환표.

3. 불균형모형을 이용한 수요 및 공급 측면 분석

- 간접금융시장에 자금초과수요가 발생할 수 있다는 점을 감안하여 불균형 모형을 바탕으로 최근의 자금조달 감소를 수요 및 공급 측면에서 점검
- 간접금융시장에서 자금 수요 및 공급의 불균형이 존재할 수 있으므로 Maddala and Nelson(1974)의 방법론을 이용
 - Maddala and Nelson(1974)²⁾은 자금시장의 불균형을 전제로 관측되지 않는 수요곡선 및 공급곡선을 추정하는 모형을 제시

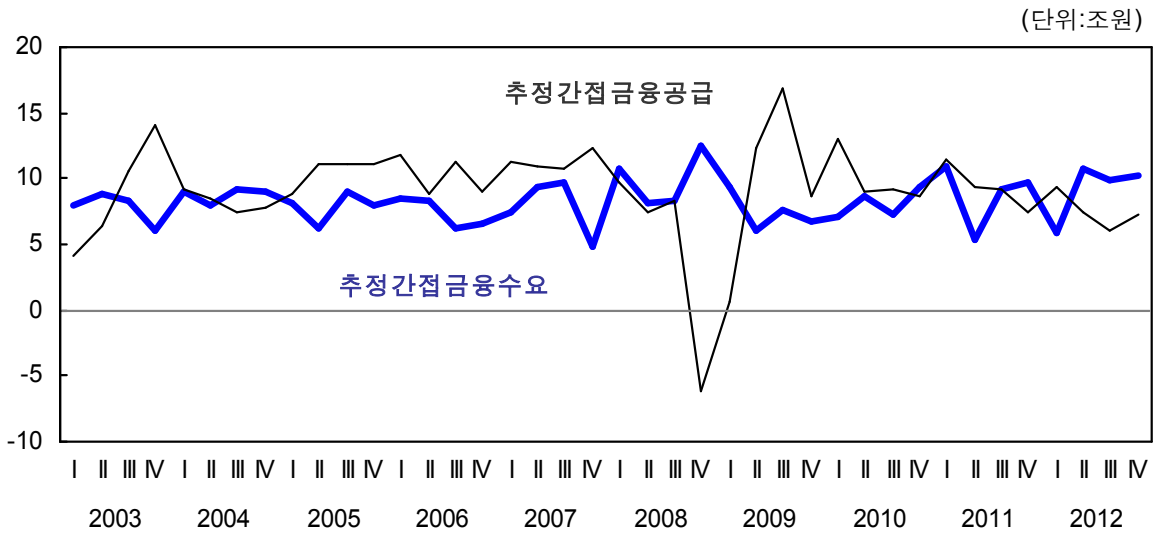
2) Maddala and Nelson, "Maximum Likelihood Methods for Models of Markets in Disequilibrium," *Econometrica*, Vol. 42, No. 6, 1974.

- 간접금융시장 자금조달에 대한 수요곡선은 GDP, 기업투자와 기업대출금리에 의해 결정되는 반면 공급곡선은 GDP, 총예금과 저축성 수신금리의 함수로 가정
 - 수요곡선의 독립변수로는 전기의 자금조달 규모, 실질 GDP 증가율, 실질 기업투자 증가율과 기업대출금리의 변화분을 포함
 - 반면, 공급곡선의 독립변수로는 전기의 자금조달 규모, 실질 GDP 증가율, 총예금 증감규모, 저축성 수신금리의 변화분으로 설정

□ 실증분석 결과, 최근의 간접금융을 통한 자금조달 감소는 주로 자금공급의 감소에 기인하는 것으로 나타남.

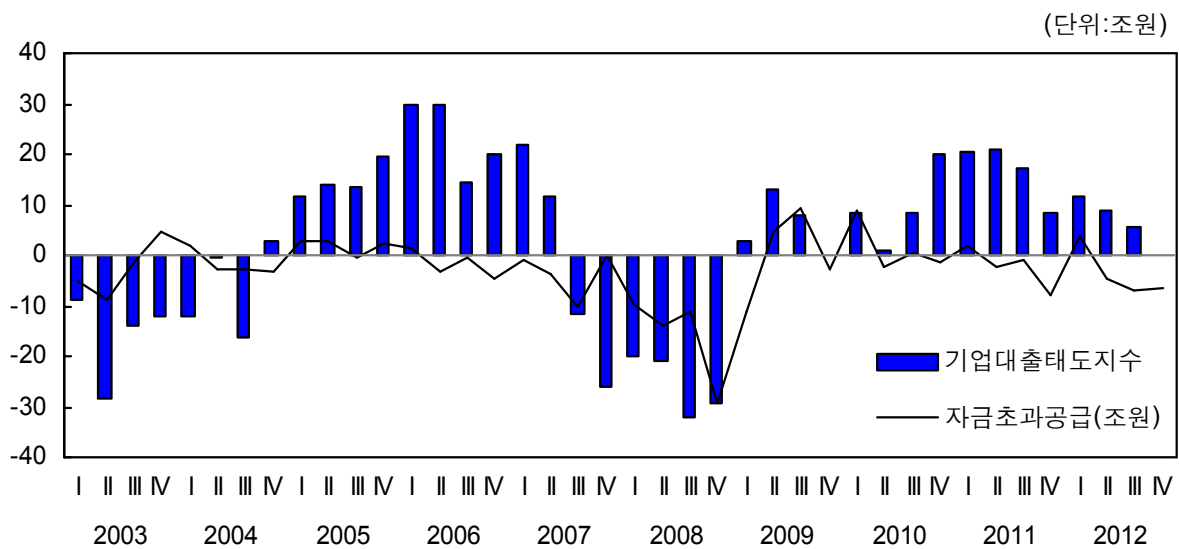
- 금융위기 기간 중 간접금융 자금조달 감소는 자금 수요가 공급을 하회하는 데 주로 기인한 것으로 나타남.
- 반면, 최근에는 실물부문의 부진에 따른 자금공급의 감소로 수요·공급 불일치가 확대되면서 간접금융 자금조달 규모가 감소한 것으로 판단
 - 최근 기업의 대출 감소는 경기부진 및 대내외 불확실성의 지속으로 금융기관의 보수적인 자금운영에 기인할 가능성
 - 2012년 하반기 중 금융기관의 대출태도지수도 하락하는 모습을 보이고 있는바, 실증분석 결과와 대체로 일치하는 모습
 - 다만, 관측되지 않는 기대 수요 및 공급에 대한 분석이므로 모형의 가정 및 국내경기나 금융시장의 여건 등에 따라 자금초과수요의 절대적 규모는 달라질 가능성이 존재

추세가 제거된 간접금융의 기대수요공급추이



- 주: 1) 추정된 잠재적 자금수요와 자금공급은 불균형모형에서 오차항을 제거한 기대 수요와 공급을 의미함.
 2) 전기의 자금조달 추세를 제거하여 순수 외생변수에 따른 기대 수요 및 공급을 계산함.

금융기관의 기업대출태도지수와 자금초과공급 추이

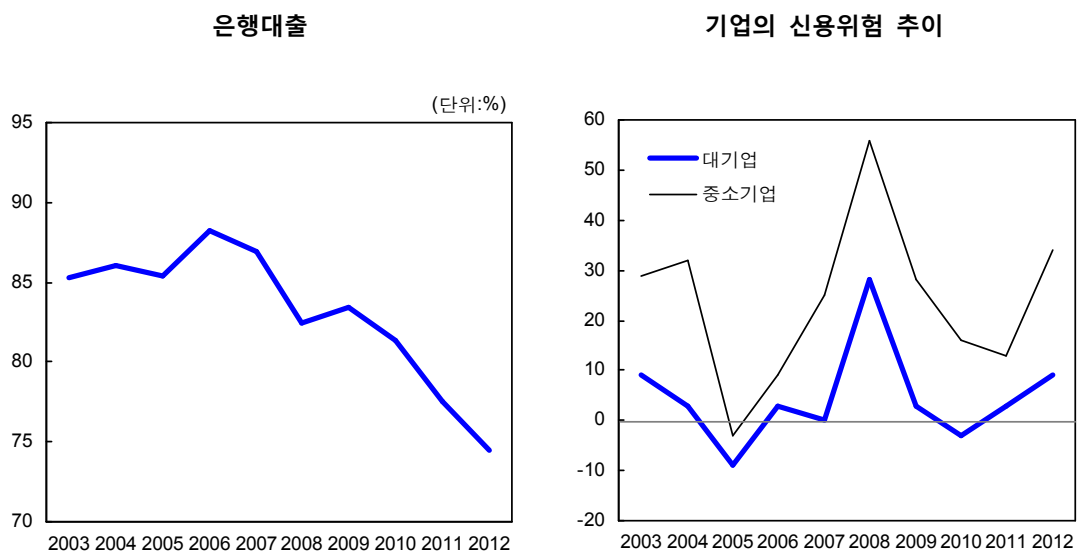


- 주: 대출태도는 금융기관의 대출 확대 또는 축소 의지를 의미하며 대출태도의 강화(-)는 대출을 억제하는 방향, 완화(+)는 그 반대를 나타냄. 대기업대출태도와 중소기업대출태도를 대출잔액의 평균비중으로 가중평균함.
 자료: 한국은행, 대출행태조사.

□ 공급 측면에 기인한 간접금융시장의 신용공여 감소는 주로 중소기업에 부정적인 영향을 미칠 가능성

- 중소기업은 대기업보다 높은 신용위험과 정보의 비대칭성으로 인해 자금조달이 상대적으로 어려운 상황
 - 2012년 직접금융시장에서의 중소기업 회사채(금융채, ABS 및 은행채 제외) 발행 비중은 0.1% 정도로 미미한 가운데, 간접금융 시장에서의 은행대출 비중도 빠르게 감소하고 있는 상황
 - 더불어 금융위기 이후 대체로 안정적이던 기업의 신용위험이 최근 상승하면서 금융기관이 평가한 기업의 신용위험은 금융위기 직전 수준까지 상승한 모습
- 따라서 최근 은행의 신용공여 축소에 따른 간접금융 조달 규모의 감소는 중소기업의 유동성을 악화시켜 신용위험을 심화시킬 가능성이 존재

은행대출에서 중소기업의 비중 및 기업의 신용위험추이



주: 1) 은행대출은 국내은행의 원화대출금 말잔 기준임.
 2) 신용위험은 조사자료로 조사대상기관인 금융기관이 느끼는 차주의 채무불이행 위험을 의미함.
 자료: 금융감독원; 한국은행, 대출행태조사.

4. 요약 및 정책적 시사점

- 최근 기업의 간접금융을 통한 자금조달 감소는 경기부진에 따른 자금 공급의 감소에 기인하는 것으로 나타남.
 - 금융위기 기간 중 자금조달 규모의 축소는 자금수요 측면에 기인한 반면, 최근에는 자금공급 측면에 기인하는 것으로 나타남.
 - 2012년 하반기 들어 확대된 자금초과수요는 실물 경기부진 등에 따른 금융기관의 보수적인 자금운용으로 발생한 것으로 판단
 - 최근의 경우처럼 공급 측면에 기인하는 간접금융시장의 신용공급 감소는 주로 중소기업의 자금조달 어려움을 가중시킬 가능성이 존재
- 금융당국은 금융시장 건전성에 대한 점검을 지속하는 가운데, 일시적으로 자금조달의 어려움을 겪는 기업에 대한 정책적 지원을 신중하게 고려할 필요
 - 최근 기업 전반의 신용위험이 지속적으로 증가함에 따라 즉각적인 정책지원 확대 보다는 금융시장의 건전성과 기업경쟁력 강화를 위해 한계기업에 대한 구조조정을 우선적으로 강화할 필요
 - 금융위기 이후 공적금융대출의 지속적인 확대에도 불구하고 기업의 신용위험이 전반적으로 증가하였음을 고려할 때, 정책금융의 효과가 예상보다 크지 않을 가능성
 - 오히려 중장기적인 관점에서 기업경쟁력 강화 및 중소기업의 신용위험에 대한 불확실성을 해소하기 위해 “채권은행협의회운영협약” 등을 개선하여 기업 구조조정을 강화할 필요(KDI 2012년 상반기 경제전망 중 금융정책 참조)
 - 또한 금년 들어 시중은행의 기업대출이 증가로 전환됨에 따라 기업의 신용위축이 다소 완화될 가능성이 있으므로 정책적 지원 확대는 지양할 필요
 - 다만, 회생 가능성이 있는 기업에 대한 선별적 정책지원은 기업의 투자 활성화 및 유동성 공급 측면에서 바람직할 것으로 사료

부록: 불균형모형을 이용한 수요공급 추정

- Maddala and Nelson(1974)은 시장의 수요와 공급이 동시에 관측되지 않는다는 가정하에 수요공급의 불균형을 추정

$$\begin{aligned} d_t &= x'_{1,t}\beta_1 + \varepsilon_{1,t} \\ s_t &= x'_{2,t}\beta_2 + \varepsilon_{2,t} \\ q_t &= \min(d_t, s_t) \end{aligned}$$

d_t 와 s_t : 관측되지 않는 t 기의 자금 수요와 공급
 q_t : 관측된 t 기의 자금조달 규모
 $x'_{1,t}$ 와 $x'_{2,t}$: 자금 수요와 공급에 영향을 미치는 독립변수
 $\varepsilon_{1,t}$ 와 $\varepsilon_{2,t}$: 각각 σ_1 과 σ_2 를 표준편차로 가지는 정규분포를 따르는 오차항

- 추정할 모수를 $\theta = (\beta_1, \beta_2, \sigma_1, \sigma_2)$ 로 정의하고 t 기에 관측된 자금조달규모 q_t 의 우도함수는 자금수요 부족($d_t < s_t$)이나 자금공급 부족($d_t > s_t$)에 의해 실현될 확률로 다음과 같이 정의

$$f_Q(q_t) = f_{Q|D_1 < S}(q_t) + f_{Q|D_1 > S}(q_t)$$

- 최우추정법(maximum likelihood estimation)은 로그우도함수를 위의 가정에 의해 다음과 같이 정의하고 기대 자금수요와 자금공급을 추정

$$\begin{aligned} L(\theta) &= \sum_{t=1}^T \log[f_Q(q_t, \theta)] \\ f_Q(q_t, \theta) &= \frac{1}{\sigma_1} \phi\left(\frac{(x'_{1,t}\beta_1 - q_t)}{\sigma_1}\right) \Phi\left(\frac{(x'_{2,t}\beta_2 - q_t)}{\sigma_2}\right) \\ &\quad + \frac{1}{\sigma_2} \phi\left(\frac{(x'_{2,t}\beta_2 - q_t)}{\sigma_2}\right) \Phi\left(\frac{(x'_{1,t}\beta_1 - q_t)}{\sigma_1}\right) \end{aligned}$$

- ϕ , Φ 는 각각 표준정규분포의 밀도함수와 누적함수를 표시