

수출기업의 금융구조와 수출 간의 관계에 관한 연구

김경훈 대외경제정책연구원 국제거시금융본부
국제금융팀 부연구위원
khkim@kiep.go.kr

최혜린 대외경제정책연구원 국제거시금융본부
국제거시팀 부연구위원
hlchoi@kiep.go.kr

강은정 대외경제정책연구원 국제거시금융본부
국제금융팀 전문연구원
ejkang@kiep.go.kr

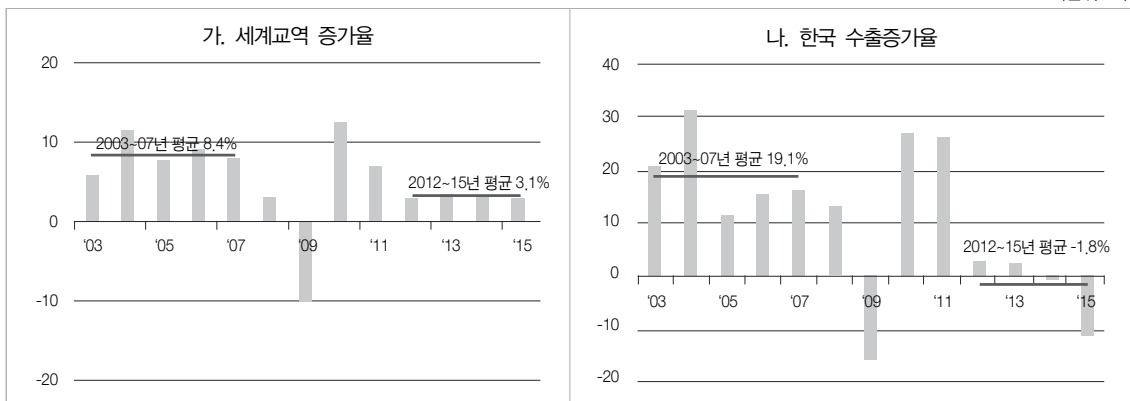


1. 연구의 배경 및 목적

- 한국은 글로벌 금융위기 이후 2012~15년 평균 -1.8%의 수출증가율을 보이면서 위기 이전 기간 2003~07년 평균 19.1%의 증가율 수준을 회복하지 못하고 있음.
 - 2008~09년 글로벌 금융위기기간 세계교역의 급작스러운 붕괴는 이후, 2010~11년 높은 세계교역 성장률을 보이며 위기로부터 빠른 속도로 회복되는 듯보였으나 2012년 이후 다시 세계교역 증가세가 둔화되면서 한국 수출증가율도 감소함.

그림 1. 세계 교역 및 한국 수출 증가율 추이

(단위: %)



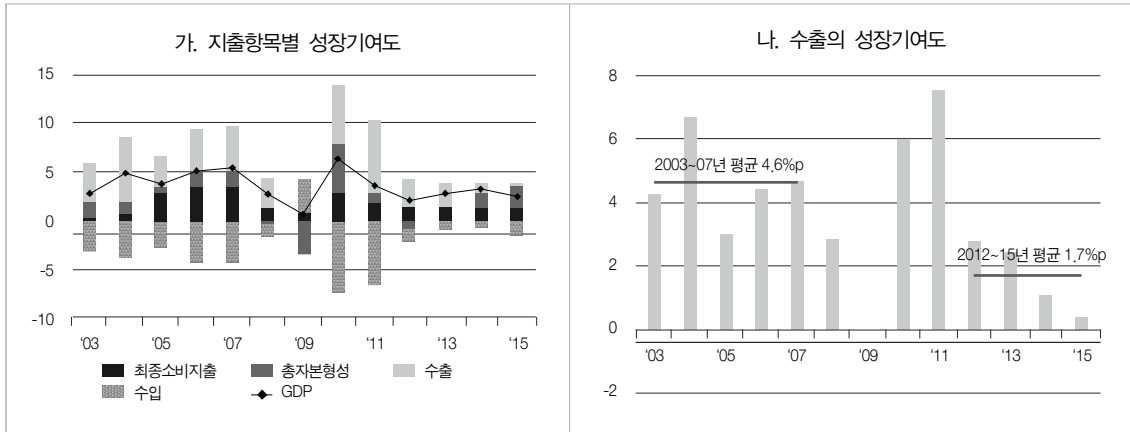
주: 세계교역은 수출과 수입의 합계.
자료: IMF WEO(검색일: 2016. 7. 26).

주: 국제수지 상품수출.
자료: 한국은행(검색일: 2016. 11. 14).

- 이미 그 증가율 추세가 둔화되고 있는 세계교역은 앞으로 당분간은 이전 수준의 증가세를 회복하지 못하고 현 수준에서 정체하거나 혹은 감소할 것으로 예상됨.
 - 2016년 영국의 EU 탈퇴(브렉시트) 결정과 미국 45대 대통령 도널드 트럼프의 당선은 기저에 흐르고 있던 신보호무역주의가 드러나고 있음을 보임.
- 경제성장의 상당 부분을 대외부문에 의존하는 많은 소규모 개방경제의 성장 전망을 어렵게 하는 요인임.
 - 한국 경제성장에서 수출증가율이 차지하는 비중을 감안하였을 때, 최근의 경제성장률 감소의 상당 부분은 이러한 수출증가율 둔화에서 기인하는 비중이 매우 큼.

그림 2. GDP에 대한 성장기여도 추이

(단위: %, %p)



주: 원계열, 실질.

자료: 한국은행(검색일: 2016. 11. 14).

- 본 연구에서는 수출증가율을 다시금 진작시키기 위한 정책적 시사점을 도출하기 위해 금융제약과 수출 간 관계에 주목함.

- 글로벌 가격 및 수요에 관한 기존 연구는 수출 감소의 많은 부분을 설명하지만, 정책활용도 측면에서는 금융제약과 수출과의 관련성에 초점을 맞춘 본 연구에서 제안하는 정책이 매우 유용함.

2. 조사 및 분석 결과

- 금융제약이 수출에 미치는 영향을 살펴보기 위해 자금의 공급 및 수요 측 요인에서 기인하는 금융제약으로 구분하여 각각 기업 및 산업 수준 자료를 활용하여 분석함.

- 자금 공급 측 금융제약을 살펴보기 위해 기업수준(firm level) 자료를 활용, 수출기업과 주거래은행의 관계에서 과연 은행에서 발생한 금융충격이 해당 은행을 주거래은행으로 하는 기업의 수출에 어떤 영향을 미치는지 분석함.

- 자금 수요 측 금융제약을 보기 위해 산업수준(industry level) 자료를 이용하여, 산업별 금융제약 정도에 따라서 수출변동을 얼마나 설명할 수 있는지를 연구함.

가. 기업수준 데이터 실증분석 결과, 자금의 공급 측면 금융제약이 수출 감소에 기여하고 있음을 발견함.

- 외부자금 가운데 70% 이상을 공급하는 은행부문에 대한 금융충격은 해당 은행을 주거래은행으로 하는 수출기업의 수출에 영향을 미치는 것으로 나타남.
 - 이러한 실증분석 결과는 은행의 건전성 지표, 기업 고정효과 모형, 변수전환에 대한 강건성 검증에서도 일관되게 나타났으며, 내생성을 고려한 모형에서도 기본결과는 유지됨.
- 은행의 건전성 지표 악화가 수출기업에 미치는 효과는 기업특성변수별로 상이함.
 - 기업규모별로는 대기업보다는 중소기업이 은행부문의 건전성 지표에 더욱 민감한 것을 보였으며, 산업별로는 수출 비중이 높은 상위 4개 산업 가운데 금속가공제품 제조업종이 특히 금융제약에 취약한 것으로 나타남.

나. 산업수준 데이터를 활용한 자금의 수요 측 금융제약에 초점을 맞춰서 분석한 결과에서 역시 금융제약이 수출 감소와 관련성이 높다는 것을 확인할 수 있었음.

- 산업별 금융제약을 나타내는 변수로 차입금 의존도와 유형자산비율을 사용함.
 - 차입금 의존도가 높고, 유형자산비율이 높을수록 금융시장에서 자금을 빌려오는 것에 대한 제약이 상대적으로 덜한 산업으로 해석함.
 - 실증분석 결과 동일한 금융비용 상승에 대하여 금융제약이 높은 산업일수록, 즉 차입금 의존도가 낮거나 유형자산비율이 낮을수록 수출의 감소폭이 큰 것을 확인함.
- 금융제약이 수출기업에 미치는 효과는 산업특성변수별로 상이함.
 - 앞서 기업수준 자료를 활용한 실증분석 결과와 동일하게 산업수준 데이터를 활용한 실증분석 결과에서도 중소기업이 대기업보다 동일한 금융비용 상승과 산업별 금융제약을 통제한 상황에서 금융제약에 더 민감한 것을 확인함.
 - 수출품목에 대한 성질별 분류에서는 차입금과 유형자산의 제약이 소비재에 비교하여 자본재와 원자재 수출에 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타남.
 - 소비재의 경우 유형자산비율이 수출에 미치는 영향이 유의하지 않은 것으로 나타났는데, 소비재를 더 세분화하여 분석한 실증분석 결과에서는 소비재 가운데에서도 자유소비재는 금융제약에 민감한 것을 보임.

3. 정책 제언

- 위의 실증분석 결과를 토대로 정책적 시사점을 도출함. 다음에 제시되는 세 가지 정책적 논의도 금융부문에 초점을 맞춤.

가. 은행 건전성 지표 개선

- 위 실증분석 결과, 은행의 건전성을 반영하는 지표인 자기자본이익률의 증가가 기업의 수출증대와 관련성이 높다는 것을 확인할 수 있었음.
 - 따라서 은행의 자기자본이익률을 증가시키는 방향으로 이끌 수 있는 대출심사 개선을 수출확대에 기여하는 방안 가운데 하나로 고려할 수 있음.
- 기존 대출관행의 상당 부분은 오랜 기간 구축되어온 은행·기업 간 관계망을 활용하는 비중이 높고, 이는 현 경제발전단계의 한국경제에 적합하지 않음.
 - 채무자와 채권자 간 비대칭정보의 문제로 은행 입장에서는 수출기업의 사업에 대한 장래성을 판단하는 역량이 부족할 경우 기존 거래 기업에 대출하는 것이 가장 안전한 방법임.
 - 이러한 기존 관계망을 이용한 단순한 대출관행은 금융시장이 작고, 빠른 속도로 성장하는 경제발전 초기 단계에서는 효과적일 수 있지만 새로운 사업에 대한 자금지원에는 제약이 따르기 때문에 경제발전이 어느 정도 성숙 단계에 이른 경제에는 적합하지 않음.
- 한국의 은행들도 기업에 대한 대출심사 개선이 요구됨.
 - 여러 분야 새로운 사업에 대해 객관적으로 경제적 가치를 판단할 수 있는 전문인력을 확보하여 기업자금을 장래성 있는 신규 기업(혹은 신규 산업)에 공급할 수 있어야 함.
 - 이를 위해서는 물론 은행의 대출심사 개선만으로는 달성하기 어렵고, 금융시장 전반의 규모의 성장, 질적 발전과 심화가 전제되어야 함.
 - 단 은행의 건전성이 개선되면서 이를 반영하는 대변수(proxy variable)인 자기자본이익률이 증가하는 것이지, 정책의 목표를 자기자본이익률 증가 자체에 맞추는 것은 자칫 예상하지 못한 부작용을 야기할 수 있음. 따라서 대출심사 개선의 핵심은 결국 은행이 미래 경제적 부가가치를 창출할 수 있는 기업·산업을 올바르게 구분해내고, 이에 대한 자금을 공급하는 데 있어 제약을 해소하는 것임.

나. 금융제약과 수출의 기업·산업별 상이한 효과 인지

- 은행, 기업, 그리고 정부는 기업특성별·산업분류별로 금융제약이 수출에 미치는 효과가 상이하다는 것을 인지하고 관련 계수에 대한 정확한 추정이 필요함.
 - 특히 정부는 금융제약을 변화시키는 거시건전성정책(macprudential policy) 수단을 통해 수출에 직·간접적 영향을 미칠 수 있기 때문에 정책 활용에서 부문별 상이한 효과의 인지가 매우 중요함.
 - 본 연구에서 보인 기간별·기업특성별·산업분류별로 금융제약과 수출의 효과가 어떻게 달라지는지 정리하고 관련 정책 시사점을 도출함.
- 평시 vs. 위기기간
 - 지난 글로벌 금융위기기간을 포함한 한국 기업수출 데이터를 분석한 결과에서는 은행 건전성 악화에 의한 수출 감소효과가 위기기간 특별히 증폭되었음을 보여주는 증거를 발견하기 힘들었음. 이는 한국의 경우 금융제약과 수출에 미치는 효과가 단기 경기순환보다는 중·장기적 경제성장과 더 밀접하게 연관되었음을 간접적으로 시사함.
 - 따라서 금융제약을 완화하는 중·장기적 정책대응이 요구되며, 이것은 산업수준 데이터를 활용한 계량분석에서도 일치하는 결과를 확인할 수 있음.
- 개별 기업 부채비율 vs. 산업수준 차입금 의존도
 - 교차항을 포함한 계량모형 분석을 통해 개별 기업 수준에서 부채비율이 높은 기업은 주거대출은행의 건전성 지표가 낮아지면 낮아질수록 수출 감소가 확대되는 것을 보임. 즉 부채비율이 높은 기업일수록 한 단위 은행 건전성 지표의 개선으로 인한 수출증대의 효과가 커지는 것을 확인할 수 있었는데, 이는 정책효과의 관점에서는 높은 부채비율을 가지고 있는 수출기업에 대한 은행 건전성 지표를 수단으로 하는 수출증대정책의 효과가 크다는 것을 나타냄.
 - 하지만 산업수준 데이터를 활용한 분석결과에서는 외부자금 의존도가 수출에 미치는 효과는 기업수준에서 보인 실증분석 결과와는 다름. 즉 차입금 의존도가 높은 산업은 동일한 금융비용 상승에 대해 차입금 의존도가 낮은 산업과 비교하여 상대적으로 수출 감소효과가 완화되었는데, 기업수준과 산업수준에서 외부자금 비중이 금융제약으로 작동하는 메커니즘이 다르다는 것을 의미함.
 - 개별 기업 수준과 산업수준에서의 실증분석 결과의 차이는 기업과 산업에 대한 정책 수립 시 매우 중요한 의미를 시사하며 학술적으로도 데이터 집계 수준의 차이가 어떠한 유의미한 연구결과의 차이를 가져오는지 보여주는 흥미 있는 지점이라고 볼 수 있음.

● 대기업 vs. 중소기업

- 기업수준 및 산업수준 패널 분석 모두에서 공통적으로 중소기업이 대기업보다 금융제약에 의한 수출 감소분이 더 크다는 것을 확인할 수 있었는데, 그 이유는 중소기업이 대기업보다 간접금융에 대한 의존도가 높고, 자금을 마련하는 출처가 다양하지 못하기 때문에 금융제약에 상대적으로 더 민감한 것으로 추정됨.
- 따라서 중소기업에 초점을 맞춰 금융제약을 완화할 수 있는 수출지원이 정책적 효과가 높을 것으로 기대함.

● 산업별

- 산업별 은행 건전성이 수출에 미치는 효과는 상이한데, 수출규모 상위 4개 제조업 업종 가운데 특히 금속가공(제조업 총수출의 7.8%를 차지하고 있어 교역규모로 보았을 때 상위 네 번째에 해당)의 경우, 간접금융의 비중이 다른 업종과 비교해서 매우 높은 수준이기 때문에 주거래은행의 건전성 지표에 대하여 수출이 매우 민감함.
- 따라서 금속가공업종의 금융제약을 완화하는 정책이 수출증대에 효과적이라 할 수 있음.

다. 미시적 금융정책

● 수출증가율을 진작시키기 위해 통화정책과 재정정책에만 의존하는 정책은 자칫 의도치 않은 부작용을 가져올 수 있음.

- 거시경제정책은 경제 전반에 영향을 미치기 때문에 금융제약으로 인한 수출 감소분이 크지 않은 기업과 산업에는 과도한 신용공급을 야기함.
- 이런 측면에서 본 연구의 핵심 가운데 하나인 금융제약이 수출에 기업별·산업별로 상이하게 영향을 미친다는 실증분석 결과가 관련 미시적 금융정책을 고안하는 데 매우 유용함.

● 정책의 효율성과 관련, 본고에서 주목한 것은 거시건전성정책(macprudential policy)임.

- 이러한 거시건전성 정책은 명목상 금융시장의 안정에 목표를 두고 있으나, 실제로는 강한 경기부양의 효과를 가지기 때문에 앞으로 은행의 수출증대 및 기업부문 대출확대와 관련하여 금융제약을 줄이는 수단으로의 거시건전성 정책이 여러 효과적 정책수단 가운데 하나가 될 수 있을 것으로 기대함.
- 거시건전성정책 수단의 장점은 부문별로 차등 적용이 가능하기 때문에 기업별·산업별 금융제약이 수출에 미치는 상이한 효과에 대한 정책 대응으로 매우 효과적임.