

시스템 위기하의 포용적 성장 위한 중소기업 정책금융과 통화정책의 한계

2018. 1.13

이 종욱 교수**

국문초록

한국의 포용적 금융이 개도국 수준에도 미치지 못하는 금융접근 상황에서, 2007년 미국발 금융시장에서 시스템위기가 한국으로 전염되어, 2008, 2009년에 한국의 대출시장에서도 신용경색이 심하게 되어, 중소기업들의 외부자금조달이 어려운 상황이 전개되자 2009년 정부는 과감하게 중소기업 정책자금을 급격하게 증가시키게 된다. 시스템 위기 하에서 정책자금 증대가 개별 기업의 외부자금 조달에 미치는 효과를 분석하기 위해, 4개 중소기업 정책금융기관이 서베이 한 기업자료 중 제조업만 선별하여 분석하였다. 제조업 수혜기업에 대한 실증분석을 통해, 다섯 가지 결과를 얻을 수 있었다.

JEL Classification: E44, E52, E58, E63, E65

핵심 주제어: 시스템 위기, 중소기업 정책자금, 시장실패, 포용적 금융, 포용적 성장

* 본 연구는 2018년 경제통합학술대회 한국중소기업학회 섹션에서 발표를 위해 준비 된 원고이며, 논평을 환영합니다.

**서울여자대학교 경제학과, cgrh@swu.ac.kr

I. 서론

기업의 창업 및 성장에 자금이 조달되지 않으면, 기업이 번성할 수 없고 그로 인해 일자리 창출, 소득 및 이익에서 얻는 세금(법인세, 소득세 등)도 얻을 수 없어, 국가가 성장하여 더 잘 사는 국가가 되는 것은 불가능하게 된다. 그로 인해 Schumpeter(2011)는 경제발전을 위한 자금의 중요성을 주장하고, 그 이후 경제발전 학자들은 자금조달을 경제성장의 큰 애로요인 중 하나로 간주해 왔다.

자금을 경제성장의 원천으로 지나치게 강조한다고 지적한 Lucas(1988)도 있지만, 자금을 성장의 원천으로 보는 연구는 많다(King & Levine, 1993a,b; Holtz-Eakin, 1994; Levine, 2005; Beck, et al, 2002, 2006).

이러한 이론적 논의에도 불구하고 중소기업의 금융접근과 성장에 대해서는 Fraser, Bhaurmik & Wright(2015)에서는 중소기업의 외부자금 조달과 성장 사이에는 알려지지 않은 사실들이 더 많다고 설명하고 있다. 스페인 기업자료를 이용한 Carbo-Valverd et al(2016)에 따르면, 중소기업이 차입계약조건에 있느냐 그렇지 않느냐에 따라 중소기업의 자금 조달 형태 및 은행 차입 이용형태가 다르다.

이종욱(2007)은 중소기업중앙회가 1990년부터 발표하는 중소기업 애로요인을 정리하여, 애로요인의 정도가 어떻게 변화해 가고 그 원인이 어떻게 발생하는가를 분석하였다. 중소기업 뉴스(2016.8.10.)에서는 중소기업 74%가 여음제도 폐지(제도 보완후 단계적 폐지와 즉시폐지를 합한 응답)를 요구할 정도로, 중소기업의 성장 및 사업운영에 자금조달이 큰 애로요인이 되고 있다.

협상력이 약한 국민이나 기업의 편이 되어 주는 조직이 어느 나라에서나 정치인, 특히 의회이다. 의회가 관심을 가지고 있지만, 의회가 시장기능에 의해 움직이는 금융시장에 개입하여 협상력이 약한 중소기업 지원을 요구할 수 없다. 금융시장에 접근할 수 없는 창업자나 중소기업에 대해, 의회가 도울 수 있는 가장 큰 힘은 재정을 활용하여, 중소기업 자원배분의 시장실패를 보완해 주는 것이다. 사업의 시작단계라 신용등급이 없거나 낮아서 대출시장에 접근이 불가능하거나 금융시장 접근이 가능하더라도 협상력이 약하여 높은 금리 등 불리한 금융계약을 해야 하는 중소기업에게는 정부가 정책자금제도를 통해 자금확보 및 자금시장 접근을 가능하게 해 줄 필요가 있다.

특히 시스템 위기나 글로벌 시스템 위기 하에서 신용등급이 낮은 중소기업의 금융접근 및 금융 차입 금리는 더 불리해지게 된다. 이런 상황에서 이들에게 필요한 금융 관련 애로요인을 경감시켜 줄 수 있는 제도가 바로 중소기업 금융지원 시스템이다.

한국에서 중앙정부의 재정 지원으로 이루어진 중소기업 금융지원시스템은 중소기업진흥공단, 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증재단(16개 지역신용보증기금의 재보증)이 있고, 한국은행은 금융정책으로서 금융기관중개대출을 제공하고 있다.

각 정책금융기관의 설립목적이 다르고 근거 법률이 다르고, 출범한 시대적 상황이 다르지만, 정책금융에 대해 긍정적 견해가 많다(이종욱 외, 2009; 송치성 외, 2009; 홍순영 외, 2011). 정책자금의 성과 평가에 대한 긍정적 견해의 문헌 정리를 잘 해 놓은 강만수.박상규(2014)는 지역신용보증재단의 수혜기업의 금융서비스 제공이 기업성과에도 도움을 준다는 것을 보여주고 있다. 중소기업진흥공단의 연구비 지원으로 이루어진 안중범안형택.김광한.민세진.우석진(2011)는 중진공 수혜 기업에 대한 서베이 자료를 근거로 중소기업정책자금의 매출, 고용, 수익성 제고 등에서 대체로 긍정적 효과를 제시하고 있다. 또한 정호성.임호성(2014)은 2009-2011년의 시중은행 대출 중소기업을 분석하여 한국은행의 금융기관중

개대출이 중소기업 대출 증가에 기여하고 있다는 것을 보여 주고 있다. 기업의 창업과 성장으로 국가경제가 활력을 제고하여 성장하게 되므로, 각 국가가 중소기업을 육성하는 기관 및 프로그램을 운영하고 있다(송치승 외, 2009).

이러한 제도적 발전의 현실을 감안하지 않고, 기재부가 의뢰한 연구나 정부 공공기관 평가에 참여하는 재정학자나 KDI, 조세연구원 등에서 정부 재정지원을 축소하려는 의도에서 접근하는 논문은 정책자금에 부정적 견해를 제시하게 된다. 김현옥(2005)는 정책자금 수혜 기업과 정책자금을 받지 않은 기업을 비교 하여 수혜기업이 비수혜기업 보다 성과가 낮다고 주장한다. 안종범 외(2011) 연구에 연구진으로 참여한 우석진(2016)은 한계기업의 생존, '자금조달 갭(funding gap)' 가설 등을 분석하여, 정책적 수혜 기업이 비수혜 기업 보다 혜택을 받고 있다고 주장하고 있다. 부정적 견해를 제시하는 이러한 연구들은 본문에서 기존 연구를 비판하는 세가지 문제점 중 하나인 금융성과 분석에서 기본으로 강조되는 비교 대상을 잘못 선택한 오류를 가지고 있다(Sinkey, 2002).

한국에서 정책금융의 유효성은 시장경제 실패의 보완인가에 연구(이종욱, 2012)도 있지만, 본 연구는 금융시장의 시스템위기 하에서 정책자금이 금융시장에서 수혜 기업의 외부자금 조달에 어떤 영향을 미치는가를 분석하는 것이다. 본 연구는 2005-2009년 기간에 대한 기업 서베이 자료를 이용해, 미국발 금융위기 발발 이전인 2006~2007년과 한국으로 전파된 2008~2009년을 대비하여 분석하게 된다. 이러한 분석을 통해 시스템 위기 하에서 금융기관 및 금융시장이 중소기업 자금공급에서 어떤 역할을 할 수 있는가도 유추해 볼 수 있다.

본 연구는 서론을 포함해 5개 절로 구성되어 있으며, 2절은 시장실패의 관점에서 정책자금의 역할에 대한 이론적 논의를 정리하고, 3절은 금융기관의 접근 애로요인들에 대한 한국 및 미국을 비교하여 한국에서 왜 자금애로요인이 중요한가를 설명한다. 4절에서는 서베이 자료를 활용하여, 시스템 위기하에서 정책자금의 중소기업 자금조달 효과를 분석하게 된다. 결론에서는 4절의 실증분석 결과의 시사점을 요약하게 된다.

II. 금융시장의 실패와 중소기업 정책자금

금융에서 성장으로 가는 메커니즘의 인과관계에 대한 기존 실증분석 결과를 토대로, Levine(2005)는 금융이 성장을 결정한다고 단호하게 다음과 같이 기술하고 있다.

... the preponderance of evidence suggests that both financial intermediaries and markets matter for growth and that reverse causality alone is not driving this relationship. Furthermore, theory and evidence imply that better developed financial systems ease external financing constraints facing firms, which illuminates one mechanism through which financial development¹⁾ influences economic growth.

대기업뿐만 아니라 중소기업은 금융시장의 충격으로 설비자금은 체처 두고 기업 운영에 필요한 운영자금을 확보하지 못하여, 생산을 할 수 없게 된다. 금융의 충격이 바로 생산 활동에 차질을 만드는 실물충격이 된다. 이를테면, 2007년 미국발 금융위기가 발생한 세계경

제로 전파되면서 2008년 4분기 이후 전세계적으로 파급되기 시작하여 2009년에는 그 충격이 한국경제에서도 크게 나타났다. 평상시 자금을 가장 큰 애로요인을 간주했던 중소기업에게 금융시장 접근은 더 어려워지고, 금융위기로 발생한 금융시장 경색은 기업이 필요한 운영자금을 금융기관에서 차입할 수 없을 정도의 큰 충격으로 나타나게 되었다.

금융이 경제발전이나 경제성장에서 중요한 역할에 대해 이론적으로 학계의 찬반 논쟁이 있지만, 중소기업의 애로요인에 대한 국가간 차이가 있다. 미국과 한국의 중소기업 애로요인을 비교해 보면, 미국에서는 자금이 큰 애로요인이 아니지만 한국에서 자금이 중소기업의 큰 애로요인이 되고 있다(2017c).

유럽위원회(The European Commission)은 홈 페이지에 중소기업의 자금조달 접근을 다음과 같이 중요한 과업으로 여기고 있다.²⁾

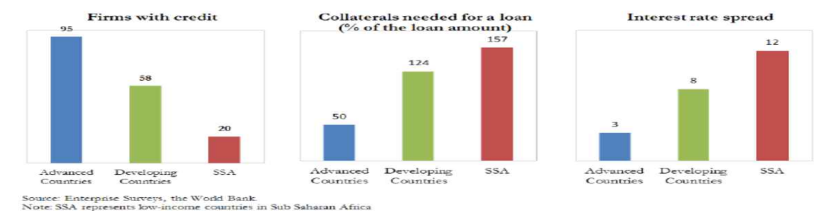
Access to finance for SMEs

Small and medium-sized enterprises (SMEs) represent over 99% of businesses in the EU so it is crucial to support their growth and innovation. However, one of the most important issues facing SMEs is their difficulty accessing finance. The European Commission works to improve the financing environment for small businesses in Europe.

중소기업의 자금 애로요인은 수요에 비해 공급이 부족한 신용배분(credit rationing)으로 설명되고³⁾, 신용배분은 자금의 초과수요가 존재하는 상황에서 자금공급자와 자금 수요자 사이의 정보 비대칭성으로 인해 대출 시장의 균형이 되는 자금 보다 적은 자금이 공급되는 것이다.

Noris, et al(2015), Marston, et al(2015), Courneade et al(2015) 등이 선진국뿐만 아니라 특히 후진국에서 중소기업의 금융접근 확대가 포용적 성장의 중요한 요소가 된다는 것을 지적하고 있다. Noris, et al(2015)와 Marston, et al(2015)는 World Bank의 여러 국가들에 대한 서베이 기업자료를 이용해, <그림 1>과 <그림 2>와 같이 경제발전 수준에 따른 금융접근 차이가 심각하다는 것을 보여 주고, 금융의 포용성 역할을 강조하고 있다. 기업의 금융기관 대출 접근이 가능한 기업의 비중이 선진국에서는 95%이지만, 개도국에서는 58%, 사하라 사막 이남 아프리카 지역은 20%에 불과하다. 대출금액 대비 필요한 담보도 선진국에서는 50%이지만, 개도국과 사하라 사막 이남 아프리카 지역은 각각 124%, 157%이다. 이자율 스프레드도 선진국은 3%이지만, 개도국과 사하라 사막 이남 아프리카는 각각 8%, 12%로 아주 높다.

<그림 1> 세계의 금융포용성 현황

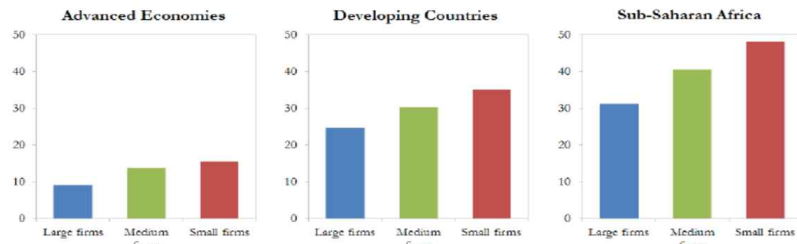


<그림 2> 중소기업 성장 제약조건으로 금융접근을 지적하는 기업의 비중

2) http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance_en

3) 더 구체적 논의는 이종욱(2017b) 참조.

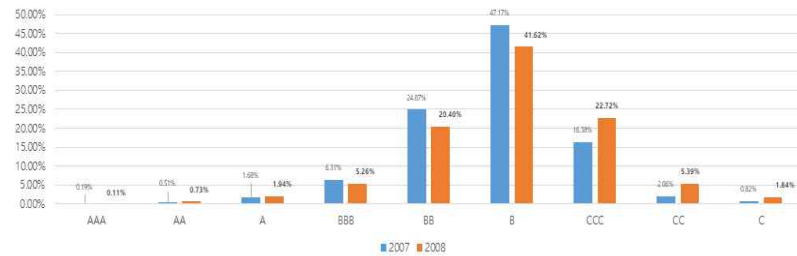
1) Levine의 이러한 주장에서 금융발전(financial development)는 거시적 변수로 측정된 지표이며, 개도국이 금융자유화로 인해 금융위기 및 외환위기를 겪게 되는 상황을 고려하지 못하고 있다. 한 국가의 금융발전을 정의하기 위해, 법률, 부패, 법실행, 감독 체계와 실행 등을 포함시켜 고려해 논의해야 할 필요가 있는데, 이에 대한 논의는 이종욱(2017) 참조.



Source: Enterprise Surveys, the World Bank.

<그림 2>에서 중소기업의 성장계약 조건으로서 금융접근 요인은 선진국에서 15~16%이지만, 개도국 33~36%, 사하라 이남 아프리카 46~49%로 아주 높다.

한국의 금융시장에서 시장실패와 중소기업의 자금조달비용 및 금융접근 상황을 이해하기 위해, 한국기업데이터에 있는 중소기업의 신용등급 분포를 분석해 보자.



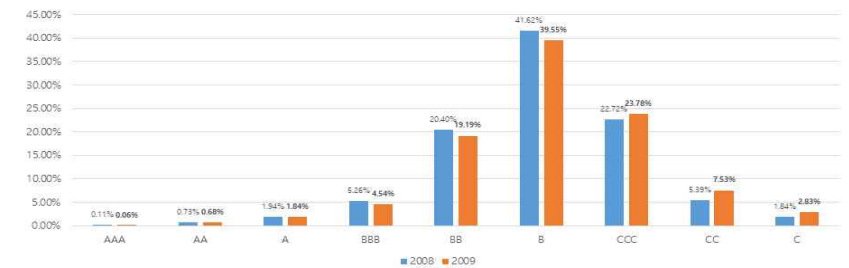
자료: 한국기업데이터의 자료

<그림 3> 한국 중소기업의 2007~2008 신용등급 분포

미국발 금융위기가 발생하여 파급되는 기간의 신용등급 분포인 <그림 3>을 보면⁴⁾, 정상적으로 투자등급, 즉 금융기관에 접근 가능하다고 판단할 수 있는 BBB 이상 신용등급을 가진 기업의 비중은 2008년과 2009년 각각 8%, 7%이다. BBB 미만 비중은 2008년과 2009년 각각 92%, 93%이다. BBB 미만 등급에서는 2008년 BB와 B가 각각 20.4%, 41.62%이며, 2009년 BB와 B가 각각 19.19%, 39.55%이다.

미국발 금융위기 충격이 한국으로 전염되는 시기의 충격을 2008년과 2009년의 신용등급별 비중의 변화에서도 명확하게 나타나고 있다. 첫째, 미국발 금융위기의 충격이 한국으로 전염되는 시점인 2009년에 BBB 이상 등급의 비중이 전년도 8%에서 7%로 감소하고, BBB 미만 등급의 비중은 92%에서 93%로 증가하고 있다. 둘째, 2009년에 B 등급 이상의 각 신용등급별 비중은 감소하고, CCC 이하 등급에서 각 신용등급별 비중이 크게 증가하고 있다. CCC 이하 비중이 전년 30%에서 2009년에 34%로 급격하게 증가하게 된다.

4) 이에 대한 구체적 논의는 이종욱(2017b) 참조.



자료: 한국기업데이터의 자료

<그림 3> 한국 중소기업의 2008~2009 신용등급 분포

금융접근이 창업 그리고 기업성장에 필수적 요소이지만, 금융시장에는 시장 실패 요인이 많다.⁵⁾ 신용등급에 의해 금융접근을 거절 하는 것은 합법적인 거래이지만, 이러한 금융거래 거절은 금융시장의 실패 영역이 된다. 앞절에서 금융시장의 실패영역으로서 KED의 기업자료로 신용등급의 분포를 보면, 한국의 금융시장 실패 영역이 아주 높다. KED에 기록된 중소기업에서 신용등급 분포를 보면, 2016년 현재 기업 자체 신용등급으로 금융접근이 가능한 기업은 11 ~12%에 불과하다.

한국에서 금융의 포용적 성장이 선진국 수준에 도달하려면, 중소기업 성장에서 금융접근 애로를 겪고 있는 기업의 비중은 <그림 1>와 <그림 2>에서 나타난 선진국 수준인 15~16%로 하락되도록 해야 한다. 이러한 목표를 달성하려면, 중소기업에 대한 금융 포용성의 확대를 위해 제도권 금융과 정책금융기관이 노력해야 한다. 먼저 금융시장이 신용등급에 의해 운용되고 기업은 창업->성장->쇠퇴->재도약->성장의 선순환 성장과정을 겪게 되는 이상, 제도권 금융접근이 불가능한 기업들은 항상 많을 수 밖에 없다. 금융감독기관이 제도권 금융기관에 대해 BIS비율 그리고 CAMEL로 제도권 금융을 평가하고, 평가 등급에 따라 예금보험 수수료가 달라지고, 금융시장에서 각 금융기관이 관리부채를 조달하기 위해 발행하는 채권 금리도 달라진다. 제도권 금융의 포용성 확대에도 불구하고, 신용등급이 낮거나 신용등급이 높더라도 위험이 높은 프로젝트에 대한 금융기관의 대출은 거절될 수 있다. 따라서 금융시장의 포용성 확대를 위해서는 정책금융의 확대도 필요하다.

둘째, 정책금융은 직간접적으로 국민 세금으로 조성된 국가 재원의 지원을 받게 되므로, 포용성 확대를 위한 정책자금의 성과 평가 체계도 보완되어야 한다. 제도권 금융기관이나 정책금융기관이나 대출은 위험 감수를 합리적으로 판단하여 이루어지므로, 부실채권의 위험을 사전에 고려하여 이루어질 수 밖에 없다. 중소기업진흥공단과 같은 정책금융기관이 제공하는 대출이나 보증은 제도권 금융기관으로 금융접근이 어려운 기업에게 제공되므로, 제도권 금융기관 보다 더 높은 부실율이 발생할 수 밖에 없다. 따라서 상대적으로 높은 부실율을 정책당국이 수용할 수 있어야, 정책금융기관의 포용적 금융도 확대될 수 있다.

5) 이에 대한 대표적 논의는 Stiglitz(1993)이며, Grossman & Stiglitz(1980), Greenwald, Stiglitz, & Weiss(1984)도 들 수 있으며, Stiglitz(1993) 포함한 다른 논문들도 신용등급으로 금융접근이 어려운 금융 수요자에 대한 논의가 없으며 이에 대한 논의는 이종욱(2017a, 2017d) 참조. 이종욱 논의는 포용적 금융이 강조되면서, 정책 당국 및 학자들에게서 더 큰 관심을 받을 것으로 예상 됨.

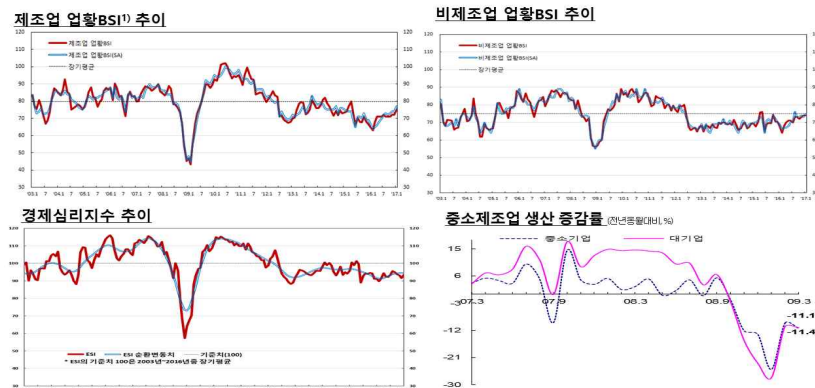
III. 글로벌 시스템 위기의 한국 경제 충격

각 국가별 경제, 사회, 정치의 발전 단계가 다르고, 금융의 발전 단계도 다르므로, 미국발 글로벌 시스템 위기가 각 국가에 미치는 효과도 다를 것이며, 그로 인해 각 국가의 정책적 대응도 당연히 다를 수밖에 없다.

한국의 중소기업이 글로벌 시스템 위기 충격에서 심각한 타격을 입지 않는 정책을 입안하려면, 정책당국도 한국의 중소기업의 구조적 특성에 맞는 정책을 취하려고 노력했을 것이다. 그 때 취해진 중소기업 지원정책의 효과를 분석하려면, 먼저 미국발 글로벌 시스템 위기가 한국의 실물 시장 및 금융시장에 어떤 영향을 미치며, 이러한 충격을 한국 중소기업에 미치는 충격을 완화시키기 위한 정책당국의 노력은 어떻게 전개 되고 있는가를 보자. 여기서는 분석의 편의상 실물시장과 금융시장으로 나누어 위기상황 전개를 분석하게 된다.

1. 실물시장의 위기상황 전개

기축통화로서 가장 비중이 높은 미국 경제의 시스템 위기가 2007년 하반기 이후 시작되어, 글로벌 시장으로 파급되는 과정에서 비기축통화국으로서 대외 의존도가 높은 한국도 그 충격을 피해갈 수 없었다. 한국의 제조업과 비제조업의 BSI를 통한 업황 지수, 경제심리 지수 그리고 중소기업 생산 증감율에 미치는 효과를 도시한 것이 <그림 2>이다. 미국발 시스템 위기의 글로벌 충격이 2008년 하반기에 심각한 경제불황을 초래하고 있지만, 2009년 상반기에 충격을 회복해 가는 모습을 보여주고 있다. 금융위기는 대체로 단기적 큰 충격으로 나타나므로, 이를 극복하기 위해서는 단기에 적절한 대응책을 적극적으로 취하는 것이 중요하다. 그러나 금융위기가 단기 및 중기에 극복되더라도, 그로 인한 실물경제 충격은 상당 기간 지속되게 되며, 어느 정도 기간이 지나야 회복되는가에 대한 답이 없다(Cerra and Saxena, 2008).



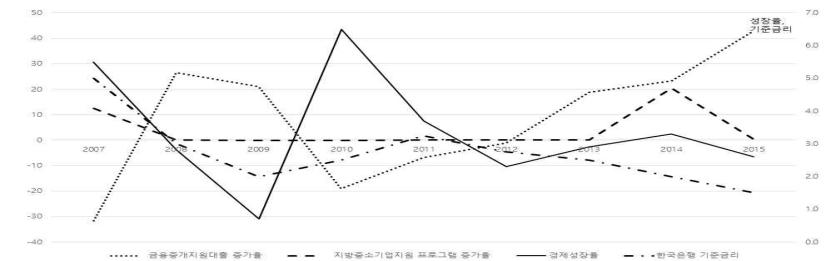
자료:한국은행(제조업업황,비제조업업황,경제심리지수), 통계청(중소제조업 생산 증감률)

<그림 4> 미국발 시스템 위기하의 한국 제조업 및 비제조업 업황 추이

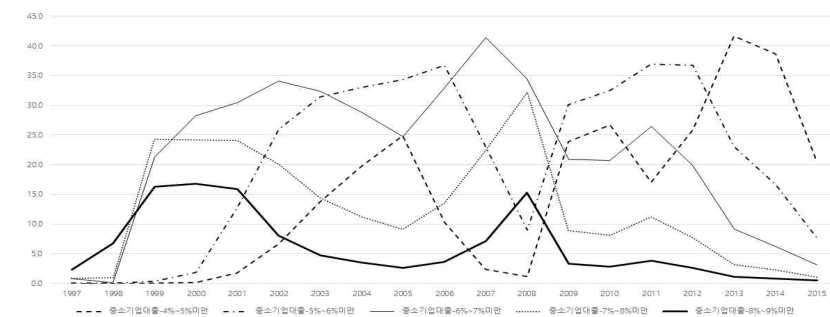
2. 금융시장에서 시스템 위기 전염 현상 전개

2007년 하반기 미국발 금융위기가 시작되어 전세계적으로 파급되면서, 한국은 2009년에

큰 충격을 받아 경제성장률이 급락하게 된다. <그림 3>에서 미국발 시스템 위기가 전세계 금융시장으로 파급되면서, 한국은행은 2008년에 기준금리는 2% 인하하여 3%가 되고, 2009년에 또 다시 1% 인하하여 2% 되었지만, 2010년에는 0.5%폭으로 인상하여 2.5%가 된다. 기준금리 인하와 더불어, 금융기관중개 대출은 2007년에 31.58%로 대폭 감소시켰다가, 2008년에 26.48%, 2009년에 20.97% 증가시켰다. 2007년 대비 2008년 순증은 -5.1%이고, 2007년 대비 2009년 순증은 15.87% 증가하지만, 2010년에 -19.07%로 감소시켜, 2007년에서 2010년 사이 금융기관중개 대출의 순증은 -4.8%였다. 한국은행은 미국발 시스템 위기의 외부 충격 하에서, 중소기업에 대한 정책금융을 중장기 보다 단기 유동성 공급에 중점을 둔 통화정책을 취하였다고 할 수 있다.



<그림 5> 경제성장률, 금융중개기관대출과 기준금리



자료: 한국은행 통계 DB

<그림 6> 중소기업 대출의 금리별 대출 비중

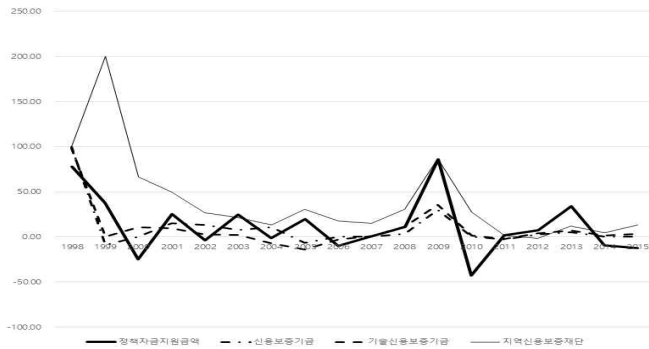
2007년 미국발 금융위기로 인해 금융시장이 경색되면서, <그림 6>에서 보는 바와 같이 중소기업의 대출 중 고금리 대출의 비중이 급증하고, 저금리나 중금리 대출의 비중이 급락하고 있다. 4~5% 미만 그리고 5~6% 미만의 상대적으로 싼 금리로 차입할 수 있는 대출의 비중은 급격하게 하락한다. 반면 2007년에는 6~7% 미만 금리의 비중이 급증하고, 2008년에는 7~8% 미만 그리고 8~9% 미만 금리의 대출 비중은 급격하게 증가하고 있

<그림 6> 미국발 금융위기 이후 경제위기와 중기대출 금리 변화다. 그리고 2009년에는

중저금리 대출 비중이 급증하고 7% 이상의 고금리 대출 비중은 급감하여, 중소기업 대출시장이 상대적으로 안정되어 가고 있다고 할 수 있다.

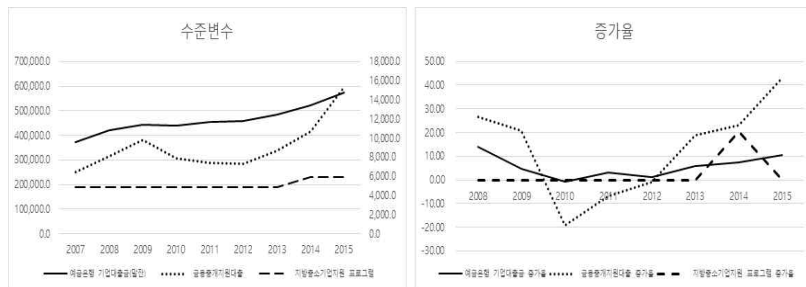
2007년 미국발 금융위기가 한국경제로 파급되면서, 일시적으로 <그림 5>에서 중소기업 대출금 증가율이 급감하고, <그림 6>에서 예금은행의 고금리 대출금리 대출 비중이 급증하는 현상을 보여주고 있다. 글로벌 충격으로 인한 이러한 중소기업 대출시장의 교란이 국내 금융시장의 시장원리에 의해 자동적으로 조정되었는가? 미국발 금융위기는 금융시장의 실패로 발생한 충격이며, 이를 극복하기 위해 미국 FRB가 10년째 비전통적 금융정책을 실행하고 있다. 이러한 미국의 사례로 볼 때, 미국 보다 덜 발달된 한국의 중소기업 대출시장이 시장의 힘에 의해 회복되는 것은 불가능하다.

중소기업 대출시장 안정화를 위한 정책자금과 보증 지원액의 증가율을 도시한 <그림 7>를 보면, 한국의 중소기업 대출시장이 빠른 시간 내에 회복되는 배경에는 중소기업 정책자금과 신용보증의 역할을 빼 놓을 수 없다. 중소기업진흥공단이 실행하는 중소기업 정책자금과 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증재단의 보증이 2008년부터 증가하고, 2009년에는 급격하게 증가하는 것을 알 수 있다.



자료: 통계청

<그림 7> 중소기업의 정책금융 및 보증의 증가율



<그림 8> 은행의 중소기업대출과 한국은행의 금융중개지원대출

미국발 시스템 위기 하에서 그 충격을 완화하기 위해 단기적으로 재정정책 및 금융정책을 적극적으로 취하게 되면서, 한국은행도 금융중개지원자금(과거 총액한도 대출의 중소기업 지원자금)을 급격하게 증가하게 된다. 그러나 시스템 위기 하에서 금융시장 기능이 정상적으로 작용하지 않게 되므로, 한국은행의 자금 공급 확대만으로 은행이 스스로 위험회피의 자금 공급에 영향을 줄 수 없다.

<그림 8>의 수준 변수를 보면, 한국은행이 2009년에 금융중개지원자금을 급격하게 증가시키지만, 은행의 중소기업 대출은 급격하게 증가하지 않는다.⁶⁾ 한국은행이 중소기업에 공급될 수 있는 자금을 은행에 더 많이 공급해 보아도, 신용위험, 시장위험, 유동성위험, 운영위험이 높은 상황에서 바젤 III비율을 맞추어 CAMELS 평가를 받아야 하는 은행은 위험관리를 강화해야 하므로, 중소기업 대출은 적극적으로 증대될 수 없다. <그림 8>에서 증가율로 보면, 예금은행의 중소기업 자금공급 증가율은 한국은행 금융중개지원 대출 증가율보다 훨씬 더 낮게 증가하고 있다. 본 연구의 추세 분석과 달리, 정호성·임호성(2014)은 2009-2011년까지 매년 말 은행의 기업별 대출의 패널분석을 통해, 금융중개지원대출이 은행의 중소기업에 대한 대출을 증가시키고 대출금리를 낮추는 효과가 있다는 것을 보여주고 있다⁷⁾.

반면 은행을 통하지 않고 재정자금을 이용하여 중소기업에 자금을 공급하는 중소기업진흥공단의 직접대출은 급격히 증가하고 있다. 이는 시스템 위기의 글로벌 충격을 받아 위기에 처한 금융기관을 이용하지 않고도 중소기업들의 자금난을 완화시키기 위한 자금 공급 확대에 크게 기여하게 된다. 이는 중소기업 진흥공단의 직접대출 증가율과 은행 중소기업 대출 증가율의 차이에서도 발견할 수 있다.

3. 시스템 위기하의 시장실패와 정책자금

자본시장의 불완전성으로 인한 시장의 실패가 실패시장의 과도한 변동을 초래한다는 이론적 연구가 있고(Greenwald, Stiglitz, & Weiss, 1984; Bernanke and Gertler, 1989), 실증분석에서도 지지를 받고 있다. 또한 Bernanke(1983)는 미국 대공황의 심화 및 지속성을 은행이 유동성을 큰 폭으로 감소시킨 것으로 설명하게 된다. 신용경로(credit channel)를 통

6) <그림 7>에서 신용보증기금의 보증이 증가하게 된 이유는 특이하다. 위기 하에서 중소기업들의 보증에 대한 요구도 증가하여 이사장께서 임직원들에게 적극적으로 보증을 증대하도록 요청하였지만, 직원들은 위기 이후에 부실 기업에 대한 보증의 책임에 대한 우려로 보증에 대한 심사를 더 엄격하게 실행하여 보증 받는 것이 어려워지자, 중소기업들의 보증에 대한 비판의 목소리도 커졌다. 직원들은 이사장에게 정상적인 절차를 거쳐서 보증을 해 주었는데도 위기 이후 보증 부실에 대한 담당 임직원의 책임을 지는 것에 대해 면책을 요구하여, 이사장이 국회에 가서 여야 의원을 설득하여 면책을 수락 받아 와서, 직원들이 중소기업의 어려운 상황을 고려하여 정상적인 보증절차를 진행함으로써 보증을 증가시키게 되었다.

위기 상황에서 금융기관 중개대출로 부실이 발생하게 되면, 그 책임은 은행의 대출 결재 라인에 있는 임직원들에게 귀책 되므로, 이들은 위기 회복 이후 부실대출로 인한 책임에서 벗어나기 위해 회수가 확실한 기업들에게만 대출을 해 주게 된다. 따라서 은행에서 대출에 책임을 지는 한국은행의 금융기관중개대출은 위기 상황에서 자금 확보가 어려운 중소기업에게 자금을 원활하게 공급하기 어렵게 된다. 더구나 한국은행은 금융기관 중개대출을 집행하는 은행 대출 담당자에게 부실대출의 면책 특권을 부여하기 어려우므로, 자금이 필요한 중소기업에 대출을 적극적으로 이루어지게 하는 것이 불가능하다.

그로 인해, 2009년 글로벌 시스템 위기의 충격 하에서는 재정정책이 금융정책 보다 더 효과적으로 자금 공급 경로를 할 수 있게 된다.

7) 표본으로 7개 시중은행의 법인형 중소기업을 선정하여 분석하고 있는데, 이 기업이 금융중개기관 대출의 혜택인지를 정확히 분별하기 어렵다.

해, 금융기관의 대출 의사결정이 경기변동의 심화와 지속성에 큰 영향을 주게 된다. 이러한 연구를 통해, 통화정책과 더불어 금융기관의 경영적 판단에 의해 결정되는 신용경로가 통화 정책 효과를 결정하는데 중요한 변수로 다루어지게 되었다.

시스템 위기는 신용경로가 잘 작동하지 않는 상황이 되므로, 중앙은행이 유동성을 충분히 공급해도 은행의 대출을 통한 민간부문으로 자금 공급이 반드시 자동적으로 증가한다는 보장이 없다.

IMF와 같은 국내 시스템 위기에서 이미 경험한 바와 같이, 3절의 실물 및 금융 시장에 대한 기술적 분석에서 본 바와 같이 2007년 미국발 시스템 위기의 국내 경제로의 파급 하에서, 신용경로가 제대로 작동하지 않는 것을 알 수 있다.

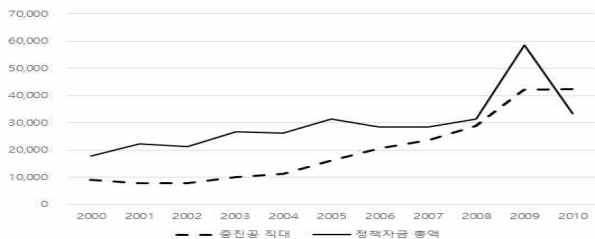
금융시장의 제대로 작동하지 않는 시스템 위기와 같은 충격이 나타날 때, 그로 인한 금융시장의 실패를 대체할 수 있는 장치가 바로 정책당국이 자금 수요자에게 직접 자금을 공급할 수 있는 시스템이다.

본 연구는 정책자금이 한국의 중소기업에요인을 해소하기 위해 정책자금 공급기관들이 자금을 신청한 중소기업들에 대한 엄격한 평가를 통해 공급하고 있다는 전제하에, 정책자금의 효과를 분석하게 된다.

기업에 자금을 대출해 주는 대표적인 기관인 은행은 대표적인 규제 산업이며 시스템 위기의 경제적 충격 및 해외 전염 하에서도 글로벌 기준으로 평가 받고 있으며, 규제의 평가 항목은 동일하고 각 항목의 평가 및 가중치에서 국가적 상황이 고려되게 된다.

앞 절에서 본 바와 같이 2007년 미국발 금융위기가 한국의 금융시장으로 파급되는 같은 상황이 발생하게 되니, <그림 5>에서 중소기업에 대한 대출이 급감하고, <그림 6>에서 중소기업에 대한 위험프리미엄이 증가하면서 대출금리도 상승하여, 중소기업 대출시장에서는 자금경색이 심화 된다.

대출시장에는 신용경색이 심화되어 중소기업의 금융접근이 어렵게 되자, <그림 7>의 보증 그리고 <그림 9>의 중진공 정책자금을 통해 정책금융기관의 정책자금 공급이 급격하게 증가하게 된다.



자료: 통계청

<그림 9> 중진공 정책자금 중 직접대출 추이

중소기업이 필요로 하는 자금과 금융시장에서 조달할 수 있는 자금 사이의 '자금조달 갭'(funding gap)이 심각한 상황에서 정책자금은 두 가지 역할을 하게 된다. 첫째, 정책자금 지원을 받은 기업이 금융시장에서 자금을 확보하는데 도움을 줄 수 있는 정책자금의 구인효과이다. 정책자금도 평가를 받아 지원되므로, 정책자금 수혜 기업은 금융기관에서 자금 차입도 유리하게 된다. 이를테면, 수혜기업에 대한 보증 지원은 금융기관의 대출에 대한 보증

이므로, 대출에서 발생하는 위험을 최소화 시켜 주므로 대출지원에서 구인효과를 창출하게 된다. 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증재단은 금융기관 접근이 어려운 중소기업을 평가하여 보증을 지원하게 되며, 중소기업 진흥공단의 대리대출도 보증의 성격을 갖고 있다.

둘째, 정책금융 기관의 직접대출은 금융기관을 통한 외부자금 조달 수요를 감소시키거나 외부자금 조달 수요를 대체시킬 수 있어서, 외부자금 조달과 대체 관계의 보완 효과를 창출하게 될 것이다. 중소기업 진흥공단의 직접대출은 중소기업에 보증을 해 주어도, 금융기관이 대출을 해 주지 않는 상황에서 실행하게 된다. 통상적으로 보증은 금융기관의 대출금에 대한 100% 보증이 아니고 부분 보증이므로, 부분 보증을 받고 대출해 준 기업에서 보증 받지 못한 부분에 대해서는 부실채권에 대비하는 충당금을 적립해야 한다. 부분 보증을 받은 기업이 도산하게 되면, 보증 받지 못한 부분만큼 손실을 감수해야 하므로 은행의 당기 순이익은 감소하게 된다.

글로벌 시스템 위기 충격에서 금융기관은 보증을 해 주어도 신용등급이 높고 담보를 제공하는 기업에게만 자금을 지원하게 되면, 정책금융 기관에서 보증을 받은 기업이 은행에 보증서를 제출해도 대출을 받을 수 없다. 이때 은행 보증 대출을 거절하더라도, 정책금융 보증 기관이 은행에게 대출을 강요할 수도 없게 되므로, 이런 상황을 고려하여 중소기업진흥공단이 중소기업에게 직접대출 해 주게 된다. 직접대출에서는 정책금융기관의 신용평가와 자금지원이 동시에 이루어지므로, 중소기업진흥공단의 컨설팅 업무 그리고 다양한 부대 지원과 함께 대출까지 one-stop 서비스를 해 줄 수 있다.

미국발 금융위기가 선진국 금융시장을 거쳐, 한국의 금융시장으로 파급되어, 2009년에 중소기업의 자금조달 시장은 심하게 경색되었다. <그림 9>의 금리 상승에서 보는 바와 같이, 은행이 요구하는 금리를 주고도 중소기업은 자금을 확보할 수 없는 상황이 되었다. 중소기업이 자금을 구하지 못하여 흑자도산의 상황으로 물리게 되고 중소기업인들의 은행에 대한 비난 및 정부에 대한 원성이 고조 되면서, 중소기업청장이 시중은행의 은행장을 조찬 모임에 초대하여, 중소기업에 대한 자금공급 지원을 부탁드릴 정도로 어려운 상황이 전개 되었다.

IV. 글로벌 시스템 위기 하에서 정책금융 효과의 실증분석

1. 정책자금 성과분석 기존 연구의 오류

정책자금은 정보비대칭성으로 신용배분이 발생하는 시장실패 영역에서 자금공급이므로, 그 효과를 분석하려면 그 영역에 속하는 기업만을 대상으로 해야 한다. 정책자금의 성과를 분석 하기 위해 집단간 비교를 하게 되는데, 통상 정책자금을 받은 기업과 정책자금을 받지 않은 기업을 비교하게 된다. 이럴 경우, 정책자금을 받지 않은 기업은 시장실패 영역에 있지 않는 기업이거나 정책자금을 신청했지만 정책자금을 공급하는 기관의 기업평가를 통과하지 못하는 기업일 수 있다. 정책자금을 신청해 탈락한 기업의 DB가 없다 보니, 학자들은 기업의 성과가 좋아서 정책자금을 받아서는 안 되는 기업 집단을 비교 대상으로 선택하게 된다(김현옥, 2005; 안종범 외, 2011; 우석진, 2016).

금융기관의 성과를 비교할 때, 동일한 성질 및 규모로 비교할 수 있는 금융기관을 선택해야 해야 한다. 이는 금융기관 경영의 교과서에서도 소개되는 너무나 잘 알려진 규칙이다.

이러한 규칙에 대해 Sinkey(2002)는 다음과 같이 경고하고 있다.

In conducting any stage of ROE decomposition analysis, it is important to compare “apples with apples” and “oranges with oranges” to ensure valid peer-group comparisons.

서론에서 지적한 바와 같이 재정학자 및 정부 출연 연구기관의 연구자들의 정책자금 접근에는 세 가지가 간과되어 있다. 첫째, 금융교과서에서도 강조하는 금융성과 분석에서 기본으로 강조되는 비교 대상을 잘못 선택한 오류이다(Sinkey, 2002). 둘째, 중소기업 애로요인, 금융기관의 중소기업 대출 형태, 중소기업인의 금융접근 실태에 대한 기존 문헌이나 중소기업의 면담 기록을 전혀 언급하지 않는다. 셋째, 중소기업 자금 및 경영에 관련된 논문들이 발표되는 『중소기업연구』, 중소기업 관련 연구기관의 기존 연구에 대한 문헌 정리 없이 자신들의 자료 분석 결과에만 중점을 두고 있다.

2. 실증분석

본 연구는 미국발 시스템 위기의 충격 하에서 정책금융기관들이 제조업에 지원한 정책자금 및 보증이 신용경로를 대체하거나 보완하는 효과를 어떻게 창출했는가를 분석하는 것이다.

실증분석에서 두 가지 가설이 분석되게 된다. 첫째, 중소기업진흥공단의 직접대출은 신용경로의 약화나 실패를 대체하는 자금공급 수단이므로, 중소기업의 외부자금 조달에 마이너스 효과를 창출할 것이다. 둘째, 정부의 비대칭성으로 인한 자본시장 불완전성으로 인해, 시스템 위기 하에서 은행의 의사결정에서 불확실성을 제거해 주는 보증은 은행의 신용경로를 활성화 또는 강화시키는 작용을 하므로, 외부자금 조달에 플러스 영향을 미치게 될 것이다.

실증분석 모형은 (1)식과 같다. 여기서 Y_i 외부자금 조달 규모, X_{1i} 신용보증 금액, X_{2i} 기술보증기금 금액, X_{3i} 지역신용보증금액, X_{4i} 중소기업진흥공단 대리대출 금액, X_{5i} 중소기업진흥공단 직접대출 금액이며, Z_{ij} 는 통제변수 벡터이며, ϵ_i 는 오차항이다.

$$Y_i = \alpha + \beta_{1i} X_{1i} + \beta_{2i} X_{2i} + \beta_{3i} X_{3i} + \beta_{4i} X_{4i} + \sum_{j=1}^n Z_{ij} + \epsilon_i \quad (1)$$

4개의 중소기업 정책금융 기관이 취급하는 중소기업의 신용평가 등급 및 지원하는 기업 특성이 서로 다르지만, 중소기업이 성장하는 과정에 자연스럽게 서로 다른 정책금융기관의 중복 수혜 기업도 나타나게 된다. 중복 수혜는 중소기업 성장 과정 속에 발생되므로, 시간이 가면 자연스럽게 해소될 수 밖에 없다. 4개 정책금융기관이 중첩적으로 지원하는 산업군이 다르므로, (1)식의 추정에서는 제조업에 지원된 정책자금의 효과를 중첩적으로 분석하게 된다.

중소기업청이 2009년 정책자금 지원 효과의 분석 작업을 중소기업연구원에 의뢰하여, 연구진은 중소기업청의 도움을 받아 중소기업 지원 정책자금을 공급하는 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증재단, 중소기업진흥공단에 의뢰하여 설문조사를 하였다.⁸⁾ 설문조사는 중소기업의 글로벌 금융위기 극복에서 정책자금의 역할을 분석하기 위해 설계 되었으

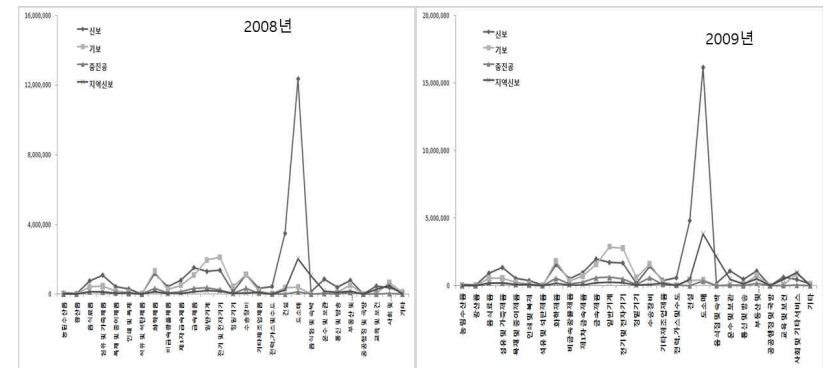
8) 2010년에 시작된 정책연구는 2009년과 같은 신용경제 상황에서 정책자금의 유용성을 분석하기 위해 설문조사를 통해 얻은 자료를 토대로, 기술적 통계 분석에 중점을 두고 있으며, 실태조사 설문 그리고 정성적 자료에 대한 연구는 홍순영, 이종욱, 표한형, 홍성철(2011) 참조.

로, 기업의 기본 정보(설립일자, 자본금, 자산 등)를 제외하고, 정책자금의 효과에 관련된 질문은 12개로 구성되어 있다.⁹⁾

서베이 조사는 중소기업청의 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증재단, 중소기업진흥공단에 대한 공식적 지원 요청에 이루어진다. 연구진은 4개 기관에 서베이 조사가 가능한 500개 이상 회수 되게끔 부탁을 해서, 회수한 기업 수가 상대적으로 많았다.

<표 3> 서베이 기업 구성

	전체 표본	제조업
신용보증기금	481	179
기술보증기금	501	426
지역신용보증재단	512	109
중소기업진흥공단	451	427
합계	1,945	1,141



<그림 10> 2008년과 2009년 중소기업 정책자금 기관의 산업별 지원금액

<그림 10>에서 보는 바와 같이, 중소기업 정책금융 공급기관이 상대적으로 중점을 두는 산업이 있으며, 건설, 도소매 및 음식점에 중점을 두는 정책 지원을 제외해야 표본의 편향성이 줄어들 수 있다. 따라서 본 연구는 <표 3>에서 소개된 4개 중소기업 정책금융기관을 통해 1,945개 수집된 전체 표본에서 제조업 1,141개를 선택하고, 분석대상이 되는 변수의 설문에 일관되게 답한 기업만 선택하다 보니 최종 943개를 분석 대상으로 하게 되었다.¹⁰⁾

자금조달에 대한 설문은 2005 - 2010년 상반기까지 6년의 현황을 조사하여 홍순영 외(2011)에서 기술 통계 분석을 하였다.

9) 설문조사 결과로 정책금융기관을 동일한 기준으로 비교해야 하므로, 설문지의 최종안까지는 상당한 시간과 절차가 소요되었다. 초안을 만들어 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증재단, 중소기업진흥공단의 실무진들의 검토를 거쳐 수정본을 만들고, 수정본을 각 정책금융기관의 사전 표본 기업들에게 배포하여 설문에 오해가 없는지 확인을 거쳐, 최종 실태조사 서베이 안을 만들었다.

본 연구는 글로벌 금융위기 충격 하에서 금융위기 이전, 위기 발생, 위기 효과 확산으로 나누어 중소기업 정책자금의 중소기업의 은행대출을 결정하는데 어떤 영향을 미치는가를 분석하게 된다. 한국에서 금융위기 이전은 2006 ~2007년이며, 2008년은 위기 초기 상황, 2009년은 위기 충격시기로 구분할 수 있다.

중소기업이 은행에서 대출을 받는데 중소기업 정책자금의 미치는 영향을 분석하기 위해, <표 4>에서 중소기업진흥공단 정책자금을 대리대출과 직접대출로 구분하여 분석하였다. 첫째, 금융위기 이전인 2006 ~2007년 기간 동안, 중소기업 정책자금의 중소기업 은행대출에 미치는 효과는 모형(1a) ~모형 (2b)으로 분석할 수 있다. 모형(1a)에서는 신용보증, 기술보증, 중진공 대리대출 및 직접대출이 유의수준 1%에서 통계적으로 유의적이고 중소기업의 은행 대출에 양의 영향을 주고 있으며, 지역신보는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적이고 중소기업의 은행 대출에 음의 영향을 주고 있다. 다른 정책자금과 달리, 지역신보의 보증은 은행 대출 수요를 감소시키고 있다.

<표 4> 은행 차입자금의 결정요인으로서 중진공 정책자금 분리 효과

	2006		2007		2008		2009	
	(1a)	(1b)	(2a)	(2b)	(3a)	(3b)	(4a)	(4b)
상수	242.22	-98.05	401.06	-3.63	596.79	73.89	244.42	161.83
	0.0020	0.1932	0.0000	0.9637	0.0000	0.6191	0.0824	0.2559
신용보증	2.55	2.01	1.56	0.90	0.96	0.53	0.45	0.25
	0.0000	0.0000	0.0001	0.0049	0.0841	0.3183	0.3216	0.5808
기술보증	0.9625	0.2934	1.1126	0.0315	0.9246	0.3807	1.6672	1.5239
	0.0000	0.1374	0.0000	0.8657	0.0026	0.2004	0.0000	0.0000
지역신보	-3.11	-2.51	0.34	0.83	-0.50	-0.04	0.03	0.19
	0.0261	0.0452	0.7720	0.3743	0.7440	0.9787	0.9883	0.9111
중진공 대리	0.9835	0.7479	0.5768	-0.3839	2.7969	2.1016	0.6150	0.4623
	0.0000	0.0000	0.2903	0.3856	0.0003	0.0043	0.0268	0.0985
중진공직대	3.4119	2.6952	0.4076	-0.5446	0.0804	-1.1184	0.2233	-0.0592
	0.0000	0.0000	0.3310	0.1111	0.8960	0.0626	0.4322	0.8432
매출		7.4047		3.9075		19.0704		5.2204
		0.0000		0.0312		0.0000		0.0033
고용		0.0421		0.0810		0.0223		0.0093
		0.0000		0.0000		0.0014		0.2759
R-squared	0.1760	0.3391	0.0463	0.3887	0.0303	0.1226	0.2179	0.2278
F-statistic	39.99	68.37	9.09	84.76	5.85	18.65	52.16	39.32
Prob(F-statistic)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

모형 (1b)에서는 신용보증, 중진공 대리대출 및 직접대출이 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 미치며, 지역신보는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적이지만 음의 영향을 미친다. 매출과 고용은 은행 차입을 결정하는데 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며, 양의 영향을 미친다.

미국발 금융위기가 발생할 징후가 나타난 2007년을 보면, (2a) 모형은 신용보증, 기술보

증이 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 미치고 있다. (2b) 모형은 신용보증만 1%유의수준에서 통계적으로 유의적이고, 통제변수인 매출이 5% 유의수준에서, 고용은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이다

미국발 금융위기가 발생한 2008년을 보면, (3a)모형에서 신용보증은 10% 유의수준에서, 그리고 기술보증과 중진공 대리 대출은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이다. (3b) 모형에서 통제변수인 매출 및 고용은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 미치게 되며, 중진공 대리대출이 1% 유의수준 유의적이며 양의 영향을 미치며, 직접대출은 10% 유의수준에서 유의적이며 음의 영향을 미치고 있다.

미국발 금융위기가 한국경제에 가장 큰 충격을 주는 2009년을 보면, (4a) 모형에서 기술보증은 1% 유의수준, 그리고 중진공 대리 대출은 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적이다. (4b) 모형에서 통제변수인 매출과 고용에서 매출만이 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이고, 기술보증이 1% 유의수준, 그리고 중진공 대리대출은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의적이다.

<표 5>는 중소기업 정책자금을 대리대출과 직접대출로 나누지 않고 통합하여, 은행 차입자금을 결정하는데 중소기업 정책자금의 역할을 분석한 결과를 보여 주고 있다. 미국발 금융위기가 발생하기 이전인 2006년을 분석한 (5a) 모형에서 은행의 차입금을 결정하는 요인으로서 신용보증, 기술보증, 중진공에서 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 주며, 지역보증은 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 음의 영향을 미치고 있다. 또한 통제변수로서 매출과 고용이 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적인 (5b) 모형에서, 신용보증과 중진공은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이면 양의 영향을 미치고 있고, 기술보증은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의적이면 양의 영향을 미치고 있다.

미국발 금융위기의 발생 징후가 높은 시점인 2007년을 분석한 (6a) 모형에서 신용보증과 기술보증은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 주고 있다. 통제변수로 매출과 고용을 이용한 (6b)에서, 매출은 5% 유의수준에서 그리고 고용은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 미치고 있고, 신용보증은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이면 양의 영향을 미치고 있고, 중진공 정책자금은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 음의 영향을 미치고 있다. 국내외 정보 수집 능력이 탁월한 은행이 미국발 금융위기로 신용공급에 신중을 기하여, 신용제약을 하는 동안, 중진공의 자금공급으로 인해 중소기업이 은행의 차입금 의존도를 줄일 수 있게 되는 상황이 발생하게 된다.

미국발 금융위기가 본격적으로 시작된 2008년을 보면, (7a) 모형에서 기술보과 중진공 정책자금은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 미치고 있으며, 신용보증은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 미치고 있다. 통제변수로 매출과 고용을 이용한 (7b) 모형에서, 매출과 고용은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며, 정책자금은 모두 통계적으로 비유의적이다.

그러나 미국발 금융위기가 한국으로 전염되어 경제적 충격이 커지게 되는 2009년의 경우, (8a) 모형에서 기술보증은 1% 유의수준에서 그리고 중진공 정책자금은 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 주고 있다. 외국에서 발생한 금융충격이 국내로 파급되면서, 제조업의 중소기업에 정책자금이 미치는 효과는 차별화 되면서, 위기 상황에서 신용보증과 지역신보의 정책자금은 통계적으로 유의적인 영향을 주지 못하고 있다. 통제변수로서 매출과 고용을 이용한 (8b) 모형에서는 고용만 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며, 기술보증은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적이며 양의 영향을 주고, 다른 정책자금은 통계적으로

유의적인 영향을 주지 못하고 있다.

<표 5> 은행 차입자금 결정요인으로서 중진공정책자금 통합 효과

	2006		2007		2008		2009	
	(5a)	(5b)	(6a)	(6b)	(7a)	(7b)	(8a)	(8b)
상수	295.90	-22.79	401.53	-3.27	578.93	61.06	232.14	138.46
	0.0002	0.7941	0.0000	0.9673	0.0001	0.6825	0.0977	0.3236
신용보	2.58	1.73	1.56	0.89	0.98	0.56	0.44	0.13
	0.0000	0.0000	0.0001	0.0051	0.0778	0.2906	0.3329	0.7744
기술보	1.0274	0.3635	1.1133	0.0321	0.9148	0.3777	1.6792	1.3782
	0.0000	0.0636	0.0000	0.8631	0.0030	0.2061	0.0000	0.0000
지역신	-3.43	-2.40	0.36	0.85	-0.11	0.42	0.06	0.10
	0.0157	0.1085	0.7553	0.3593	0.9413	0.7776	0.9712	0.9539
중진공	1.2589	0.9671	0.4711	-0.484 ₅	1.2015	0.2274	0.4239	0.0268
	0.0000	0.0000	0.1501	0.0728	0.0042	0.5830	0.0304	0.8960
매출		5.1548		3.9151		18.676 ₂		2.4131
		0.0050		0.0307		0.0000		0.1899
고용		0.0621		0.0810		0.0222		0.0322
		0.0000		0.0000		0.0015		0.0000
	0.1489	0.3350	0.0462	0.3887	0.0239	0.1137	0.2171	0.2429
	40.98	78.40	11.35	98.97	5.74	19.98	64.97	49.99
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

실증분석 결과를 정리해 보면, 다섯 가지 시사점을 얻을 수 있다. 첫째, 금융위기의 징후가 없는 2006년 상황에서는 신용보증, 기술보증과 중진공 정책자금이 중소기업의 은행 대출을 용이하게 만들어 주지만, 지역신보는 중소기업의 은행 대출에 대한 수요를 감소시키는 작용을 하게 된다.

둘째, 미국발 금융위기 징후 및 초기인 2007년과 2008년에는 신용보증 기술보증이 통계적으로 유의적인 효과를 내고, 중진공 정책자금은 2008년에 통계적으로 유의적인 효과를 내고 있으며, 지역신보의 보증은 통계적으로 유의적 효과를 내지 못하고 있다. 다른 정책자금과 달리, 지역신보가 금융위기 징후 및 초기에 통계적으로 유의적인 효과를 내지 못하는 이유에 대한 더 구체적인 분석이 필요하다.

셋째, 미국발 금융위기가 파급되는 2009년과 같은 상황에서는 정책자금의 종류에 따라 차별적 효과, 즉 제조업의 은행 대출 접근에서는 기술보증 및 중진공 정책자금이 효과적이고, 신용보증 및 지역보증은 통계적으로 유의적인 영향을 주지 못하므로, 그 원인에 대한 진단이 필요하다. 은행산업이 글로벌 기준의 감독규제를 받고 있는 상황에서 2009년과 같은 글로벌 금융위기 하에서는 중소기업 정책자금 공급기관은 역량 있는 중소기업에게 직접 지원할 수 있는 메커니즘을 갖추고 있어야 한다. 글로벌 또는 국내 금융산업에서 시스템 위기의 상황에서는 금융시장이 상당 기간 동안 정상적인 가동이 불가능하게 되므로, 통상적인 은행을 통한 정책자금 공급으로 중소기업의 금융애로 해소 메커니즘을 작용시키기 어렵다. 실례

로 2007년 하반기 미국의 금융위기에서 미국 FRB가 금융시장을 정상화시키기 위해, 금리를 0% 수준으로 급격히 인하하고도 금융시장이 정상적으로 작동하지 않았다. 금기야 FRB는 금융시장이 정상적으로 운용될 수 있도록 비전통적인 금융정책인 양적완화 및 선제적 대응을 실행하게 된다.

금융위기 하에서 금융기관은 이미 감독기관이 요구하는 BIS 비율, 대손 충당 적립금 등을 충족하는데 어려움에 직면하고 있어, 부분 보증에 의한 대출 요구는 금융기관이 감시 받는 지표를 더 악화시킬 수 있다. 이러한 상황에서는 금융기관이 감시를 받는 지표가 악화되지 않도록 하는 보증 시스템, 즉 100% 보증을 한시적으로 실시해야 역량 있는 중소기업이 보증을 통해 금융기관에서 자금을 조달할 수 있을 것이다. 그러나 보증도 평가를 통해 이루어지므로, 100% 보증 받은 기업이 부도 나면 보증서를 발급해 준 보증기관 직원이 책임을 지게 되므로, 보증기관이 객관적 평가로 보증 승낙을 해 주었다면 면책 받을 수 있도록 해야 한다.

넷째, 통제변수로 고용은 (4b)를 제외한 모형에서 통계적으로 유의적이므로 중소기업 외부자금을 조달하는데 중요한 역할을 한다. 정책자금이 중소기업이 외부자금을 조달하는데 마중물 역할을 하려면, 정책자금 대상 기업을 선정할 때 고용의 변화에 비중을 두어 평가할 필요가 있다. 그러나 위기 상황에서 정책자금 지원 기관은 고용유지 및 고용창출을 구분하여 정책 목표를 실현할 수 있도록 평가 비중을 조정해 나가야 한다.

다섯째, 매출은 2009년의 (8b) 모형을 제외한 모형에서 1% 유의 수준에서 통계적으로 유의적이며, 은행의 차입금을 결정하는데 양의 영향을 미치고 있다. 2009년과 같은 위기 상황에서는 위기 상황에서 정책자금 지원을 결정할 때 매출이 증가하면, 정책자금과 시너지 효과를 만들어 은행의 대출이 더 쉬워질 수 있다는 것을 보여 주고 있다.

VI. 결론

정책금융은 시장실패 영역에 대한 정부 개입으로서 인정되어 왔지만, 비교 집단의 잘 못 선정한 KDI, 조세연구원 등에서 정책자금 연구는 정책자금 비효율성을 제기하여, 기획재정부는 중소기업 정책자금을 축소하려고 시도해 오고 있다. 지속적 경제성장을 위해 빈곤 근절, 양극화 완화, 기회균등 등을 실현하기 위한 포용적 성장이 강조되지만, 한국에서 현재와 같은 정책금융이 없으면 한국의 기업 포용적 금융 비중(2013~2016년 평균치 14.5%)이 선진국의 약 15%에 불과하다. 이를 개선 하려면, 중소기업진흥공단과 같은 정책금융의 역할은 시장 실패 영역의 보완과 포용적 금융의 두 가지 역할을 충실히 이행할 수 있는 패러다임으로 전환되어야 한다.

세계은행의 자료를 이용한 기업의 금융기관 대출 접근이 가능한 기업의 비중, 즉 포용적 금융 비중이 선진국에서는 95%, 개도국에서는 58%, 사하라 사막 이남 아프리카 지역은 20%이며, 한국 기업에서 BBB이상 신용등급으로 금융접근 가능한 비중은 2005~2012년 7~10%, 2013~2016년 11~18% 이므로 중소기업진흥공단 등과 같은 정책금융이 제공되지 않으면, 한국에서 기업의 금융접근비용은 개도국 수준에도 이르기 어렵다.

KED 자료를 이용할 경우 금융시장 접근이 안 되는 투기 신용등급 BB 이하 등급을 받은 기업의 비중이 2005~2011년까지 91~93%, 2012년부터 90%미만으로 하락하며, 2016년에도 투기 신용등급 비중은 82%, 투자 신용등급 BBB 신용등급 이상 17.69%이다.

2007년 미국발 금융위기가 한국의 중소기업 대출시장을 경색시키는 상황에서, 한국 정부는 중소기업 정책금융을 급격하게 확대하여 중소기업이 자금난을 극복하는데 크게 기여하게

된다. 서베이 조사자료 중 제조업의 수혜기업을 대상으로 정책자금 지원이 외부자금 조달에서 시장 실패의 보완 효과를 창출하는지에 대한 실증 분석을 통해, 세 가지 결과를 얻을 수 있다.

첫째, 금융위기 이전이나 초기에 중소기업 정책자금-중소기업진흥공단, 신용보증, 기술보증-은 중소기업의 금융접근을 결정하는 중요한 역할을 하고 있으며, 이러한 정책금융기관으로 인해 한국의 중소기업에 대한 포용적 금융의 비중이 증가하고 있다. 현재 정책금융의 비중으로는 선진국의 중소기업에 대한 포용적 금융 수준에는 미흡하다.

둘째, 2009년 위기 상황에서 중소기업진흥공단과 기술보증의 정책자금이 중소기업의 은행 차입금을 결정하는데 통계적으로 유의적인 영향을 준다. 시스템 위기로 인한 시장실패 하에서 은행 자금 접근이 불가능해진 중소기업은 중진공의 직접대출을 통한 시장 보완효과를 통해 자금을 마련할 수 있게 된 것이다.

셋째, 2007년 미국발 금융위기나 한국의 외환위기와 같이 금융기관의 시스템 위기로 금융 시장이 경색되는 경우, 금융기관을 통한 간접적 지원(보증이나 대리대출)의 경우 금융기관에 추가 위험을 발생시키지 않는 정책자금 지원틀을 만들어 실행하거나 역량 있는 중소기업에 직접자금이 지원되는 메커니즘(중소기업진흥공단 직접대출)이 필요하다. 2009년 중소기업 정책자금 지원은 금융기관의 시스템위기로 금융시장의 자금중개 기능이 마비되어 있는 상황에서 시스템위기를 우회하는 중소기업 지원시스템을 가동시킨 대처한 좋은 사례라 할 수 있으며, 이를 지속적으로 발전시켜 나갈 필요가 있다.

참고문헌

강만수.박상규(2014),“지역신용보증재단의 금융서비스 프로세스 연구: 소기업.소상공인 보증수혜업체를 중심으로”, 『중소기업연구』 36, No. 4, 215-234

김현욱(2005), “재정자금을 이용한 정책금융의 수익성 개선효과”, 『한국개발연구』, 제27권 제2호, 47-87

송치승.이종욱.노용환.조태근.정승일.표한형.홍성철(2009), 『중소기업 정책금융 운용방향 연구』, 9월

안종범.안형택.김광한.민세진.우석진(2011), 『정책자금의 성과평가 지표 개발 및 운영성과 분석』, 1월
우석진(2016), “중거에 기반한 중소기업 정책금융 평가”, 국가미래연구원.경제개혁연구소.경제개혁연대
주최, ‘금융시장에서의 대-중소기업 격차’ 세미나, 9월 29일

이종욱.남주하.오승현.김정력.노용환.김상봉(2009), 『중소기업 금융의 시장실패와 정책적 보완』, 중소기업진흥공단

이종욱(2006), “양극화 해소와 동반성장을 위한 신용보증기금의 역할”, 『신보리서치』 여름호, 33-65

_____(2007), “한국 중소기업의 자금조달 애로요인과 대책”, 『중소기업연구』 29, No. 4, 191-213

_____(2012), “금융시장 실패와 정책금융의 역할”, 2012 경제학 통합 학술대회 한국금융학회 선행

_____(2016), “금융시장 불평등, 이념 보다 금융산업의 본질과 경쟁력으로 이해해야”, 국가미래연구원
.경제개혁연구소.경제개혁연대 주최, ‘금융시장에서의 대-중소기업 격차’ 세미나, 9월 29일

_____(2017a), “쇠퇴하는 은행의 신호”, 『사회과학논총』 24집, 서울여자대학교, 145-165

_____(2017b), “금융시장의 시장실패와 포용적 성장을 위한 정책자금의 역할 -4차 산업혁명하의 포용적 성장을 위한 중소기업 진흥공단 자금지원 역할 확대-”, 중소기업진흥공단 보고서, 12월 26일

정호성.임호성(2014), “중소기업에 대한 신용정책 효과”, 한국은행 경제연구실

중소기업연구원(2009), 『중소기업의 신용평가 방식에 대한 문제점과 개선방향에 대한 연구』

증기중앙회(2015), 『2015 SMEs Poll Report 중소기업 애로실태조사 종합보고서』, 12월

홍순영.이종욱.송치승(2007), 『경제 및 산업구조의 변화와 중소기업 금융구조의 개선방안』, 기본연구
07-20중소기업연구원

홍순영.이종욱.표한형.홍성철(2011), 『성장잠재력 확충과 고용창출을 위한 정책금융의 역할, 규모, 지원체계 개선방안』, 중소기업연구원 2월

Beck, Thorsten(2007), "Financing constraints of SMEs: Evidence, Determinants and Solutions", the KDI conference on "Financing Innovation-Oriented Business to Promote Entrepreneurship", April.

_____, Demircug-Kunt,A. and Levine,R.(2005), "Law and Firms' Access to Finance", *American Law and Economics Review* 7, 211- 252

_____, Demircug-Kunt, A., Maksimovic, V.(2005), "Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?", *Journal of Finance* 60, 137-177

_____, Demircug-Kunt,A., Laeven, L., Maksimovic, V. (2006), "The Determinants of Financing

Obstacles", *Journal of International Money and Finance* 25, 932-52

_____, Demirguc-Kunt, A. and Levine, R.(2005a), "SMES, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence", *Journal of Economic Growth* 10, 197-227

_____, Levine, R. and Loayza, N.(2000), "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Economic Growth* 58, 261-300

Beger, Allen N. and Gregory F. Udell(2006), " A More Complete Conceptual Framework for SME Finance", *Journal of Banking and Finance* 22, 2945-66

_____(1998), "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking & Finance* 22, 613-673

Bernanke, B.(1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review* 73, 257-76

_____ and Gertler, M.(1989), "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review* 79, 14-31

Bitler, Marianne P.(2001), "Financial Services Used by Small Businesses: Evidence from the 1998 Survey of Small Business Finances", *Federal Reserve Bulletin*, April, 183-205

Carbo-Valverde, S., Rodriguez-Fernandez, F. and Udell, G.F.,(2016) "Trade Credit, the Financial Crisis, and SME Access to Finance", *Journal of Money, Credit and Banking* 48, no.1, 113-143

Cournede, Boris, Denk, O., and Hoeller, P.(2015), "Finance and Inclusive Growth", OECD

Dabla-Norris, E., Ji, Yan, Townsend, Robert M., Unsal, D. Filiz(2015), "Distinguishing Constraints on Financial Inclusion and Their Impact on GDP, TFP, and Inequality", NBER Working Paper 20821

Fraser, S., Bhaumik, S.K., and Wright, M.(2015), "What do we know about entrepreneurial finance and its relationship with growth?", *International Small Business Journal* 33, no.1, 70-88

Greewald, B., Stiglitz, J. and Weiss, A.(1984), "Information Imperfections and Macroeconomic Fluctuations", *American Economic Review* 74, 194-199

King, Robert G. and Levine, R.(1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, August, 717 - 737

_____(1993b), "Finance, entrepreneurship, and growth", *Journal of Monetary Economics* 32, 513-542

Levine, R.(2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence", in P. Aghion and S.N. Durlauf(ed.), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1A, Elsevier B.V.

Mach, Traci L. and John D. Wolken(2006), "Financial Services Used by Small Businesses: Evidence from the 2003 Survey of Small Business Finances", *Federal Reserve Bulletin*, October, A167-A195

Rugy, V. de(2006), "Why the small business administration's loan programs should be abolished",

American Enterprise Institute Working Paper #126

Sinkey Jr., J.F.(2002), *Commercial Bank Financial Management in the Financial-Services Industry*, Prentice Hall

Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss(1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71, 393-410