



신흥국 대기업의 부실위험과 구조적 중요성

송윤아 연구위원

글로벌 금융위기 이후 신흥국 기업부채가 큰 폭으로 증가한 가운데 주요 중앙은행들의 통화정책 기조가 양적긴축으로 전환되면서 신흥국 기업의 부실위험에 대한 우려가 커짐. Alfaro et al.(2019)에 따르면, 신흥국에서는 기업규모가 클수록 그리고 레버리지가 높을수록 부실위험이 높는데, 달러 강세로 자국 통화 가치가 하락하면 채무상환액이 증가하면서 대기업의 부실위험이 더욱 커짐. 특히 신흥국 대기업은 시스템적으로 중요하며, 대기업의 부실위험 충격이 신흥국내 경기변동에 유의한 영향을 미침. 대기업의 구조적 중요성을 감안하면 신흥국 내 레버리지가 높은 대기업에 대한 면밀한 모니터링이 필요함

■ 글로벌 금융위기 이후 신흥국 기업부채가 큰 폭으로 증가한 가운데, 주요 중앙은행들의 통화정책 기조가 양적긴축으로 전환되면서 신흥국 기업의 부실위험에 대한 우려가 커짐

- 글로벌 금융위기 이후 신흥국 소재 비금융 기업의 부채비율이 급증하였음
 - 신흥국의 GDP대비 비금융 기업부문 부채비율은 2018년 3월 기준 104%로 금융위기 이후 지속적으로 상승(2008년 55%대비 49%p 상승)한 반면, 미국, 영국, 독일, 일본 등 주요 선진국들의 경우에는 신흥국과 달리 기업부채 디레버리징이 진행됨(BIS 2016)
- 금융위기 이후 주요 선진국의 초저금리 및 양적완화 정책으로 인해 기업차입 여건이 개선되면서 신흥국 비금융기업의 해외자금조달이 급격히 증가함
 - 신흥국 비금융기업의 해외시장 채권발행 잔액은 2008년 3,600억 달러에서 2015년 3/4분기 기준 약 1.5조 달러로 확대됨
- 미국의 통화정책 정상화가 진행되자 신흥국시장 기업의 부도를 초래할 수 있다는 우려가 커짐
 - 통상 예상하지 못한 수요 감소 및 금리인상 등과 같은 외부 충격이 발생할 때, 기업의 부채가 과다할수록 기업이 위험에 처할 가능성이 높아지게 됨
 - Acharya et al.(2015)은 통화정책 정상화가 신흥시장 자본유출을 초래하고, 달러화로 표시된 외채와 자국 통화로 표시된 자산 간의 통화 미스매치 위험을 증대시킨다고 주장함

■ Alfaro et al.(2019)에 따르면, 신흥국에서는 기업규모가 클수록 그리고 레버리지가 높을수록 부실위험이 높는데, 달러 강세로 자국 통화 가치가 하락하면 채무상환액이 증가하면서 대기업의 부실위험이 더욱 커짐

- Alfaro et al.(2019)는 한국을 포함한 41개 신흥국에 소재하는 비금융 기업의 재무자료(1992~2014년)를 이용하여 신흥국에서 기업규모와 부실위험의 관계, 그리고 대기업의 취약성이 거시경제에 미치는 영향을 분석함
- 레버리지와 기업취약성 간 관계는 시기에 따라 상이하지만, 기업규모와 기업취약성 간 관계는 시간에 따라 변하지 않고 통계적으로 유의하고 강건함
- 레버리지가 신흥국 기업의 부실위험에 미치는 영향은 차입통화의 환율에 의존하는데, 달러 강세로 자국 통화 가치가 절하되면 달러 표시 채권발행 기업의 채무상환액이 커지는 등 취약성이 커짐
- 신흥국 소재 대기업은 소기업에 비해 해외통화 표시 채권을 더 많이 발행하였고, 환율변동에 대한 헤지를 제대로 하지 않았기 때문에, 레버리지가 비슷한 수준인 소기업에 비해 환율충격에 취약함

■ 특히, 신흥국 대기업은 시스템적으로 중요하며 대기업의 부실위험 충격이 신흥국내 경기변동에 유의한 영향을 미침

- 신흥국 소재 개별 대기업의 매출액에 가해진 충격이 신흥국 전체 GDP 성장에 유의한 영향을 미침
 - 달러 대비 자국 통화의 가치가 30% 하락하면, 평균적인 레버리지를 가진 대기업의 매출은 약 13% 감소함
 - 만약 대기업의 매출이 GDP의 50%를 차지한다고 가정하면 대기업의 매출에 1%정도의 충격이 발생할 시 GDP는 0.3%p 감소함

■ 상기 결과는 개별 기업의 충격이 전체 경기 변동에 유의미한 영향을 미친다는 Gabaix(2011)의 가설이 신흥국에서도 성립한다는 것을 보여줌

- Gabaix(2011)는 경제에서 기업규모의 분포가 두꺼운 꼬리를 갖는 비대칭적인 분포라면, 개별 기업의 충격이 상당히 느린 속도로 사라짐을 증명함¹⁾
- 또한 미국의 자료를 이용하여 개별기업의 생산성 충격이 전체 경기 변동의 약 30%를 설명함을 확인함

■ 대기업은 네트워크 효과를 통해 기업부실을 경제내 다른 기업들에 잠재적으로 전이시킬 수 있음

- Acemoglu et al.(2012)에 따르면 경제 내에서 중요한 역할을 담당하는 산업과 그 외 산업들이 산업 간 투입-산출구조를 통해 연결되어 있다면, 그 산업에 가해진 충격 혹은 그 산업내 주요 기업에 가해진 충격은 연쇄효과를 통해 전체 경기 변동에 더 큰 영향을 미칠 수 있음

1) 이를 “Granular Hypothesis”라고 함

■ 대기업의 구조적 중요성을 감안하면, 신흥국 내 레버리지가 높은 대기업에 대한 면밀한 모니터링이 필요함 **kiri**

참고문헌



- Acharya, Viral, Stephen Cecchetti, Jose De Gregorio, Şebnem Kalemli-Özcan, Philip Lane, and Ugo Panizza(2015), “Corporate Debt in Emerging Economies: A Threat to Financial Stability”, Committee on International Policy Reform, Brookings Institutions and CIGI
- Acemoglu, D., Carvalho, V. M., Ozdaglar, A., Tahbaz-Salehi, A.(2012), “The Network Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, 80(5), pp. 1977~2016
- Acemoglu, D., Ozdaglar, A., Tahbaz-Salehi, A.(2017), “Microeconomic Origins of Macroeconomic Tail Risks”, *American Economic Review*, 107(1), pp. 54~108
- Alfaro, L., Asis, G., Chari, A., and Panizza, U.(2019), “Corporate Debt, Firm Size and Financial Fragility in Emerging Markets”, NBER Working Paper Series 25459
- Gabaix, Xavier(2011), “The Granular Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, 79(3), pp. 733~772
- Bank of International Settlement(2016), Debt Securities Data Base, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>