

은행산업 집중화가 중소기업 여신에 미치는 영향

김 석 진 (경북대학교)

김 지 영 (경북대학교)

은행산업 집중화가 중소기업 여신에 미치는 영향

김석진(Seokchin Kim)*

김지영(Jiyoung Kim)**

<요약>

본 연구는 은행산업 집중화가 중소기업의 은행차입금과 차입금리에 미치는 영향을 정보비대칭 정도와 관련하여 분석하였다. 이는 사업보고서 상의 당해 은행차입금 순증분과 해당연도의 은행차입금 평균금리를 사용함으로써 은행산업 집중화가 개별 기업에 미치는 상이한 영향을 구체적으로 파악하였다는 점에서 의의를 가진다. 분석 기간은 외환위기 이후 우리나라 은행산업의 집중도가 급격하게 높아지기 시작한 1998년부터 2003년까지이며, 은행산업 집중도가 1,000 미만으로 '경쟁적 시장' 상태를 유지한 1998~2000년 기간과 1,000을 넘어 '다소 집중된 시장'이 된 2001~2003년 두 하위 기간으로 구분된다. 표본은 동 기간 동안 한국증권거래소에 계속 상장된 12월 결산기업 중 일반은행차입금이 양(+)인 239개 중소기업이다.

분석 결과, 은행산업 집중화로 은행의 정보생산능력이 증대되면 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 집중화 이전보다 증가할 것으로 예상하였으나 차이가 없었다. '경쟁적 시장'일 때와 '다소 집중된 시장'으로 변모하였을 때 모두 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 높게 나타났다. 차입금리에 대해서는 기업연령을 대용변수로 사용한 경우 은행산업 집중화가 차입자와 대출자간의 정보비대칭을 완화시켜 신생기업에 대한 차입금리를 낮추는 것으로 나타났다. '경쟁적 시장'일 때는 정보비대칭이 심한 신생기업의 차입금리가 높았지만, 2001년부터 2003년까지 '다소 집중된 시장'에서는 신생기업의 차입금리가 오히려 낮아졌다. 결국 은행산업 집중화의 편익과 비용에 대한 많은 논란에도 불구하고 은행산업 집중화가 작금의 중소기업 자금난의 결정적 요인이 되지는 않는 것으로 나타났다.

* 경북대학교 경영학부 교수, 주소: 대구시 북구 산격동 1370번지 경북대학교 경영학부, E-mail: sckim@knu.ac.kr, 연구실: (053) 950-6885, Fax: (053) 950-6247

** 경북대학교 경영학과 강사

I. 서론

우리나라 은행산업은 외환위기 이후 부실은행 퇴출, 은행간 합병과 같은 사상 유례 없는 구조조정을 겪으면서, 1990년대 들어 1997년까지는 완만한 하락세를 보이던 은행산업 집중도가 1998년 이후 급격히 상승하였다. 이러한 시장집중도의 증가는 외환위기 이후 나타난 은행산업의 가장 특징적인 현상이라 할 수 있다. 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman Index: HHI)로 측정한 은행대출시장의 집중도는 1995년 말 678이던 것이 국민은행과 주택은행이 합병한 2001년 말 1,293으로 증가하였다. 우리나라의 은행산업은 외환위기 이전에는 ‘경쟁적 시장’이었으나 외환위기 이후에는 ‘다소 집중된 시장’으로 변모한 것이다.²⁾

은행산업 집중화로 탄생한 대형은행은 조직의 특성상 객관적이고 공개적인 정보를 바탕으로 거래지향적 대출을 실시하는 경향이 있다[Berger & Udell(2002)]. 그러므로 중소기업과 같이 자신에 대한 정형화되고 객관적인 정보의 제공 능력이 부족한 기업은 대형은행의 틈바구니에서 자금압박을 겪을 수밖에 없다. 실제로 현재 중소기업의 68.1%가 자금난을 호소하고 있으며 64.7%는 앞으로 3년을 버티기 어렵다고 할 정도로 중소기업의 자금난은 심각하다[한기윤(2004)].

정부는 이러한 난국을 타개하기 위해 별도의 중소기업 지원 자금 공급을 약속하고 있는 실정인데, 중소기업 지원 정책이 제대로 수행되기 위해서는 성장가능성이 있는 중소기업에 대해 우선적으로 자금이 지원될 수 있도록 자금의 효율적 배분이 전제되어야 한다. 자금의 효율적 배분을 위해서는 은행이 중소기업과 같은 객관적 정보가 부족한 신용약자에 대한 정보를 기꺼이 생산하고 지속적으로 성장성을 점검해야 하는데, 은행산업의 집중화로 대형화된 은행이 이러한 유인을 가지고 그 역할을 수행할 수 있는가에 상당한 의문이 제기되고 있다. 그러나 실제로 은행산업 집중화가 중소기업에 대한 대출금이나 대출이자율 결정에 어떤 변화를 유발하였는지에 대해, 개별 기업의 차입관련 자료를 바탕으로 파악한 연구는 전무하며, 막연히 대형은행의 출범으로 중소기업 금융이 위축될 것이라는 우려만이 시장을 지배하고 있는 실정이다.

은행산업 집중화의 부정적 효과에 대한 근거로는 독과점 은행의 지대 추구하고 금융시장의 불안정성 문제가 흔히 제기된다. 시장지배력이 높아진 은행은 독점력을 바탕으로, 은행의 생산물인 대출 규모를 감소시키고 생산물의 가격인 대출금리를 높임으로써 독점 지대를 추구

2) 미국 법무성 합병 가이드라인에서는 HHI가 1000 미만이면 경쟁적 시장(competitive marketplace), 1000 이상 1800 미만이면 다소 집중된 시장(moderately concentrated marketplace), 그리고 1800 이상이면 매우 집중된 시장(highly concentrated marketplace)으로 분류하고 있다.

하게 된다. 이는 기업으로 하여금 위험한 투자안을 선호하게 함으로써 기업가의 도덕적 해이를 부추기고 나아가서는 금융시장의 안정성을 해치게 된다. Pagano(1993)는 은행산업 집중도가 증가할수록 독점력을 가진 은행은 기업에 높은 대출금리를 적용하고 예탁자들에게 낮은 이자로 보상하고자 함으로써 경제 전체적으로 효율성을 떨어뜨린다고 주장하였다. 즉, 독점적 은행이 차입기업과 예탁자로부터 지대를 추구하는 것이다. Guzman(2000)도 은행산업 집중화가 가져올 폐해를 분석하였다. 독점력을 가진 은행이 높은 대출금리를 부과함으로써 기업의 채무불이행 위험이 증가하는 동시에 기업의 위험투자안 선호도 커지게 되는데, 이는 결과적으로 독점적 은행의 감시비용을 증대시켜 전체적인 대출규모를 축소시키게 된다는 것이다.

무엇보다도 은행산업의 집중화로 인한 대형은행의 출범은 중소기업과 같은 신용약자의 자금압박을 야기시킬 수 있다. Berlin & Mester(1998)는 대형은행들은 관계지향적 대출보다는 거래지향적 대출(transaction-oriented lending)을 선호하는데, 이는 공개적이고 객관적인 정보에 기초하여 대출 의사결정을 수행하는 것을 의미한다. 반면, 소형은행들은 사전적 심사와 지속적인 관계를 통한 사후관리에 기초하여 대출을 수행하므로 공개적인 정보의 축적이 부족한 중소기업에 적합한 자금조달원이 되는 것이다. Berger & Udell(2002)도 중소기업 여신에 대해 관계대출이 매우 중요한 역할을 함을 보임으로써 은행 대형화의 부작용을 경고한 바 있다.

이에 대한 실증적 연구로, Jayarantne & Strahan(1996)은 미국에서 은행 지점설치 규제를 제거하여 은행산업의 경쟁을 증대시킨 주의 개인소득 성장률과 생산물 성장률이 높음을 보임으로써 은행산업 경쟁 증대가 경제성장률에 미치는 간접적 효과를 확인시켰고, Black & Strahan(2000)은 미국의 산업간 분석에서, 은행 집중도가 높은 지역의 신규기업 숫자가 작음을 보이고, 은행산업의 집중화가 여타 산업의 집중화를 야기한다고 주장하였다.

은행산업 집중화에 대한 우려의 목소리가 있는 반면, 최근에는 전세계적으로 은행 합병이 활발히 진행되면서 은행산업 집중화의 긍정적 효과에 대한 논의가 전개되고 있다. 경쟁적 시장과는 달리, 독과점 은행시장에서는 생산된 정보를 이용하여 관계대출(relationship lending)을 실시할 경우 은행이 얻는 한계편익이 경쟁적 시장에서보다 크므로, 은행은 차입자에 대한 보다 신뢰할만한 정보를 생산할 유인을 갖게 되고, 이는 전체 차입의 질을 높여 금융시장의 안정을 유지할 수 있게 한다.

Shaffer(1998)에 따르면 은행이 차입자에 대한 정보를 생산할 때 비용과 외부성이 존재하는데, 정보의 배제성이 완벽하게 보장되지 않을 경우 한 은행이 차입기업에 대한 정보를 생산하면 경쟁적 시장에서는 많은 다른 은행이 비용 없이 이러한 정보를 사용하고자 하는 무

임승차자(free-rider)의 문제가 나타난다. 그러므로 은행이 차입자를 선별하고 감시할 유인이 적어지고, 결과적으로 전체 차입의 질을 떨어뜨려 차입계약을 체결한 은행이 궁극적으로 손실을 보게 되는 '승자의 저주(winner's curse)' 현상이 나타나므로 은행산업에서의 경쟁 증가 오히려 후생손실을 야기한다는 것이다.

Cao & Shi(2000) 역시 은행의 차입자 선별 기능에 초점을 맞추고, 은행산업이 경쟁적으로 될 수록 승자의 저주가 확대된다고 하였다. 산업 내에 은행의 수가 많아질수록 은행들은 경쟁적으로 차입자를 선별하고 여신을 제공하고자 노력하게 됨으로써 전체 은행이 와해되는 것이다. 결과적으로 독과점 상태의 은행시장에서보다 경쟁적 상태의 은행시장에서 대출비용은 높아지고 여신 규모는 작아져 차입기업이 자금압박을 받게 된다는 것이다.

Dell'Ariscia(2000)은 차입기업이 기본적으로 대출심사를 받는 것을 꺼려한다는데 근거하여 은행의 수가 많아질수록 차입기업에 대해 적극적으로 정보를 생산하여 우량한 차입자를 선별하려는 은행이 적어지게 된다고 하였다. Dell'Ariscia는 경기 침체기와 활황기로 구분하여 모형을 전개하였는데, 침체기에는 은행이 적극적 선별 기능을 수행한다. 왜냐하면 경기 침체기에는 대부분의 차입기업들의 프로젝트가 성공가능성이 매우 낮고, 또한 다른 은행에서 한번쯤은 대출을 거절당한 경우가 많기 때문이다. 그러나 경기 활황기에는 신규투자가 활성화되고 대규모의 자금이 필요하므로 은행들은 경쟁적으로 기업에 대한 대출을 실시하게 된다. 이때, 기본적으로 자신의 프로젝트에 대한 사적 정보 노출되는 대출심사를 꺼리는 기업은 대출심사를 하지 않고 여신을 제공하는 은행을 손쉽게 찾을 수 있고, 결과적으로 전체 대출의 질은 낮아지게 된다. 역설적으로 경쟁적 은행시장에서는 경기 활황기에 오히려 경기 침체의 씨를 뿌리는 결과를 낳는 것이다.

실증적 연구로, King & Levin(1993)은 광범위한 국가간 분석을 통해 은행산업 집중도가 높은 국가의 향후 30년간의 성장률이 높았다고 주장하면서 집중화의 긍정적 효과를 제시하였다. 은행산업 집중화를 논의할 때 가장 자주 인용되는 Petersen & Rajan(1995)은 독점적 지배력을 가진 은행이 정보비대칭이 큰 기업과의 관계금융을 통해 시장에서의 자금조달 능력이 부족한 기업에게 경쟁적 상태에서의 은행보다 많은 자금을 저렴한 가격에 대출하고 있음을 실증적으로 분석해 보임으로써 은행산업 집중화의 긍정적 측면을 제시한 바 있다.

Collender & Shaffer(2000)는 미국에서 가계소득에 대한 은행산업 집중화의 영향이 1973년부터 1984년까지는 부정적인 반면 1984년부터 1996년까지는 긍정적이었음을 보였고, Bonaccorsi di Patti & Dell'Ariscia(2000)는 이탈리아의 산업간 분석을 통해 은행산업 집중도가 증가할수록 신생기업의 수가 증가하며, 정보비대칭이 심할수록 집중적 은행시장에서의 기업성장률이 높음을 발견하였다. Cetorelli & Gambera(2001)도 은행산업의 집중화가 은행

의존적인 다른 산업의 집중화를 야기하기보다는, 집중적 은행시장에서 정보수집력이 높아진 은행이 정보비대칭이 큰 산업에의 대출을 증가시켜 이들 산업의 성장을 돕고 있음을 보였다. 우리나라에서는 박경서·김창호(2002)가 은행합병이 기업여신에 미치는 영향을 분석하였는데, 은행합병으로 인한 대형화가 중소기업 여신을 증가시키고 대기업 여신을 오히려 감소시키는 것으로 보고하였다.

본 연구의 목적은 은행산업 집중화가 중소기업의 은행차입금과 차입금리에 미치는 영향을 정보비대칭 정도에 근거하여 파악하는 것이다. 개별은행이 제공하는 전체 기업에 대한 자료가 아닌, 기업 사업보고서 상의 당해 은행차입금 순증분과 해당연도의 은행차입금 평균금리를 사용함으로써 은행산업 집중화가 개별 기업에 미치는 상이한 영향을 구체적으로 파악하고자 한다. 개별 기업의 자료를 사용하여 은행산업 집중화의 효과를 분석한 연구는 국내에서 처음 시도된다는 점에서 의의를 가진다.

은행산업의 집중도가 급격하게 높아지기 시작한 1998년부터 2003년까지이다. 1998년부터 2000년까지는 은행산업 집중도가 상승하고는 있지만 1,000 미만으로 '경쟁적 시장' 상태를 유지하고 있었고, 2001년부터 2003년까지는 1,000을 넘어 '다소 집중된 시장'이 되었으므로 본 연구에서는 기간을 구분하여 분석한다. 그리고 2002년을 기점으로 은행산업 집중도가 감소하기 때문에 2003년까지로 기간을 한정한다. 표본은 1998년부터 2003년까지 한국증권거래소에 계속 상장된 12월 결산기업 중 일반은행차입금이 양(+)인 239개 중소기업이다.

분석 결과, 은행산업 집중화로 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 집중화 이전보다 증가하지는 않았다. 자금가용성 측면에서는 '경쟁적 시장'일 때와 '다소 집중된 시장'으로 변모하였을 때의 차이가 없이, 두 기간 모두 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 높게 나타났다. 차입금리에 대해서는 기업연령을 대용변수로 사용한 경우 은행산업 집중화가 정보비대칭을 완화시켜 신생기업에 대한 차입금리를 낮추는 것으로 나타났다. '경쟁적 시장'일 때는 정보비대칭이 심한 신생기업의 차입금리가 높았지만, 2001년부터 2003년까지 '다소 집중된 시장'에서는 신생기업의 차입금리가 오히려 낮아졌다. 결국 은행산업 집중화의 편익과 비용에 대한 많은 논란에도 불구하고 은행산업 집중화가 작금의 중소기업 자금난의 결정적 요인이 되지는 않은 것으로 보인다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 제 I 장 서론에 이어, 제 II 장에서는 자료와 연구방법을 제시한다. 제 III 장 실증분석에서는 은행산업 집중화가 중소기업의 자금가용성과 차입금리에 어떤 영향을 미치는가에 대해 살펴본다. 제 IV 장 결론에서는 연구 결과를 요약한다.

II. 자료와 연구방법

1. 자료

우리나라는 1997년 외환위기 이후 대규모 금융구조조정을 거치면서 은행산업의 구조도 크게 변화하였다. 한국은행 통계자료에 따르면, 1998년부터 은행 합병이 시작되어 외환위기 직전 29개이던 은행이 2003년말 현재 10개로 감소하였다. 따라서 본 연구에서는 은행 합병이 시작되어 은행산업 집중화가 본격적으로 시작된 1998년부터 2003년까지 6년간을 주요 분석 기간으로 설정한다. 1998년부터 2000년까지는 은행산업 집중도가 상승하고는 있지만 1,000 미만으로 '경쟁적 시장' 상태를 유지하고 있었고, 2001년부터 2003년까지는 1,000을 넘어 '다소 집중된 시장'이 되었으므로 본 연구에서는 기간을 구분하여 분석한다. 그리고 2002년으로 기점으로 은행산업 집중도가 감소하기 때문에 2003년까지로 기간을 한정한다.

표본은 1998년부터 2003년까지 한국증권거래소에 계속 상장된 12월 결산기업 중 239개 중소기업이다. 중소기업은 대규모기업집단에 비해 대체 자금조달원이 부족한 은행의존적 차입자이고, 은행산업의 구조 변화에 민감하게 영향을 받기 때문이다. 본 연구에서는 우선 주채권은행과 밀접한 관계를 형성하고 있는 신용공여 순위 60대 계열기업군 소속 기업을 분석에서 제외하였다. 이들은 은행을 통한 자금조달이 아니더라도 타계열사로부터 상대적으로 손쉽게 자금을 조달할 수 있으므로 은행의존적 차입자라 하기 어렵기 때문이다. 이들 중에서 일반은행 차입금이 양(+)이고 해당연도 자본잠식이 없는 기업을 최종 선정하였다.

개별 기업의 차입금은 사업보고서 상의 외부자금조달 요약표에서 해당연도 신규 은행차입금을 사용하며, 차입비용은 해당연도 은행차입금 평균금리를 사용한다. 은행산업의 집중도 측정에는 한국은행 금융통계자료를 사용하고, 주식 수익률 자료와 재무제표는 한국증권연구원에서 제공되는 KSRI Database와 한국신용평가(주)의 KIS-FAS Database를 사용한다. 신규 차입에 관련된 자료는 금융감독원 전자공시시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer System; DART)에서 제공하는 개별기업 사업보고서로에서 구한다.

2. 연구방법

본 연구에서는 은행산업의 집중화가 중소기업 자금조달에 미치는 영향을 파악하기 위해 패널형태의 자료를 분석한다. 이는 횡단면효과와 시계열효과를 모두 고려할 수 있다는 장점을 갖는다. 패널자료의 분석시 상수항과 다른 설명변수간의 상관관계가 없다고 가정할 경우

임의효과모형(Random effect model)을 사용하고 상관관계가 있다고 가정할 경우에는 고정효과모형(Fixed effect model)을 사용하여 추정한다. 이 두 가지 방법 중 어느 것을 선택하는지는 분석 자료의 속성이나 하우스만 검정(Hausman-test) 결과를 따르며 된다. 본 연구에서는 하우스만 검정결과 통계량이 8.73(p값 0.001)으로 임의효과모형이 더 좋다는 귀무가설을 기각하므로 고정효과모형을 사용한다. 변수의 측정방법은 <표 1>과 같다.

<표 1> 변수의 측정방법

자금가용성(CREDIT)은 Petersen & Rajan(1994)에 따라 거래하고 있는 은행으로부터의 해당연도 차입금 증분으로 측정한다. 분석에서는 이러한 은행차입금증분을 해당연도 총자산으로 나눈 값을 사용한다. 차입금리(RATE)는 기업의 은행부채 사용에 대한 대가로서, 은행으로부터의 차입금리 평균을 사용한다.

기업규모(SIZE)와 기업연령(AGE)은 정보관련 대용변수이다. Diamond(1984), Fama(1985) 및 Nakamura(1993) 등에 따르면, 소규모 기업일수록 시장에서의 정보비대칭 정도가 심하고 정보생산비용이 상대적으로 높다. Petersen & Rajan(1995)은 은행산업이 집중적인 시장에서 과거 대출경력이 없는 신생기업이 보다 많은 자금을 낮은 비용으로 차입하고 있음을 보였다. 신규사업자들은 성공가능성이 높지만 이들에 대한 정보가 부족하여 자본시장을 통한 자금조달에 어려움을 겪는다. 은행은 이들과 지속적이고 적극적인 관계를 형성함으로써 정보를 확보하고 대출을 실시하게 되는데, 은행의 시장지배력이 없으면 이러한 관계대출은 어려워진다. 그러므로 소규모이고, 업력이 짧은 신규사업자들은 은행시장 집중도가 높을 때 더 좋은 조건으로 대출을 받을 수 있다. 유형고정자산 비율(AST)도 개별 기업의 정보비대칭을 나타내는 대용변수로 사용된다. Bonaccorsi di Patti & Dell'Ariccia(2000)는 정보비대칭이 유형고정자산 비율과 반비례한다고 하였다. 이들은 유형고정자산이 담보의 역할을 해서 차입기업이 도덕적 해이 문제를 일으키지 않게 되므로 유형고정자산 비율이 높은 기업이 정보의 투명성이 높다고 보았다.

부채비율(LEVE), 이자보상배율(COVE), 매출액성장률(SAG)은 기업특성에 관한 대용변수이다. 부채비율이 높은 기업은 상대적으로 자산 가치가 낮은 기업이라고 볼 수 있다. 부채비율이 높은 기업이 위기에 처할 경우 은행은 여신을 회수할 가능성이 줄어들게 되고, 상대적으로 역선택 및 도덕적 해이의 문제를 유발할 수 있어 은행은 이러한 기업에 대한 대출을 꺼리게 될 것이며 대출 시 높은 금리를 부과할 것이다[Bernanke & Gertler(1989), Diamond(1993), Mishkin(1996)]. 이자보상배율(COVE)이 높은 기업은 이자를 지급 한 후의

수익이 높기 때문에 은행이 여신을 회수할 가능성이 높아진다. 이들 기업의 자금가용성은 높아지고, 은행은 낮은 금리를 적용할 것이다. 매출액성장률(SAG)이 높은 기업은 높은 성장성으로 인해 차입금 회수 가능성이 높으므로 역시 자금가용성이 증대되고 차입금리가 낮아진다. 분석 모형은 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned} \text{자금조달조건}_{j,k} = & \alpha + \beta_1(\text{정보비대칭} * \text{은행산업집중도}) + \beta_2 \text{은행산업집중도} \\ & + \sum_{i=2}^n \beta_i \text{통제변수} + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

종속변수인 자금조달조건은 개별 기업 j 의 k 연도 (총은행차입금 증분/총자산) 과 해당연도 은행차입금에 적용된 평균금리이다. 정보비대칭에 대한 대용변수는 SIZE, AGE, AST이다. 그리고 은행산업집중도를 나타내는 변수로서 허쉬만-허핀달 지수(HHI)를 사용한다. 예컨대 자금가용성에 대한 분석 결과, (정보비대칭*은행산업집중도)가 양(+)의 값이 나온다면, 은행산업집중도의 효과는 정보비대칭이 높은 기업에서 더 큰 것이다. 그런데 이때 은행산업집중도가 개별 기업의 정보비대칭과 관계없이 시장 전체에 미치는 효과가 있을 것이므로 은행산업집중도만 독립변수에 추가하여 분석할 필요가 있다. 즉, (정보비대칭*은행산업집중도) 변수는 기업의 정보비대칭에 따른 은행산업집중화의 서로 다른 효과를, 그리고 은행산업집중도 변수는 시장 전체에 대한 동일한 직접적 효과를 보여주는 것이다. 은행산업집중화가 정보비대칭이 큰 기업의 자금가용성을 높인다면 식 (1)의 β_1 은 양(+)의 값을 가지고, 차입금리를 낮춘다면 음(-)의 값을 가질 것이다.

III. 실증분석 결과

1. 표본 기업의 재무적 특성

표본 기업의 기초통계는 <표 2>에 나타나 있다. 239개 중소기업의 은행차입금 평균금리는 7.61%이다. AGE는 기업연령에 자연로그를 취한 값인데, 실제 기업연령은 평균 33년이였다. Petersen & Rajan(1995)은 기업연령이 10년 미만인 경우 은행산업이 집중적인 시장에서 더 낮은 금리로 자금을 차입할 수 있으며, 10년 이상인 기업은 경쟁적인 시장에서 더 낮은

금리로 차입한다고 하였다. 그런데 본 연구에서 선정한 표본 기업의 연령은 최소값이 11.25년이었다. 이는 1998년부터 2003년까지 6년간 계속 상장된 기업을 대상으로 표본을 추출하였기 때문으로 보인다. 평균 부채비율은 0.51, 이자보상배율은 5.06으로 상대적으로 양호한 재무상태를 가진 기업들이다. <표 3>은 변수간 상관관계를 보여주고 있다. 정보비대칭에 대한 대용변수인 SIZE, AGE, AST가 매우 유의한 상관관계를 보이고 있어, 이들 변수를 동시에 분석한 후 각각 따로 분석하였다.

<표 2> 변수의 기초통계량

<표 3> 변수간 상관관계 분석

2. 실증분석 결과

외환위기 이후 우리나라 은행산업의 대형화가 급진전하였다. <표 4>는 우리나라 은행산업의 집중도 변화를 보여준다. HHI는 모든 일반은행의 시장점유율을 제곱하여 합산한 값이고, CR_n (Concentration Ratio)은 상위 n개 은행의 시장점유율 제곱의 합으로 계산한다. HHI 기준으로 1998년 대출 집중도는 706이었고 이후 급격히 증가하여 2001년에는 1,293에 달하고, 상위 5대 은행의 시장집중도를 보여주는 CR_5 도 1998년 46.9%에서 2001년 65.2%로 크게 상승하였다. 2001년부터는 CR_5 가 60%를 상회하면서 소수 상위 은행을 중심으로 집중도가 심화되고 있다. 이는 2001년 1월 신한은행과 제주은행이 신한금융지주회사로, 4월 우리은행, 경남은행, 광주은행이 우리금융지주회사로 출범하였기 때문이다.

<표 4> 은행산업의 집중도 변화

<표 5>는 은행산업 집중화로 정보비대칭이 큰 기업의 자금가용성에 변화가 있었는지를 보여준다. 패널 A는 우리나라 은행산업이 경쟁적 상태에 있던 1998년부터 2000년까지의 분석 결과이고 패널 B는 다소 집중된 시장으로 변모한 2001년부터 2003년까지의 결과이다. 은행산업의 집중도가 높아져 독과점화 될 경우 그 산출물인 대출은 줄어들고 대출금리는 상승하게 된다. 반대로 은행산업의 집중화로 은행이 기업에 대한 정보를 생산하고 대출을 철저히 심사할 유인이 커져 정확한 정보생산과 심사가 이루어진다면 은행산업 독과점화의 편익이 비용보다 커져, 기업 대출이 증가하고 대출금리가 하락하게 된다. 특히 정확한 정보를 생

산하고 대출금 회수 가능성을 철저히 심사하게 되면 신생기업과 같이 축적된 정보가 없어 대출을 꺼리던 기업에 대해서도 대출을 늘릴 수 있게 될 것이다.

우리나라 은행산업 집중화가 정보비대칭이 큰 기업에 대한 대출금 확대와 대출금리 인하라는 편익을 새롭게 발생시켰다면 (정보비대칭*은행산업 집중도) 변수인 HAGE가 2001년부터 2003년까지 분석에서 유의한 음(-)의 값을 가져야 한다. 분석 결과, 1998년부터 2000년까지 HAGE는 유의한 음(-)의 값을 보이고 있지만, 은행산업 HHI가 1,000을 넘어선 2001년부터 2003년까지의 기간에는 유의하지 않았다. 오히려 '경쟁적 시장'에서 정보비대칭이 큰 기업의 자금가용성이 더 높았다. 이는 집중적 시장지배력을 가진 은행이 정보비대칭이 심한 신생기업에 대한 정보 생산을 통해 대출금을 늘리고 이들 기업의 생성 초기에 낮은 대출금리를 적용할 수 있다는 Petersen & Rajan(1995)의 연구와는 다른 결과이다.

정보비대칭에 대한 다른 대용변수인 HSIZE는 두 기간에 모두 유의한 음(-)의 값을 보였다. Diamond(1984), Fama(1985), Nakamura(1993) 등에 따르면, 소규모 기업일수록 시장에서의 정보비대칭 정도가 심하고 정보생산비용이 상대적으로 높다. 그런데 경쟁적 시장에 놓인 은행은 이들 기업에 대한 정확한 정보를 생산할 여력이 없고, 독과점 상태의 은행이 정보 생산을 통해 이러한 기업의 정보비대칭을 해소할 수 있다. 이들의 주장대로라면 HSIZE는 패널 B에서만 유의한 음(-)의 값을 가져야 한다. 그런데 HSIZE는 패널 A와 패널 B 모두에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있어, 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 은행산업 집중화를 전후하여 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 국내 은행산업 집중화가 Berlin & Mester(1998), Berger & Udell(2002) 등의 주장과 같이 정보비대칭 기업과 같은 신용약자의 자금압박을 야기함으로써 비용을 발생시키지는 않았음을 의미한다.

HAST도 패널 A에서 유의한 음(-)의 값을 가져 유형고정자산 비율이 낮아 정보비대칭이 큰 기업의 자금가용성이 높은 것으로 나타났다. HAST는 유형고정자산비율인데 Bonaccorsi di Patti & Dell'Ariccia(2000)는 이 값이 큰 기업이 상대적으로 정보비대칭이 작다고 보았다. 은행산업 집중화가 유형고정자산 비율로 측정된 정보비대칭을 해소하고 정보비대칭이 높은 기업에 대한 대출을 증가시켰다면 패널 B에서 HAST가 유의한 음(-)의 값을 가져야 한다. 그런데 패널 A에서는 유의한 음(-)의 값을 가졌고 패널 B에서도 자금가용성과 음(-)의 관계를 보이지만 유의하지는 않았다. 이는 은행산업 집중화가 HAST로 측정된 정보비대칭 완화 효과를 가져왔다고는 말할 수 없지만, 적어도 집중화가 정보비대칭 기업의 자금압박을 야기함으로써 비용을 발생시키지는 않았음을 보여주는 것이다.

<표 5> 중소기업 자금가용성에 대한 은행산업 집중화의 효과

정보비대칭과 차입금리의 관계도 같은 맥락에서 해석할 수 있다. <표 6>은 은행산업 집중화로 정보비대칭이 큰 기업의 차입금리에 변화가 있었는지에 대한 분석 결과이다. 패널 A는 우리나라 은행산업이 경쟁적 상태에 있던 1998년부터 2000년까지의 분석 결과이고 패널 B는 다소 집중된 시장으로 변모한 2001년부터 2003년까지의 결과이다. 은행산업의 집중도가 높아져 독과점상태의 은행이 지대를 추구할 경우 대출금리는 상승하게 된다. 반대로 은행산업의 집중화로 은행이 기업에 대한 정보를 생산하고 대출을 철저히 심사할 유인이 커져 정확한 정보생산과 심사가 이루어진다면 정보비대칭이 큰 기업에 대해서도 대출금리가 하락할 수 있다.

패널 A를 보면, 기업특성변수인 COVE와 SAG가 유의한 음(-)의 값을 가져 이자보상배율이 높고 매출액성장률이 높은 기업의 대출금리가 낮았다. 상대적으로 양호한 기업의 대출금리가 낮은 것은 당연한 결과이다. 은행산업 집중화로 정보비대칭이 큰 기업의 대출금리가 인하되었다면 (정보비대칭*은행산업 집중도) 변수인 HAGE가 2001년부터 2003년까지 분석에서 유의한 양(+)의 값을 가져야 한다. 분석 결과, 1998년부터 2000년까지 HAGE는 유의한 음(-)의 값을 보이고, 은행산업 HHI가 1,000을 넘어선 2001년부터 2003년까지의 기간에는 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 패널 A에서는 정보비대칭이 큰 신생기업의 차입금리가 높았으나, 패널 B에서는 이들 기업의 차입금리가 낮았음을 의미하는 것이다. 은행산업 집중도가 높은 2001년부터 2003년까지의 기간에 정보비대칭이 높은 기업의 차입금리가 낮아졌다는 것은 은행산업 집중화가 신생기업에 대한 정보비대칭을 완화시켜 이들 기업의 자금조달이 용이하게 됨을 뜻하는 것이다. HSIZE와 HSAT는 패널 A에서 각각 유의한 음(-)과 양(+)의 값을 가져, 소규모 기업의 차입금리가 높고, 유형고정자산 비율로 측정한 정보비대칭이 높은 기업의 차입금리가 낮았다. 그러나 이들 모두 패널 B에서는 유의하지 않았다.

<표 6> 중소기업 차입금리에 대한 은행산업 집중화의 효과

요컨대, 중소기업의 자금가용성 측면에서는 ‘경쟁적 시장’일 때와 ‘다소 집중된 시장’으로 변모하였을 때의 차이가 없이, 두 기간 모두 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 높게 나타났다. 차입금리에 대해서는 기업연령을 대용변수로 사용한 경우 은행산업 집중화가 정보비대칭을 완화시켜 신생기업에 대한 차입금리를 낮추는 것으로 나타났다. ‘경쟁적 시장’일 때는 정보비대칭이 심한 신생기업의 차입금리가 높았지만, 2001년부터 2003년까지 ‘다소 집중된 시장’에서는 신생기업의 차입금리가 오히려 낮아졌다. 이는 은행산업 집중화의 편익과

비용에 대한 많은 논란에도 불구하고 은행산업 집중화가 중소기업 자금난의 결정적 요인이 되지는 않은 것으로 보인다. 차입금리에 대해서는 은행산업 집중화의 편익이 발생한 것으로 나타났다.

IV. 결 론

본 연구의 의의는 은행산업 집중화가 중소기업의 차입금과 차입비용에 미치는 영향에 대해 국내 처음으로 실증적 분석을 시도하였다는 것이다. 외환위기 이후 은행산업의 대대적인 구조조정 과정에서 나타난 은행의 대형화와 시장지배력 증가가 자칫 은행의존적 기업에 대한 대출 감소로 귀결될 경우, 은행의존적이며 정보비대칭이 심한 중소기업의 자금난은 실로 심각해질 수 있다. 이에 대한 우려의 목소리는 각계에서 나오고 있으나, 이들 기업의 은행차입금과 차입비용이 실제로 어떻게 변화하였는지에 대한 실증적 분석은 없었다.

본 연구에서는 개별 기업의 은행차입금을 단순한 대차대조표 상의 은행차입금 잔액이 아닌 해당연도 신규차입 자료를 근거로 한 증분접근법(incremental approach)을 사용하여 은행산업 집중화가 개별 기업의 차입규모에 미치는 영향을 분석하였다. 그리고 개별 기업 사업보고서를 통해 은행차입금의 평균 금리를 도출하여 차입비용에 미치는 효과를 파악하였다. 대차대조표 상의 은행차입금 잔액을 사용하게 되면 과거의 정보비대칭이나 은행관계의 영향이 모두 포함되어 있어 면밀한 분석이 이루어질 수 없다. 그러나 신규차입금을 사용하게 되면 해당연도에 새롭게 형성된 은행과 기업간의 관계를 파악할 수 있어 은행산업 집중화의 효과를 보다 정확하게 측정할 수 있다는 장점이 있다. 은행합병이 기업여신에 미치는 영향을 분석한 국내 연구에서는 대부분 각 은행이 연도 말에 제시하는 총기업여신 자료를 사용하였다는 점에서 본 연구와 구별된다. 이러한 자료는 개별 기업의 특성이 고려되지 않았으며, 과거의 여신까지 모두 포함하고 있기 때문에 해당연도 은행산업 집중화가 개별 기업의 자금조달에 미치는 효과를 정확히 파악하기 어렵다.

분석 결과, 은행산업 집중화로 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 새롭게 증가하지는 않았다. 자금가용성 측면에서는 '경쟁적 시장'일 때와 '다소 집중된 시장'으로 변모하였을 때의 차이가 없이, 두 기간 모두 정보비대칭이 심한 기업의 자금가용성이 높게 나타났다. 차입금리에 대해서는 기업연령을 대용변수로 사용한 경우 은행산업 집중화가 정보비대칭을 완화시켜 신생기업에 대한 차입금리를 낮추는 것으로 나타났다. '경쟁적 시장'일 때는 정보비대칭이 심한 신생기업의 차입금리가 높았지만, 2001년부터 2003년까지 '다소 집중된 시장'

에서는 신생기업의 차입금리가 오히려 낮아졌다.

결국 은행산업 집중화의 편익과 비용에 대한 많은 논란에도 불구하고 은행산업 집중화가 중소기업 자금난의 결정적 요인이 되지는 않은 것으로 보인다. 우량 대기업은 직접금융시장에서의 자금조달이 용이할 뿐만 아니라 외환위기 이후 이들의 내부유보도 증가하여 자금조달의 어려움이 상대적으로 적다. 그러나 중소기업이나 신생기업과 같이 정보비대칭이 심한 기업의 은행의존도는 상당히 높다. 그러므로 은행산업 집중화가 이들 기업의 자금조달을 용이하게 하고 이들에 대한 선별과 감시 기능을 수행할 유인을 제공하는지를 면밀히 파악하는 것은 향후 은행산업의 변화 방향과 이에 대한 감독 방향을 설정하는데 도움이 될 것이다.

한편, 외환위기 이후 급격히 높아진 은행산업 집중도의 영향에 대해 본 연구에서는 기업의 자금조달 측면에서만 살펴보았지만, 이후에는 은행의 수익성과 비용 측면에서도 살펴본다. 그 편익과 비용을 면밀히 비교·분석할 필요가 있다. 은행산업 집중화의 부정적 효과와 긍정적 효과를 면밀히 고려하여 경제 전체에 대한 순효과를 도출하는 것은 은행산업에 대한 정책과 감독, 그리고 은행산업의 성장 구조 정립 측면에서 매우 중요한 시사점을 가지기 때문이다.

<참고 문헌>

- 박경서·김창호, “은행 합병이 기업여신에 미치는 영향,” 금융학회지 제7권 제2호, 2002, pp. 113-136.
- 한기윤, “국민소득 2만달러 달성의 핵심-중소기업,” 나라경제, 2004, pp. 31-34.
- Berger, A. N. and G. F. Udell, "Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organizational structure," *Economic Journal* 112, 2000, pp. 32-53.
- Berlin, M. and L. J. Mester, "On the profitability and cost of relationship lending," *Journal of Banking and Finance* 22, 1998, pp. 873-897.
- Black, S. and P. Strahan, *Entrepreneurship and the structure of the banking industry*, Federal Reserve Bank of New York, 2000.
- Bonaccorsi di Patti, E. and G. Dell'Ariccia, "Bank competition and firm creation," *Working paper*, Bank of Italy, 2000.
- Boot, A. W. A., "Relationship banking: What do we know?" *Journal of Financial Intermediation* 9, 2000, pp. 7-25.
- Boot, A. W. A. and A. V. Thakor, "Can relationship banking survive competition?," *Journal of Finance* 55, 2000, pp. 679-713.
- Cao, M. and S. Shi, *Screening, bidding, and the loan market*, Queen's University, 2000.
- Cetorelli, N. and M. Gambera, "Banking market structure, financial dependence and growth: International evidence from industry data," *Journal of Finance* 56, 2001, pp. 617-648.
- Collender, R. N. and S. Shaffer, *Local bank office ownership, deposit control, market structure, and economic growth*, U.S. Department of Agriculture, 2000.
- Dell'Ariccia, G., *Learning by lending, competition, and screening incentives in the banking industry*, International Monetary Fund, 2000.
- Diamond, D. W., "Financial intermediation and delegated monitoring," *Review of Economic Studies* 51, 1984, pp. 393-414.
- Guzman, M., "Bank structure, capital accumulation, and growth: A simple macroeconomic model," *Economic Theory* 16, 2000, pp. 421-455.
- Jayaratne, J. and P. Strahan, "The finance-growth nexus: Evidence from bank branch

- deregulation," *Quarterly Journal of Economics* 111, 1996, pp. 639-670.
- King, R. and R. Levine, "Finance and growth: Schumpeter might be right," *Quarterly Journal of Economics* 108, 1993, pp. 717-737.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle, "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation," *Journal of Finance* 32, 1977, pp. 371-387.
- Pagano, M., "Financial market and growth: An overview," *European Economic Review* 37, 1993, pp. 613-622.
- Petersen, M. A. and R. G. Rajan, "The effect of credit market competition on lending relationship," *Quarterly Journal of Economics* 110, pp. 407-443.
- Shaffer, S., "The winner's curse in banking," *Journal of Financial Intermediation* 7, 1998, pp. 359-392.

<표 1> 변수의 측정방법

변수	측정방법
CREDIT	은행차입금 증분/총자산
RATE	은행차입금 평균금리
SIZE	보통주 발행주식수×12월 종가
AGE	설립이후의 경과 연수
LEVE	(단기부채+ 장기부채)/자기자본
COVE	EBITD/이자지급액
SAG	매출액증분/매출액
AST	총자산/유형고정자산

<표 2> 변수의 기초통계량

CREDIT은 총은행차입금증분/총자산, RATE는 은행차입금 평균금리, SIZE는 자기자본의 시장가치에 자연로그 취한 값, AGE는 설립 이후의 경과연수에 자연로그 취한 값, LEVE는 (단기부채+ 장기부채)/자기자본, COVE는 (EBITD/이자지급액)이다.

변수	평균	중위수	최대값	최소값
CREDIT	0.18	0.11	4.47	0.00
RATE(%)	7.61	7.43	16	1
SIZE	24.04	23.96	31.65	19.57
AGE	3.43	3.40	2.19	4.59
LEVE	0.51	0.27	19.41	0.00
COVE	5.06	2.32	34.76	-18.27

<표 3> 변수간 상관관계 분석

표의 대각선 위쪽은 1999~2000년, 아래쪽은 2001~2002년 결과이며, 괄호 안은 p값이다. CREDIT은 (은행차입금증분/총자산), RATE는 은행차입금 평균금리, LEVE는 (단기부채+ 장기부채)/자기자본, COVE는 (EBITD/이자지급액), SAG는 (매출액증분/매출액), AGE는 설립이후 경과연수에 자연로그 취한 값, SIZE는 자기자본의 시장가치에 자연로그 취한 값, AST는 (총자산/유형고정자산)이다.

구분	CREDIT	RATE	LEVE	COVE	SAG	AGE	SIZE	AST
CREDIT		0.11 (0.01)	-0.04 (0.24)	-0.05 (0.17)	0.02 (0.46)	0.08 (0.03)	-0.17 (0.00)	-0.18 (0.00)
RATE	-0.54 (0.28)		0.07 (0.12)	-0.27 (0.00)	-0.07 (0.10)	0.10 (0.04)	-0.27 (0.00)	0.02 (0.64)
LEVE	-0.44 (0.32)	-0.05 (0.25)		-0.06 (0.09)	0.02 (0.53)	0.04 (0.26)	-0.07 (0.05)	0.02 (0.57)
COVE	-0.07 (0.09)	-0.17 (0.00)	-0.07 (0.10)		-0.20 (0.00)	-0.09 (0.02)	0.23 (0.00)	-0.11 (0.00)
SAG	-0.06 (0.10)	-0.04 (0.36)	0.07 (0.06)	0.04 (0.31)		-0.03 (0.94)	0.02 (0.58)	0.12 (0.00)
AGE	0.06 (0.10)	-0.65 (0.00)	0.10 (0.01)	0.13 (0.00)	-0.02 (0.52)		-0.81 (0.00)	-0.18 (0.00)
SIZE	0.04 (0.31)	-0.79 (0.00)	0.07 (0.07)	0.23 (0.00)	-0.03 (0.44)	0.86 (0.00)		0.22 (0.00)
AST	0.01 (0.77)	-0.34 (0.00)	0.11 (0.01)	0.03 (0.46)	-0.05 (0.19)	0.40 (0.00)	0.45 (0.00)	

<표 4> 은행산업의 집중도 변화

기준	지표	1998	1999	2000	2001	2002	2003
예금기준	HHI	902	935	967	1,426	1,428	1,387
	CR ₅	45.7	51.7	54.3	64.3	66.5	65.9
대출기준	HHI	706	846	871	1,293	1,245	1,265
	CR ₅	46.9	54.4	55.5	65.2	67.1	66.8

자료: 한국은행, 금융통계 데이터베이스(일반은행 기준)

<표 5> 중소기업 자금가용성에 대한 은행산업 집중화의 효과

표의 패널 A는 1998~2000년 자료 그리고 패널 B는 2001~2003년 자료에 대한 분석 결과이고, 괄호 안은 p값이다. 종속변수는 (총은행차입금 증분/총자산)이며, LEVE는 (단기부채+ 장기부채)/자기자본, COVE는 (EBITD/이자지급액), SAG는 (매출액증분/매출액), IND는 산업별 더미변수, HAGE는 (HHI*설립이후 경과연수), HSIZE는 (HHI*자기자본의 시장가치), HAST는 (HHI*유형고정자산 대비 총자산 비율), HHI는 은행산업집중도이다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미한다.

(패널 A) 1998~2000년

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
상수항	8.5070 (0.0000)	2.5145 (0.0024)	3.3239 (0.0151)	4.8493 (0.0000)
LEVE	-0.0059 (0.2671)	-0.0040 (0.3504)	-0.0054 (0.1524)	-0.0163 (0.1151)
COVE	0.0006 (0.9385)	-0.0011 (0.5082)	-0.0017 (0.7087)	-0.0029 (0.4299)
SAG	0.0262 (0.2699)	0.0124 (0.5625)	0.0171 (0.4548)	0.0171 (0.5006)
IND	0.0052** (0.0149)	-0.0027* (0.0612)	-0.0021** (0.0155)	0.0044* (0.0553)
HAGE	-0.0397* (0.0807)	-0.0533** (0.0115)		
HSIZE	-0.2707 (0.1020)		-0.3206** (0.0392)	
HAST	-1.9704*** (0.0002)			-2.0363*** (0.0002)
HHI	-0.0011 (0.2071)	-0.0025*** (0.0048)	0.0003 (0.9619)	0.0001 (0.4994)
R^2	0.253	0.188	0.200	0.234
F	4.210	3.332	4.259	5.012

(패널 B) 2001 ~ 2003년

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
상수항	10.2848 (0.0111)	2.2085 (0.1627)	8.6703 (0.0042)	0.7254 (0.7998)
LEVE	-0.0186 (0.1429)	-0.0202 (0.1206)	-0.0189 (0.1315)	-0.0207 (0.1386)
COVE	-0.0036** (0.0331)	-0.0022** (0.0155)	-0.0025* (0.0773)	-0.0033** (0.0165)
SAG	0.0162 (0.6813)	0.0074 (0.6259)	-0.0128 (0.4833)	0.0087 (0.5781)
IND	0.0018 (0.8564)	-0.0026 (0.4655)	0.0004 (0.8250)	-0.0004 (0.9930)
HAGE	-0.3415 (0.1391)	-0.3003 (0.1661)		
HSIZE	-0.7673** (0.0317)		-0.9529*** (0.0044)	
HAST	-0.4048 (0.7299)			-0.3272 (0.8035)
HHI	0.0003** (0.0011)	0.0015** (0.0216)	0.0011*** (0.0018)	0.0022* (0.0622)
R^2	0.209	0.167	0.193	0.167
F	2.256	2.146	2.889	1.938

<표 6> 중소기업 차입금리에 대한 은행산업 집중화의 효과

표의 패널 A는 1998~2000년 자료 그리고 패널 B는 2001~2003년 자료에 대한 분석 결과이고, 괄호 안은 p값이다. 종속변수는 은행차입금 평균금리이며, LEVE는 (단기부채+ 장기부채)/자기자본, COVE는 (EBITD/이자지급액), SAG는 (매출액증분/매출액), IND는 산업별 더미변수, HAGE는 (HHI*설립이후 경과연수), HSIZE는 (HHI*자기자본의 시장가치), HAST는 (HHI*유형고정자산 대비 총자산 비율), HHI는 은행산업집중도이다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미한다.

(패널 A) 1998~2000년

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
상수항	0.4724 (0.0741)	0.3258 (0.0003)	0.8711 (0.0000)	-0.0031 (0.9855)
LEVE	0.0015 (0.6086)	0.0011 (0.2659)	-0.0008 (0.9917)	0.0019 (0.3771)
COVE	-0.0011*** (0.0002)	-0.0011*** (0.0000)	-0.0011*** (0.0000)	-0.0012*** (0.0000)
SAG	-0.0067 (0.0248)	-0.0064*** (0.0107)	-0.0043** (0.0507)	-0.0063** (0.0258)
IND	-0.0004 (0.1101)	0.0002 (0.1021)	0.0001 (0.0994)	-0.0003 (0.6628)
HAGE	-0.0061*** (0.0088)	-0.0052** (0.0153)		
HSIZE	-0.0581*** (0.0078)		-0.0857*** (0.0000)	
HAST	0.1831** (0.0218)			0.0607 (0.4312)
HHI	-0.0002** (0.0361)	-0.0002** (0.0089)	0.0002** (0.0114)	-0.0001** (0.0121)
R^2	0.381	0.343	0.381	0.371
F	6.979	7.982	11.774	6.421

(패널 B) 2001 ~ 2003년

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
상수항	0.0516 (0.8587)	-0.0098 (0.9143)	0.5341 (0.0080)	-0.0041 (0.9815)
LEVE	0.0021*** (0.0051)	0.0021*** (0.0059)	0.0028 (0.0127)	0.0029*** (0.0071)
COVE	-0.0002 (0.6213)	-0.0001 (0.4230)	-0.0001 (0.4050)	-0.0002 (0.4590)
SAG	-0.0037 (0.2402)	-0.0024 (0.3017)	-0.0023* (0.0817)	-0.0023 (0.3298)
IND	0.0002 (0.3728)	0.0002 (0.7541)	0.0001 (0.9604)	-0.0003 (0.1778)
HAGE	0.0459*** (0.0035)	0.0372*** (0.0023)		
HSIZE	-0.0362 (0.1313)		-0.0317 (0.1650)	
HAST	0.0963 (0.2461)			0.1197 (0.1502)
HHI	-0.0001*** (0.0000)	-0.0002*** (0.0009)	-0.0002*** (0.0004)	-0.0001*** (0.0001)
R^2	0.821	0.823	0.822	0.816
F	84.420	129.296	130.352	110.266