

金融改革과 經濟成長⁽¹⁾

李之舜

본 연구에서 필자는 금융부문을 포함하는 경제성장모형을 제시하고 그것을 활용해서 금융의 효율성을 높이는 改革措置가 經濟成長率에 대해 미치는 영향이 무엇인지 명료하게 규명하였으며, 그러한 이론적 논의를 바탕으로 해서 1997년 경제위기 이후 우리나라에서 시행되어온 각종 금융개혁조치들의 공과를 체계적으로 평가하였으며, 나아가 신정부가 제시한 앞으로의 금융정책 방향에 관해, 필자가 제시한 이론모형의 함의에 비추어, 그것이 갖는 의미를 반추해 보고 그것이 어떤 문제를 갖고 있는지 비판적으로 점검하였다.

1. 問題의 提起

경제의 黒字部門(surplus units)과 赤字部門(deficit units) 사이에서 이루어지는 자원의 순환과 관련된 일체의 경제행위를 金融(finance)이라 한다. 금융의 핵심 구성요소로서는 주식, 채권, 예금 등의 금융상품, 금융상품의 거래가 이루어지는 직접 또는 간접 금융시장, 금융시장에 참여해서 금융거래의 주체적 행위자가 되는 차입자와 대출자와 금융기관 그리고 금융거래가 원만하게 이루어지도록 하는 데 필요한 법적, 제도적 장치인 금융의 하부구조가 있다.

금융상품을 사고파는 행위를 거래 당사자들 사이에서 이루어지는 계약의 체결과 그 계약의 충실한 이행을 보장하는 행위로 이해할 수 있다. 흑자부문으로부터 적자부문으로의 자원이전은 지금 당장 확실하게 이루어지지만 적자부문으로부터 흑자부문으로의 자원이전은 일정한 조건에 따라 미래의 어떤 시점에서 원리금을 상환하겠다는 약속이 실제로 이루어져야 완결된다. 결국 금융거래는 앞으로 계약조건을 충실하게 이행하겠다는 약속을 근거로 자원을 이전하는 행위로서 앞으로 이루어질 불확실한 상황과 현재의 확실한 상황을 교환하는 행위가 된다.

이론적으로 볼 때 미래의 상황이 불확실하게 전개된다고 해서 반드시 문제가 되는 것은 아니다. 모든 상황을 반영하는 완벽한 條件附 債權(contingent claims)을 발행해서 거래할 수 있으면 상황이 달라진다. 이때는 미래의 불확실한 상황조차도 거래의 대상으로 삼

(1) 본 연구는 서울대학교 경제학부 학술투자사업 연구지원비로 이루어진 것임을 밝힌다.

아 효율적인 자원배분을 도모할 수 있기 때문이다. 이것이 애로우-드브뢰(Arrow-Debreu) 모형으로 대표되는 일반균형모형에서 금융에 대해 특별성을 부여하지 않는 이유이다. 그러나 현실은 이와 다르다. 왜냐하면 현실에서는 차입자와 대출자가 갖는 미래의 불확실성에 관한 정보의 양이나 질이 크게 다르기 때문이다.

위에서 본 바와 같이 금융거래가 성립하려면 차입자가 상환의무를 성실히 지킬 것이라는 믿음이 전제되어야 하는데 차입자의 상환능력이나 상환의지는 겉으로 잘 드러나지 않는다. 차입자가 자원을 빌리는 이유는 모종의 ‘投資’ 프로젝트를 수행하기 위해서인데 그것이 성공할 것인지의 여부는 그 투자 프로젝트에 내재한 불확실성과 그 투자 프로젝트를 성공적인 것으로 만들기 위해 차입자가 얼마나 성실히 노력을 기울이는가에 따라 정해진다. 문제는 이에 관해 자금을 빌려주는 측에서 확보할 수 있는 정보의 양이나 질이 자금을 빌려가는 측이 갖고 있는 정보의 양이나 질보다 크게 떨어진다는 데 있다. 이를 거래의 당사자 사이에 존재하는 情報의 非對稱性(information asymmetry)이라 함은 주지의 사실이다.

금융거래에 내재하는 정보의 비대칭성은 逆選擇(adverse selection)과 道德解弛(moral hazard)의 문제를 낳아 금융거래를 위축시키거나 불가능하게 만들 수 있다. 그렇게 되면 금융의 순환이 원활하게 이루어지지 않게 되고 금융의 순환이 둔화되면 실물의 순환에도 차질이 생겨 경제활동이 원활하게 이루어지지 못하게 된다. 따라서 이런 문제를 어떻게 해결할 것인가가 중요한 문제로 대두된다. 바로 그런 문제를 해결하려고 노력하는 것이 금융의 역할이다.

정보 비대칭성의 문제를 해결하는 것 이외에도 금융이 수행하는 일은 매우 다양하다. 우선 여느 거래에서와 마찬가지로 금융의 순환과정에도 존재하는 거래비용을 줄이는 것이 금융의 역할이다. 去來費用이 줄어들면 거래가 활성화됨은 물론 분업과 특화가 더 광범위하게 이루어지게 되어 그만큼 생산성 향상의 속도도 높아진다.

금융은 수요자와 공급자가 갖는 다양한 욕구와 필요성을 적절히 연결시켜 주는 역할을 수행한다. 금융의 공급자는 소액의 자원을 유동성이 높은 곳에 단기간에 걸쳐 운용하기를 원하는 반면 금융의 수요자는 다액의 자원을 유동성이 낮은 장기 투자 프로젝트를 수행하는 데 써야 한다면 공급자의 욕구와 수요자의 필요성이 일치하지 않게 된다. 이 경우 금융은 소액의 저축자에게 유동성이 높은 금융상품을 판매해서 조달한 자금을 모아 만든 거액의 자금을 장기대출로 운영함으로써 mismatch의 문제를 해결한다.⁽²⁾

(2) 이에 관련하여 Bencivenga, Smith, and Starr(1995)와 Diamond and Dybvig(1983), Holmstrom and Tirole(1998) 등을 보라.

결국 금융은 (1) 赤字部門으로부터 資源을 동원해서 加工하는 일(mobilizing savings and processing them), (2) 赤字部門의 대출 요청을 심사해서 적격자에게 資金을 供給하는 일(screening loan applications and funding promising projects), (3) 대출된 資源이 제대로 쓰이는지 監督하고 계약조건에 따라 원리금을 回收하는 일(monitoring loans and exerting governance)을 충실하게 수행함으로써 위험을 효율적으로 관리할 수 있도록 해주는 동시에 재화와 용역의 거래를 용이하게 만들어 준다. 그런데 이 기능 전부에 걸쳐 정보 비대칭성에서 연원하는 역선택과 도덕해이의 문제를 해결하는 것이 관건이 된다. 금융이 역선택과 도덕해이의 문제를 얼마나 잘 해결하는가와 그것을 통해 위에 열거한 역할을 얼마나 잘 수행하는가에 따라 경제 전반의 자원 배분 효율성과 경제성장 속도가 달라진다.⁽³⁾

금융시장과 금융기관은 더 많은 이윤을 얻기 위한 동기에서 자발적으로 逆選擇과 道德解弛의 문제를 해결하려고 노력함으로써 mobilizing, screening, monitoring 등의 금융기능을 더 잘 수행하려고 노력하게 된다. 그리고 그런 노력의 결과로 위험의 효율적인 관리가 가능해지며 거래비용의 절감이 이루어지는 것이다. 이때 정부는 금융하부구조에 관한 정책 선택 및 금융환경에 관한 정책 선택을 통해 금융시장과 금융기관이 더 나은 결과를 가져올 수 있도록 유도한다.

시장과 금융기관을 비롯한 시장참여자들은 금융환경 및 금융하부구조가 주어진 상황에서 각자 최선을 다해 자기에게 가장 유리한 것을 선택하며 정책 당국자는 그들의 선택이 더 나은 것이 되는 데 도움을 주는 방향으로 금융환경 및 금융하부구조를 변화시켜 나간다. 그러한 결과가 금융의 순환이 얼마나 효율적으로 이루어지는가를 결정하며 그것을 통해 자원배분의 효율성과 경제성장에 대해 미치는 금융의 성과가 달라진다. 이때 금융환경 및 금융하부구조를 변화시킴으로써 금융의 성과가 더 좋아지도록 하는 일련의 조치들을 外部로부터의 금융개혁이라고 부를 수 있으며 시장과 시장 참여자들이 스스로의 노력을 통해 금융이 보다 더 잘 이루어지도록 취하는 일련의 조치들을 内部로부터의 금융개혁이라고 부를 수 있다.⁽⁴⁾

많은 나라들이 금융개혁 조치들을 취해 오고 있음은 주지의 사실이다. 어떤 나라들은 아주 오랜 기간에 걸쳐 꾸준하게 금융을 개혁해 오고 있는가 하면(gradual approach) 어떤 나라는 아주 갑작스레 개혁조치를 취하기도(big bang approach) 한다. 어떤 나라는 금융시

(3) 금융발전과 경제발전 간의 관계에 대한 써베이 논문인 Levine(2005)이 이러한 점을 잘 요약하고 있다.

(4) 이와 관련된 국내의 연구로서 김홍수(2006), 박찬일·이우현(2005), 신선우(2004), 전상준(2007) 등을 참조하라.

장 자체의 진화하려는 힘(evolutionary forces)에 의존해서 市場主導인 金融改革(market-led financial reforms)의 노선을 택해 왔는가 하면 다른 나라는 정책 선택을 통해 금융의 과정과 결과를 바꾸어 놓는 政府主導인 金融改革(government-led financial reforms)의 노선을 택하기도 하였다. 그런가 하면 다른 많은 나라들은 커다란 금융위기를 맞은 이후에 비로소 개혁조치들을 취함으로써 금융 시스템의 건강성을 회복하려고 노력하기도 하였다. 어떤 나라들은 market-based financing을 강조하는가 하면 다른 나라들은 bank-based financing을 강조하기도 하였다.

외부로부터의 금융개혁은 금융자율화와 금융개방화의 정도를 높이는 조치를 취함과 아울러 자율화와 개방화로 자칫 손상이 갈 수도 있는 금융의 안전성과 건전성을 담보할 수 있는 방향으로 금융하부구조를 정비하는 것으로 진전되어 왔다. 이는 무엇보다도 금융시장 참여자들이 전보다 더욱 치열하게 경쟁을 하지 않을 수 없게 만듦으로써 금융효율성을 높이려는 데 목표를 둔 개혁이다. 내부로부터의 개혁은 그러한 금융환경과 금융하부구조의 변화에 맞추어 적자생존의 원칙에 따라 보다 더 많은 이윤을 획득하기 위한 치열한 노력을 전개하는 과정에서 이루어지는 개선의 과정으로서 market driven reforms 또는 evolutionary reforms에 해당한다.

여러 나라들이 금융개혁 조치를 취함에 있어 ‘自由롭고도 效率的인 市場의 힘’을 중시하는 소위 워싱턴 합의(Washington Consensus)를 따르려는 시도가 중요한 잣대가 되기도 하였다. 이런 일련의 개혁조치들이 추구하는 바는 금융제도의 효율성과 안정성을 높이고자 하는 데 주목적이 있으나 소득분배상태를 개선하려는 의도에서 개혁이 이루어지기도 한다.

다른 개혁조치들의 경우에서도 그렇지만 금융을 개혁하려는 노력 역시 장기적으로는 바람직한 결과를 낳는 경향이 있다. 그렇지만 단기적으로는 상당히 부정적인 결과를 낳기도 한다. 그렇다면 금융개혁 조치를 도입해서 시행에 옮김에 있어 부정적인 효과는 최소화하고 긍정적인 효과는 최대화하는 방안은 없는 것일까? 금융개혁을 추진함에 있어 모든 나라에 대해 공통적으로 적용할 수 있는 최선의 방안이 있는 것일까? 아니면 그 나라의 발전 단계에 따라 금융개혁조치의 내용이나 강도도 달라야 하는 것일까? 이 연구는 이러한 물음에 대한 답을 찾아보려는 이론적 시도이다.

이 연구에서는 금융중개의 기술을 개선하는 일을 금융개혁으로 이해한다. 이처럼 금융개혁을 좁은 의미로 이해하는 것은 논의의 초점을 명확히 하기 위함이다. 마찬가지로 금융개혁의 성과 역시 그것이 경제성장률에 미치는 영향으로 평가하기로 한다. 이는 금융의 효율성이라는 하나의 기준으로 금융개혁의 성과를 평가하는 것으로서 안정성이나

건전성 또는 소득분배 상태를 평가의 기준으로 삼지는 않음을 의미한다.

이 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이은 제2장에서는 금융의 역할을 명시적으로 고려하는 經濟成長模型을 제시하여 금융부문을 포함한 경제의 성장과정이 어떤 모습으로 결정되는지 알아본다. 다음 제3장에서는 모형을 적절히 확장한 결과에 관해 논의를 전개한다. 제4장에서는 앞 장들의 논의에 근거해서 금융개혁을 명확하게 정의한 후 금융개혁 조치가 이루어질 때 경제성장의 과정이나 결과가 어떻게 달라지는지 요약함으로써 경제 성장에 관한 금융개혁의 함의를 명확하게 정리한다. 제5장에서는 제시된 모형이 갖는 금융개혁에 관한 함의를 바탕으로 외환위기 이후 이루어진 각종 금융개혁조치들이 경제 성장과 관련해서 어떤 의의를 갖는지 알아본다.

2. 金融仲介의 效率性和 經濟成長: 理論模型의 提示⁽⁵⁾

2.1. 基本 觀點

경제학의 가장 기초적인 명제 가운데 하나가 ‘이 世上에 공짜란 없다’는 것이다. 우리는 무엇을 하건 그것이 가치 있는 것인 한 그것을 갖거나 하기 위해서는 대가를 치러야 한다. 편익을 낳는 행동은 언제나 비용을 수반하기 마련이다. 이러한 명제는 정책 집행에 대해서도 그대로 적용된다. 즉, 정책을 변화시켜 편익을 얻으려는 시도는 항상 비용을 수반하게 마련이다. 이는 특히 금융정책을 시행함에 있어서도 그대로 적용되는 명제이다. 예를 들어 구체적으로 금융중개의 비용을 줄이려는 노력 역시 거저 이루어지는 것이 아니라 적절한 비용을 지불해야 달성할 수 있다.

우리가 여러 가지 조치를 통해 금융개혁을 달성하려는 까닭은 모름지기 그렇게 하는 것이 ‘便益(benefits)’을 가져오기 때문일 것이다. 실제로 금융개혁 조치들은 아주 큰 편익을 낳는 경우가 많다. 예를 들어 금융개혁 조치들은 금융 시스템을 더 효율적인 것으로 만들어 주며 사려 깊게 실행에 옮겨지는 경우 금융 시스템의 안정성을 높여 준다. 그렇지만 여기에서도 그러한 개혁 조치들을 취하는 데 비용이 수반된다는 점을 간과해서는 안 된다. 실제로 금융개혁 조치는 때때로 아주 큰 비용을 수반하곤 한다.

어떤 행동이 무엇인가를 개혁해서 더 좋게 만드는 일이므로 마땅히 그 일을 해야 된다고 결론짓는 일은 매우 성급한 행동이다. 먼저 그것을 통해 얻을 편익과 그 일을 할 때 발생하는 비용을 견주어 편익이 비용을 능가할 때 그 개혁조치를 실행에 옮길 것인지 결

(5) 이 부분의 논의는 Lee(2006)을 응용·발전시킨 것이다.

정하는 것이 옳은 행동이다. 아무리 좋은 개혁조치라 하더라도 그 일을 하기 위해 지출해야 할 비용이 그 조치를 통해 얻게 될 편익보다 크다면 실행에 옮겨서는 안 된다.

개혁조치로부터 얻게 될 편익과 그 개혁조치를 실행에 옮기는 데 드는 비용을 조사해보면 다음과 같은 특징을 지니는 경우가 많음을 볼 수 있다.

첫째, 개혁조치가 낳는 편익은 非競合의이다. 즉, 개혁조치로부터 내가 혜택을 본다고 해서 다른 사람이 보는 혜택의 양이 줄어들지 않는다. 이런 이유에서 개혁은 대개의 경우 공공재로서의 성격을 지니게 된다. 자칫 무임승자의 문제가 심각해질 수도 있는 까닭이다. 둘째, 개혁조치로부터 얻는 총편익의 크기는 그 개혁조치의 대상이 되는 경제행동의 크기가 커질수록 증대되는 경향을 지닌다. 예를 들어 금융중개의 효율성을 높이는 조치의 혜택은 금융중개의 양이 많을수록 커진다. 이는 때때로 multiple equilibria를 낳는 원인이 되곤 한다. 셋째, 개혁조치를 수행하는 데 드는 총비용은 개혁의 대상이 되는 경제활동의 양이 커질수록 증가하지만 그 평균비용은 한동안 줄어들다가 증가하는 특징을 갖는다.

어떤 개혁조치를 취하는 데 소요되는 비용이 ‘規模의 經濟’에 적용을 받는 경향이 있다는 위의 관찰은 부유한 나라와 가난한 나라를 놓고 볼 때 부유한 나라가 개혁조치를 취하기가 가난한 나라가 그렇게 하기보다 수월하다는 결론을 낳는다. 왜냐하면 부유한 국가일수록 개혁조치에 수반하는 비용을 부담하기가 용이하기 때문이다. 반면 그러한 개혁조치를 취하는 데 드는 비용이 너무나 큰 경우에는 가난한 국가는 그 비용을 감당할 능력이 없기 때문에 개혁조치를 취하고 싶어도 하지 못한다.

개혁조치를 취함에 있어 또 하나 중요하게 고려해야 할 것은, 개혁조치로부터 얻게 될 편익은 비교적 먼 미래에 걸쳐 지속적으로 발생함에 비해 거기에 소요되는 비용은 비교적 가까운 시기에 집중되어 발생한다는 사실이다. 또 다른 한 가지 우리가 고려해야 할 것은 개혁조치의 성공 여부가 불투명하며 예기치 않은 부작용을 수반하는 경우가 많다는 점이다. 따라서 우리가 해야 할 것은 어떤 개혁조치로부터 얻는 기대 편익의 현재가치와 그 개혁조치를 실행에 옮기는 데 든 기대 비용의 현재가치를 견주어서 그 실행 여부를 결정하는 일이다.

2.2. 金融仲介와 經濟成長: 理論模型의 分析을 통한 理解

2.2.1. 模型의 提示

금융중개의 효율성과 경제성장 간의 관계를 이해하기 위해 아래와 같은 이론 모형을 고려하기로 한다.

$$\begin{aligned}
 (2.1) \quad & Y = AK \\
 (2.2) \quad & Y = C + S \\
 (2.3) \quad & S = sY \\
 (2.4) \quad & \dot{K} = I - \delta K \\
 (2.5) \quad & I = F(S; \xi) - C(S; \phi)
 \end{aligned}$$

여기에서 Y 는 총생산물을 나타내고, K 는 넓은 의미로 정의한 자본재를 나타내며, A 는 이 경제의 전반적인 생산성 수준을 나타낸다. 생산함수는 Rebelo(1991)가 제시한 AK 모형에 해당된다. 여기에서 K 는 인적자본, 물적자본, 사회자본 등을 포괄하는 광의의 자본재를 나타낸다.

A 는 생산성의 척도가 되는데 이는 일반적으로 기술수준과 효율성에 의해 정해진다. 예를 들어 기술수준을 T , 그리고 효율성의 척도를 E 로 나타내면 $A = T \cdot E$ 가 되는 것으로 볼 수 있다. 효율성의 척도 E 는 이 경제가 주어진 생산요소 여기에서는 광의의 자본재 K 와 기술 T 를 얼마나 잘 활용하는가를 나타낸다. 자본재의 양이 많고 기술이 앞서 있다 하더라도 효율성이 낮으면 총생산량은 매우 낮게 정해진다. 재정정책을 고려하는 모형에서, 예를 들어 이지순(2007), 조세율 τ 와 재정지출이 소비와 투자를 위해 쓰이는 비율 g_c 및 g_i 가 효율성에 영향을 주는 핵심적 요소가 됨을 알 수 있는데 이는 정부가 어떤 정책을 어떻게 쓰는가에 따라 효율성의 달라질 것임을 보여 준다.

생산된 재화는 소비 C 와 저축 S 로 나누어 쓰이는데 분석의 편의를 도모하기 위해 소비와 저축의 비율이 각각 $(1-s)$ 와 s 로 정해지는 것으로 가정한다. 이는 소비와 저축의 결정에 관한한 위에 제시된 모형이 Solow 성장모형의 한 부류가 됨을 뜻한다. 물론 저축률을 내생적으로 결정하는 Ramsey 성장모형을 고려해도 되지만 우리가 알고자 하는 바에 큰 도움이 되지 않으므로 저축률은 사전적으로 정해진 것으로 본다.

자본축적은 투자 I 를 통해 이루어지는데 기존 자본재에 대해 δ 의 비율로 감가상각이 진행되므로 投資와 減價償却의 차이가 0보다 큰가 작은가에 따라 자본축적량의 증감이 정해진다. 이것이 식 (2.4)가 나타내는 바이다. 식 (2.1)~식 (2.4)는 기존의 성장모형에서 언제나 등장하는 것으로서 새로운 것이 하나도 없다.

새로운 부분은 식 (2.5)로 주어진 金融仲介에 있다.⁽⁶⁾ 식 (2.5)는 흑자부문의 저축 S 가 적자부문의 투자 I 로 전환되는 과정을 나타낸다. 여기에서 $F(S; \xi)$ 는 금융부문이 S 를

(6) 최적화 모델을 통해 경제성장과 금융 간의 역할을 규명하려는 시도로서 Greenwood and Jovanovic(1990), King and Levine(1993), Galor and Zeira(1993) 등을 보라.

투입요소로 해서 생산하는 금융서비스의 양을 나타내며 $C(S;\phi)$ 는 그 금융서비스를 생산하기 위해 금융부문이 사용하는 자원의 양을 나타낸다. 저축된 자원이 실제로 투자로 쓰이는 부분은 금융부문이 생산한 粗 金融서비스(gross financial services)의 양에서 그 서비스를 생산하기 위해 사용한 자원의 양을 차감한 純 金融서비스(net financial services)이다.

예를 들어 흑자부문이 가계가 저축한 자원의 크기가 100조인데 금융부문 이것을 동원(mobilize and pool)해서 그것을 대출 가능한 자원으로 變換(transform)시키는 데 10조의 비용을 들여서 120조의 금융서비스를 생산했다면, 120에서 10을 차감한 110이 투자로 쓰인 자원의 크기가 된다. 이 경우 만일 빌려준 자원 110 가운데 평균적으로 10은 실패로 돌아가 자본축적에 보탬이 되지 않는다면 자본재의 양은 100만큼만 증가하게 된다.

금융서비스의 생산함수 $F(S;\xi)$ 와 비용함수 $C(S;\phi)$ 는 모두 저축 S 의 증가함수로 정의된다. $F-C$ 는 저축이 투자로 전환되는 모습을 나타내므로 이것이 우리가 고려하는 모형에서 이루어지는 금융중개의 net volume이 된다.

금융서비스 생산량 $F(S;\xi)$ 는 투입요소 S 의 증가함수로 정의된다. 예를 들어 중앙은행이 발행한 현금화폐를 준비자산으로 해서 예금화폐를 발행하는 통화금융기관이 주축이 되는 간접금융만 있는 경제에서 가계가 저축한 자원 S 가 50%는 현금화폐 그리고 나머지 50%는 예금화폐로 되어 있고 은행의 지급준비율이 10%이면 금융서비스의 조생산량은 $5.5S$ 가 된다. 일반적으로 $F(S;\xi) \geq S$ 가 성립한다. 여기에서 파라미터 ξ 는 금융서비스의 생산이 얼마나 효율적으로 이루어지는가를 나타내는 척도가 된다. 위의 예는 $F(S;\xi) = \xi S$ 의 형태로 나타낼 수 있음을 보여 주며 위의 예에서는 ξ 가 5.5가 된다.

금융중개의 비용함수 $C(S;\phi)$ 에서 S 는 중개되는 자원의 양을 나타내고 ϕ 는 금융중개의 효율성을 나타내는 파라미터이다. 일반적으로 C 는 S 의 증가함수가 될 것이다. 효율성 척도 ϕ 가 비용에 대해 주는 영향에 대해서는 다음 절에서 자세히 알아보기로 한다.

여기에서 한 가지 짚고 넘어갈 것은 이 경제에서 GDP가 어떻게 정의되는지 그리고 그것이 어떻게 쓰이는지 확인하는 일이다. 금융부문이 S 라는 투입요소를 들여 $F(S;\xi) - C(S;\phi)$ 의 순금융서비스를 생산한다는 것은, $F(S;\xi) - C(S;\phi) - S$ 가 금융부문이 창출한 부가가치가 되며 거기에 총생산량 Y 를 합한 것이 이 경제의 GDP가 됨을 의미한다. 따라서 이 경제의 GDP는 $Y + F(S;\xi) - C(S;\phi) - S$ 가 된다. GDP는 소비 C 와 투자 I 로 쓰이게 되므로 다음 식이 성립한다.

(2.6)

$$GDP = Y + F(S;\xi) - C(S;\phi) - S = C + I$$

식 (2.5)의 특수한 경우로서 $F(S;\xi) \equiv S$ 인 경우를 고려할 수 있다. 이는 금융부문이 생산한 금융서비스의 양이 금융서비스를 생산하기 위해 투입한 자원 S 와 정확하게 일치하는 경우를 나타낸다. 신용창출이 일어나지 않는다면 100조의 저축을 동원해서 가공할 때 빌려줄 수 있는 자원의 총량은 100조를 넘지 않을 것이다. 물론 100조를 동원해서 가공하는 데는 비용이 들어가므로 실제로 빌려줄 수 있는 자원의 총량은 100조에서 100조를 동원하고 가공하는 데 소요된 비용을 차감한 부분만 될 것이다. 이 경우에는 식 (2.7)이 성립한다.

$$(2.7) \quad I = S - C(S; \phi)$$

끝으로 금융중개에 전혀 비용이 들지 않는다면 $C(S; \phi) \equiv 0$ 이 될 것이므로 식 (2.8)이 성립한다.

$$(2.8) \quad I = S$$

식 (2.8)이 경제성장모형에서 우리가 일반적으로 마주하는 투자와 저축의 연결 관계식이다. 이렇게 보면 식 (2.8)에서와 같이 저축을 투자로 연결시키는 것은 (i) 金融部門이 S 를 가져다 아무런 부가가치도 더하지 않는다는 것과 (ii) 金融部門이 S 를 I 로 전환하는데 아무런 비용도 들이지 않는다는 아주 제한적인 가정하에서나 성립하는 것임을 알 수 있다.

2.2.2. 金融仲介費用

제시된 모형에서 경제성장을 결정하는 데 있어 가장 중요한 요소가 투자와 저축을 연결하는 식 $I = F(S; \xi) - C(S; \phi)$ 인데 금융서비스 생산함수 $F(S; \xi)$ 는 가능한 한 간단하게 처리하고 대신 모든 논의를 비용함수를 중심으로 전개하기로 하자. 이를 위해 이제부터는 $F(S; \xi) = \xi S$ 로 단순화하기로 한다. 파라미터 ξ 는 금융시장 및 금융기관의 서비스 생산의 효율성 그리고 경제주체의 현금 선호율이나 지급준비율 등 금융순환의 특성에 따라 정해진다. 위에서 든 예에서 $\xi = 5.5$ 로 정해졌음에서 보듯이 일반적으로 $\xi > 1$ 이 성립한다. 이상의 논의를 식 (2.9)로 요약할 수 있다.

$$(2.9) \quad I = \xi S - C(S; \phi)$$

이러한 전제하에서 모형의 핵심은 금융중개비용으로 귀결된다. 그렇다면 여기에서 말하는 금융중개비용이란 무엇을 뜻하는가? 주지하듯이 금융부문은 경제의 흑자부문과 적자부문을 연결시켜 주는 핵심적 고리가 된다. 흑자부문이 저축한 자원을 적자부문의 투자로 이어주는 것이 금융의 핵심 역할이라고 할 수 있다. 이러한 금융중개에는 여러 가지 비용이 수반된다. 그 내역을 보면 다음과 같다.

첫째, 각종 금융기관을 설립해서 운영하는 데 비용이 소요된다. 은행, 증권, 보험, 카드 회사 등 각종 금융기관을 설립해서 운영하려면 막대한 비용이 소요된다. 둘째, 貯蓄을 動員하고(mobilizing savings), 저축된 자원을 대출자원으로 變換하며(transformation), 借入者를 선별해서(screening) 자금을 配分하고(allocating),⁽⁷⁾ 대출된 자원이 제대로 쓰이는지 관찰하고(monitoring),⁽⁸⁾ 대출한 자원의 元利金を 回收하고(loan recalling), 貸損充當金を 쌓고(allowances for bad loans), 미수금을 缺損處理 하는 데(loan losses) 비용이 든다. 셋째, 금융시스템 전체가 효율적으로 가동되도록 하는 데 비용이 든다. 이는 금융시장의 발달을 위한 조치에 소요되는 비용과 금융감독 및 규제에 소요되는 비용을 포함한다. 즉, 우리가 말하는 금융중개비용이란 금융시스템 전체의 운영에 들어가는 모든 비용을 망라한 개념이다. 여기에서 특히 주목할 것은 금융기관과 금융시장을 운영하는 데 소요되는 통상적인 비용은 물론 금융을 감독하고 규제하는 데 드는 비용, 금융부실을 처리하는 데 드는 비용, 금융부실을 방지하는 데 드는 비용 그리고 금융소비자를 보호하는 데 드는 비용 등도 금융중개비용의 아주 중요한 항목이 된다는 사실이다.

금융중개의 총비용 $C(S; \phi)$ 는 고정비용과 가변비용으로 구성된다. 고정비용은 금융 시스템을 가동하려면 적어도 단기에서는 금융중개의 양과 상관없이 지불해야 하는 비용을 지칭하며 가변비용은 금융중개의 양에 따라 변화되는 비용을 말한다. 여기에서 ϕ 는 금융중개의 효율성을 나타내는 파라미터이므로 $C(S; \phi)$ 는 효율성이 ϕ 인 金融仲介技術(financial intermediation technology)을 사용할 때 발생하는 비용을 나타낸다.

ϕ 가 주어졌을 때 금융중개의 양 S 의 함수로서 $C(S; \phi)$ 는 통상적인 비용함수로서의 성격을 갖는다. 즉, 총비용은 S 의 증가함수이고 평균비용곡선과 한계비용곡선은 U자형의 곡선으로 정해진다. 물론 한계비용곡선은 평균비용곡선의 최저점을 아래로부터 관통한다. 평균비용곡선이 U자형이 되는 것은 물론 고정비용이 있기 때문이다. 限界費用曲線도 U자형이 되는 것이 일반적이기는 하지만 우상향하는 직선이 되기도 한다. 물론 한계비용이 '생산량'에 따라 변화하지 않고 고정되어 있는 경우에는 한계비용곡선은 수평선이

(7) 금융기관의 screening 기능을 중시한 연구인 King and Levine(1993)을 참조하라.

(8) 금융기관의 monitoring 기능을 중시한 연구인 Diamond(1984)를 참조하라.

된다.

금융중개의 총비용 $C(S;\phi)$ 를 효율성 파라미터 ϕ 의 함수로서도 인식할 수 있다. ϕ 는 효율성의 척도이므로 ϕ 가 큰 값을 가질수록 금융중개가 더 효율적으로 이루어지게 된다. 금융중개가 더 효율적으로 이루어진다는 것은 동일한 양의 금융을 중개하는 데 드는 비용이 줄어들거나 동일한 비용을 지불하고 중개할 수 있는 금융의 양이 많아지거나 함을 뜻한다. 여기에서는 편의상 동일한 양의 금융을 중개하는 데 드는 비용이 줄어드는 것으로 인식하기로 하자. 그런데 비용이 적게 먹힌다는 것은 구체적으로 무엇을 말함인가? 효율성이 개선될 때 비용이 절감된다는 것은 통상 限界費用이 낮아짐을 의미한다. 금융중개의 한계비용이 낮아지는 것으로 금융중개가 더 효율적인 되는 것을 나타낼 수 있는 것이다. 그렇지만 여기에서 우리가 간과해서는 안 될 것은 전 항에서 알아본 바대로 더 효율적인 금융중개기술을 채택하려면 그에 맞는 비용도 감수해야 한다는 사실이다. 즉, ϕ 를 높이려면 그에 합당한 비용도 지불해야 한다.

2.2.3. 金融仲介의 限界費用이 일정한 境遇

이러한 사정을 반영해서 일차적으로 다음과 같은 금융중개 비용함수를 고려하기로 한다.

$$(2.10) \quad C(S;\phi) = c_0 + c_1\phi + \frac{c_2}{\phi}S$$

식 (2.10)으로 주어진 금융중개비용함수는 금융중개의 양 S 에 대해서는 절편이 $(c_0+c_1\phi)$ 이고 기울기가 c_2/ϕ 인 선형함수이다. 절편은 固定費用을 나타내며 기울기는 限界費用을 나타낸다.

식 (2.10)을 효율성의 척도 ϕ 의 함수로 보면 절편이 c_0 이고 기울기가 c_1 인 직선 $c_0+c_1\phi$ 와 쌍곡선 $(c_2/\phi)S$ 의 합으로 이루어진 U자 형의 함수가 된다. $\lim_{\phi \rightarrow 0} C(S;\phi) = \infty$ 이고 $\lim_{\phi \rightarrow \infty} C(S;\phi) = \infty$ 가 된다. 이는 S 가 주어졌을 때 $C(S;\phi)$ 의 값을 최소화하는 효율성 척도 ϕ^* 가 존재함을 의미한다.

이제 식 (2.10)의 비용함수를 효율성의 정도가 ϕ 인 금융중개기술을 사용할 때 지불하는 비용으로 이해할 수 있다. 식 (2.10)은 더 나은 금융중개기술 즉, ϕ 가 큰 금융중개기술을 사용하려면 고정비용 $c_1\phi$ 를 지불해야 하지만 그 대가로 한계비용 c_2/ϕ 가 감소하는 데서 오는 혜택을 누리게 됨을 보여 준다. 만일 비용을 최소화하는 금융중개기술을 선택하는 것이 목표라면 식 (2.10)을 ϕ 에 대해 미분해서 그 값을 0이 되게 하는 ϕ 값을 구하

면 된다. 참고로 그 값은 아래 식에 의해 정해진다.

$$(2.11) \quad \phi^* = \sqrt{\frac{c_1}{c_2 S}}$$

$c_1\phi$ 를 효율성의 척도가 ϕ 인 금융중개기술을 사용하는 데 드는 고정비용이라고 부른 것에 관해 추가적 설명이 필요하다. 일반적으로 어떤 금융중개기술을 활용하려면 적어도 두 가지 비용을 지불해야 한다. 하나는 그 금융중개기술을 도입해서 사용할 수 있게 만드는 設置費用(setup cost)이고 다른 하나는 그 금융중개기술을 실제로 사용하는 데 드는 運營費用(operation cost)이다. 물론 setup cost는 1회성비용이며 operation cost는 계속비용이다. 이 점을 반영해서 우리가 고정비용이라고 부르는 비용은, 1회성비용이어서 일종의 stock에 해당하는 setup cost를 flow로 換算한 金額(amortized value)과 통상적인 운영비용을 합한 것으로 보아야 한다.

2.2.4. 模型의 解

식 (2.4)와 식 (2.9) 그리고 식 (2.10)을 연결해서 정리하면 다음과 같은 식을 얻게 된다.

$$(2.12) \quad \dot{K} = \xi S - c_0 - c_1\phi - \frac{c_2 S}{\phi} - \delta K$$

식 (2.3)에서 보듯이 저축은 $S=sY=sAK$ 로 정해지므로 이를 식 (2.12)에 대입해서 정리하면 우리가 제시한 모형의 運行法則(law of motion)을 나타내는 식 (2.13)을 얻게 된다.

$$(2.13) \quad \dot{K} = \xi sAK - [c_0 + c_1\phi + (\delta + \frac{c_2 sA}{\phi})K]$$

식 (2.13)의 우변을 둘로 나누어 그래프로 이해하면 앞부분 ξsAK 는 원점을 지나며 기울기가 ξsA 인 직선이고 뒷부분은 절편이 $c_0 + c_1\phi$ 이고 기울기가 $\delta + c_2 sA/\phi$ 인 직선이다. 이하에서는 $\xi sA > (\delta + c_2 sA/\phi)$ 인 것으로 가정한다. 이는 원점을 지나는 직선이 절편이 0보다 큰 다른 직선을 아래로부터 관통하도록 만든다. 이 가정은 성장모형에서 일반적으로 성립하는 것이다.

식 (2.13)을 0이 되게 만드는 K 의 값 K^* 가 이 모형의 定常狀態(stationary state)를 나타

낸다. 즉, $K=K^*$ 일 때 K 는 더 이상 증가하지도 감소하지도 않게 된다. 그러나 K^* 는 매우 불안정한(unstable) 정상상태이다. 어떤 일로 K 가 K^* 에서 조금만 이탈해도 그로부터 점점 더 멀어진다. 좀 더 구체적으로 K 가 K^* 를 넘어서면 K 는 계속해서 증가하지만 K 가 K^* 에 미치지 못하면 K 는 계속해서 감소한다. 이런 의미에서 K^* 를 임계수준의 資本蓄積量(critical level of capital stock)이라고 할 수 있다. K^* 는 아래와 같이 정해진다.

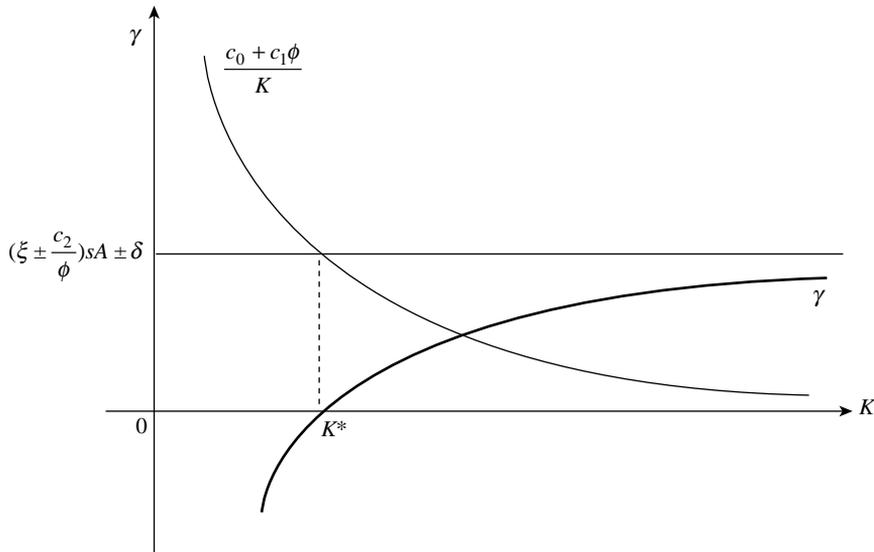
$$(2.14) \quad K^* = \frac{c_0 + c_1 \phi}{(\xi - c_2 / \phi) sA - \delta}$$

임계수준의 자본축적량 K^* 는 비용함수의 파라미터 c_0 , c_1 , c_2 와 감가상각률 δ 의 증가함수이며 금융서비스의 생산성 ξ , 저축률 s 및 총생산-자본계수 A 의 감소수이다. 금융중개의 고정비용이나 한계비용이 상승해서 금융중개에 전보다 비용이 더 많이 들게 되면 K^* 가 커지게 되는데 그렇게 되면 지금까지 경제성장률이 0보다 조금 컸던 나라 가운데 일부는 마이너스 경제성장을 경험하게 될 가능성이 생긴다. 반면 K^* 가 저축률과 총생산-자본계수 A 의 감소함수라는 것은 저축률이 높아지거나 경제의 전반적인 생산성이 향상되면 이제까지 마이너스 경제성장률을 경험하던 나라 가운데 일부가 플러스의 경제성장률을 경험하게 될 수 있게 됨을 시사한다. 끝으로 금융서비스의 생산성 ξ 가 향상되면 K^* 가 작아진다는 것은 한 나라의 금융부문이 서비스를 효율적으로 생산할수록 적은 자본축적량을 갖고도 자생적 발전의 길로 나갈 수 있음을 시사한다.

金融仲介費用의 효율성을 나타내는 척도인 ϕ 의 변화는 K^* 를 늘릴 수도 있고 줄일 수도 있다. ϕ 를 높여 금융중개의 효율성을 높이려면 고정비용을 지불해야 하므로 이는 K^* 를 증가시키는 변화를 초래하고, ϕ 가 높아져 금융중개의 효율성이 높아지면 금융중개의 한계비용이 감소하므로 이는 K^* 를 감소시키는 변화를 낳는 등 두 힘이 상반된 방향으로 작용하기 때문에 그렇다. 이런 사실은 K^* 주변에 몰려 있는 나라에 대해 아주 중요한 점을 시사한다. 이 나라들이 금융개혁조치를 실행에 옮김에 있어 고정비용이 크게 들에도 불구하고 한계비용의 감소효과가 그리 크지 않은 방안을 택하는 경우 금융개혁조치가 오히려 경제를 퇴보시킬 가능성이 높다. 반면 고정비용은 적게 들지만 한계비용의 감소 효과가 큰 개혁조치를 채택하면 금융개혁조치는 분명히 경제성장을 촉진시키게 된다.

2.2.5. 經濟成長率의 決定과 그 特徵

우리가 제시한 모형에서 경제성장률은 다음과 같은 형태로 정해진다.



〈그림 1〉 經濟成長率: 限界費用이 일정한境遇

$$(2.15) \quad \frac{K}{K} \equiv \gamma = \left[\left(\xi \pm \frac{c_2}{\phi} \right) sA \pm \delta \right] \pm \frac{c_0 + c_1 \phi}{K}$$

식 (2.15)로 주어진 경제성장률을 그래프로 나타내면 〈그림 1〉과 같이 된다. 식 (2.15)의 우변에 있는 첫 항은 수평선이고 둘째 항은 직각쌍곡선이 된다. 경제성장률은 양자의 차이로 정해지므로 $K > K^*$ 일 때 지속적인 성장이 이루어진다. 이를 보면 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

첫째, 경제성장률은 자본축적량 K 의 증가함수이다. 따라서 자본축적량 K 가 늘어날수록 경제성장률이 높아진다. 이는 K 가 아주 작은 경우에는 경제성장률이 마이너스가 될 것임을 시사한다.

둘째, 성장하는 경제의 경우 그 장기 경제성장률은 아래의 값으로 수렴한다.

$$(2.16) \quad \left(\frac{K}{K} \right)^* = \left(\xi \pm \frac{c_2}{\phi} \right) sA \pm \delta$$

식 (2.16)은 식 (2.15)로 주어진 경제성장률의 상한 값을 나타낸다.

셋째, 경제성장률을 기준으로 할 때도 경제성장률이 플러스인가 0인가 마이너스인가를 결정하는 임계수준의 자본축적량은 우리가 위에서 본 K^* 와 같다. 즉, $K > K^*$ 인 경제는 언

제나 플러스의 경제성장을 하게 되며, $K < K^*$ 인 경제는 언제나 마이너스 경제성장을 하게 된다. 물론 $K = K^*$ 이면 경제성장률은 0이 된다.

넷째, 식 (2.16)으로 주어진 경제성장률은 저축률 s 와 총생산-자본계수 A 의 증가함수이며 c_0, c_1, c_2 및 δ 의 감소함수이다. 따라서 저축률이 높아지거나 경제의 전반적인 생산성이 향상되어 A 가 커지면 경제성장률이 높아진다. 그러나 금융중개비용이 증가하면 경제성장률은 하락한다.

다섯째, 경제성장률은 당연하게도 금융서비스의 생산성을 나타내는 파라미터 ξ 의 증가함수이다.

여섯째, 금융중개비용의 효율성을 나타내는 척도인 ϕ 와 관련해서는 다음과 같은 관계가 성립한다.

$$(2.17) \quad \frac{\partial \gamma}{\partial \phi} = \frac{c_2 s A}{\phi^2} \pm \frac{c_1}{K}$$

식 (2.17)은 양의 값을 가질 수도 있고 음의 값을 가질 수도 있다. 물론 정확하게 0의 값을 가질 수도 있다. 따라서 금융중개의 효율성을 높이는 개혁조치가 언제나 항상 경제성장률을 높이는 것은 아니다. 때에 따라서는 경제성장률을 저하시킬 수도 있다. 이 경우 금융개혁조치로 인해 경제성장률이 높아질 것인가 여부는 이 경제의 자본축적량 K 가 아래에 주어진 K^{**} 보다 큰가 작은가에 따라 정해진다.

$$(2.18) \quad K^{**} = \frac{c_1 \phi^2}{c_2 s A}$$

그러므로 실제의 자본축적량 K 가 식 (2.18)로 주어진 임계수준의 자본축적량에 비해 큰 경우에는 금융의 효율성을 높이는 개혁조치가 경제성장의 속도를 높여 준다. 반면 실제의 자본축적량 K 가 K^{**} 보다 작은 때에는 금융의 효율성을 높이려는 개혁조치가 경제성장률을 저하시킨다.

이러한 사실이 시사하는 바는 무엇인가. 그것은 부유한 나라일수록 金融改革措置가 경제성장률을 높여줄 가능성이 큼을 시사한다. 물론 그것은 가난한 나라의 경우 금융개혁조치가 경제성장의 속도를 현저히 낮출 수도 있음을 시사하기도 한다. 이는 무엇보다도 어떤 나라가 그렇게 하는 데 비용이 많이 드는 금융개혁조치를 실행에 옮겨 혜택을 보려면 경제가 일정 수준 이상으로 발전해 있어야 함을 의미한다. 이는 저개발국자들이 금융개혁조치를 채택함에 있어 매우 조심스럽게 접근해야 할 것임을 시사하기도 한다. 특히

그 나라의 자원만 갖고 금융개혁의 비용에 충당하고자 한다면 더욱 그렇다.

식 (2.18)로 정해지는 임계수준의 자본축적량 K^{**} 는 저축률 및 전반적인 생산성을 나타내는 지표의 감소함수이다. 따라서 저축률이 높을수록 그리고 그 경제의 전반적인 생산성이 높을수록 금융중개의 효율성을 높이는 개혁조치가 경제성장률의 상승을 가져올 확률이 높아진다.

2.2.6. 最適 政策

우리가 제시한 모형에서는 경제주체의 효용함수를 상정하고 있지 않으므로 주어진 정책이 얼마만큼의 효용을 낳는지 알 수 없다. 이런 상황에서도 어떠한 정책이 더 나은지 판단할 근거가 있겠는가?

우리는 경제성장률을 중심으로 논의를 전개하고 있으므로 경제성장률을 가장 크게 만드는 정책이 무엇인지를 알아볼 수는 있을 것이다. 이러한 견지에서 이하에서는 경제성장률을 가장 커지도록 만드는 정책을 최적정책으로 정의한다.

금융중개와 경제성장 사이의 관계를 다루는 우리의 논의 전개에서 정책에 영향을 받을 수 있는 변수는 金融서비스의 生産性 파라미터 ζ 와 金融仲介費用의 效率性 파라미터 ϕ 이다. 그 중 ζ 는 클수록 경제성장률이 높아지므로 그것을 가능한 한 크게 하는 정책을 택해야 한다는 결론에 도달한다. 그러나 그것은 대단히 선부른 결론이다. 서론에서 논의했듯이 이 세상에 공짜란 없으므로 ζ 를 크게 하려면 그에 합당한 대가를 지불해야 한다. 우리가 제시한 모형에서는 ζ 를 크게 하는 일에 비용이 하나도 들지 않게 되어 있으므로 ζ 를 크게 할수록 좋다는 결론이 나오는 것이다. 더 정확한 분석을 위해서는 ζ 를 크게 만들 때 소요되는 비용도 고려해야 한다. 이하에서는 그렇게 하는 대신 ζ 를 특정한 값에 고정시켜 두고 금융중개의 비용함수를 통해 금융정책의 효과를 알아보기로 한다.

ϕ 가 정책변수라는 것은 어떤 의미인가? 그것은 각각 상이한 ϕ 를 지닌 수많은 金融仲介의 技術(financial intermediation technology)을 정책 선택의 대상으로 삼는다는 것과 같은 이야기다. 이를 위해 어떤 경제가 그 안에서 하나를 선택할 수 있는 금융중개기술의 집합이 있다고 하자. 이 경우 최적정책이란 선택 가능한 대안들의 집합에서 경제성장률을 가장 크게 만드는 원소를 지칭한다.

최적정책은 경제성장률 결정의 식 (2.15)를 ϕ 에 대해 미분한 값을 0으로 놓을 때 정해지는 효율성의 정도 ϕ^* 를 지칭한다. ϕ^* 는 다음과 같이 정해진다.

$$(2.19) \quad \phi^* = \sqrt{\frac{c_2 sAK}{c_1}}$$

最適政策 ϕ^* 는 식 (2.19)에서 보듯이 K 의 증가함수로 정해진다. 이것이 의미하는 바는 무엇인가? 그것은 만일 어떤 나라가 경제성장률을 가능한 한 높게 유지하려면 경제성장률에 따라 K 가 증가할수록 즉, 그 나라의 소득수준이 높아질수록 금융의 효율성도 지속적으로 높여 나가야 됨을 보여 준다. 바꾸어 말하면, K 가 지속적으로 증가되어 나라가 점점 더 부강해짐에도 불구하고 금융중개의 효율성을 높이는 작업을 소홀히 하면 경제성장률이 저하될 것임을 보여 준다.

최적정책 ϕ^* 는 c_2 , s 및 A 의 증가함수이고 c_1 의 감소함수다. 그러므로 금융개혁의 고정비용이 상승하면 금융중개의 효율성을 낮추는 것이 경제성장률을 크게 만드는 길이다. 반면 c_2 가 상승해서 금융중개의 한계비용 c_2/ϕ 가 상승하면 금융중개의 효율성을 높여 즉, ϕ 를 증가시켜 한계비용 c_2/ϕ 가 상승하는 것을 막는 것이 최선이다. 한편 저축률 s 가 증가하거나 경제의 전반적인 생산성 A 가 개선되는 경우에는, 앞서 본 K 가 증가한 경우와 같이, 금융중개의 효율성 ϕ^* 를 높이는 것이 최선의 정책이다.

3. 模型의 擴張

3.1. 擴張의 必要性和 可能性

전 장에서 제시된 모형을 여러 가지 방향으로 확장할 수 있다. 이제 그 가운데 몇 가지에 대해 알아보기로 한다.

첫째, 다시 Ramsey 모형으로 변형해서 우리가 주어진 것으로 취급했던 저축률이 내생적으로 정해지는 모형을 제시하고 이 모형에서 금융중개의 효율성을 개선하는 일이 經濟成長率에 대해 어떤 영향을 주는지 알아볼 수 있다. 이러한 노력은 Ramsey 모형의 연구결과에서 잘 보여 주듯이 효용함수를 특징짓는 파라미터가 경제성장률 결정에 포함된다면 것 이외에는 새로운 결론을 주지 못한다.

둘째, 경제의 전반적인 생산성을 나타내는 A 를 상수로 취급하는 대신 연구개발 활동의 결과로서 창출되는 것으로 확장할 수 있다. 사실 금융의 발전이 연구개발 활동을 촉진시킴으로써 技術進歩率을 높이고 그것을 통해 經濟成長率을 높일 수 있으므로 이런 확장은 매우 의미 있는 작업이 될 것이다. 아래에서 금융개혁이 A 에 대해 긍정적인 영향을 미치는 모형에 대해 공부하게 된다.

셋째, 금융중개의 효율성 ϕ 를 파라미터로 취급하는 대신 모형 내에서 효율성의 정도가 내생적으로 정해지는 모형으로의 확장을 고려할 수 있다. 일반적으로 ϕ 는 주어진 환경하에서 금융기관의 최적화 선택을 통해 내생적으로 정해진다. 그렇게 내생적으로 정해지는

ϕ 는 무엇보다도 정부가 취하는 정책에 따라 달리 정해지게 될 것이다. 이런 견지에서 우리가 ϕ 를 선택 가능한 정책변수로 본 것은 정책선택에 반응해서 ϕ 가 결정되고 ϕ 가 정해지면 그것이 경제성장률을 변화시키는 일련의 과정에서 중간 단계를 생략한 것으로 이해할 수 있다.

넷째, 선형함수로 단순화했던 금융중개의 비용함수를 좀 더 일반적인 형태로 확장할 수 있을 것이다. 이 작업은 비교적 용이하게 실행에 옮겨질 수 있으며 좀 더 일반적인 비용함수 아래서 얻어지는 결론을 선형함수를 써서 도출한 결론과 대비해 보는 것도 흥미로운 작업이 될 것이다. 아래에서 이러한 확장작업을 수행한다.

다섯째, 금융부문의 부가가치 생산함수 $F(S;\xi)$ 를 좀 더 체계적으로 이해할 필요가 있다. 우리는 $F(S;\xi) = \xi S$ 로 놓아 논의를 단순화하고 모든 논의를 금융중개비용을 중심으로 해서 전개했으나 이는 오직 편법일 뿐이다.

여섯째, 금융부문이 창출하는 부가가치는 모든 일이 제대로 잘 이루어졌을 때에 실현되는 가치일 것이므로 일이 잘 돌아가지 않을 수도 있는 가능성을 감안해서 금융부문이 창출하는 부가가치의 크기를 조정해 줄 필요가 있다. 한 가지 방안은 예를 들어 대출채권이 부실화될 확률을 π 로 놓아 기대치 $(1-\pi)[F(S;\xi)-C(S;\phi)]$ 로 부가가치의 크기를 측정하는 것이다.

3.2. 金融仲介의 限界費用이 增加函數인 境遇

3.2.1. 模型의 擴張

금융중개의 한계비용이 일정한 것으로 본 기본 모형을 다음과 같이 금융중개의 한계비용이 상승하는 형태로 변형해 보기로 하자. 이를 위해 총비용이 금융중개량의 2차함수인 것으로 가정한다.

$$(3.1) \quad C(S;\phi) = c_0 + c_1\phi + \frac{c_2sAK}{\phi} + \frac{c_3sAK^2}{\phi}$$

식 (3.1)은 당초의 금융중개비용함수인 식 (2.10)에 K^2 항을 추가한 것이다.⁽⁹⁾ 이 경우 금융중개의 한계비용은 다음과 같이 주어진다.

$$(3.2) \quad MC = c_1 + \frac{c_2sA}{\phi} + \frac{2c_3sA}{\phi}K$$

(9) 엄밀히 하자면 $(sAK)^2$ 로 해야 하지만 sAK^2 로 놓아도 무방할 것이다.

이를 보면 한계비용은 금융중개의 양을 결정하는 변수인 K 의 증가함수임을 알 수 있다.

금융중개비용이 식 (3.1)로 정해지는 변형된 모형은 다음과 같은 운행법칙을 따르게 된다.

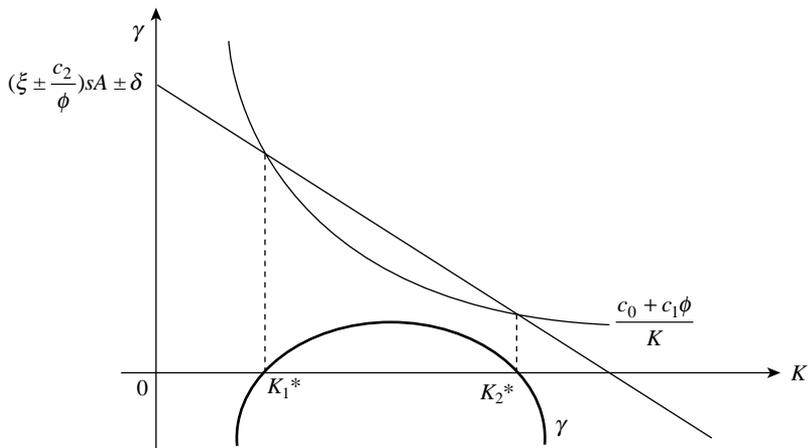
$$(3.3) \quad K' = [\xi sA \pm \delta]K \pm [c_0 + c_1\phi + \frac{c_2 sA}{\phi}K + \frac{c_3 sA}{\phi}K^2]$$

식 (3.3)으로 주어진 운행법칙을 그래프로 나타낼 때 우변의 첫째 항은 원점을 지나며 기울기가 0보다 큰 직선이 되며, 둘째 항은 절편이 양수인 2차함수의 포물선이 된다. 파라미터 값에 대한 일정한 조건하에서, 포물선은 원점을 지나는 직선을 위에서 아래로 관통했다가 다시 아래에서 위로 관통하게 된다. 이는 변형된 모형에서는 정상상태가 두 개가 됨을 시사한다. 그것을 각각 K^*_1 및 K^*_2 로 표기하기로 하자.

두 개의 정상상태 가운데 작은 값 K^*_1 은 不安定하나 큰 값 K^*_2 는 安定的이다. 초기의 자본축적량이 K^*_1 보다 작으면 시간이 흐를수록 K 가 0으로 수렴하여 이 나라가 점점 더 가난해지지만, 초기의 자본축적량이 K^*_1 보다 크면 K 가 K^*_2 로 수렴하여 이 나라는 점점 더 부유해진다. 물론 초기의 자본축적량이 아주 많아 K^*_2 보다도 큰 경우에는 K 가 K^*_2 를 향해 줄어든다.

3.2.2. 經濟成長率의 決定

확장된 모형에서 경제성장률은 다음의 식 (3.4)로 정해진다.



〈그림 2〉 經濟成長率: 限界費用이 增加하는 境遇

$$(3.4) \quad \gamma = [(\xi \pm \frac{c_2}{\phi})sA \pm \delta \pm \frac{c_3}{\phi}sAK] \pm \frac{c_0 + c_1\phi}{K}$$

식 (3.4)를 그래프로 나타내면 <그림 2>와 같다. <그림 2>에서 절편이 양수이고 기울기가 음수인 직선은 식 (3.4)의 첫째 항을 나타내고 직각쌍곡선은 둘째 항을 나타낸다. 이를

보면 변형된 모형에서는 자본축적량 K 가 K^*_1 과 K^*_2 사이에 있을 때만 경제성장률의 양의 값을 지니게 됨을 알 수 있다. 그러므로 현재의 자본축적량이 지나치게 많거나 너무 적으면 경제성장률은 마이너스 값을 갖게 된다.

3.2.3. 經濟成長率의 特徵

식 (3.4)로 주어진 경제성장률과 식 (2.15)로 주어진 경제성장률을 견주어 보기 위해 양자의 차이를 구하면 $\gamma(22) - \gamma(14) = -\frac{c_3sAK}{\phi}$ 가 되어 금융중개의 한계비용이 상승하는 경우에 정해지는 경제성장률이 한계비용이 일정한 경우에 정해지는 경제성장률보다 낮아짐을 알 수 있다. 한 가지 흥미로운 점은 자본축적량이 많을수록 즉, 나라가 부유할수록 성장률이 낮아지는 정도가 커진다는 사실이다.

식 (3.4)가 식 (2.15)와 가장 크게 다른 점은 식 (2.15)에서는 한 나라가 부유해질수록 경제성장률이 일정한 양의 값으로 수렴해 가지만 식 (3.4)에서는 같은 상황에서 경제성장률이 0으로 수렴하게 된다는 사실이다. 즉, K 가 K^*_1 을 넘어 K^*_2 에 이르기까지는 성장률이 양의 값을 유지하기는 하지만 점차 작아져 0으로 수렴한다. 아울러 K^*_2 가 안정적인 정상상태를 나타내므로 설령 K 가 K^*_2 를 넘어서더라도 다시 K^*_2 로 되돌아오게 되어 장기 성장률은 언제나 0으로 수렴한다. 이것은 $K > K^*_1$ 일 때 항상 성립하는 현상이다.

경제성장이 식 (3.4)와 같이 정해지면 이 세상은 아주 부유하지만 더 이상 성장을 멈춘 나라들과 점차 더 가난해지는 나라들로 이루어지게 될 것이다. 반면 식 (2.15)와 같이 경제성장이 정해지면 이 세상은 이미 부유하지만 계속해서 더 부유해지는 나라들과 점차 더 가난해지는 나라들로 이루어지게 된다. 어느 것이 더 맞는가 하는 것은 실제 데이터를 보고 판단할 일이다.

한편 확장된 모형에서도 파라미터 $\xi, \delta, c_0, c_1, c_2$ 등이 경제성장률에 대해 갖는 함의는 원래의 모형에서의 그것과 동일하다. 그러나 이제 증가하는 한계비용을 반영하는 $-(c_3sAK)/\phi$ 가 추가됨에 따라 기존의 파라미터 s, A, ϕ 가 경제성장률에 대해 갖는 함의가 전과 달라진다. 또한 새로운 파라미터 c_3 의 영향도 고려해야 한다는 점도 다르다. 이 중 ϕ 에 관한 것은 아래에서 살펴보기로 한다. 증가되는 한계비용의 계수 c_3 가 작을수록 당연한

일이지만 경제성장률이 높아진다.

3.2.4. 金融改革과 經濟成長

확장된 모형에서 금융개혁이 경제성장률에 대해 미치는 영향은 어떻게 정해지는가? 이는 식 (3.4)로 정해지는 경제성장률이 금융의 효율성을 나타내는 척도 ϕ 가 증가할 때 어떻게 달라지는지 조사해 보면 알 수 있다. 그 답은 아래에 주어져 있다.⁽¹⁰⁾

$$(3.5) \quad \frac{\partial \gamma}{\partial \phi} = \frac{1}{\phi^2} (c_2 s A + c_3 s A K) \pm \frac{c_1}{K}$$

식 (3.5)를 보면 현재의 자본축적량 K 가 아주 작은 경우가 아니라면 금융중개의 효율성을 높일수록 즉, ϕ 의 크기를 늘려갈수록 경제성장률이 높아지게 될 것임을 알 수 있다. 반면 현재의 자본축적량 K 가 아주 작은 경우에는 금융중개의 효율성을 높이려는 시도가 오히려 경제성장률을 떨어뜨리는 결과를 가져온다. 이는 K 가 아주 작은 나라는 금융개혁에 너무 드는 비용을 감당할 능력이 부족하기 때문에 생기는 일이다.

식 (3.5)를 보면 金融改革이 經濟成長率을 높이는 효과가 자본축적량 K 의 증가함수임을 알 수 있다. 이것이 무슨 뜻인가? 이것은 부유한 국가일수록 금융중개의 효율성을 높이려는 노력이 더 큰 혜택을 낳기 때문에 금융개혁이 성장률 제고에 기여하는 정도도 커지게 됨을 의미한다. 이는 확장된 모형에서 경제성장률을 가장 크게 만드는 정책 즉, 最適政策이 다음과 같이 정해진다는 사실에서도 확인할 수 있다.

$$(3.6) \quad \phi^* = \sqrt{\frac{(c_2 A + c_3 s A K) K}{c_1}}$$

식 (3.6)을 보면 금융중개의 한계비용을 결정하는 파라미터 c_2 와 c_3 의 크기가 클수록, 저축률 s 가 높을수록 그리고 경제의 전반적 생산성을 나타내는 A 가 클수록 ϕ 를 크게 정하는 것이 바람직함을 알 수 있다. 반면 금융중개의 고정비용과 관련된 파라미터인 c_1 의 값이 클수록 ϕ 를 작게 정하는 것이 바람직하다. 마지막으로 식 (3.6)은 자본축적량 K 의 증가함수이다. 따라서 K 가 클수록 ϕ 를 크게 정하는 것이 바람직하다. 이는 무엇보다도 K 가 증가함에 따라 ϕ 를 계속해서 늘려 나가지 않으면 경제성장률을 가장 크게 만드는 상태를 유지할 수 없음을 뜻한다. 즉, 경제가 발전함에 따라 금융의 효율성도 계속해서 높여 나가야 경제성장률의 저하를 막을 수 있게 된다.

(10) 여기서는 금융서비스 생산의 효율성 파라미터 ξ 는 정책변수로 취급하고 있지 않음에 유의하라.

3.3. 金融의 效率性 向上이 經濟의 全般的 生産性을 높여 주는 境遇

3.3.1. 模型의 提示

금융서비스 기능의 개선이 경제의 전반적인 생산성 향상에 직접적으로 기여하게 되면 금융서비스의 효율성을 높이는 조치가 직접적으로 경제성장률 제고에 기여할 수 있다. 그 좋은 예가 기술진보에 있어서 벤처캐피탈이 담당하는 역할이다. 실리콘밸리의 경험에서 알 수 있듯이 벤처캐피탈이 제 역할을 충실히 수행하면 기술진보율이 높아지게 된다. 물론 기술진보율의 제고는 경제성장률의 제고와 직결된다. 이제 이런 가능성을 반영하기 위해 위에서 제시된 모형에서 생산성 지표와 관련된 A 를 상수로 보는 대신 금융중개의 효율성 척도 ϕ 의 증가함수로 보기로 한다. 즉, $A=A(\phi)$ 이고 $A'(\phi) > 0$ 가 되는 것으로 가정한다.

3.3.2. 經濟成長率의 決定

논의의 단순화를 위해 금융중개의 한계비용이 일정한 기본모형으로 되돌아가기로 한다. 이 경우 경제성장률은 다음과 같이 정해진다.

$$(3.7) \quad \gamma = [(\xi \pm \frac{c_2}{\phi})sA(\phi) \pm \delta] \pm \frac{c_0 + c_1\phi}{K}$$

아울러 이 모형에서 정해지는 임계수준의 자본축적량은 식 (3.8)로 주어진다.

$$(3.8) \quad K^* = \frac{c_0 + c_1\phi}{(\xi \pm c_2/\phi)sA(\phi) \pm \delta}$$

식을 보면 금방 알 수 있듯이 식 (3.7)과 식 (3.8)은 식 (2.14)와 식 (2.15)에서 A 를 $A(\phi)$ 로 대체한 것만 다르다. 그러나 경제의 전반적인 생산성 A 가 금융중개의 효율성을 나타내는 척도 ϕ 의 증가함수라는 점에서 당초의 모형과는 다른 모형이다.

3.3.3. 畧意

식 (3.7)을 ϕ 에 대해 미분한 값을 구해 보면 ϕ 의 증가가 경제성장률에 미치는 영향이 무엇인지 알 수 있다. 그 답은 아래와 같이 주어진다.

$$(3.9) \quad \frac{\partial \gamma}{\partial \phi} = \frac{c_2 s A'(\phi)}{\phi^2} + (\xi \pm \frac{c_2 s}{\phi}) A'(\phi) \pm \frac{c_1}{K}$$

이것을 식 (2.17)과 견주어 보면 식 (3.9)의 우변에서 가운데 항이 새로 추가되었음을 알 수 있다. 그런데 이 둘째 항은 항상 0보다 큰 값을 지니므로 이제 $\partial \gamma / \partial \phi$ 가 0보다 클

확률이 전보다 높아진다. 즉, 금융개혁조치가 금융중개의 한계비용을 감소시킬 뿐 아니라 경제의 전반적인 생산성을 향상시키는 데도 공헌하게 되면 당초의 경우보다 금융개혁을 통해 경제성장률을 제고시키기가 용이해진다. 이는 소득수준이 낮은 후진국의 경제발전 에 대해 시사하는 바가 크다. 즉, 고정비용은 비교적 적게 들이면서 경제의 전반적인 생산성 향상에 크게 기여하는 금융기법을 채택할 수 있다면 그들이 자생적인 경제성장의 길로 들어서기가 용이해질 것임을 짐작할 수 있다.

금융중개의 효율성 향상과 더불어 경제의 전반적인 생산성이 향상되는 모형에서는 후진국이 금융개혁을 통해 지속적인 경제성장을 이루기가 전보다 용이하다. 이는 식 (3.9) 를 0이 되게 만드는 임계수준의 자본축적량이 전보다 작은 값으로 정해진다는 사실에서 확인할 수 있다. 물론 이미 상당한 수준의 경제성장을 이룩한 나라의 경우에는 금융개혁 조치가 언제나 경제성장률을 높이는 결과를 가져온다. 뿐만 아니라 모든 성장하는 나라 가 수렴하게 될 경제성장률의 극한 값 역시 전보다 높아진다. 즉, 변형된 모형에서는 잘 사는 나라들의 장기 성장률이 기본 모형의 그것보다 높게 정해진다.

모형의 다른 파라미터들 즉, c_0 , c_1 , c_2 및 s 나 δ 가 경제성장률 γ 에 대해 미치는 영향은 기본 모형에서의 그것과 동일하다. 즉, 금융중개의 비용을 결정하는 파라미터인 c_0 , c_1 또는 c_2 그리고 減價償却率 δ 가 커지면(비용이 증가하므로) 경제성장률이 하락하고, 저축률 s 가 증가하면 경제성장률이 상승한다.

3.4. 信用創出과 經濟成長

이제 금융부문이 경제주체로부터 동원한 자원 S 를 '投入要素'로 해서 거기에 비용 $C(S;\phi)$ 를 들여 $F(S;\phi)$ 의 가치를 창출하는 경우에 관해 알아보자. $F(S;\phi)$ 가 금융부문이 '生産' 하는 금융의 양이 된다. 이는 S , S 중에서 현금화폐가 차지하는 비중 ε , 지급준비율 ζ , 금융의 효율성 ϕ 등에 따라 그 크기가 정해질 것이다. 단순한 모형에서는 εS 를 準備資産(reserve assets)으로 해서 $\varepsilon S/\zeta$ 에 해당하는 금융을 생산할 수 있을 것이다. 이것이 신용 창출의 양이 된다. 여기에 당초 예금화폐의 형태로 예탁된 자원 $(1-\varepsilon)S$ 를 합한 것이 금융 서비스의 생산량이 된다. 그런데 금융생산량 역시 금융부문의 효율성 여하에 따라 달라질 것이므로 이를 반영해서 $F(S;\xi)$ 를 $(1-\varepsilon+\varepsilon/\zeta-\frac{1}{\phi})S$ 의 형태로 모형화할 수 있을 것이다. 이제 $\xi=1-\varepsilon+\varepsilon/\zeta-1/\phi$ 로 정의하면 이것이 우리가 위에서 본 $F(S;\xi)=\xi S$ 에 해당한다.

일반적으로 ε/ζ 는 1보다 큰 값을 지니므로 금융이 가장 비효율적이어서 ϕ 가 1인 경우 에도 $(1-\varepsilon)+\varepsilon/\zeta-1>0$ 이 되어 금융의 생산량은 0보다 큰 값을 갖게 된다. 예를 들어 $\varepsilon=1/2$ 이 되어 저축으로 금융기관에 맡겨진 자원 가운데 $1/2$ 이 현금화폐이고, 지급준비율 ζ

가 10%라면 $\varepsilon/\zeta=5$ 가 되어 $4.5 \leq (1/2 + \varepsilon/\zeta - \frac{1}{\phi}) \leq 5.5$ 가 성립한다.

이러한 사실을 반영하면 이제 경제성장률은 아래와 같이 정해지게 된다.

$$(3.10) \quad \gamma = [(1 \pm \varepsilon + \frac{\varepsilon}{\zeta} \pm \frac{1}{\phi} \pm \frac{c_2}{\phi})sA \pm \delta] \pm \frac{c_0 + c_1\phi}{K}$$

$1 - \varepsilon + \varepsilon/\zeta - 1/\phi$ 가 ξ 가 된다는 점만 이해하면 식 (3.10)은 식 (2.15)와 동일한 내용이 된다. 새로운 점은 ξ 가 어떻게 정해지는지 명시적으로 보이고 있다는 사실이다. 우리는 전 항에서 ξ 가 클수록 경제성장률이 높아짐을 보았다. ξ 가 ε 및 ϕ 의 증가함수이고 ζ 의 감소함수라는 사실은 따라서 ε 이 커지거나 ζ 가 낮아지거나 ϕ 가 커지면 경제성장률도 높아질 것임을 암시한다. 이 가운데 ε 과 ζ 는 금융관행에 따라 정해지는 파라미터로서 정책의 직접적 선택의 대상이 되지 않으므로 ϕ 가 중요하다. 금융중개의 효율성 ϕ 를 크게 만드는 정책 선택은 이제 금융중개의 限界費用을 줄이는 것뿐만 아니라 금융서비스 生産의 效率性도 높여 줌으로써 경제성장률 제고에 공헌한다.

4. 金融改革을 어떻게 理解할 것인가?

위에서 제시한 모형 분석이 금융개혁에 관해 시사하는 바가 무엇인지 정리해 보기로 한다.

이 연구에서는 금융부문의 생산성을 높이거나 금융중개의 비용을 낮추는 결과를 낳는 제반 조치들을 금융개혁으로 이해한다. 구체적으로 보아 흑자부문으로부터 동원한 貯蓄을 S 라 하고 적자부문의 자본축적에 쓰인 자원인 投資를 I 라 하면, 우리가 제시한 모형에서 금융부문은 S 를 투입요소로 해서 $F(S;\xi)$ 에 해당하는 금융자원을 생산하여 그것을 생산하는데 소요된 비용 $C(S;\phi)$ 를 차감한 $F(S;\xi) - C(S;\phi)$ 를 투자의 재원으로 적자부문에게 제공하게 되므로, $I = F(S;\xi) - C(S;\phi)$ 가 성립한다. 이때 $F(S;\xi)$ 는 금융부문의 생산함수이고 $C(S;\phi)$ 는 비용함수이다. 여기에서 파라미터 ξ 와 ϕ 는 각각 금융부문의 생산측면에서의 효율성과 비용측면에서의 효율성을 나타낸다. 이렇게 보면 구체적으로 ξ 또는 ϕ 의 크기를 증가시키는 결과를 가져오는 제반 조치들을 금융개혁으로 이해할 수 있다.

금융중개의 효율성 파라미터 ξ 와 ϕ 는 두 가지 경로를 통해 변화한다. 하나는 금융시장 참여자들이 주어진 금융 환경 아래서 각자의 이익을 도모하기 위해 노력하는 결과로 정해지는 내생적 변화이고 다른 하나는 금융 환경을 변화시키는 조치를 통해 유발하는 외

생적 변화이다. 여기에서 우리가 관심을 갖는 것은 후자인 外生的 變化이다. 즉, 이 연구에서 金融改革이라 함은 금융 환경을 변화시킴으로써 효율성 파라미터 ξ 또는 ϕ 를 변화시키려는 일련의 조치를 지칭한다.

물론 금융 환경을 변화시키는 조치를 취한다고 해서 효율성 파라미터 ξ 또는 ϕ 가 달라질 것이라는 보장은 없으며 또 달라진다고 해서 그것이 반드시 바람직한 방향으로 변화되리라는 보장도 없다. 그러므로 우리가 추구해야 할 것은 금융 환경을 변화시키되 그것이 효율성 파라미터 ξ 또는 ϕ 를 바람직한 방향으로 변화시키도록 하는 일이다.

우리가 제시한 금융중개를 핵심요소로 하는 경제성장모형에서, $I = \xi S - C(S; \phi)$ 이고 금융중개의 비용함수가 $C(S; \phi) = c_0 + c_1 \phi + (c_2 / \phi) S$ 로 주어져 금융중개의 한계비용이 고정되어 있는 경우에, 경제성장률은 다음과 같이 도출된다.

$$(4.1) \quad \gamma = [(\xi \pm \frac{c_2}{\phi})sA \pm \delta] \pm \frac{c_0 + c_1\phi}{K}$$

금융개혁의 성과를 평가하는 한 가지 방안은 식 (4.1)을 활용하는 것이다. 이것은 다음과 같이 몇 가지 사실을 내포한다. 첫째, 위 식의 파라미터 ξ 또는 ϕ 의 크기를 증가시키는 조치를 금융개혁으로 인식한다. 이것은 반드시 정부가 파라미터 ξ 나 ϕ 를 직접적으로 선택하는 것을 뜻하지는 않는다. 그보다는 정책 선택에 대한 시장과 시장참여자의 반응과정에서 ξ 나 ϕ 가 달라지는 것이 더 일반적인 현상이다. 둘째, 금융개혁의 성과를 그것이 경제성장률에 대해 미치는 영향으로 평가한다. 이때 경제성장률을 제고시키는 조치는 개혁이라 할 수 있고 경제성장률을 저하시키는 조치는 개혁이라고 할 수 있을 것이다. 셋째, 정부가 취할 수 있는 대안이 여럿일 때는 각각의 조치가 ξ 나 ϕ 에 미치는 영향의 정도를 감안해서 각 대안의 우열을 가릴 수 있을 것이다.

식 (4.1)은 금융개혁과 관련하여 다음과 같은 함의를 갖는다. 우선 금융서비스 생산의 효율성을 나타내는 파라미터 ξ 에 관해서는 ξ 의 값이 클수록 경제성장률이 높게 정해지므로 ξ 를 크게 만드는 정책이 바람직하다고 할 수 있다. 물론 이 경우에도 free lunch가 존재하는 것은 극히 예외적인 현상이며 일반적으로는 ξ 를 크게 만들려면 그에 상응하는 대가를 치러야 한다. 그러므로 ξ 를 크게 만드는 데서 얻는 限界便益과 그렇게 하기 위해 지불해야 할 限界費用이 같아지도록 하는 정책을 선택하면 된다.

다음 금융중개 비용의 효율성을 나타내는 파라미터 ϕ 에 관해서는 다음의 몇 가지 함의를 얻을 수 있다.

첫째, ϕ 의 값이 커지면 금융중개의 한계비용이 감소하므로 도움이 되지만 그 대가로 더

큰 고정비용을 치러야 하므로 ϕ 를 크게 만드는 일이 능사가 아님에 유의해야 한다. ϕ 값이 커지면 금융중개의 한계비용이 감소하므로 ϕ 가 커진다는 것은 금융중개의 효율성이 향상되는 것과 같다. 따라서 효율성을 높이는 조치를 바람직한 것으로 여기는 관행에 비추어 보면 ϕ 의 크기를 크게 만드는 정책이면 다 좋다는 결론을 내리기 쉽다. 우리가 제시한 모형은 그렇게 결론을 내리는 일이 매우 위험한 일임을 보여 준다. 효율성을 증진시키는 일에도 비용이 따르기 때문에 그렇다. 따라서 올바른 태도는 ϕ 를 크게 만드는 일에서 오는 한계편익과 그렇게 하기 위해 치르는 한계비용이 같아지도록 하는 조치를 취하는 일이다.

둘째, ϕ 를 크게 하기 위해서는 금융중개의 고정비용을 더 많이 들여야 한다는 것은 나라가 부유해질수록 ϕ 를 크게 만드는 금융개혁 조치를 취하기가 쉬워질 것임을 시사한다. 부유해질수록 고정비용을 여럿이서 분담하기가 용이해지기 때문에 그렇다. 이것은 가난한 나라보다는 부유한 나라가 금융개혁 조치를 취하기가 쉽다는 것을 의미한다.

셋째, ϕ 를 크게 만드는 금융개혁 조치는 경제성장률에 대해 相反된 영향을 준다. 한계비용의 감소를 통해서서는 플러스의 영향을 주지만 고정비용의 증가를 통해서서는 마이너스의 영향을 주는 것이다. 그런데 한계비용의 감소를 통한 플러스 효과는 소득수준과 무관하게 일정하지만 고정비용의 증가로 인한 마이너스 효과는 나라가 부유해질수록 그 크기가 작아진다. 따라서 부유한 국가일수록 ϕ 를 크게 만드는 금융개혁 조치로부터 더 큰 net benefit을 얻는다.

넷째, 위와 직결되는 것으로 가난한 나라에서는 ϕ 를 크게 만드는 조치가 경제성장률의 하락을 가져와 개악이 될 수도 있다. 이것은 금융개혁 조치를 취함에 있어서 그 나라의 소득수준 또는 경제발전의 단계에 맞추어 점진적으로 추진함이 바람직함을 보여 준다. 즉, 효율성을 아주 크게 높여 주지는 않지만 그 대신 고정비용이 많이 들지 않아 가난한 나라라도 감당할 수 있는 조치를 취함으로써 경제성장을 도모하고 그 결과 나라가 부유해져 감에 따라 점차 더 고도의 조치들을 취해 나가는 것이 바람직하다.

다섯째, 식 (4.1)을 보면 경제성장률을 극대화시키는 효율성 파라미터가 $\phi^* = \sqrt{\frac{c_2 sAK}{c_1}}$ 로 주어짐을 알 수 있다. 이것을 보면 ϕ^* 가 AK 즉, Y 의 증가함수가 됨을 알 수 있다. 이는 소득수준이 높아질수록 거기에 병행해서 금융중개의 효율성을 높여 나가지 않으면 경제성장률을 가장 높은 수준에서 유지할 수 없음을 보여 준다. 즉, 소득수준이 높아짐에 따라 금융중개의 效率性도 계속해서 높여 나가야 경제성장률의 下落을 防止할 수 있게 된다.

위에서 ξ 또는 ϕ 의 변화를 통해 경제성장률을 높이는 조치를 금융개혁이라고 정의했는데 이제 이것을 좀 더 넓게 적용하기 위해 우리가 제시한 경제성장 모형의 총생산함수 Y

= AK 에 주목하기로 하자. 우리는 지금까지 ξ 또는 ϕ 의 변화가 자본축적량 K 에 대해 미치는 영향 그리고 그것이 경제성장률에 대해 미치는 영향을 중심으로 금융개혁의 성과를 평가하였다. 그러나 그것에 더해 ξ 나 ϕ 의 변화가 경제의 전반적 생산성 A 및 K 를 구성하는 물적자본, 인적자본 및 사회자본에 대해 미치는 영향을 중심으로 논의를 전개할 수도 있다. 그러한 논의로부터 다음과 같이 몇 가지 결론을 도출할 수 있다.

첫째, ξ 나 ϕ 의 변화를 가져오는 조치가 경제의 전반적 생산성 A 를 높여 주는 결과를 낳으면 경제성장률은 더욱 분명하게 높아진다. 이는 신고전학과 성장모형에서 균제상태의 성장률이 A 의 증가율에 의해 정해짐을 상기하면 이론의 여지가 없는 결론이다. 본문에서 설명한 바와 같이 경제의 技術水準을 T , 그리고 경제운용의 效率性을 E 라 할 때 $A=T \cdot E$ 로 정의된다. 금융의 효율성 ξ 또는 ϕ 의 변화는 기술수준 T 의 변화를 통해서든 물론 경제운용의 효율성 E 의 변화를 통해 A 에 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 예를 들어 벤처기업을 지원하는 금융시스템이 발달하면 기술 T 의 증가속도가 빨라질 것이고, 정경유착의 소지를 줄이는 금융개혁 조치는 경제운용의 효율성 E 의 증가를 통해 A 에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

둘째, 우리가 제시한 모형에서 資本財는 K 로 표현되는데 이는 앞서 설명한 바와 같이 물적자본, 인적자본, 사회자본 등 모든 종류의 자본재를 포괄하는 개념이다. 경제성장률도모함에 있어 K 의 크기를 늘려 나감도 중요하지만 K 의 구성을 변화시켜 나가는 일이 중요할 수도 있다. 따라서 ξ 나 ϕ 의 변화를 가져오는 조치가 K 의 축적 속도에 대해 미치는 영향에 더해 그것이 K 를 구성하는 物的資本 X , 人的資本 H 및 社會資本 Soc 에 대해 미치는 영향이 무엇인지를 알아내는 것도 중요하다. 예를 들어 경제발전의 단계에 따라 X 나 H 또는 Soc 의 역할이 다르고 또 경제발전 단계에 따라 X 나 H 또는 Soc 를 축적하는 일의 난이도가 다르다면, 초기에는 X 의 축적을 촉진하는 금융기법을 주로 사용하다 어느 정도 소득수준이 높아지면 H 의 축적을 촉진하는 금융기법을 병행해서 사용하기 시작하고 소득수준이 아주 높아지면 Soc 의 축적을 촉진하는 금융기법을 도입하는 것이 경제성장을 촉진하는 길이 될 수도 있다.

셋째, K 를 구성하는 물적자본 X 와 인적자본 H 그리고 사회자본 Soc 를 고려하여 각각의 특성에 따라 투자재원을 배분하는 것이 경제성장률을 높임에 있어 중요하다는 위의 지적은 사실은 우리가 금융의 기능을 논함에 있어 희소한 자원을 '適材適所'에 배분하는 기능이 중요하다는 지적에 내포된 것이다. 이제 이를 좀 더 일반화해서 X 와 H 와 Soc 가 다양한 구성요소들 X_i 와 H_j 와 Soc_l 로 이루어져 있음을 고려하면, 금융의 중요한 기능이 희소한 자원을 각각의 X_i , H_j 및 Soc_l 에 걸쳐 가장 생산성이 높은 곳에 배분하는 데 있음을 알

수 있다. 따라서 금융의 효율성 ξ 나 ϕ 의 변화를 통해 자원배분의 효율성을 높일 수 있다면 그 자체가 자본축적을 촉진해서 경제성장에 공헌하게 됨을 알 수 있다. 즉, 투자자원 배분의 適合性を 기준으로 해서 금융의 效率性を 평가할 수 있다. 우리가 제시한 파라미터 ξ 가 이미 그러한 측면을 내포하고 있는 것으로 해석할 수도 있을 것이다.

넷째, 지금까지 우리는 어떤 종류의 불확실성도 명시적으로 고려하지 않았다. 우리가 제시한 모형에서 $I = F(S; \xi) - C(S; \phi)$ 로 정해지는 투자가 전량 다 다음 기의 자본축적량에 포함되는 것으로 취급한 것은 금융부문이 지원하는 투자 프로젝트가 모두 성공하는 것을 전제로 한 것이다. 물론 금융부문이 지원하는 투자 프로젝트 가운데 일정 율은 실패로 돌아가기 마련이다. 금융의 효율성을 논함에 있어 투자 프로젝트의 실패가능성도 고려해야 한다. 이제 논의의 단순성을 도모하기 위해 투자 프로젝트가 완전하게 성공하거나 아니면 완전하게 실패하는 두 가지 경우만 있고 실패의 확률이 π 로 정해진다고 하자. 이러한 사정을 우리가 제시한 모형에 반영하는 한 방법은 금융부문이 창출하는 부가가치의 기대치 $(1 - \pi)[F(S; \xi) - C(S; \phi)]$ 를 이용하는 것이다. 투자 프로젝트가 실패로 돌아갈 확률은 투자 프로젝트 자체의 내재적 위험성 σ 와 투자 프로젝트를 집행하는 기업가의 노력 η , 그리고 금융부문이 경주하는 monitoring efforts와 governance의 effectiveness를 나타내는 파라미터 m 의 함수로 정해진다. 즉, $\pi = \pi(\sigma, \eta, m)$ 으로 놓을 수 있다. 여기에서 σ 는 금융부문도 제어할 수 없는 내재적 위험성이지만 η 는 m 에 영향을 받을 것이므로 이를 $\eta(m)$, $\eta' > 0$ 으로 표현할 수 있다. 따라서 $\pi = \pi(\sigma, \eta(m), m) \equiv \tilde{\pi}(\sigma, m)$, $\tilde{\pi}_m > 0$ 가 된다. 금융부문이 행사하는 monitoring efforts 및 governance의 effectiveness를 나타내는 파라미터 m 도 ξ 나 ϕ 에 포함되어 있는 것으로 해석할 수 있다. 즉, ξ 나 ϕ 가 정해지면 그것이 m 의 결정에도 영향을 주는 것으로 이해할 수 있다. 더 나아가 ξ 역시 ϕ 에 의해 정해지는 것으로 볼 수 있으므로 이를 반영해서 m 과 ξ 가 모두 ϕ 의 단조 증가함수로 정해지는 것으로 보아도 무방하다. 이러한 전제하에서 금융부문이 창출하는 금융부가가치가 실제로 자본축적으로 전환되는 양은 아래 식으로 주어지게 된다.

$$(4.2) \quad I = [1 - \pi^*(\sigma, m(\phi))] [F(S; \xi(\phi)) - C(S; \phi)]$$

금융의 효율성 ϕ 를 제고시키려는 노력은 지금까지 고찰한 바와 같이 금융부문 생산함수 $F(S; \xi(\phi))$ 의 효율성 $\xi(\phi)$ 를 높이는 경로와 금융중개 비용함수 $C(S; \phi)$ 의 효율성을 ϕ 를 높이는 경로에 더해 투자 프로젝트가 실패로 돌아갈 확률 $\pi^*(\sigma, m(\phi))$ 을 낮추는 경로를 통해 자본축적 그리고 경제성장에 공헌하게 됨을 알 수 있다. 식 (4.2)에서 $\pi(\sigma, m(\phi))$ 가

새로운 요소이다.

경제가 극심한 위기 상황에 돌입하는 경우에는 식 (4.2)로 주어진 것과 같은 저축을 투자로 전환하는 메커니즘 자체가 붕괴될 수도 있다. 金融危機가 그러한 상황이다. 물론 이것을 $F(S;\xi)$ 가 극단적으로 축소되거나 $C(S;\phi)$ 가 극단적으로 증가되는 것(또는 양자 모두)으로 이해할 수도 있다. 즉, 식 (4.2)는 금융이 정상적으로 작동함을 전제로 한 금융 증개 메커니즘을 나타낸다. 비상 상황에서는 식 (4.2) 자체가 성립되지 않게 되거나 성립하더라도 $F(S;\xi)-C(S;\phi)$ 가 대규모의 적자를 기록하게 되고 그 결과 경제가 퇴보하게 되는 것이다.

5. 外換危機 이후 이루어진 金融關聯 變化에 대한 理解

5.1. 變化의 樣相

우리나라의 금융은 1997년에 외환위기를 맞아 시스템 붕괴 일보 직전에 도달한 바 있다. 이러한 사실은 종합금융회사를 비롯한 부실 금융기관의 연쇄 도산, 주가의 대폭락, 이자율 급등, 환율 급상승, 금융기관의 손실 폭 확대, 외환보유고 고갈 등 금융관련 지표가 급속히 악화된 데서 잘 들어난다.

붕괴 일보 직전까지 갔던 금융시스템은 외환위기 이후 신속하게 이루어진 금융구조조정 프로그램의 시행과 금융시스템의 생산성을 제고시키기 위한 일련의 改革措置 시행에 힘입어 비교적 단시일 내에 정상을 되찾게 되었다.

위기극복을 위한 정책 대응으로 부실 금융기관 정리 및 잔존 금융기관 구조혁신, 금융 자율화 확대, 금융개방 확대, 자본시장 내실화, 금융 시스템의 안정성 제고를 위한 금융 하부구조 재정비 등의 조치가 시행되었다. 이러한 조치들은 구조조정을 통한 금융시스템 정상화라는 단기 과제와 금융 시스템의 생산성 증대와 안정망 정비 및 개선이라는 중장기 과제로서 추진되었다. 그 중 단기 과제는 마무리 되었으며 중장기 과제는 현재도 계속 추진 중이다.

金融構造調整은 정부주도하에 매우 신속하게 이루어졌다. 이는 공적자금 투입을 통한 시스템 정상화를 목표로 추진되었으며 구체적으로는 부실 금융기관의 정리로 표출되었다. 부실 금융기관 정리는 두 가지 방향에서 이루어졌다. 하나는 공적자금 투입을 통한 회생이고 다른 하나는 폐쇄였다. 부실 금융기관 폐쇄가 시스템 붕괴를 가져올 가능성이 높다고 판단되는 경우에는 공적자금을 투입해서 회생시켰으며, 부실 금융기관 폐쇄가 시스템 붕괴를 가져올 위험성이 적다고 판단되는 경우에는 신속히 폐쇄시켰다.

부실 금융기관 정리 과정에서 총 168조 원에 이르는 공적자금이 투입되었으며 1997년 말에 2,103개에 이르던 금융기관이 2007년 상반기 현재 1,304개로 줄어들었다. 이 기간 중 113개의 금융기관이 신설된 것을 감안하면 이는 무려 913개의 이르는 금융기관이 인가취소, 합병, 영업이전 및 합병 등의 절차를 통해 사라졌음을 나타낸다. 이를 권역별로 보면 은행은 당초 33개에서 16개 폐쇄, 1개 신설로 현재의 18개로 변화되었으며, 저축은행은 당초 30개에서 29개 폐쇄, 1개 신설로 현재의 2개로 그 존재가 미미해졌으며, 상호저축은행은 당초 231개에서 폐쇄 138, 신설 16으로 현재의 109개로 정비되었고, 신탁은 당초 1,666개에서 666개 폐쇄, 16개 신설로 현재는 1,015개가 남아 있다. 반면 증권과 보험은 폐쇄된 기관과 신설된 기관의 수가 비슷하여 1997년 말이나 지금이나 큰 차이가 없다. 투신의 경우는 당초 32개이던 것이 13개 폐쇄, 30개 신설을 통해 현재는 49개로 크게 늘어났다.⁽¹¹⁾

금융시스템의 생산성 증대와 안정망 정비 및 개선을 위한 중장기 과제로서는 통합 금융감독기구의 출범, 예금보험 기능의 강화, 한은의 독립성 강화 등 금융 하부구조의 개혁 등을 통해 安定性 제고를 도모하였으며, 금융자율화와 금융개방화의 전면적 확대 및 자본시장 심화 발전 조치 등을 통해 生産性 제고를 유도하였다. 금융감독 기구 출범과 아울러 적기 시정조치 시행과 부실기준 강화를 통해 금융기관의 財務健全性과 資本健全性을 제고하는 조치도 취해졌다.

금융자율화 조치에 힘입어 금융기관의 大型化와 複合化가 이루어졌으며 주식시장, 국제시장, 파생금융상품시장 등이 급성장하였다. 금융개방화 조치에 힘입어 외국인의 국내 금융시장 진출이 크게 확대되었으며 국내금융기관에 대한 외국인의 소유 경영의 정도가 크게 심화되었다. 은행의 경우 우리, 신한, 하나 등의 금융지주회사의 등장 및 장기신용은행과 주택은행을 흡수합병한 국민은행의 예에서 보듯이 대형화와 복합화가 이루어졌다.

금융개방과 관련해서는 외국계 자본의 국내 금융업 진출이 매우 활발하게 이루어졌다. 그 예로 국내 금융업에 대한 직접투자 누계가 1996년의 19억 불에서 2005년에는 85억 불로 크게 증가한 것을 들 수 있다. 2007년 7월 현재 외국인 지분율이 국민은행 85%, 하나지주 81%, 신한지주 61%, 대구은행 68%, 부산은행 59%이어서 소유를 기준으로 하면 이들 은행은 이미 외국은행이라고 할 수 있다. 여기에 경영권까지 외국인에게 인수된 외환은행(외국인 지분율 79%), 한국씨티은행(99.9%), SC제일은행(100%)까지 고려하면 우리나라 은행의 대부분이 외국계에 의해 장악되어 있다고 할 수도 있다. 이에 비해 국내 금

(11) 외환위기 이후 이루어진 금융변화에 대한 평가와 관련하여 한국개발연구원(2007), 조복현(2005), 김동환(2007), 구본성(2007)을 참조하라.

용기관의 해외 진출 실적은 매우 미약하다. 2006년 말 현재 국내 금융기관의 해외점포망수를 보면 은행 113, 증권 38, 보험 56으로 나타나는데 미국의 Citi은행의 해외점포수가 9,000여 개에 이르는 것과 견주어 보면 그 차이를 확연하게 알 수 있다. 같은 해 국내은행의 해외영업비중이 3.4%여서 세계 최대 IB의 동 비중 34%의 10%에 불과한 것도 우리나라 금융기관의 해외진출이 매우 부진함을 보여 준다.

보험의 경우 외국계 보험회사의 약진으로 그 시장점유율이 생보의 경우 1999년의 4.8%에서 2006년의 12.8%로 높아졌다. 그러나 손보의 경우는 외국계의 시장점유율이 2006년 현재 1.4%로 극히 낮은 형편이다. 후자의 경우는 국내 5대 대형사가 80%에 이르는 시장점유율을 갖고 있다.

지난 10여년에 걸쳐 시행된 금융구조조정 정책과 금융 생산성 향상 및 안전성 확충을 위한 대책이 효력을 발휘함에 따라 우리나라의 금융시스템은 비교적 단시일 내에 정상화 되찾았으며 또한 효율성과 안정성 측면에서 외환위기 이전보다 크게 개선되었다.

總資産規模를 보면 은행의 경우 1997년의 607조 원에서 2006년에는 1,395조 원으로 증가했으며 증권의 경우는 같은 기간 중 24조 원에서 95조 원으로 그리고 보험의 경우는 112조 원에서 322조 원으로 증가했다. 은행의 부실채권은 1999년 말까지만 하더라도 61조 원에 달했으나 2006년 말에는 8조 원으로 대폭 축소되었다. 이에 따라 부실채권비율도 같은 기간 중 12.9%에서 0.8%로 낮아졌다. 수익구조를 보면 은행의 경우 1999년에는 총자산이익률이 -0.83, 순이익률이 33.7%이던 것이 2006년에는 1.12 및 38.8로 대폭 개선되었다. 보험업의 경우 생보는 보험영업이익과 투자영업이익 모두에서 흑자를 기록하고 있으나 총이익은 2002년 이래 20조 원대에서 소폭 등락하고 있으며, 손보는 보험영업이익에서는 적자를 기록하는 가운데 투자영업이익에서 흑자를 기록하여 전체적으로는 2006년 말 현재 15조 원 정도의 흑자를 보이고 있다. 증권의 경우 부실 증권사의 퇴출에도 불구하고 신규 진입이 급증하여 업체 수는 외환위기 전보다 늘었으며 그들 간의 과당 경쟁의 결과 수익성은 크게 개선되지 않고 있다. 수익구조를 보면 위탁매매수수료 수입이 61%임에 반해 투자수입은 5%를 기록하고 있는데 이는 미국 증권회사의 경우 동 비율이 18%와 45%인 것과 정면으로 대치되는 결과이다. 서민금융기관의 경우 수익성과 건전성이 지속적으로 개선되는 추세를 보이기는 하나 연체율은 여전히 높은 수준에 있으며 지역농협, 수협, 신협 등 상호금융회사의 경우 추가적 구조조정이 진행될 가능성도 있다. 여신전문금융회사의 경우 신용카드회사의 대규모 부실로 극심한 어려움을 겪은 바 있으나 현재는 경영 정상화의 길을 걷고 있다.

금융권의 總受信規模는 2006년 말 현재 1,720조 원인데 이를 구성별로 보면 예금은행

909조 원, 비은행금융기관 332조 원, 증권사 33조 원, 자산운용사 235조 원, 보험 216조 원 등으로 되어 있다. 지난 5년에 걸쳐 은행권의 비중은 소폭 하락한 반면 증권사와 자산운용사의 비중은 증가하였다. 한편 장·단기 수신을 견주어 보면 종래에는 단기수신이 50%를 상회했으나 2007년에 들어와서 장기수신의 비중이 50%를 넘어서고 있음을 볼 수 있다.

금융권의 總與信規模는 2006년 말 현재 1,605조 원이다. 이를 권역별로 보면 은행 1,008조 원, 비은행 83조 원, 증권 40조 원, 자산운용사 236조 원, 그리고 보험사 239조 원으로 되어 있다. 지난 5년에 걸쳐 총여신 가운데 은행권 여신의 비중은 소폭 하락하였으며 증권사와 자산운용사의 총여신 비중은 높아졌다. 총여신 중 대출금은 2006년 말 현재 838조 원에 달했는데 구성을 보면 은행대출 700조 원 비은행대출 138조 원으로 은행의 대출비중이 77%에 이른다. 한편 2006년 말의 은행권 대출 700조 원 가운데 341조 원은 가계대출이었고 342조 원은 기업대출이었다. 기업대출 가운데 대기업대출은 10% 미만을 기록해서 은행권의 기업대출이 주로 중소기업대출로 이루어지고 있음을 보여 준다.

직접금융시장의 규모를 보면 잔액을 기준으로 할 때 2000년에 753조 원에 불과하던 것이 2006년에 1,816조 원으로 확대되었음을 알 수 있다. 이를 권역별로 보면 같은 기간에 단기금융시장은 139조 원에서 160조 원으로 소폭 성장했음에 비해 주식시장은 217조 원에서 777조 원으로, 그리고 채권시장은 397조 원에서 779조 원으로 대폭 성장하였음을 알 수 있다. 자금조달의 측면에서 보면 채권시장의 역할이 더 컸음을 알 수 있다. 한편 파생금융상품은 가히 폭발적인 성장세를 보였는데 외환위기 직후만 해도 미미하던 파생상품 거래가 2007년 상반기에 이르러 장내거래 29,325조 원, 장외거래 3,061조 원에 달할 정도로 활성화되었다. 또 다른 지표로 KOSPI 200 선물거래를 보면 2000년에 19.7백만 계약에서 2006년에는 46.4백만 계약으로 증가했으며, KOSPI 200 옵션거래는 같은 시기에 193.8백만 계약에서 24억 3,6백만 계약으로 성장하였다. 국채선물의 경우에도 2000년에 152조 원에 불과하던 거래대금이 2006년에는 1,122조 원으로 대폭 증가하였다.

이상에서 점검해 본 외환위기 이후 10년간 이루어져 온 금융의 변화를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 붕괴 일보 직전까지 갔던 금융시스템이 정상화되었다. 둘째, 감독기능 혁신, 적기시정조시 시행, 자산건전성 강화, 경영혁신 유도를 통해 금융 시스템의 安定性이 획기적으로 제고되었으며 금융기관의 건전성이 크게 향상되었다. 셋째, 금융시장이 현저한 성장을 보였다. 금융시장의 성장은 특히 은행권과 자본시장의 빠른 성장을 통해 표출되었으며 비은행권이나 보험권의 성장은 상대적으로 뒤떨어졌다. 넷째, 資金循環構造가 변화되어, 신용카드대출과 주택담보대출을 통해 가계부문이 자금을 수요함에 따라 전통적

인 흑자부문으로서의 가계의 역할이 약화되었다. 아울러 외환위기 이후 만성적인 자금부족 부문이던 대기업이 자금잉여부문으로 바뀌었음은 특기할 만한 변화이다. 중소기업부문은 여전히 자금부족부문으로 남아 있다. 이와 같은 사실은 직접 및 간접금융시장을 통해 조달한 자금이 가계대출 및 중소기업대출로 흘러 들어갔음을 시사한다. 다섯째, 전반적으로 볼 때 직접금융시장의 비중이 간접금융시장의 그것보다 높아졌다. 자금조달의 측면에서 보면 채권발행을 통한 자금조달이 매우 활발하게 이루어졌다. 여섯째, 자본시장의 성장이 괄목할 만한 속도로 이루어졌다. 그 중에서도 파생금융상품 시장의 성장세가 특히 두드러졌다. 일곱째, 금융부문에 대한 외국인 및 외국 자본의 진출이 활발하게 이루어졌다. 은행의 외국인 소유비율이 높아졌으며 외국인이 경영하는 은행도 속출하였다. 생보업계의 외국회사 진출도 활발하게 이루어졌다. 주식 및 채권 시장에 대한 외국인의 진출도 매우 활발하게 이루어졌다. 반면 국내 금융기관의 해외진출 실적은 미미하였다.

5.2. 模型에 비추어 본 理解

전 절에서 점검해 본 바와 같은 우리나라 금융의 변화를 어떻게 이해해야 할까? 이제 이 물음에 관해 우리가 제시한 金融成長模型을 활용해서 답을 구해 보기로 하자.

첫째, 붕괴 직전까지 갔던 금융시스템을 정상화한 것은 우리가 제시한 모형에서 자본축적의 원동력이 되는 투자 결정식 $I=F(S;\xi)-C(S;\phi)$ 가 금융위기를 맞아 작동하지 않게 된 것을 정상적인 작동이 가능한 상태로 복원시켰음을 의미한다. 금융중개 시스템이 붕괴된 원인은 대출자산의 부실화 정도가 심화된 데 있는데 그로 인해 $F(S;\xi)$ 는 대폭 감소하고 $C(S;\phi)$ 는 대폭 증가하여 I 가 마이너스가 됨에 따라 경제가 마이너스 성장을 기록하게 된 것이다. 외환위기 이후 대대적인 구조조정을 통해 금융기관과 금융시장의 정상화를 도모한 것은 금융부문의 생산을 제고시키고 동시에 비용은 줄여줌으로써 $F(S;\xi)-C(S;\phi)$ 를 0보다 크게 만든 조치로 이해할 수 있다.

둘째, 금융의 대형화와 복합화 그리고 금융개방화를 적극적으로 추진한 것은 $F(S;\xi)-C(S;\phi)$ 에서 금융부문의 생산성 파라미터 ξ 와 금융중개비용의 효율성 파라미터 ϕ 의 크기를 지속적으로 증가시켜 나가려는 조치에 해당한다. 이러한 조치는 그것이 성공할 경우 모형에서 보듯이 경제성장률 제고에 기여한다.

셋째, 금융감독 기능을 쇄신하고 예금보험 기능을 강화하며 금융기관에 대해 적기시정 조치를 취하고 자본건전성 감독을 강화하며 경영혁신을 유도하고 금융기관의 governance structure를 개선하는 조치는 금융시스템의 安定性, 透明性, 效率性을 높이려는 조치로서 식 (4.2)에서 대출채권의 부실화확률 $\pi^*(\sigma, m)$ 에 영향을 주는 monitoring and governance 파라미터 m 및 금융중개비용의 효율성 파라미터 ϕ 를 증가시키려는 시도로 이해할 수 있다.

넷째, 금융시장의 획기적인 성장, 그 중에서도 주식, 채권 및 파생금융상품 시장의 폭발적인 성장은 이러한 금융개혁 조치에 힘입어 금융부문의 생산량 $F(S;\xi)$ 가 크게 증가되었음을 나타낸다. 그러나 이러한 변화가 반드시 경제성장을 제고로 이어지는 것은 아니다. 경제성장에 있어 중요한 것은 $F(S;\xi)-C(S;\phi)$ 가 지속적으로 증가하는 것이므로 $F(S;\xi)$ 의 증가가 지나친 $C(S;\phi)$ 의 증가를 수반하지 않고 이루어져야 성장에 공헌할 수 있는 것이다. 이점은 간접금융의 성장에서도 똑같이 적용된다.

다섯째, 金融市場의 開放化는 우리가 제시한 $I = F(S;\xi) - C(S;\phi)$ 라는 금융중개 메커니즘에 세 가지 커다란 변화를 초래하였다. 하나는 금융중개를 위해 동원된 자금이 이제 국내 저축에 한정될 필요가 없어졌다는 점과 다른 하나는 금융중개를 통해 조성된 자금이 반드시 국내 투자를 위해 쓰이지는 않게 되었다는 점이고 마지막 하나는 외국계 금융기관의 경영 노하우를 반영하는 ξ_f 및 ϕ_f 의 영향을 고려해야 한다는 점이다. 즉, 자원의 조달과 운영의 양 측면에서 전에는 국내에서 조달해서 국내에서 운용되었지만 이제는 국내와 국외의 구분 없이 더 유리한 곳에서 조달해서 더 유리한 곳에서 운영하는 시스템으로 바뀌게 되었으며, 종래에는 자원의 조달과 운영이 국내 금융기관에 의해서만 이루어졌으나 이제는 외국계 금융기관에 의해서도 이루어지게 된 것이다. 이것은 금융중개의 투입요소 S 가 이제 국내에서 조성한 자원 S_d 와 해외에서 조성한 자원 S_f 로 이루어지게 되며, S_d 와 S_f 를 통해 동원된 자원을 투입요소로 해서 생산한 금융부문의 부가가치 $F(S;\xi, \xi_f) - C(S;\phi, \phi_f)$ 중에서 보다 나은 운영처를 찾아 해외로 빠져 나가는 자원 I_f 를 차감한 것이 국내투자 I 로 쓰이게 됨을 의미한다. 따라서 금융개방이 국내 경제성장에 기여하는 것은 아래의 조건이 성립하는 경우에만 그렇게 된다.

$$(5.1) \quad I = F(S_d + S_f; \xi, \xi_f) - C(S_d + S_f; \phi, \phi_f) - I_f > 0$$

이 식을 보면 금융개방으로 전보다 더 많은 자원을 투입하고 더 나은 금융기술을 활용해서 더 많은 금융부가가치 즉, 대출가능한 자원을 창출하는 경우에도 그것의 대부분이 해외의 투자처로 흘러들어 가면 금융개방이 국내경제의 성장에 아무런 도움이 되지 않을 수도 있음을 알 수 있다. 실제로 I_f 가 아주 큰 경우에는 개방을 통한 국내금융의 발달이 자국의 경제성장에는 마이너스의 영향을 줄 수도 있다.

5.3. 최근 金融 環境의 變化와 그에 대한 政策 對應 評價

5.3.1. 金融 環境의 變化 樣相

첫째, 글로벌 금융혁신이 아주 빠른 속도로 전개되고 있다. 그러한 조짐은 전 세계적으

로 금융자산규모가 획기적으로 확대되면서 금융의 패러다임이 ‘預金’에서 ‘投資’로 이동하고 있으며 투자은행, 사모주식투자펀드, 헤지펀드 등 새로운 금융 플레이어들이 혁신주도세력으로 등장하고 있는 데서 잘 읽을 수 있다. 이에 반해 국내 금융은 담보대출 위주의 전통적 은행업의 성장세가 두드러지고 증권사 역시 위탁매매업에 치중하고 있어 글로벌 금융혁신에 동참하지 못하고 있다. 이를 반증하듯 2007년 3월 현재 국내은행의 비이자수익 비중은 18.7%에 불과하여 미국의 48.0%에 비해 현저하게 낮다. 그러한 상황에서 예대마진율은 2005년의 3.39% 포인트에서 2007년 3월의 2.93% 포인트에 이르기까지 계속해서 낮아지고 있다. 마찬가지로 증권사의 수입구조를 보면 위탁수수료의 비중이 미국은 16.5%임에 비해 우리나라는 48.2%나 된다. 우리나라 금융기업은 아직 리스크를 활용하여 고수익을 창출하는 파생상품 등 새로운 금융상품을 개발하고 새로운 금융기법을 활용하는 영업전략을 구사하지 못하고 있다. 이는 국내기업의 해외채권 발행과 국내기업의 국내 및 해외상장 등 IB업무를 대부분 외국계 대형 투자은행이 도맡아 하고 있음에서 잘 드러난다. 예를 들어 국내기업의 해외채권발행의 95%를 외국계 증권사가 맡아 처리했으며 국내기업의 국내 및 해외상장에서도 외국계 증권회사가 66%에 이르는 점유율을 보이고 있다. 2004년 말 허용된 사모주식펀드의 경우 그 수와 규모가 증가하고 있으나 아직 활성화되어 있지 않고 헤지펀드의 경우는 아직 설립 및 운용이 허용되지 않고 있다.

둘째, 개방과 경쟁이 더욱 加速的으로 이루어지고 있다. 이는 무엇보다도 선진 금융회사들은 누구나 다 다양한 고수익원을 찾아 전 세계를 대상으로 영업을 전개하고 있음에서 잘 볼 수 있다. 주식시장의 경우 중심축이 미국에서 유럽 및 아시아 국가로 이동하는 조짐을 보임에 따라 선진 금융기관들은 이미 유럽 금융시장을 장악하고 있으며 중국, 인도, 브라질, 러시아, 베트남, 한국, 멕시코, 이집트 등에 대한 진출도 매우 활발하게 전개하고 있다. 이는 선진국 금융기관만 아니라 근래 중국은행의 아프리카 진출 및 중동 오일달러의 선진금융진출에서 보듯이 도처에서 이루어지고 있다. 특히 근래에 들어와 선진 금융기관의 해외투자는 해외 현지에 근거를 두고 장기투자를 도모한다는 점에서 과거와 차이를 보이고 있다. 이점에서 HSBC의 영업전략인 ‘World’s Local Bank, Local International Bank’ 라는 모토가 시사하는 바가 크다. 우리나라의 경우 외환위기 이후 외국계 자본의 국내 금융업 진출이 소유 또는 경영의 형태로 크게 진전되었다. 그러나 국내 금융기관의 해외 진출은 매우 미미한 수준에 머물러 있다. 더욱이 해외에 진출해서도 채권발행과 외자조달업무에 치중하고 국내기업 현지 지점 및 교포 위주의 영업전개에 그치고 있어 선진 금융기관의 영업 행태와는 큰 차이를 보인다. 국부펀드 운영회사의 성격을 지닌 한국

투자공사도 노하우 미축적 및 투자대상 제한 등으로 인해 아직은 뚜렷한 성과를 보이지 못하고 있다.⁽¹²⁾

셋째, 금융산업의 大型化와 兼業化가 확대되고 있다. 금융 세계화의 진전에 따라 금융 시장의 국경이 소멸되고 그 결과 경쟁이 치열해짐에 따라 금융회사의 대형화와 겸업화가 세계적인 추세로 자리잡아 가고 있다. 미국이나 일본과 같이 전업주의를 고수하던 나라조차 지주회사나 자회사 방식을 통한 금융 겸업화를 허용하게 되었으며 소비자의 윈스톱 쇼핑 수요에 부응하기 위해 복합 금융서비스를 제공하는 금융 그룹이 증가하고 있다. 이런 추세는 전통적인 고유 업종에서의 성장세 둔화와 타업권과의 경쟁심화에 직면한 글로벌 금융회사들이 인수합병을 통해 대형화, 겸업화로 나감에 따라 더욱 가속화되고 있다. 우리나라의 경우 은행을 중심으로 대형 금융회사가 등장하게 되었으며 자본시장 통합법 제정에 따라 업무영역 간 경계가 약화되고 있다. 그러나 아직은 대형 금융회사라도 선진 금융회사와 경쟁하기에는 그 규모가 역부족인 상태이다. 예를 들어 우리나라 은행 상위 4개사의 평균 총자산규모는 1,497억 달러(2007년 기준)인데 이는 미국 상위 4개사의 평균 총자산 11,116억 달러의 13.4%에 불과하다. 증권회사의 경우에도 2004년의 경우 우리나라 상위 3사의 평균 총자산은 51억 달러였음에 반해 메릴린치 4,945억 달러, 골드만삭스 4,038억 달러, 노무라 3,321억 달러여서 비교조차 되지 않는다. 이는 보험업계에서도 마찬가지여서 2005년 기준 우리나라 상위 3개 생보사의 평균 자산규모 61억 달러는 미국의 360억 달러 및 일본의 299억 달러에 비해 현저하게 작은 수준이다.⁽¹³⁾

넷째, 국내외를 막론하고 剩餘資金이 비교적 풍부해졌다. 물론 subprime mortgage 사태와 같은 위험 요인이 도사리고 있지만 전반적으로 보면 글로벌 유동성 잉여 상태를 보이고 있다. 이는 그 동안 진행된 전 세계적인 경제성장에 따른 부의 축적 증가와 고령화 진전으로 인한 잉여자금이 증가한 데 그 원인이 있다. 특히 oil dollar의 위력과 중국, 인도, 싱가포르와 같은 고도 성장국의 자금 잉여가 눈에 띈다. 이는 또한 많은 국가에서 소위 國富 펀드(Sovereign Wealth Fund)를 조성해서 운영하는 형태로도 표출되고 있다. 우리나라의 경우에도 과거에는 만성적인 자금부족에 시달려왔으나 외환위기를 극복한 이후에는 아주 빠른 속도로 자금 잉여국으로 전환되었다. 그 예로 국민연금의 적립금이 2007년 4월에 200조 원을 넘어섰으며 2043년에는 적립금 규모가 2,600조 원에 이를 전망을 보이기도 한다. 이밖에도 2007년 10월 말 현재 2,601억 달러의 외환을 보유하고 있으며, 2007년

(12) 금융개방의 장단점에 관한 짚막한 평가로 여은정(2007)이 있다.

(13) 대형화 및 복합화가 반드시 바람직하지만은 않다는 분석에 관해서는 Hahm and Kim(2006)을 참조하라.

6월 말 기준으로 퇴직연금 수탁고 1.4조 원 및 펀드 수탁고 282조 원, 수입보험료 100조 원(2007년 전망)을 기록하고 있다.

다섯째, 자본시장통합법의 제정에 따라 금융환경이 또 한 차례 큰 변화를 겪게 될 것이다. 자통법은 금융투자상품의 범위를 포괄주의로 전환해서 금융혁신을 유도하고, 금융투자업을 기능별로 여섯 가지로 분류해서 규제를 통일하고, 증권, 선물, 자산운용 등 금융투자업 간 겸영을 허용하며, 투자자 보호장치를 강화하는 것을 골자로 하고 있다. 이는 일종의 금융 빅뱅을 도모하려는 조치로 이해할 수 있는데 이 법의 제정을 계기로 앞으로 금융시장은 지금보다 훨씬 더 경쟁적인 것으로 변모하게 될 것이다. 자통법은 위에서 고찰한 네 가지 변화에 대응해서 우리나라의 금융업을 더 한 단계 upgrade시켜 금융업을 신성장산업으로 육성하려는 의도에서 취해진 정책 당국의 선제 조치로서의 성격을 지니지만 그것은 결국 game의 rule을 바꾸어 놓는 조치이므로 앞으로 우리나라 금융시장 전개에 막대한 영향을 주게 될 것이다.

5.3.2. 예상되는 政策 對應과 그에 대한 評價

이러한 금융환경 변화에 대한 정책 대응으로서 금융정책 당국은 2007년 7월에 4대 전략과제를 도출한 바 있다. 그 내용을 보면 글로벌 투자은행의 출현을 유도하고 기존 은행을 세계 일류 은행수준으로 발전시키고 글로벌 보험사의 출현을 유도하는 것을 골자로 하는 금융회사 力量強化를 위한 조치를 취하고, 자산운용업의 활성화를 도모하고 헤지펀드를 도입하며 파생상품 시장 활성화를 통한 자산운용업의 글로벌화를 유도하며, 국내 금융기관의 해외진출 관련 규제를 대폭 완화하고 외환자유화 조치를 추가적으로 실시하며 KIC의 적극적인 운영을 지원함으로써 국내금융의 해외진출을 촉진하는 조치를 취하고, 금융규제를 글로벌 표준에 맞게 재정비하고 예금보험제도를 개선하며 금융감독의 신뢰성을 제고하고 금융 클러스터를 육성하는 등 금융 하부구조를 지속적으로 개선해 나가며, 턱없이 부족한 금융전문인력을 양성하는 데 치중하는 것으로 되어 있다.

위와 같은 정책 추진 방향은 금융시장의 자율화와 개방화를 현재의 수준보다 크게 제고시켜 우리나라 금융산업의 성장 발전을 유도하는 동시에, 변화된 환경에 맞추어 금융하부구조를 더욱 생산적이고 효율적인 체제로 개편하는 한편, 금융산업 발전에 있어 최대의 장애요인인 금융전문 인력난을 해소하는 데 주력할 것임을 표명한 것으로서, 정책 추진의 기본 방향을 제대로 선택한 것으로 평가된다. 그러나 실제 정책추진 과정에서 정부가 주도해서 모든 일을 끌어가는 방식은 지양해야 한다. 정책 당국은 自律化, 開放化 시대에 걸맞는 금융환경 조성에 전념하는 동시에 민간부문이 스스로 잘 해결하기 어려운 문제해결에 있어 보조자로서의 역할을 담당함이 좋을 것이다. 아울러 금융시장 및 금융기관을

비롯한 금융참가자들이 저마다의 이익을 추구하는 가운데 자발적이고도 자율적인 방법으로 일을 처리하도록 허용함으로써 그러한 경쟁의 결과로 금융산업이 성장, 발전하고 그것을 통해 경제발전에 기여할 수 있게 해야 한다. 물론 자율화, 개방화를 유도하고 금융의 하부구조를 정비하는 일 즉, 규범과 제도를 만들고 변화시키는 일은 당연히 政府가 주도적으로 해결해야 할 것이다.

金融專門人力을 양성하는 일은 매우 시급한 과제이다. 물론 이 경우에도 시장에서 자생적으로 인력난에 대한 대책이 강구되고 실행에 옮겨지겠지만 인재양성을 위한 투자가 일정한 정도 공공재적 성격을 지니므로 시장의 자발적인 노력만으로는 필요한 인재를 공급하는 데 한계가 있을 것이다. 따라서 정부가 어느 정도의 역할을 맡는 것이 바람직하다. 이 경우에도 정부가 일차적으로 할 일은 금융전문인력을 양성하는 일의 혜택은 늘리고 비용은 줄여주는 방향으로 제도를 개선하고 정비하는 것이어야 한다. 금융전문인력 양성에는 장단기 대책이 모두 필요하다. 예를 들어 이미 양성되어 있는 해외의 금융전문인재를 국내의 금융부문으로 유치하는 전략을 구사함으로써 비교적 단시일 내에 인재난을 어느 정도 해결하고, 국내 금융기관 또는 금융 관련기관들이 지금보다 훨씬 더 활발하게 금융전문가 양성 단기 프로그램을 운영할 수 있도록 지원하며, 나아가 우리나라 대학들이 금융 MBA 또는 금융전문대학원을 통해 기초가 튼튼한 인재를 양성할 수 있도록 유도하는 방안을 고려할 수 있다. 물론 정부가 직접 금융전문가를 양성하는 교육 프로그램을 운영할 수도 있지만 그것은 제도 정비와 개선에도 불구하고 민간부문의 자발적 노력만으로는 인재양성이 충분하지 않다는 것이 입증될 때 해도 늦지 않다. 이와 관련하여 홍콩이나 싱가포르 같은 국제금융의 허브 도시가 환경과 제도를 정비하고 개선하는 것을 통해 세계 각국의 금융전문가들이 그곳으로 모여들도록 유도함으로써 인재난의 문제를 해결하고 있음에서 배울 바가 많다.

금융하부구조를 정비함에 있어 외환위기 이후 10년간 이루어져 온 현행 금융감독체제에 대한 철저한 검토를 거쳐 “우리나라 金融監督에서 가장 근본적이고 시급한 과제가 감독정책의 질적 개선에 있다기보다는 金融監督의 支配構造 改善에 있다”고 진단한 김홍범(2007)의 연구결과에 주목할 필요가 있다. 이것은 정부조직의 일부로서의 감독기구보다는 관료조직에서 독립된 비정부 감독기구가 더 낫다는 주장으로서 새 정부의 정책대안으로 진지하게 검토해보아야 할 주장이다.⁽¹⁴⁾

(14) 김대식·윤석현(2005), 정운찬·김홍범(2007), 이동걸(2006) 등도 비슷한 주장을 펴고 있다. 금융환경 변화로 인해 새로운 도전에 직면한 금융규제 정책에 관해서는 Claessens(2007)를 참조하라.

새 정부 출범에 즈음해서 비금융 산업자본이 은행의 지배 주주가 되어 경영권을 행사하는 것을 원천적으로 금하는 현행의 제도를 고쳐 산업자본이 은행을 소유하고 경영할 수 있도록 허용하자는 주장이 힘을 얻어 가고 있다. 학계의 다수 의견은 산업자본이 은행을 소유하고 경영하는 일을 금지하고 있는 현행 제도를 유지하자는 것이지만⁽¹⁵⁾ 이 문제에 대한 인수위원회의 논의과정을 보면 은산분리원칙⁽¹⁶⁾은 조만간 크게 완화될 전망이다. 이 문제에 관한 필자의 견해는 은산분리원칙을 완화하는 일은 시기상조라는 것이다. 은행의 소유 경영 구조에 대한 제한을 완화하게 되면 소위 재벌이 은행업에 진출하는 길을 열어주는 셈이 되는데 그렇게 한다고 해서 은행업이 세계의 일류 기업으로 거듭날 것이라는 보장은 없는 반면 산업자본이 은행의 경영권을 장악했을 때 오는 부작용은 심각해질 수 있기 때문이다. 은산분리 원칙을 완화하자는 주장은 그 주요 논거로 'A 재벌이 A 은행을 소유 경영하게 되면 A 재벌이 A 산업을 세계 초일류 기업으로 발전시킨 것처럼 A 재벌이 A 은행도 세계 초일류 은행으로 성장시킬 것이므로 결과적으로 국민경제에 도움이 된다'는 점을 내세우고 있다. 물론 그렇게 될 수도 있겠지만 그러나 그렇게 되지 않을 가능성도 크다. 그 증거로 다수의 재벌들이 이미 오래 전부터 증권업, 보험업, 카드업 등에 진출해 있음에도 불구하고 그들이 소유해서 경영하는 회사들이 세계의 일류기업으로 발전했다는 증거는 어디에도 없다. 오히려 신용카드 부실화 사태에서 보듯이 초일류 기업으로 평가 받는 재벌 산하의 금융회사들이 명백한 경영실패로 국민경제에 막대한 손실을 초래한 것을 보면 현실은 그 반대인 것으로 판단된다.

새 정부 출범에 즈음해서 또 하나 예상되는 변화는 政策 金融機關의 정비다. 그 대상으로는 한국산업은행이 자주 거론되지만 이 문제는 사실 수출입은행과 기업은행 등 국책은행은 물론 농업협동조합중앙회, 수산업협동조합중앙회, 우편금융 등 특수금융기관 그리고 신용보증기관과 한국자산관리공사 등 금융보조기구의 민영화 여부와 함께 논의할 성질의 것이다. 이 문제에 관해서는 좀 더 체계적인 검토가 필요하다는 것이 필자의 견해다. 한국산업은행의 民營化 여부만 논의할 것이 아니라 정부 산하에 있는 전 금융기관 및 금융보조기관에 관해 과연 그것들이 필요한 것인지, 필요하다 할 때 반드시 정부 산하에 두어야 할 것인지 아니면 민영화함으로써 더 큰 혜택을 얻을 수 있는 것인지 등을 면밀히 검토한 다음, 정부 산하 금융기관 및 금융보조기관 가운데 민영화의 대상을 선별해

(15) 예를 들어 이병운(2006), 전성인(2004), 이동걸·이병운(2007), Hahm & Kim(2006) 등을 보라.

(16) 증권업 및 보험업에 대해서는 이미 금산분리 원칙이 적용되지 않고 있다. 현재 진행 중인 논쟁은 은행과 산업을 분리할 것인가에 관한 것이므로 은산분리원칙에 관한 논쟁으로 부르는 것이 좋다.

서 우선순위를 매긴 다음 예상되는 부작용을 최소화할 방안을 강구하면서 추진해야 할 것이다.

새 정부가 추진해야 할 금융정책 방향과 관련해서 研究開發 投資를 촉진하기 위한 금융시스템을 발전시킬 것을 주장한 하준경(2007)의 연구가 시사하는 바가 크다. 연구개발 투자를 통한 신기술 개발활동은 高收益-高危險이라는 특징을 지니고 있어 적절한 제도적 장치가 갖추어져 있지 않으면 투자가 활성화되기 어려운 특징을 갖는다. 일종의 시장 실패가 발생하게 되는 것이다. 뿐만 아니라 연구개발, 그 중에서도 기초가 되는 연구개발에는 막대한 자금이 소요되지만 그 성과는 공공재의 성격을 지니기 때문에 시장 자율에만 맡겨 두어서는 기초연구에 대한 투자가 제대로 이루어지지 않을 가능성이 높다. 따라서 기초연구에 대한 투자에 있어 정부가 일정한 역할을 맡아야 하고 민간부문이 보다 더 창의적으로 연구개발 투자에 나설 수 있도록 관련 제도를 정비하고 연구개발 투자를 지원하는 금융시스템을 구축할 필요가 있을 것이다. 이는 우리의 연구에서 금융부문의 효율성 개선이(ϕ 의 증가) 금융서비스 생산의 효율성을 높이고 금융중개비용을 절감시키는 것을 통해서도 경제성장률 제고에 기여하지만 금융의 효율성을 높이는 제도 개혁이 경제의 전반적 생산성 A의 증가 속도를 높이는 결과를 낼 때 경제의 장기적 성장률을 더 크게 높인다는 결론과 일치하는 주장이다.

금융개혁을 추진함에 있어서 특히 유의할 것은 금융시장 참여자들이 정부가 추진하는 정책에 반응해서 그들의 행동을 변경한다는 점까지 고려해야 한다는 점이다. 예를 들어 새 정부가 신용불량자들을 구제하는 조치를 취하겠다는 것은, 신용불량자로 분류되어 혹독한 대가를 치르고 있는 수백만 명의 처지를 개선하는 일이므로 바람직한 것으로 보이지만, 신용불량자 구제조치가 그보다 훨씬 더 많은 금융거래자의 유인체계에 나쁜 영향을 주어 오히려 더 많은 신용불량자를 양산할 수도 있음을 감안할 때, 그로 인한 부작용이 만만치 않게 클 것으로 예상된다. 이와 관련하여 정책 변화가 가져올 수도 있는 도덕해이의 문제와 동태적 비일관성으로 인한 부작용을 과소평가하지 않아야 할 것이다.

새 정부가 소홀히 하지 말아야 할 정책 과제 가운데 하나는 그동안 일종의 소외지대로 남아 상대적으로 낙후되어 있는 신협, 농수산물조합, 새마을금고 등 ‘庶民金融機關’의 건전한 발전을 도모하는 일이다. 이들은 출자를 통해 자격을 획득한 조합원을 대상으로 하는 상호부조 기관으로 출발했지만 지금은 농어민, 도시 서민, 영세 상공인 등을 대상으로 한 지역 서민 금융기관으로 변모되어 있다. 이들 서민금융기관은 그 규모가 영세하고 비슷한 성격의 점포들이 동일한 지역에 난립되어 있어 *overbanking*의 전형적인 병폐를 안고 있으며 경영능력이 뒤떨어져 수익성이 아주 낮으며 재무 건정성도 매우 불량하다. 서민

금융기관은 동질적인 특성을 지닌 고객을 대상으로 하는 예대업무에 주력하고 있어 조직이나 기능이 유사함에도 불구하고 설립근거나 감독체계, 그리고 예금자보호제도 등에서는 제각각이다. 서민금융기관의 대규모 잠재부실을 과감히 정리하고, 유사 중복 기관의 統廢합을 통해 구조를 대폭 조정하고, 종업원의 교육 훈련을 통해 경영능력을 증진하고, 감독 및 예금자 보호제도를 통일하는 등의 조치가 이루어져야 할 것이다. 금융기관 가운데서 본인-대리인 문제가 가장 심각하게 발생하는 곳이 서민금융기관이다. 주인인 ‘庶民 顧客’과 조합원의 대다수가 자금, 지식, 연줄, 정보 등 모든 면에서 대리인인 경영자나 경영자의 지시를 받는 종업원에 비해 열세에 놓여 있기 때문에 그렇다. 따라서 서민금융기관의 문제는 당사자들에게만 맡겨두어서 해결될 성질의 것이 아니다.⁽¹⁷⁾

새 정부가 역점을 두어야 할 또 하나의 과제는 금융의 국제화를 더 철저하게 추진하는 일이다. 金融國際化는 두 가지 방향에서 이루어져야 할 것이다. 하나는 서울을 國際金融都市로 키워나가는 일이고 다른 하나는 우리나라 金融機關의 國際化를 꾀하는 일이다. 외환위기 이후 외국 금융기관 및 외국 자본의 국내 금융시장 진출이 이루어지기는 하였으나 서울은 아직도 국제금융의 변방 도시에 불과하다. 국제금융도시 순위 평가에서 전 세계 46개 도시 가운데 서울이 42위를 기록하여 홍콩(3위), 싱가포르(4위), 도쿄(10위)는 물론 상하이(30위), 오사카(36위), 베이징(39위)에도 뒤처진 데서 그런 사실을 짐작할 수 있다.⁽¹⁸⁾ 국내 금융기관의 국제화 역시 극히 초보적인 단계에 있다. 금융기관의 해외진출 실적이 미미하며 외국인이나 외국 기업을 주고객으로 하는 국내 금융기관은 전무하다. 우리나라가 국제금융의 중심지가 되고자 한다면, 예를 들어, 다수의 일본인과 일본 기업, 그리고 중국인과 중국 기업이 우리나라 금융기관과 금융시장을 자기네 것처럼 자유롭게 활용할 수 있게 만들어야 한다. 인터넷 금융을 활용한다면 지금이라도 당장 그들을 우리나라 금융기관과 금융시장의 고객으로 끌어들이 수 있다. 일본의 ‘와타나베’ 아주머니나 100만 명이 넘는 것으로 추산되는 중국인 백만장자들을 금융고객으로 끌어들이지 못할 까닭이 어디 있겠는가? 물론 현행의 금융관련 규범과 제도가 그것을 허용하고 있지 않으며 우리의 금융기관이나 금융시장이 그들을 고객으로 끌어들이 자세도 준비도 되어 있지 않다. 아직까지는 일본이나 중국의 금융 시스템 역시 그런 체제를 갖추고 있지 않지만 세계화의 추세로 볼 때 그들이 언제까지나 자국 시장만 바라보고 있지는 않을 것이 분명하다. 그러므로 우리가 우물 안 개구리 같은 좁은 사고에서 벗어나 세계의 모든 주

(17) 이와 관련하여 전선애(2007)를 참고하라.

(18) Z/Yen사가 발표하는 Global Financial Centres Index의 2007년 9월 순위를 나타낸다. www.zyen.com을 보라.

면과 기업을 상대로 금융 활동을 전개할 수 있는 시스템을 그들보다 먼저 갖추어야 경쟁에서 승리할 수 있을 것이다.⁽¹⁹⁾

서울大學校 經濟學部 教授

151-746 서울특별시 관악구 관악로 599

전화: (02)880-6476

팩스: (02)886-4231

E-mail: jisoon@snu.ac.kr

참 고 문 헌

구본성(2007): “외환위기 이후 국내 간접금융의 구조적 변화와 향후 과제,” 『금융연구』, **21**, 별쇄, 29-53.

김대식·윤석현(2005): “금융감독기구의 개편방안,” 『금융학회지』, **10. 1**, 201-239.

김동환(2007): “금융산업의 변화와 향후 과제,” 『금융연구』, **21**, 별쇄, 1-27.

김홍범(2007): “금융규제감독의 경과와 개선 과제,” 『금융연구』, **21**, 별쇄, 55-123.

김홍수(2006): “내생적 경제성장과 금융발전,” 『금융학회지』, **11. 3**, 67-90.

박찬일·이우현(2005): “금융제도의 발전과 경제성장의 관계: 동북아 국가들의 경험을 중심으로,” 『계량경제학보』, **16. 3**, 1-19.

신선우(2004): “금융자유화, 금융발전 및 경제성장간의 관계분석,” 『지역개발연구』, **36. 1**, 41-74.

여은정(2007): “외국자본이 국내산업에 미치는 영향과 시사점,” 『금융동향』, 가을호, 124-132.

이동걸(2006): “금융정책의 투명성 및 신뢰성 제고,” 『주간 금융브리프』, **15. 12**, 10-11.

이동걸·이병윤(2007): “우리나라 금융부문의 지배구조,” 『지속적 경제발전을 위한 금융의 역할』, 한국금융연구원 개원 15주년 기념 심포지엄집, 84-109.

이병윤(2006): “금산분리 관련 제도의 현황과 논점,” 『금융연구』, **20**, 별쇄, 1-40.

이지순(2007): 『정부와 경제성장: 이론적 고찰』, 국회예산정책처 연구보고서.

전상준(2007): “금융발전과 경제성장의 관계,” 『경제발전연구』, **13. 1**, 113-152.

(19) 이와 관련하여 최도성(2007)을 참고하라.

- 전선애(2007): “서민금융활성화를 위한 예금보험제도 개선방안,” 예금제도발전협의회 학술 심포지엄 자료집, 1-77.
- 전성인(2004): “산업자본과 금융자본 분리에 관한 제도적 정비: 한국과 미국의 경우를 중심으로,” 『산업조직연구』, **12**, **2**, 83-113.
- 정운찬·김홍범(2007): 『화폐와 금융시장』, 율곡출판사.
- 조복현(2005): “외환위기 이후 금융개혁의 경제적 효과,” 『사회경제평론』, **24**, 211-256.
- 최도성(2007): “국제금융센터의 비전과 과제,” 한국금융학회 2007년 추계심포지엄자료집.
- 하준경(2007): 『연구개발 투자의 촉진을 위한 금융시스템』, 한국금융연구원 금융조사보고서 2007-07.
- 한국개발연구원(2007): 『외환위기 극복과 재도약의 10년』, 공개토론회 자료집.
- Bencivenga, V. R., B. D. Smith, and R. M. Starr(1995): “Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth,” *Journal of Economic Theory*, **67**, 153-177.
- Claessens, S.(2007): “Current Challenges in Financial Regulation,” 『지속적 경제발전을 위한 금융의 역할』, 한국금융연구원 개원 15주년 기념 심포지엄, 40-54.
- Diamond, W.(1984): “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, **51**, 393-414.
- Diamond, W., and P. Dybvig(1983): “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, **91**, 401-419.
- Galor, O., and J. Zeira(1993): “Income Distribution and Macroeconomics,” *Review of Economic Studies*, **60**, 35-52.
- Greenwood, J., and B. Jovanovic(1990): “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income,” *Journal of Political Economy*, **98**, 1076-1107.
- Hahn, J. K., and J. K. Kim(2006): “Risks and Supervisory Challenges of Financial Conglomerates in Korea,” 『한국개발연구』, **28**, **1**, 145-191.
- Jolmstrom, B., and J. Tirole(1998): “Private and Public Supply of Liquidity,” *Journal of Political Economy*, **106**, 1-40.
- King, R., and R. Levine(1993): “Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence,” *Journal of Monetary Economics*, **32**, **3**, 513-542.
- Lee, J.(2006): “Financial Reforms: Benefits and Costs,” *Seoul Journal of Economics*, **19**, **4**, 343-380.
- Levine, R.(2005): “Finance and Growth: Mechanism and Evidence,” in P. Aghion, and S. N. Durlauf(eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.

Rebelo, S.(1991): “Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth,” *Journal of Political Economy*, **99**, June, 500-521.