

高度成長期 日本金融의 構造와 役割

鄭 雲 燦*

.....<目 次>.....

I. 序論—分析視角의 設定
II. 高度成長期 日本의 金融構造
III. 高度成長期 日本金融의 役割
IV. 結論—韓國에의 示唆

I. 序論—分析視角의 設定

經濟의 高度成長은 實物部門의 成長못지 않게 金融部門의 成長을 수반하지 않고서는 불가능하다. 1950年代 中盤에서 1970年代 初盤에 이르는 기간에 걸쳐 設備投資와 輸出主導로 전례없는 高度成長을 이룩하였던 日本經濟의 경우도 마찬가지로 高度成長過程에서 金融部門이 적극적인 역할을 수행하였다. 따라서 현재 지속적인 成長을 꾀하는 우리로서는 이 기간동안의 日本金融部門에 관한 역사적 고찰을 통해 몇 가지 유익한 교훈을 얻을 수 있으리라 생각된다.

이 글은 高度成長期(1950年代 中盤~1970年代 初盤)의 日本金融部門을 고찰하는 데 주안점을 두고 이를 다음과 같은 두 가지 차원에서 다루고자 한다. 하나는 高度成長期 日本의 金融構造를 분석하는 것이고, 다른 하나는 슈페터(J.A. Schumpeter)의 이론을 원용하여 高度成長過程에서 日本의 金融이 수행한 역할을 평가하는 것이다.

일반적으로 金融構造란 金融에 관한 法, 規制, 慣行 등 金融去來의 전제가 되는 金融制度(靜態의 形式), 金融이 충족되는 형태 즉 金融機關, 企業, 個人 등 각 경제주체의 金融去來樣相(動態의 內容), 그리고 金融制度나 金融去來樣相의 배경을 이루는 實物的 要因(外的 要因) 등의 상호의존관계를 말한다.⁽¹⁾ 金融制度는 어느 나라에서나 歷史的으로 형성되

* 本研究所 研究員, 서울大學校 經濟學科 敎授

(1) 金融構造는 좁은 의미로는 金融制度, 조금 넓은 의미로는 金融制度和 金融去來樣相을 합한 것, 그리고 가장 넓은 의미로는 金融制度, 金融去來樣相과 實物的 要因이라는 3자의 상호의존관계로 볼 수 있다. 이 글에서는 달리 언급이 없는 한 金融構造를 가장 넓은 의미로 해석하기로 한다. 이것은 金融構造를 보다 包括的이고 動態的으로 이해하기 위함이다.

는 것으로 각 시대의 實物的 要因과 밀접한 연관을 맺고 있으며 이 연관속에서 各經濟主體의 金融去來가 이루어진다. 따라서 實物的 要因이나 金融制度가 바뀌면 金融去來의 樣相이 바뀌며 또 金融去來의 樣相의 변화가 實物的 要因이나 金融制度의 변화를 가져오기도 한다. 그러나 金融構造가 안정된 상태에 있을 때에는 金融制度, 金融去來樣相과 實物的 要因이 각각 조화를 이루면서 일정한 연관상태를 유지하게 된다.

金融構造의 分析은 이러한 정형화된 연관관계를 파악하는 것 자체로서도 중요한 의미를 지니지만 특히 이 글에서는 經濟成長過程에서 金融이 수행하는 역할을 평가하기 위한 기초 작업으로서의 의미를 지닌다.

한편, 슈페터는 金融이 經濟成長過程에서 다음과 같은 역할을 해야한다고 역설하였다. 첫째, 어떤 經濟體制에서건 經濟의 핵심은 企業이므로 金融機關은 企業에게 成長을 위하여 필수불가결한 投資資金을 싼 값으로 충분히 공급하여야 한다. 둘째, 金融機關은 貸付를 신청한 企業의 투자내용을 면밀히 심사하여 대부하고, 대부한 후에는 기업에게 유익한 조언을 제공하여야 한다. 셋째, 金融機關은 많은 저축자들이 선호할 수 있는 金融資產을 발행하여 저축을 흡수하고 그것을 投資者에게 연결하는 金融仲介機能을 원활하게 수행하여야 한다.

이러한 두 가지 분석시각을 기초로 하여 이 글은 다음과 같이 구성된다. 서론적인 I節의 分析視角의 設定에 이어 II節에서는 高度成長期 日本의 金融構造를 分析한다. 즉 당시 日本의 實物的 要因, 金融制度 및 金融去來樣相을 分析하고 이들의 상호관계를 고찰한다. III節은 金融과 經濟發展에 관한 슈페터의 이론을 소개하고, 이를 기준으로 高度成長期 日本金融의 역할을 평가한다. 마지막으로 IV節은 결론부분으로서 韓國과 日本의 경험을 간단히 비교함으로써 韓國에의 시사점을 이끌어 낸다.

II. 高度成長期 日本의 金融構造

1. 實物的 要因(外的 要因)

2次大戰 직후의 부흥기간중 日本經濟는 勞動力은 풍부하나 資本設備과 原資材가 부족한 상황에서 設備投資와 輸出 및 原資材 確保를 經濟政策의 최우선 과제로 삼았다.

이러한 政策은 1950年代 中盤以後에도 계속되어 輸出・投資主導型 高度成長期의 金融構造에 대해 實物的인 條件으로 작용하였으며 그 후 20년간 상대적으로 안정적인 金融構造를 형성하는 데 기초가 되었다.

高度成長期の日本經濟의 특징은 政府-金融-産業의 복합체로 요약될 수 있다.⁽²⁾ 戰後美國은 日本의 非軍事化와 經濟의 民主化에 초점을 맞추어 財閥의 解體를 추진하였다. 그 과정에서 미쓰이, 쓰미토모, 아다, 미쓰비시 등의 4大財閥을 비롯하여 「持株會社整理委員會」가 持株會社로 지정한 83개의 회사가 해체되었다. 그리고 企業支配의 人的 構造인 財閥家族을 없애기 위해서 이들이 보유한 유가증권을 처분하도록 하였다.

이러한 財閥解體로 인한 경영진의 세대교체로 日本經濟는 일대 혁신을 맞이하였다. 이는 새로운 技術革新(소위 「第2次 産業革命」)에 적합한 새로운 産業體制와 經營方式을 위해 바람직한 것이었다. 이와 때를 같이 하여 銀行中心의 새로운 企業集團이 형성되었다. 그것은 銀行이 解體對象企業에서 제외된 후 戰前의 財閥機關의 性格에서 탈피하여 새로운 企業集團과 상호협력체제를 구축한 결과이다.

銀行中心의 새로운 企業集團은 1955年頃以後 舊財閥 關聯企業의 활동이 자유롭게 됨에 따라 舊財閥系의 大銀行을 중심으로 형성되었다. 그러나 그 성격은 舊財閥과 달랐다. 舊財閥體制가 持株會社를 중핵으로 하는 엄격한 결합체이었던 데 비해, 새로운 企業集團은 銀行을 중심으로 하되 各種企業들이 협동적으로 또는 개별적으로 銀行과 계열관계에 있는 상태였다. 또한 構成企業들 상호간에 서로 협조는 하였지만 집단적인 意思決定機關은 존재하지 않았다.

이러한 상황에서 政府는 銀行-企業 複合體制의 經濟活動에 産業政策의 초점을 맞추고 새로운 企業集團을 중심으로 中小企業을 계열화시킨 다음 企業集團間의 경쟁을 조장하고 企業集團이 시장추세에 신속적으로 대응하도록 유도하는 대신 이들을 對外的인 競爭壓力에서 보호하였다.

政府는 이와 같이 政府(日本銀行, 大藏省, 通産省)-銀行-大企業-中小企業이라는 매개고리를 이용하여 高度成長을 추진하였다. 이 때 국가의 역할은 두 가지 의미를 지녔다. 하나는 最適의 長期展望을 지닌 産業을 保護·育成하는 것이고, 다른 하나는 政府支援에서 배제된 사회부문에 그들의 희생이 國民經濟의 성공을 위하여 필요하다고 설득하는 것이었다.⁽³⁾

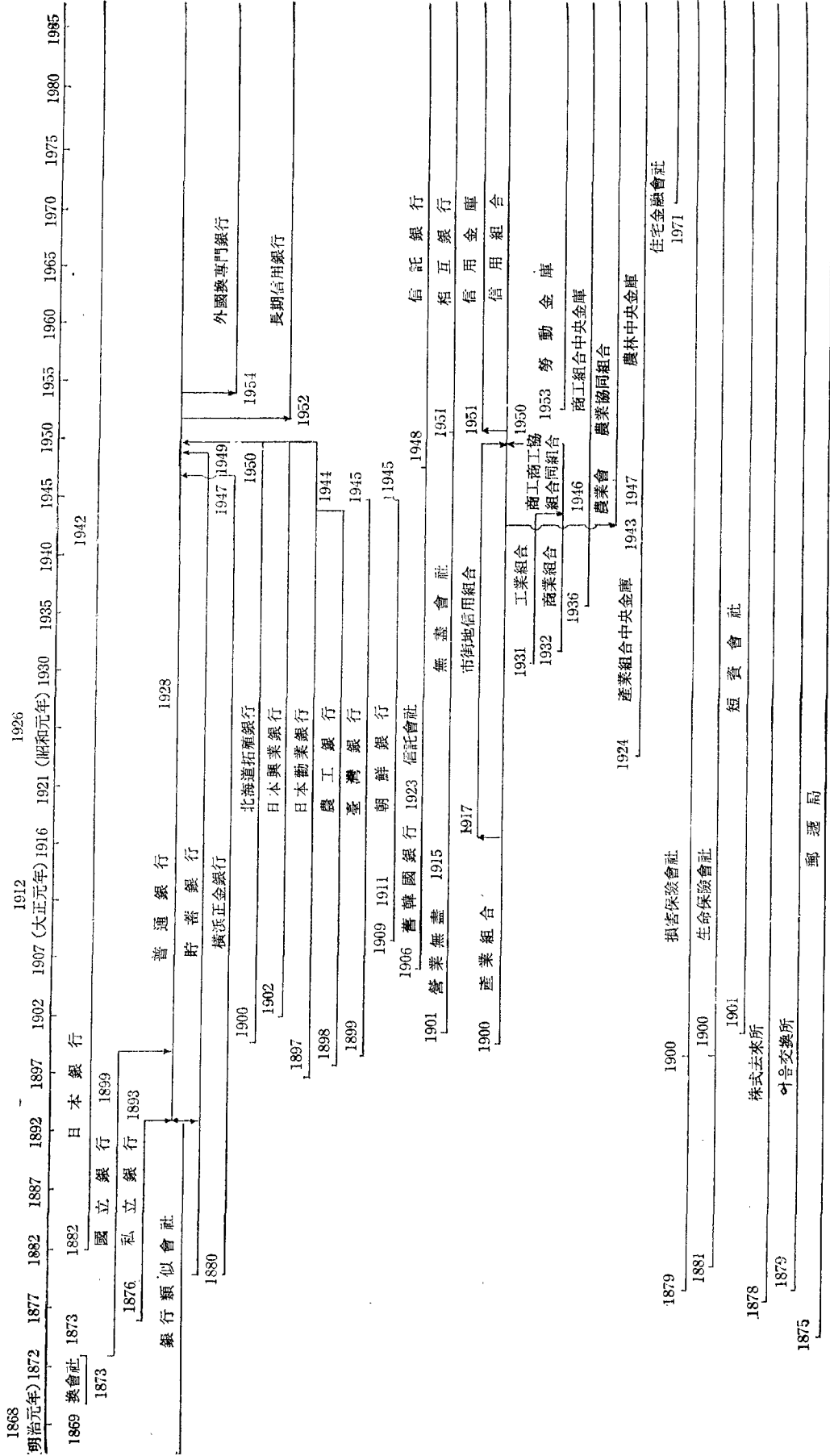
2. 金融制度(靜態的 形式)

高度成長期間中에는 金融制度에 눈에 띄만한 변화는 없었다(〈表 1〉參照). 왜냐하면 부

(2) 戰後 日本의 政府-金融-産業 複合體制에 관해서는 金裁元(1988) 및 Eccleston(1986)를 參照.

(3) 日本은 전통적으로 政府의 直接指導를 통해 貨幣金融指導를 운영해 왔으며 다른 經濟主體들은 이를 무리없이 받아들였다. 이러한 현상의 사회경제적인 배경은 Prindl(1981)에 설명되어 있다.

〈表1〉日本金融機關の系譜



(參考) 「日本銀行法」施行 1942年 3月
 「銀行條例」・「貯蓄銀行條例」施行 1873年 7月
 「銀行法」施行 1928年 1月

흥기에 이미 經濟民主化 政策의 일환으로 金融制度의 큰 틀이 형성되었고 또 당시 조속한 經濟自立과 失業問題解消를 추구하는 과정에서 작은 변화가 많이 나타났기 때문이다. 이러한 것들은 高度成長期 金融制度의 기본적 틀을 제공해 주는 계기가 되었다.

먼저 戰後의 經濟民主化 政策의 일환으로 추진된 財閥解體過程에서 普通銀行은 큰 영향을 받았다. 즉 財閥銀行의 비중이 작아지고 또 銀行의 財閥銀行의 性格도 약화된 것이다. 그러나 占領政策의 변경에 따라 銀行 등 金融機關이 「過度經濟力集中排除法」의 적용에서 제외되자 金融의 産業에 대한 우월한 지위가 확보되었다. 다시 말해서 財閥系 銀行은 持株會社의 解體에 따라 방출된 財閥系 企業株式의 많은 부분을 소유함으로써 후일 새로운 企業集團의 형성에서 중심적인 역할을 하게 된 것이다. 그 결과 資本市場의 부진속에서 都市銀行은 長期産業金融까지 수행하는 兼業的 性格을 띠면서 戰後 金融의 中心的 役割을 하였다.

또한 당시 日本政府는 조속한 自立經濟의 달성과 失業問題의 해소에 政策의 초점을 맞추었는데, 그 일환으로서 金融機關을 재편성하였다.⁽⁴⁾ 즉 소수의 대규모 都市銀行과 1縣 1行의 地方銀行 등 普通銀行을 중심으로 하여 첫째, 經濟自立의 達成, 産業合理化 또는 輸出振興이라는 과제는 長期信用銀行, 信託銀行을 중심으로 하는 民間長期金融機關과 外國換專門銀行 등의 창설 및 업종전환으로 대처하되 日本開發銀行, 日本輸出入銀行 등 새로이 설립된 政府金融機關이 이를 보완하도록 하며 둘째, 失業의 解消, 二重構造問題에 대해서는 中小金融機關을 相互銀行, 信用金庫라는 형태로 재편성하는 동시에 農林系統 金融機關을 정비한 다음 이를 中小企業金融公庫나 農林漁業金融公庫 등 政府金融機關이 보완하도록 하였다.

한편 銀行業과 證券業은 1928년 「證券去來法」 第65條에 의해 법적으로 분리되었는데 전쟁 및 급속한 자본축적과정에서 야기된 인플레이션으로 인한 金融資産價値의 下落으로 資本市場이 저조하여 企業은 資金調達을 대부분 金融機關借入에 의존할 수 밖에 없었다. 이에 따라 銀行의 企業에 대한 압도적인 影響力, 銀行業의 證券業에 대한 優位性이라는 金融構造가 저절로 형성되었다.

또한 1949년에 「外國換管理法」이 시행되어 內外金融市場을 엄격히 분리·규제했던 것도 주목할 만한 사실이다.

이상과 같은 金融制度의 재편·정비는 명확한 사전준비에 따라서 진행되었다기보다는 그때 그때의 긴급한 필요에 맞추는 형태로 실시되었으나 결과적으로는 상당히 체계화되어 高

(4) 이 절의 논의는 日本銀行(1987)을 많이 참조한 것이다.

高度成長期 金融制度의 기본적 골격을 형성하였다. 이는 곧 부흥기의 金融制度가 이미 高度成長을 지원할 수 있는 체제로 편성되었음을 의미한다. 즉 政府가 利子率과 資金配分을 철저히 규제한 결과, 利子率은 항상 均衡水準보다 낮게 책정되어 企業의 金融費用을 덜어 주었고, 자금은 窓口指導를 통하여 重化學工業 등 高度成長 先導部門의 設備投資에 쓰여지도록 유도되었다.

1947年 12월에 공표·시행된 「臨時金利調整法」은 당시의 경제생활에 비추어 金利의 급격한 변화는 바람직하지 않다는 입장에서 「臨時的」으로 제정된 것이었으나 경직적인 低利子率은 高度成長期에 하나의 金融制度로서 확고한 위치를 차지하고 장기간 존속되었다.

政府가 資金配分에 적극적으로 개입하게 된 것은 1947年 3月の 金融機關資金融通準則과 그에 따른 融資規制에 연유한다. 당시 實物部門에서는 石炭·鐵鋼의 생산에 중점을 두는 傾斜生産方式를 채택하고 있었는데 金融部門도 이에 호응하기 위하여 金融機關의 貸出에 대해 設備資金, 運轉資金別로 産業의 종류를 구분한 다음 높은 順位の 産業에 우선적으로 대출하고 낮은 順位の 産業에는 원칙적으로 대출을 억제하고 있었던 것이다. 政府는 처음에는 民間金融機關을 통한 資金의 配分에 관여하다가 이에 만족하지 않고 資金配分의 역할을 직접 담당하기 위해 政府金融機關인 日本開發銀行(1951)과 日本輸出入銀行(1952)을 설립하였다. 이들이 공급하는 資金量은 상대적으로 그리 많지는 않았으나 配分된 資金이 重要産業으로 흘렀으며 또 政府銀行의 貸付承認이 종종 民間銀行에게 政府의 資金配分順位를 알려주는 신호로 작용하였다는 점에서 상당한 질적 비중을 갖는 것이었다.

이상과 같은 日本의 金融制度는 高度成長期間을 통하여 매우 안정적으로 유지되었다. 이제 日本金融機關들의⁽⁵⁾ 기능 및 특성을 規制者와 被規制者로 나누어 보다 구체적으로 살펴보기로 하자.

1) 規制者

i) 大藏省(MOF) : 전통적으로 日本政府는 大藏省을 통하여 金融制度면에서 중요한 規制役割을 수행하여 왔다. 大藏省은 주로 규정(ordinances)과 통첩(notifications)을 통해 銀行과 證券會社 활동의 대부분을 직접적으로 규제하였다. 즉 銀行部門에 대하여는 支店擴張, 金融商品의 종류, 대부분의 利子率 등을 통제하였고, 證券部門에 대하여서도 支店の擴張, 企業의 債券發行市場에의 參與, 그리고 發行市場에서의 收益率 등을 통제하였다.

ii) 日本銀行(BOJ) : 日本銀行의 주요책임은 金融政策의 管理였다. H. Patrick은 1960年代 金融政策의 中心手段이 「窓口指導(window guidance)」였다고 주장하였다. 이는 都市銀

(5) 日本의 金融制度에 대한 行政學의 研究는 Horne (1985)을 參照.

행에 대해 日本銀行이 사용한 일종의 도덕적 수단으로 都市銀行의 企業에 대한 與信의 增加率을 결정하는 데 중요한 역할을 하였다. 그러나 Y. Suzuki는 窓口指導가 단지 보완적인 수단이었으며 오히려 利子率의 조적이 金融政策의 주요수단이었다고 주장하였다.

金融政策의 決定은 日本銀行의 영역이었지만, 현실의 정책은 경제활동상태, 인플레이션, 大藏相과 日本銀行 總裁 사이의 관계, 그리고 政治的 期待 등을 포함하는 複合的 要因을 반영하였다. 大藏省과 日本銀行은 대부분의 경우 긴밀히 협조하였으나 견해의 불일치도 흔하였는데 대개 확장적 금융정책기에는 大藏省의 영향이 컸고, 긴축적 금융정책기에는 日本銀行의 영향력이 보다 컸다.

2) 被規制者：銀行과 證券部門

日本の 銀行制度는 英國의 영향을 받아 分業主義原則에 의해 조직되었다. 1928년 「證券去來法」에 의해 銀行들은 國公債를 제외한 證券業務를 영위할 수 없었으며, 銀行의 信託業務도 戰後에는 분리되어 信託銀行으로 통합되었다. 또한 長短期金融에 있어서도 銀行의 長期貸出業務가 확대되어 온 것이 사실이나 자금조달 및 운용의 最長期間에 대한 行政指導와 각종 長期金融期間의 존재는 長短期金融分離의 原則이 유지되어 왔음을 의미한다. 그 외에 金利規制 및 外換規制가 이상의 業務領域統制를 보완하는 역할을 수행하였다. 이하에서는 각 금융기관의 특징 및 기능을 간략히 살펴본다.

i) 都市銀行：都市銀行은 거대한 商業銀行이다. 都市銀行은 大企業部門과 밀접한 관계를 유지하였고 受信高로 자금수요를 충족시킬 수 없었기 때문에 콜(call)市場, 商業어음市場, 그리고 日本銀行으로부터의 借入으로 이를 보충하였다.

ii) 地方銀行：자금원이나 지점망의 규모에서 都市銀行보다 작으며, 都市銀行과는 달리 대부분 中小企業과 밀접히 연결되어 있다. 또한 전통적으로 地方政府의 銀行으로 기능하며 地方政府와 긴밀한 관계를 유지하였다. 그리고 대개 與信보다 受信이 많아서 잉여자금은 콜시장을 통하여 주로 都市銀行에 흘러들어 갔다.

iii) 長期信用銀行과 信託銀行：이 둘은 産業의 長期資金을 공급하였다. 長期信用銀行은 규제된 利子率을 지급하는 채권발행을 통해서 자금을 조달하였다. 그들의 존재는 유통가능한 證券市場의 육성에 주요 장애 중의 하나였다. 한편 信託銀行의 주요자금원천은 신탁기금인데 이것은 2年~5年 만기의 定期預金과 비슷하였다.

iv) 相互銀行：相互銀行은 8억엔 이하의 자금을 가진 企業과만 去來를 할 수 있었으며 총여신의 20% 이상을 地方政府 또는 大企業에 貸付하지 못하도록 금지당하는 등 여러가지 제약에 놓여 있었다. 이러한 제약은 이들이 地方銀行과 경쟁하는 것을 막기 위한 것이었

다. 그 결과 相互銀行의 평균 수신고는 地方銀行에 비해 약 1/3정도였다.

v) 郵便貯金制度; 郵便貯金制度는 자금을 사용하는 권한이 없기 때문에 정상적인 의미에서 金融機關이 아니다. 그러나 전국적으로 22,000개의 지점을 가졌기 때문에 자금수집능력이 매우 컸다. 郵便貯金制度에 예금된 자금은 大藏省에 貸付되었고, 大藏省이 이 자금의 용도를 결정하였다.

vi) 外國銀行; 1950年代 中葉~70年代 初期에 外國銀行의 주요기능은 長期與信과 貿易金融 등을 통해 外換을 안정적으로 공급하는 것이었다. 그러나 日本企業과 銀行의 金融技術이 증가함에 따라, 外國銀行에 대한 수요는 점차 떨어지고 그 수익성도 하락하였다.

vii) 證券會社; 「證券去來法(SEL)」은 증권회사에게 채권과 주식(정부채권 제외)의 인수와 거래에 있어서 사실상의 독점을 주었다. 또한 政府는 株式의 大衆化를 위한 여러가지 조치를 취하였다. 그러나 證券市場의 정상적인 발전은 1960年代 후반기에나 이루어졌다.

공·사채시장에서는 1949年 사채발행이 재개되었으나 당시에는 金融仲介機關에 의한 소화가 대부분이고 사실상 日本銀行과 受託銀行이 매월 유가증권 起債의 量과 質을 결정하는 관리된 형태의 시장이었다. 金利規制가 엄격히 운영되고 있던 상황에서 사채는 사실상 대출의 변형일 수 밖에 없었기 때문이다. 「證券去來法」65조는 戰前 사채시장에서 우월한 위치를 차지하고 있던 大銀行의 영향력 배제를 위하여 金融仲介機關의 증권업무를 원칙적으로 금지하였으나 실제로 사채시장에서의 은행의 우월적 지위에는 그다지 변화가 없었다.

3. 金融去來의 樣相(動態的 內容)

高度成長期 日本의 金融去來상의 특징은 美國, 英國, 西獨, 프랑스 등 西歐諸國의 그것과 비교해 볼 때 超過與信(overloan), 過多借入(overborrowings), 銀行流動性的 不均衡, 間接金融의 優位 등으로 정리될 수 있다.⁽⁶⁾ 이하에서는 이들 각각의 내용을 살펴 보기로 한다.

첫째, 超過與信은 테크니칼하게 정의하자면, 銀行의 대차대조표(表 2) 參照)에서 預金과 資本金 이상으로 貸出 및 投資를 하고 있는 상태, 즉 中央銀行貨幣과 二次準備資産의 합보다 借入金이 더 큰 상태이다.

그러나 二次準備資産(call 貸付, 短期政府證券, 어음再割引市場에서 유통되는 商業어음 등 쉽게 中央銀行貨幣로 전환될 수 있는 유동성이 높은 자산)과 貸出 및 投資의 구별이 모호하기 때문에 超過與信을 中央銀行貨幣보다 借入金이 더 많은 상태로 정의하는 것이 더 편리할 때도 있다.

(6) 日本의 金融去來의 樣相에 대해서는 Suzuki(1980)과 Patrick and Rosovsky(1976) 및 Horne(1985) 參照.

〈表 2〉은행의 대차대조표

中央銀行貨幣 二次準備資産	借入金
貸出 및 投資	預資本金

〈表 3〉超過與信：國際比較(1972年 12月 現在)

	單位	金融機關의 對中央銀行預置金 (A)	中央銀行의 金融 機關에 대한 貸出金 (B)	(A-B)
日本	¥ 10억	374	2,122	-1,748
美國	\$ 100만	28,667	2,088	26,579
英國	£ 100만	343	41	302
西獨	DM 100만	46,388	20,178	26,210
프랑스	Fr. 100만	48,539	11,352	37,187

資料：Suzuki (1980, p.8).

〈表 4〉企業金融의 國際間 比較(1966~70)(%)

	美國	英國	西獨	프랑스	日本
內部金融	69.4	51.4	63.1	65.0	40.0
外部金融	30.6	48.6	36.9	35.0	60.0
直接金融	18.2	38.3	7.3	27.4	11.0
間接金融	12.4	10.3	29.6	7.6	49.0

資料：Suzuki (1980, p.14).

超過與信은 미시적인 측면과 거시적인 측면을 갖는다. 전자는 個別銀行에 관한 것이고, 후자는 銀行制度 전체에 관한 것이다. 그런데 借入金은 銀行間 去來를 나타내므로 미시적으로는 個別銀行이 超過與信 상태에 있을 수 있으나 이들 銀行사이의 去來는 銀行制度 전체의 관점에서는 서로 상쇄된다. 따라서 거시적인 의미에서 超過與信은 銀行制度가 전체적으로 中央銀行 借入金에 의존하고 있을 뿐만 아니라 이 상태가 장기적으로 유지됨을 의미한다.

超過與信은 자본시장이 발달하지 않았던 高度成長期에 은행의 입장으로는 企業의 급증하는 資金需要를 충족시켜 주기 위해 日本銀行으로부터의 借入金에 의존할 수밖에 없었기 때문에 야기된 것이다. 한편 日本銀行으로서도 당시 화폐공급 조절수단으로 지불준비율변경은 한계가 있고, 公開市場操作은 자본시장의 미개발때문에 시행하기가 어려웠으므로 超過與信의 조절에 의한 본원통화공급 조절을 거의 유일한 金融政策의 수단으로 사용하였다.

그러므로 日本銀行은 超過與信 상태를 지속시키고자 하였으며 그 결과 超過與信은 日本銀行의 특수한 화폐공급방식을 규정지어 주었다.

즉 超過與信의 개념을 다른 나라에도 적용하여 超過與信 상황을 국제적으로 비교해 보면 (<表 3> 參照) 日本만이 中央銀行이 純貸付者인 유일한 나라임을 알 수 있다. 그런데 日本에서는 銀行이 처음 설립된 이래 계속해서 超過與信이 金融構造를 특징지어 왔다.

둘째, 過多借入은 기업의 자금조달과 관련된 현상으로서 企業이 銀行으로부터의 차입에 지나치게 의존하는 상황을 가리킨다. 이러한 過多借入은 企業의 內部金融水準이 상대적으로 낮다는 점과 外部金融에 있어서도 증권발행을 통한 直接金融의 비중이 낮다는 데 기인한다. (<表 4> 參照)

기업의 過多借入은 二次大戰以後에 본격화되었다. 銀行-企業 複合體制와 관계되는 활발한 투자행태는 內部資金으로는 충족될 수 없는 자금부족상황을 야기하였다. 그런데 회사채와 주식에 대한 수요가 작기 때문에 민간기업들은 銀行借入에 의존하지 않을 수 없었다. 더욱이 그룹내 은행의 존재는 過多借入을 촉진하였다. 왜냐하면 은행과 기업의 밀접한 접촉이 情報의 非對稱性을 줄이고 빠르고 믿음만한 信用分析을 가능하게 하였기 때문이다.

그리고 기업들이 株式發行보다 銀行借入을 선호한 데는 또 다른 이유가 있었다. 配當支拂에 비해 利子費用은 세금이 공제되었고 따라서 負債의 費用이 株式의 費用보다 훨씬 낮았기 때문에 負債-株式 比率는 높이 솟아 올랐다. 美國의 경우 높은 負債-株式 比率를 가진 기업은 위험하다고 인식된다. 왜냐하면 信用을 회전시키는 것이 불확실하고 기업이 收益性에 관계없이 고정된 이자를 지불해야 하기 때문이다. 하지만 이것이 日本에서는 다른 의미를 갖는다. 銀行-企業 複合體制 아래에서 기업은 사업이 악화되는 경우에 자동적으로 信用回轉을 보장받고 利子支拂의 연기 또는 축소를 피할 수 있다. 반면 配當支拂은 종종 固定負債가 된다. 왜냐하면 기업은 종종 일정수준 이상의 지속적인 配當支拂을 고수해야 하기 때문이다. 따라서 日本의 負債-株式 比率는 美國과는 반대로 해석하는 것이 바람직하다.⁽⁷⁾

한편, 超過與信이 주로 日本銀行과 都市銀行 사이의 관계를 나타내는 것(本源通貨의 供給問題)이라면, 過多借入은 銀行과 企業사이의 관계(企業의 資金調達問題)를 나타내는 것이다. 따라서 양자를 동전의 양면처럼 시각을 달리하는 동일한 현상으로 이해함은 잘못이다. 물론 企業部門이 銀行의 超過與信의 주요대상이므로 양자가 현실에 있어서 밀접히 연결되어 있는 것은 틀림없지만 過多借入이 시정되어도 超過與信은 존재할 수 있으며 또 그

(7) Min(1988, pp.55-6) 參照.

역으로 超過與信이 시정되어도 過多借入은 존재할 수 있다.

세계, 都市銀行과 地方銀行 사이의 流動性의 不均衡은 都市銀行의 준비자산이 負(-)인 반면 地方銀行의 그것은 正(+)인 상태, 즉 貸付市場, 銀行間貸付・預金市場 등에서 전자는 항상 借入者로 그리고 후자는 항상 貸付者로 나타나는 현상을 가르킨다. 美國과 유럽諸國에서는 日本에서처럼 두 개의 은행그룹사이에 지속적인 貸付者-借入者 관계가 존재하지 않는다.

都市銀行이 都市의 預金源泉으로부터 혜택을 받음에도 불구하고 지속적으로 차입자로 남아있는 것은 기본적으로 그들의 대부행태에 기인한다. 地方銀行의 대부는 그들의 準備資産 수준에 좌우되지만 都市銀行의 貸付는 都市銀行에 대한 자금수요에 의해 지배되는 경향이 있었다. 이러한 행태의 차이가 都市銀行으로 하여금 그들의 準備資産과 관계없이 輸出指向 또는 投資關聯企業의 貸付需要를 쉽게 충족시켜 주었고 이 과정에서 자금이 地方銀行으로부터 都市銀行으로 흘러갔다.

마지막으로 間接金融優位는 戰後 日本金融構造의 변함없는 특성이었으며 高度成長期에서도 예외는 아니었다.

間接金融 優位는 金融仲介機關 일반의 우위 뿐만 아니라 보다 극단적으로는 銀行의 優位로 해석할 수 있다.

間接金融 優位는 두 가지 측면을 갖고 있다. 첫째, 家計는 債券 또는 株式投資보다 銀行預金を 선호할 유인을 가지고 있었다. 둘째, 企業도 마찬가지로 直接金融보다 銀行借入을 선택할 유인을 갖고 있었다.

預金으로부터의 利子所得에 대한 稅制上 優待(특히 零細預金の 흡수를 목적으로 하는 우편저금은 면세되었다)와 아울러 축적된 金融資産의 양이 작은 것도 預金에로의 편향에 기여하였다. 축적된 金融資産이 얼마 없는 상황에서 投資者들은 期待收益보다는 投資의 安定과 流動性을 중시하는 경향을 가졌다. 따라서 가장 매력적인 투자는 銀行預金이었다. 왜냐하면 資本市場이 미성숙한 상태에서는 사채와 주식은 거래비용이 높은 危險資産의 성격을 갖고 있는데 이에 대하여 財閥의 解體와 같은 外的 要因이 그 위험성을 높인 반면 政府는 銀行의 지불능력을 보장하기 위해 많은 안전장치를 가지고 있었기 때문이다. 한편 企業이 直接金融보다 銀行借入을 선택할 유인을 갖는 이유는 過多借入과 관련하여 설명한 바와 같다.

4. 金融去來樣相을 규정하는 要因들⁽⁸⁾

지금까지 살펴본 高度成長期 日本의 金融去來上의 네 가지 특징은 서로 밀접히 연결되어

(8) Johnson(1980) 參照.

있다. 예를 들면 日本企業은 資金調達을 주로 外部金融에 의존하였는데 外部金融 가운데에서도 間接的 銀行金融이 커다란 비중을 차지하였다는 의미에서 過多借入現象이 나타났다. 그런데 過多借入은 資本市場이 발달하지 않은 결과요 또한 증거이다. 따라서 間接金融優位와 過多借入은 어떻게 보면 동일한 현상의 표면과 이면이라고 볼 수도 있다.

한편 間接金融의 優位로 인해 資本市場이 발달하지 못하였으므로 日本銀行은 公開市場操作보다는 銀行에의 대부를 통해 流動性을 공급하였으며 이것이 超過與信을 지속시켰다. 따라서 超過與信은 間接金融優位 때문에 생긴 것이라고 볼 수 있다. 그러나 조금 다르게 생각해 보면 超過與信때문에 기업이 資本市場에 갈 필요가 줄어들었고 따라서 超過與信이 資本市場의 未發達과 間接金融優位를 초래한 면도 있다.

이와 같이 日本의 金融去來上의 네 가지 특징은 어느 것이 원인이고 어느 것이 결과인지를 단정하기가 매우 어려운 정도로 복잡하게 연결되어 있다. 이것은 金融去來의 樣相이 그 經濟의 實物的 要因과 金融制度의 틀 속에서 발현되는 현상적 측면임을 감안한다면 지극히 당연하다고 할 수 있다. 따라서 高度成長期 日本의 金融去來上의 특징을 당시의 實物的 要因 및 金融制度와의 상호관련속에서 분석할 필요가 제기된다.

筆者는 이하에서 高度成長期 日本의 金融去來의 樣相을 규정한 實物的・金融制度的 基本要因으로 輸出指向-投資主導 高成長, 인위적인 低利率政策, 日本金融의 非國際化 등을 제시하고, 이들 세 要因이 金融去來樣相에 어떠한 영향을 미쳤는가를 살펴보려고 한다.

1) 輸出指向-投資主導 成長과 金融構造

日本의 資金循環, 支出, 所得 등을 부문별로 조사해 보면 高度成長期間中 企業部門에 의한 投資支出이 成長의 추진력이었음을 알 수 있다.⁽⁹⁾ 그런데 法人所得의 比重은 外國에 비해 높지 않았다. 따라서 企業部門 赤字의 절대적인 크기가 증가하였고 이것이 外部金融에의 의존을 증대시켰다. 한편 1965年 以後에는 企業部門의 保有金融資産(주로 銀行預金)이 크게 증가했다. 企業의 預金이 많아진 이유는 銀行이 低金利를 회피하기 위한 수단으로 貸出額의 一定比率을 強制預置하도록 하였기 때문이었다. 따라서 企業部門의 거대한 赤字와 높은 金融資産에의 投資가 「過多借入」을 부채질한 것이다. 이것은 公開市場이 발달하지 못한 원인 가운데 하나가 되었다.

한편 中央銀行에 의한 成長通貨(growth money)의 공급은 필연적으로 負債의 貨幣化(monetization)를 의미한다. 그런데 投資主導 高成長 政策上 企業負債가 많았기 때문에 本國通貨의 공급은 필연적으로 企業負債의 貨幣化를 요구하였다. 즉 中央銀行은 商業어음 再

(9) Suzuki(1980, p.25) 參照.

割引, 外國換어음 再割引, 會社債擔保 貸付 등을 통해서 企業負債를 貨幣化한 것이다. 사실상 본원통화의 공급은 一般銀行에 대한 대부의 형태를 띠는 것이 일반적이었고 따라서 직접적으로 「超過與信」으로 연결된다. 이것은 金融政策當局이 주로 公開市場操作을 政策手段으로 사용할 수 없었던 데에 기인한다.

또한, 대규모 수출관련기업은 都市銀行의 주요 고객이 되므로 이들 負債의 貨幣化는 「銀行流動性的 不均衡」으로 연결된다. 이렇게 볼 때 輸出指向-投資主導 高成長의 實物的 條件은 日本銀行으로 하여금 상업어음, 외국환어음, 회사채 등을 통해 본원통화를 공급하게 함으로써 都市銀行의 「超過與信」과 「流動性的 不均衡」의 특성을 낳은 것이다.

2) 低金利政策과 金融構造

(1) 利子率의 경직성과 利子率 構造의 왜곡

日本政府는 戰後 특히 1955年 以後 제조업의 수출단가를 낮추고 投資를 촉진하기 위해 금리를 낮은 수준에 유지하려고 노력하였다. 즉 再割引率, 短期貨幣市場 利子率(call rate), 債券市場收益率, 銀行貸付利子率, 預金利子率 가운데 短期貨幣市場 利子率만을 제외하고는 모든 이자율을 낮게 설정하고 이를 별로 변동시키지 않았다.

일반적으로 다른 나라에서는 再割引率과 短期貨幣市場 利子率이 밀접한 연관 속에서 서로 비슷한 수준을 보이는데, 日本에서는 확장적 金融政策의 시기를 제외하고는 항상 콜金利가 再割引率에 비해 높은 수준을 보여 주었다. 이는 다른 이자율은 묶어 놓고 콜金利만 自由化시켰기 때문이며, 그 결과 콜金利와 再割引率을 위시한 다른 利子率간의 二重構造가 형성되어 전체 利子率構造의 歪曲現象을 초래하였다.

(2) 여러 金融市場에서의 超過需要現象

또한 利子率 경직성으로 인해 각 金融市場에서는 超過需要 現象이 발생하였다.

먼저 銀行貸付市場에서는 貸付利子率이 균형수준보다 아래에 있었기 때문에 기업은 銀行貸付에 대해 지속적으로 超過需要를 나타냈으며, 銀行은 企業의 收益성과 成長性を 비교하여 가장 바람직한 고객을 선정하는 일종의 信用割當을 관행으로 하였다. 한편 은행은 양건예금을 통하여 實效貸出利子率을 올리려 하였고, 많은 預金を 보유한 企業에게 보다 많은 信用을 할당하는 경향을 보였다.

긴축적인 金融政策이 수립·집행되면 기업은 會社債市場을 찾게 되고, 이때 債券發行規制委員會가 회사채의 등급, 발행액, 발행조건 등을 결정하는데, 이렇게 발행된 회사채는 주로 都市銀行에 의해서 흡수되었다.

한편 都市銀行은 長期 政府債를 상당부분 응모하였는데 그 이유는 이것이 「相互協約에

의혜」日本銀行에 팔릴 수 있고 또 日本銀行 信用을 얻는 수단이 되기 때문이다(短期債는 주로 日本銀行이 인수한다).

이것은 金融去來의 內容에 어떠한 의미를 지니는가.

公社債의 경직적인 收益率과 信用割當은 發行市場과 流通市場의 발달을 저해하고(間接金融의 優位), 銀行은 會社債 구입보다 대부를 선호하였다(過多借入). 한편 都市銀行의 公社債 引受比率이 높아서 이들은 콜시장에서 항상 회사채 판매자로 나타났다(銀行流動性的 不均衡). 그리고 短期 政府債는 日本銀行에 의해서 응모되었기 때문에 財政證券의 流通市場이 발달하지 못하였다.

마지막으로, 日本銀行信用의 경우를 보면 再割引率이 自由市場에서의 콜금리보다 낮았으므로 銀行은 日本銀行 信用에 크게 의존하였으며 日本銀行負債를 줄이거나 갚으려 하지 않았다. 이리하여 銀行의 「超過與信」이 나타났는데, 日本銀行의 信用割當으로 인해 부족한 자금은 短期貨幣市場에 의존하였다.

따라서 低金利政策과 왜곡된 利子率權造는 여러 金融市場에서 超過需要現象을 낳았고, 이에 따라 「超過與信」, 「過多借入」, 「銀行流動性的 不均衡」, 「間接金融의 優位」 등과 같은 金融構造의 특성을 드러내는 주요한 원인이 되었다.

3) 日本金融의 非國際化와 金融構造

日本政府는 한편으로는 國際收支를 방어하고 다른 한편으로는 短期資本流入으로부터 國內經濟를 보호하기 위해서 貿易과 外換을 철저히 관리하였다. 이것은 企業의 海外資金調達을 저지하여 過多借入을 온존시켰다. 또한 債券市場의 非國際化는 間接金融의 優位를, 그리고 엔轉換 規制에 의한 資本流入의 저지는 超過與信을 저지하였다. 마지막으로 外國銀行 支店은 콜시장의 참여나 日本銀行으로부터의 借入에서 배제되었기 때문에 銀行流動性的 不均衡이 지속되었다.

이와같이 日本經濟의 非國際化는 앞서 제시한 金融構造의 특성을 유지시키는 역할을 하였다.

III. 高度成長期 日本金融의 役割

1. 經濟成長過程上的 金融의 役割에 관한 슐페터의 理論

經濟成長을 위해서는 金融이 어떠한 역할을 수행해야 하는가를 슐페터의 이론을 원용하여 살펴보기로 하자.

資本主義經濟에서 대부분의 생산은 民間企業에 의해 이루어지며, 經濟成長의 원동력은 企業家の 이노베이션에 있다. 이에 대해서는 先進國과 後進國 사이에 어떤 차이가 있을 수 없다.⁽¹⁰⁾

企業家が 이노베이션을 수행하기 위하여 필요한 것은 資本인데, 이것을 供與해 주는 것이 銀行의 信用이다. 다시 말해서 信用이란 革新을 실현하기 위하여 창조된 購買力이라고 볼 수 있다. 企業家は 원칙적으로 購買力(즉 여기서 말하는 資本)을 가지고 있지 않기 때문에, 銀行에 의한 信用의 供與없이는 이노베이션을 수행할 수가 없는 것이다.⁽¹¹⁾ 물론 企業은 株式이나 社債를 발행함으로써 投資資金을 조달할 수도 있다. 그러나 기업은 經濟成長의 초기에는 거의 항상, 그리고 상당한 成長段階에 도달해서도 흔히 銀行으로부터 所要資金을 조달한다.

역사적으로 企業과 銀行 사이에는 두 가지 유형의 관계가 존재하였다. 하나는 銀行이 企業에 대하여 원칙적으로 短期金融만을 제공하는 「英·美型」이고, 다른 하나는 銀行이 長期性 投資金融까지도 겸하는 「獨逸型」이다. 양자의 경우 사후적으로 나타나는 金融構造에는 큰 차이가 있을 것이나, 은행이 이른바 信用創造를 통하여 成長金融을 담당한다는 점에서는 차이가 없다.

이와같이 銀行은 企業으로 하여금 成長을 위하여 필수불가결한 投資資金을 信用創造를 통하여 싼 비용으로 풍부하게 공급하는 역할을 담당한다. 이것이 經濟成長을 위한 銀行, 더 나아가 金融의 제 1의 역할이다.⁽¹²⁾

그런데 銀行은 企業家が 용자를 신청할 때 無條件 信用을 공여하는 것은 아니다. 銀行은 企業家の 前歴과 性품을 잘 알아야 하고, 融資企業의 事業內容에 관하여 분석하고 심사하여야 하며, 경우에 따라서는 企業家에게 조언과 상담을 제공하여야 한다. 企業이 投資內容을 심사하고 企業家에게 조언을 제공하는 것, 이것이 經濟成長을 위한 金融의 제 2의 역할이다.

銀行이 企業의 投資를 심사하고 企業家에게 조언을 제공하는 것은, 비단 企業의 실패로 말미암은 銀行의 손실을 방지하기 위하여 필요할 뿐만 아니라, 國民經濟全體의 입장에서 볼 때, 不實投資를 사전에 방지한다는 중요한 역할을 수행한다. 銀行은 企業家에게 擔保의 設定을 요구함으로써 기업의 실패로 인한 자신의 피해를 막을 수 있지만, 擔保의 設定이

(10) Schumpeter(1934, pp.65-8) 參照.

(11) Schumpeter(1934, pp.102-3) 參照.

(12) 各國의 産業金融經驗의 비교는 Rybczynski(1984, pp.275-86) 參照.

不實投資로 인한 國民經濟全體의 피해를 막을 수 있는 것은 아니다. 이렇게 볼 때, 銀行이 企業投資에 대하여 심사를 한다는 것은 資本主義經濟가 그 運營의 經濟性을 확보하기 위하여 마련한 하나의 制度的 장치라 볼 수 있다.

經濟成長에 관한 金融의 제 3의 역할은 投資者와 貯蓄者의 仲介機能이다. 즉 金融機關은 많은 貯蓄者들이 선호할 수 있는 金融資產을 발행하여 저축을 흡수하고, 그것을 投資者에게 연결하는 역할을 담당하는 것이다. 그러나 이러한 金融機關의 역할이 經濟成長을 위한 金融機關의 능동적인 역할이냐라는 문제에 대해서는 많은 논란이 있다. 물론 역사적으로 經濟成長過程에서 金融機關이 여러가지 金融資產을 창출함으로써 一般經濟主體의 貯蓄을 증대시키고 그 결과 金融聯關比率이 증가한다는 것은 부인할 수 없는 사실이다. 그러나 金融聯關比率의 증가와 經濟成長사이의 因果關係는 이론적으로나 경험적으로 확정하기 어려운 문제이다. 다만, 앞에서 설명한 金融의 두 역할이 충분히 수행되지 않는 상황에서는, 단순한 金融機關의 設立 그리고 그 결과로 나타나는 金融聯關比率의 증가가 經濟成長의 직접적 원인이 될 수 없음은 강조되어야 한다.

2. 日本金融의 役割에 대한 評價

이상의 논의를 바탕으로 日本의 高度成長期에 日本의 金融이 수행한 역할을 평가해 보기로 하자.

먼저, 成長資金의 공급문제 즉 經濟成長을 위하여 필수불가결한 投資資金을 싼 費用(低利率)으로 풍부하게 공급하였는가의 문제를 살펴보자.

〈表 5〉에서 볼 수 있듯이 日本의 實質利率(名目利率-物價上昇率)을 外國의 그것과 비교해 보면 적어도 高度成長期 前半의 利率은 낮았다고 보기 힘들다. 그러나 이 기간동안 日本에서 유일한 自由金利였던 콜금리와 規制金利인 預金利率 또는 貸出利率을 비교해 보면 전자가 후자보다 훨씬 높았다. 이러한 의미에서 日本은 高度成長期の 전기간을 통하여 低利率政策을 고수하였다.

투자가 차입금으로 이루어지는 경우 利率이 높을수록, 기업은 실패할 확률은 크지만 일단 성공하였을 때의 수익률이 높은 투자계획을 선택할 가능성이 커진다. 즉 기업이 보다 높은 期待收益率과 보다 낮은 危險을 갖는 투자계획을 제쳐두고 高危險 低期待收益의 투자계획을 선택할 유인을 갖게 된다(Hart(1986)).

역설처럼 들리는 이와 같은 현상은 기업의 파산가능성을 생각하면 이해가 된다. 우선 차입자인 기업이 추구하는 사업의 결과가 불확실한 상황에서 은행은 사업의 위험도를 자세히 알 수 없어 은행과 기업간에 固定負債契約(fixed debt contract)이 맺어진다고 하자. 또한

〈表 5〉 主要 先進國의 金利 推移(年平均: %)

	1953~57	1958~62	1963~67	1968~72
日本				
궤금금리	8.7	9.6	7.4	7.0
예금금리	5.1	5.3	5.0	5.0
소비자물가상승률	3.1	3.6	5.6	5.9
실질예금금리	2.0	1.7	-0.6	-0.9
美國				
예금금리	2.6	3.2	5.0	5.0
소비자물가상승률	1.2	1.5	2.0	4.6
실질예금금리	1.4	1.7	3.0	0.4
英國				
예금금리	2.8	2.7	4.4	4.9
소비자물가상승률	2.9	2.2	3.3	6.6
실질예금금리	-0.1	0.5	1.1	-1.7
西獨				
예금금리	3.5	2.9	3.1	5.4
소비자물가상승률	0.9	2.0	2.7	3.5
실질예금금리	2.6	0.9	0.4	1.9

資料 : 金大植・安國臣(1989, pp.97-8).

이때 기업은 사업을 추진하고 나서 은행에게 元金과 이자를 償還하되 수익이 原利金 償還分을 초과하면 그 초과분이 이윤이 되고, 수익이 原利金 償還分에 미달하면 일단 破産하되 수익만큼 만을 은행에 지불한다고 하자. 다시 말해서 사업이 잘 될 때는 그 성과를 모두 기업이 차지하지만, 사업이 잘 안 되어 손해를 보았을 때에는 원리금을 모두 상환할 필요는 없는 것이다. 이러한 경우 이자율이 높으면 기업은 위험은 높고 기대수익률은 낮은 사업을 선택할 가능성이 많다.

하트(O. Hart)가 제시한 예를 통해서 이를 입증해 보자. 기업이 다음과 같이 두 개의 사업 계획을 갖고 있다고 하자.

	수익률	확률	기대수익률	위험 (수익의 분산)
사업 1	0	1/3	15	150
	15	1/3		
	30	1/3		
사업 2	0	4/5	8	256
	40	1/5		

여기서 은행은 기업이 어떤 사업을 선택할지 모르는 상태에서 固定負債貸付로 이자율을 결정해야 한다. 기업의 수익을 R , 그리고 기업이 은행에 상환해야 할 금액을 D (원금+이자)라고 하자. 이때 $R > D$ 이면 기업은 은행의 부채 전액을 상환해야 되지만 $R < D$ 라면 기업은 파산을 선포한 후 R 만 은행에 지불하면 된다.

이와 같은 경우 은행은 D 를 얼마로 정해야 하는가? 문제는 D 가 변함에 따라 기업의 사업 선정이 바뀌고 이것이 은행에 일종의 外部效果를 가져다준다는 데 있다. $D < 15$ 라고 할 때 기업은 사업 1을 선정할 것이다. 왜냐하면

$$(1/3(0)+1/3(15-D)+1/3(30-D)) > (4/5(0)+1/5(40-D))$$

이기 때문이다.

이와 같은 방법으로 계산해 보면 $15 < D < 35$ 일 때 기업은 사업 2를 택할 것이다. 그리고 35라면 어느 사업을 택해도 기업의 수익이 비용에 미달하므로 기업은 차입을 포기하게 된다. 마지막으로 $D = 15$ 이면 기업은 사업 1을 택하나 사업 2를 택하나 마찬가지이다.

각도를 조금 달리하여 資產選擇理論의 관점에서 사업 1과 사업 2를 비교해 보자. 사업 1은 사업 2보다 기대수익이 높고 위험도 작다. 따라서 기업은 사업 1만을 선택할 것이라고 생각하기 쉽다. 왜냐하면 사업 1은 사업 2를 支配(dominate)하기 때문이다. 그러나 앞의 예와 資產選擇과는 중요한 차이가 있다. 앞의 예에서 기업은 간접금융을 통하여 자금을 조달한다. 그러나 資產選擇에 있어서는 自己金融을 통하여 자산을 구매한다는 것이 암묵적으로 전제되어 있다.

따라서 높은 이자율은 차입자인 기업으로 하여금 위험은 높으나 기대수익은 낮은 사업을 선택하도록 유도하며, 낮은 이자율은 위험은 낮고 기대수익은 높은 사업을 선택하도록 유도하게 된다. 이자율이 높으면 같은 원리금에 대하여 상환액이 커진다. 이를 상환하고 또한 이윤을 남기려면 기대수익률은 낮더라도 성공하였을 때의 수익률이 높은(따라서 위험이 큰) 사업을 시행하는 수 밖에 없다. 반대로 이자율이 낮으면 그만큼 상환액이 적어지므로 결과되는 수익율이 조금 낮더라도 확률이 높은 사업을 시행한다.

이처럼 銀行이 借入者의 위험도를 쉽게 알아낼 수 없는 상황에서 高利率은 위험은 크되 期待收益率은 오히려 낮은 사업을 추진하도록 유도한다는 명제는 後發産業國의 産業化過程에서 이들 政府가 취한 低利率政策과 그 결과에 의해 지지를 받고 있다. 이들 나라에서는 거의 예외없이 政府가 利率을 市場에 맡기는 대신 인위적으로 낮은 수준에 고정시켰으며 企業은 期待收益은 높고 危險은 덜한 事業을 선택하였다. 그 결과 企業의 債務不履行 危險이 줄어들었고 이것은 다시 銀行制度 더 나아가 經濟全體의 安定性 提高에 기여하

〈表 6〉 製造業에 있어서 總資産에 대한 純利潤

年 度	利潤率(%)		年 度	利潤率(%)	
	日 本	韓 國		日 本	韓 國
1955	4.4		1969	6.9	3.67
1956	6.1		1970	5.9	2.49
1957	6.8		1971	3.9	0.99
1958	4.6		1972	4.7	3.07
1959	5.3		1973		7.90
1960	6.8		1974		5.66
1961	6.2		1975		3.88
1962	4.8	n.a.	1976		4.61
1963	4.9	9.76	1977		4.53
1964	4.3	7.48	1978		4.98
1965	3.7	7.90	1979		3.37
1966	4.6	7.78	1980		-0.23
1967	6.3	6.76	1981		n.a.
1968	6.3	n.a.			

資料：經濟企劃院, 各年度; Bureau of Statistics, Office of the Prime Minister, *Japan Statistical Yearbook*, various issues.

였다. 高成長期 日本의 경우도 예외는 아니었다.

間接金融 爲主의 金融構造에서 日本의 低利率政策은 企業이 期待收益率은 높으나 위험도가 낮은 사업을 선택하도록 유도하였고 그 결과 企業의 利潤率은 安定勢를 보였다(〈表 6〉 參照).

이처럼 日本은 低利率政策을 통하여 싼 費用의 資金을 공급하였을 뿐만 아니라, 또한 이를 풍부히 공급하였다. 均衡水準보다 낮은 利率率 下에서 상존하는 資金의 超過需要에 대응하여 日本銀行과 각종 金融機關은 이를 최대한 수용하고자 노력하였으며, 그 결과 나타난 것이 超過與信·過多借入 등 高度成長期 日本金融去來上의 특징임은 이미 II節에서 충분히 언급하였다. 물론 資金의 超過需要는 모두 충족되지 못하였으므로, 政府金融機關 및 資金融通準則과 같은 信用割當 메카니즘에 의해 資金이 配分되었다.

다음으로 經濟成長을 위한 金融의 제 2의 역할인 貸出審査機能의 측면을 살펴보자.

이미 설명한 바와 같이 金融機關이 企業投資에 대하여 審査를 한다는 것은 資本主義經濟가 그 運營의 經濟性을 확보하기 위한 중요한 制度的 장치이다. 그러나 金融機關도 私企業인 한 그 經營者가 國民經濟의 方向을 투시하고 國民經濟成長에 부응할 수 있는 영역을 확실히 알고 貸出業務를 수행할 것을 기대한다는 것은 지나친 기대라고 할 수 있다. 여기에 政府의 役割이 대두된다. 國民經濟成長을 위하여 健全한 投資가 金融機關의 審査를 통하여

선정될 수 있도록 하는 것, 이것이 政府의 책임이다.

그러나 民間金融機關의 自律的인 審査機能과 政府의 誘導機能이 항상 조화롭게 진행될 수 있는 것은 아니다. 많은 경우 政府의 지나친 介入이 民間金融機關의 自律性을 제약함으로써 不實投資를 유발하고 資源의 낭비를 초래할 수 있기 때문이다.

이와 관련하여 高度成長期 日本政府가 資金配分過程에서 수행한 역할을 평가하여 보기로 하자. 일반적인 견해에 따르면, 日本의 政策當局은 間接金融優位の 메카니즘, 특히 銀行部門의 貸出을 중심으로 하는 자금공급을 적절히 통제함으로써 급속한 經濟成長의 기반을 이루는 重化學工業部門의 발전을 촉진하였다고 평가된다.

그러나 당시 日本政府의 金融的 役割을 소극적으로 평가하는 견해가 없는 것도 아니다.⁽¹³⁾ 이들은 民間企業의 資金調達總額에서 접하는 政府資金의 몫이 高度成長期보다도 오히려 그 이전이나 70年代 後半以後의 시기에 높았음을 지적하고 있다. 또한 이들은 민간기업의 長期資金, 즉 産業設備資金을 보면 政府資金의 比率은 비교적 높은 편이나, 이 비율도 高度成長期間동안 일관되게 低下하고 있다는 것을 강조하고 있다. 뿐만 아니라 政府長期資金이 配分된 産業分野도 鐵鋼·機械·化學 등 당시의 成長主導産業이라기 보다는 農林·水産·石炭鑛業 등 斜陽化하는 産業들이었다고 주장한다. 마지막으로 이들은 政府資金이 비록 그 규모는 한정되어 있지만 政府의 의도를 표현함으로써 民間金融機關의 資金供給을 유도하는 데 매우 유효한 역할을 한다는 假說에 대해서도 부정적이다.

이와같은 반론에도 불구하고, 日本政策當局의 역할이 컸음을 부인할 수는 없다. 「窓口指導」와 같은 質的인 介入方式이 보편적인 상황하에서 政府介入의 效果를 통계적으로 확인하는 데에는 많은 무리가 따르리라 판단된다. 특히, 후술하는 바와 같이, 政府가 적극적으로 개입하면서도 다른 한편 상당한 정도로 民間金融機關의 自律的 審査機能이 保障되었다는 점이 日本金融의 특징임을 잊어서는 안된다.

그러면, 政府介入의 형태를 보다 구체적으로 살펴 보자.

都市銀行은 産業을 위한 短期金融의 원천인데, 政府는 預金蒐集이나 債券發行能力을 規制함으로써 그들의 독립을 제한하였다. 한편 政府가 輸出指向—投資主導 高成長을 위해 都市銀行으로 하여금 基幹産業에 적극적으로 대부하도록 유도하면서도 預金蒐集機能은 제한하였기 때문에 이들 銀行의 流動性이 약화되었고, 이는 日本銀行의 信用을 필요하게 하여 日本銀行에의 의존을 낳았다. 그리고 再割引率을 콜금리보다 낮추어 都市銀行들이 그들의 「超過與信」을 줄이려는 동기를 제거함으로써 都市銀行의 日本銀行依存을 영속화하였다. 이

(13) 이에 대해서는 Miname(1986) 參照.

것은 후에 日本銀行에 의한 매일매일의 「窓口指導」로 발전하였다.

그런데 日本銀行이 都市銀行으로 하여금 戰略産業에 대출하도록 유도하기 위해 「窓口指導」를 사용하였는가에 대한 여부는 쉽게 풀리지 않는 문제이다. 특히 이와 관련하여 日本銀行은 1955年 以後 特定産業에의 信用配分權, 配分된 資金의 使用方式에 대한 監督權, 그리고 會社債의 適格性調査權 등과 같은 강력한 권한들을 상실하였다는 견해가 제시되기도 한다. 하지만 1955年 以後에도 政府는 企業과 銀行들과의 대화를 유지하고 投資 및 金融을 지도하기 위해 諮問委員會를 설치하였으며 銀行業者, 企業家 그리고 政府官僚가 이들 諮問委員會에 참여하였다. 이러한 상황에서 都市銀行이 日本銀行의 窓口指導를 받았다는 것은 의심할 여지가 없다.

그리고 政府는 이러한 間接的 投資配分方式에 덧붙여 輸出入銀行, 日本開發銀行 등의 特殊銀行을 통한 直接的 配分方式에도 의존하였다.

한편, 政府와 金融機關사이의 관계를 봄에 있어서 간과할 수 없는 것은 政府, 都市銀行, 企業사이의 相互 人的 交流이다. 즉 은퇴한 官僚가 銀行이나 企業에 들어가고 銀行과 企業이 相互交流함으로써 하나의 고리를 형성한 것이다.

이제 이상과 같은 포괄적인 政府介入의 상황하에서도, 民間金融機關들의 貸出審査機能이 적절하게 수행될 수 있었는가가 우리의 관심사가 된다. 결론적으로, 政府가 金融全般에 걸쳐 포괄적으로 개입하고 있었음에도 불구하고 그 개입형태가 直接的인 規制보다는 事前協議・調整을 통한 誘導의인 性格을 띠므로 해서 民間金融機關의 自律的인 審査機能은 상당한 정도로 보장될 수 있었다. 즉 日本은 政府가 産業政策의 基調를 확립하고 銀行은 이 政策方向에 입각하여 업무를 수행하는 分業體系가 성공적으로 정착되었던 것이다.

전술한 바와 같이 投資의 健全性 確保는 私企業인 金融機關의 독자적 판단만으로는 불충분하며, 이에 政府役割의 보완이 필요하다. 그러나 政府가 金融機關의 업무에 대해 직접적으로 통제를 가하게 되면 金融機關의 自律的 審査機能은 마비되고 결국 資源의 낭비를 초래하게 된다. 日本의 경우 이러한 政府介入의 弊害를 최소화하고 그 적극적 기능을 성공적으로 수행한 것이다.

다른 한편, 高度成長期의 日本에서 貸出審査가 비교적 적절하게 수행된 또 다른 要因으로서 「間接金融의 優位」를 들 수 있다. 間接金融의 優位는 소규모로 분산되어 있는 資金을 수집하는 데 적절하였고, 또한 信用供給의 관점에서 銀行이 投資計劃審査의 기능을 적극적으로 수행할 수 있는 기회를 가질 수 있었다. 直接金融市場의 경우 既存의 명망있는 企業이 유리하고 成長中인 企業은 불리한 반면에 間接金融은 이를 극복할 수 있기 때문

이다.

이상의 要因들에 의하여 貸出審査가 적절하게 수행됨으로써 高度成長期間동안 日本의 企業 및 金融機關의 收益率은 안정적으로 유지될 수 있었다.

마지막으로, 經濟成長에 관한 金融의 제 3의 역할인 金融仲介의 機能을 살펴보자.

高度成長期間동안 日本은 低利率 및 信用膨脹의 政策基調를 지속적으로 유지하였음에도 불구하고 인플레이션 壓力을 크게 경험하지 않았던 것은 크게 주목할 만하다. 그 要因은 여러가지가 있겠으나, 日本人의 높은 貯蓄率이 특히 주요한 要因이었음은 부인할 수 없다. 그런데 日本人의 貯蓄率이 크게 높았던 것을 金融機關들이 매력적인 金融商品을 다양하게 공급함으로써 國民의 貯蓄을 유도한 것이라고 評價하기는 어렵다. 사실 高度成長期間동안 日本의 國民이 구입할 수 있었던 金融商品은 普通銀行의 預金과 郵便貯金制度의 預金에 불과하였으며, 이들의 金利條件은 政策當局이 설정한 低水準에 고정되어 있었다. 오히려 日本國民들의 높은 貯蓄率은 전술한 바와 같이 預金利子所得에 대한 稅制上 優待와 小額投資者로서 투자의 안정과 유동성의 증시경향 그리고 이와 아울러 日本國民 특유의 國民性 등이 작용한 결과로 보는 것이 타당할 것이다. 따라서 다양한 金融商品을 매력적인 條件으로 공급한다는 의미의 金融仲介側面에서 日本은 다른 西歐國家들에 비해 크게 뒤떨어진 상태였다.

이와같이 日本의 金融仲介機關이 상대적으로 낙후하였던 것은 첫째, 公社債市場 및 株式市場 등의 直接金融市場이 발달하지 못하였고, 둘째, 政策當局은 기존의 이해관계에 혼란을 주지 않기 위하여 새로운 金融商品의 開發, 새로운 金融機關의 設立, 그리고 金融機關들 사이의 業務領域의 調整 등에서 소극적인 자세를 취하였기 때문이다.

이상의 논의로 볼 때, 日本의 高度成長期間 동안 金融의 仲介機能은 經濟成長의 능동적인 기능을 수행하였다고 판단하기는 어렵다.

IV. 結論—韓國에의 示唆

우리는 日本의 經驗으로부터 무엇을 배울 수 있는가? 이에 대한 답은 日本과 韓國의 經驗을 비교해 봄으로써 얻을 수 있다.

1950年代 中盤부터 1970年代 初盤까지의 日本의 高度成長과 1962년부터 시작된 韓國의 經濟成長을 피상적으로 관찰해 보면 양자간에 많은 유사점이 있는 것으로 보인다. 두 나라 모두 急速한 成長을 이룩하였고, 그 과정에서 政府가 깊이 간여하였다.

그러나 보다 상세히 관찰하여 보면 양자간에는 유사점보다 차이점이 더 많은 것을 알 수 있다. 수많은 차이점 중에 두드러진 몇 가지 만을 열거해 보기로 하자.

첫째, 日本은 韓國과 經濟成長의 段階를 달리하는 나라였다. 日本은 이미 19世紀 末과 20世紀 初에 걸쳐 經濟成長의 기반을 확고하게 다져 놓았다가 2次大戰後 先進國으로의 발돋움에 피한 나라였던 반면에 韓國은 1962年の 第1次 經濟開發 5年計劃을 기점으로 비로소 經濟成長을 위한 노력을 본격적으로 시작한 나라였다. 그 결과 日本은 戰後에 世界 第2位의 資本主義國家로 부상한 반면 韓國은 第4次 經濟開發計劃이 끝날 무렵에서야 겨우 新興工業國으로 지칭받을 수 있었다.

둘째, 日本의 成長은 높은 國內貯蓄에 의한 國內資本供給에 뒷받침되었던 반면 韓國은 주로 外資에 의존하였다.

셋째, 經濟에 대한 政府의 介入樣式도 달랐다. 日本은 政府에 의한 指導의 方式으로 이루어졌다면, 韓國은 直接統制의 方式으로 이루어졌다.

韓國經濟와 日本經濟의 實物部分에서의 피상적 유사성과 실질적 차이점은 金融部門에서도 그대로 나타난다.

韓國經濟는 日本과 유사한 金融構造를 지니고 있다. 韓國도 日本과 같이 超過與信, 過多借入, 間接金融 爲主 등의 현상을 보이고 있다. 이는 부분적으로 韓國이 日本의 經濟成長패턴을 따르려고 한 데에 기인하는 것이라 할 수 있다. 그러나 外形上의 類似性에도 불구하고 실제 세부적인 내용이나 결과에 있어서는 상당한 差異點이 존재한다.

외형상의 수치로 따질 때 韓國企業이 日本企業보다 훨씬 더 過多借入을 했고 따라서 더 한층 間接金融에 의존했으며 韓國銀行도 특히 1970年代에는 日本銀行보다 더 심한 超過與信 상태에 있었다고 할 수 있다.⁽¹⁴⁾

韓國銀行이나 日本銀行은 모두 銀行에 대해 直接的으로 貸出을 해줌으로써 企業이 필요로 하는 資金을 供給하는 등 經濟成長過程에 깊이 연루되었다는 공통점을 갖는다. 그러나 一般銀行이 企業에 貸出해 주는 方式은 양국이 완전히 달랐다. 日本의 銀行은 貸出決定過程에서 自律性을 갖고 있었으나 韓國의 銀行은 그렇지 않았다. 즉, 日本의 金融部分은 여러가지 投資事業中에서 玉石을 선별해 내는 역할을 할 수 있었던 데에 비해 韓國은 그렇지 못했던 것이다.

보다 구체적으로 볼 때 日本의 경우 貸出決定過程은 2段階, 즉 企業과 銀行 그리고 銀行과 日本銀行의 2段階로 이루어진다. 그러나 韓國의 경우 실질적으로는 이것이 하나로 묶어

(14) 鄭雲燦 (1988, p.218) 參照.

〈表 7〉外國銀行의 貸出과 預金比率(單位：%)

	貸 出		預 金	
	1972	1978	1972	1978
日 本	1.8	3.2	0.8	0.9
韓 國	3.8	14.1	1.5	1.9

資料：Pigott (1986).

저서 成長에 도움이 될 부문에 신속한 貸出이 이루어졌을지는 몰라도 그로 인해 不實한 投資事業이 貸出審査를 쉽게 통과해 버릴 위험이 컸다.

양국간의 이러한 차이가 적어도 日本製造業의 安定된 利潤率과 韓國製造業의 不安定한 利潤率이라는 대조적인 현상을 부분적으로나 설명해 준다고 볼 수 있다(〈表 6〉 參照).

또 하나 韓國이 日本과 구별되는 특징은 金融部門이 外部衝擊에 취약하다는 점이다. 日本의 金融은 外資에 크게 의존하지 않는데 비해 韓國은 이에 크게 의존하고 있다. 예를 들어, 外國銀行이 日本의 總貸出과 總預金에서 차지하는 몫은 韓國의 경우보다 훨씬 낮다(〈表 7〉 參照). 外債에 기초한 韓國의 經濟成長政策이 韓國의 金融部門에서 外資의 위치를 중요한 것으로 만든 데 비해 日本은 높은 國內貯蓄率때문에 실질적으로 外資導入이 없이 성장했던 것이다.

결론적으로, 高度成長期 日本의 經驗과 韓國의 經濟成長經驗의 비교를 통하여 다음과 같은 교훈을 이끌어낼 수 있다.

韓國은 實物部門에 비하여 金融部門이 낙후되어 있다는 주장이 있다. 이러한 주장에 의하면 金融部門의 落後要因은 「金融에 대한 抑壓」(financial repression)에 있으며, 그 해결책으로 金利引上, 金融機關에 대한 統制의 緩和 등이 제시되고 있다.

그러나 이러한 주장은 이론적으로 피상적이며 실제로 정책에 적용될 때 本末을 전도하는 결과를 빚어낸다. 抑壓되어 있는 것은 金融만이 아니며 實物部門 또한 抑壓되어 있는 것이다.

오늘날 後進國의 經濟成長過程에서 政府의 역할은 지대하다. 後進國의 政府는 成長을 위한 優先順位에 따라 희소한 經濟資源을 配分하고자 하는데, 이 때 가장 직접적이면서 효과적인 수단이 金融部門을 政府가 直接統制하는 것이다. 따라서 後進國에서 實物部門에 비해 金融部門이 낙후되어 있는 것은 政府가 金融部門만 抑壓했기 때문이라기보다는 근본적으로 政府가 經濟全體를 抑壓·統制하는 樣式이 구체적으로 표출된 것이라고 할 수 있다.

經濟에 대한 政府의 介入方式은 그 經濟의 規模 및 構造變化에 따라 변화되어야 한다.

經濟成長 初期에는 政府의 直接統制方式이 효율적이지 모르나, 經濟規模가 커지고 그 構造가 복잡해짐에 따라 政府의 介入方式은 보다 間接的이고 誘導的인 형태로 바뀌어야 한다. 따라서 金融產業의 發展方向도 이런 각도에서 논의되어야 한다.

經濟成長의 초기단계에서는 經濟構造가 단순하여 투자기회간의 비교분석이 용이하다. 또한 이 단계에서는 절대적으로 부족한 資本의 動員과 集中이 중요하나, 金融部門이 낙후되어 있어 그 과제를 제대로 수행하지 못할 뿐 아니라, 동원된 금융자원의 효율적 배분도의 무시된다. 이와같은 상황에서는 政府가 資本을 동원하여 그것을 成長의 戰略部門에 집중시키는 역할을 할 수 있다. 즉 經濟構造가 단순하고 經濟規模가 왜소해 투자기회들이 쉽게 비교될 수 있어서 자원의 비효율적 배분의 위험이 그리 크지 않은 상황에서는, 민간에 비해 풍부한 정보와 인적 자원을 보유한 政府의 直接的인 資源配分決定이 보다 효율적일 수 있다.

경제가 성장하면서 經濟規模는 확대되고 經濟構造는 복잡해진다. 그리고 자원의 동원에서 자원의 효율적 이용으로 문제의 소재가 바뀌기 시작하며, 經濟構造의 파악이 힘들어지고 그것에 비례하여 계획의 어려움이 증대한다. 이는 정부개입에 의한 資源配分이 비효율적일 개연성이 높아짐을 의미한다. 그럼에도 불구하고 성장의 지속을 위해서는, 신규산업 분야의 선정과 그 부문으로의 資源配分の 誘導가 계속 요구된다. 왜냐하면 민간의 투자자원 조달 및 집중능력은 여전히 부족하며, 경제전체적 관점에서 成長戰略產業의 선정은 기본적으로 政府의 적극적 개입을 필요로 하기 때문이다.

經濟規模의 확대와 그 구조의 복잡화로 政府는 점차 세세한 부분에 대한 정보의 획득·종합에 어려움을 느끼는 반면, 기업이나 은행 등의 민간이 개별 투자계획의 수익률에 대해서는 보다 우수한 판단능력을 갖게 된다. 따라서 이 단계에서는 政府가 資源配分에 대한 직접적이고 미시적인 개입을 지양하고, 유도적·간접적 성격의 產業政策을 수립하여 자금의 흐름을 선정된 產業部門으로 유도하되, 구체적인 資金配分決定은 企業과 銀行에 의해 이루어지도록 하는 資金配分構造가 보다 바람직할 것이다. 즉 政府는 산업정책의 기초설정으로 자금배분에 간접적·유도적 방식으로 개입하고, 金融機關은 이 정책방향에 유도되면서 기업들의 投資計劃에 대해서 심사권을 행사하여 자금의 미시적 배분을 결정하는 것이다. 이런 방법을 통해, 經濟成長에 필요한 정도의 정부의 역할이 행해지면서, 동시에 정부개입에 따른 金融資源配分の 非效率性을 막을 수 있다.

고도성장기 일본의 金融資源 配分體系는 이와 같았다. 경제성장에 능동적으로 작용하는 金融產業의 발전을 위해서는, 건전한 신용공여와 이를 위해 심사권을 행사할 수 있는 金融

慣行의 確立이 필요하다. 그리고 이것은 정부산업정책의 기초를 설정하고 金融機關은 이 정책방향에 입각하여 업무를 수행하는 「分業體系」의 확립에 의해서 궁극적으로 달성가능하다는 것이, 고도성장기 일본의 금융으로부터 우리가 얻을 수 있는 교훈이다.

새로운 금융상품을 공급하고, 새로운 金融機關을 설립하며, 또 금리를 자유화한다고 「금융의 낙후상태」가 저절로 해소되는 것은 아니다. 일본의 경우도 고도성장이 이러한 금융중개기능의 활성화에 힘입은 바가 크다고 보기는 어렵다.

參 考 文 獻

- 金大植·安國臣, 『開放經濟下의 金利政策』, 韓國經濟研究院, 1989.
- 金裁元, 『日本産業金融政策의 基本權造』, 全國銀行聯合會 金融經濟研究所, 1988.
- 鄭雲燦, 「韓國의 經濟成長과 金融發展」, 『社會科學의 諸問題』(林元澤教授 停年紀念 論文集), 法文社, 1988.
- 日本銀行, 『日本の金融制度』(韓國銀行 譯, 『日本の 金融制度』), 1987.
- Eccleston, B., "The State, Finance and Industry in Japan," in A. Cox (ed.), *State, Finance and Industry*, Wheatsheaf Books, 1986.
- Hart, O., "Comment on Stiglitz and Weiss 'Credit Rationing and Collateral'," in J. Edwards et al. (eds.), *Recent Developments in Corporate Finance*, Cambridge, 1986.
- Horne, J., *Japan's Financial Markets*, George Allen and Unwin, 1985.
- Johnson, C., *MITI and the Japanese Miracle*, Stanford, 1980.
- Min, S., *Government-Business Interplay in Japanese Modernization*, East-West Center, 1988.
- Miname, R., *The Economic Development of Japan: A Quantitative Study*, Macmillan, 1986.
- Patrick, H., and Rosovsky, H., *Asia's New Giant*, Brookings, 1976.
- Pigott, C.A., "Financial Reform and the Role of Foreign Banks in Pacific Basin Nations," in Hang-Sheng Cheng (ed.), *Financial Policy and Reform in Pacific Basin Countries*, Lexington, 1986.
- Prindl, A.R., *Japanese Finance*, Wiley, 1981.
- Rybczynski, J.M., "Industrial Finance System in Europe, U.S. and Japan," *Journal of*

Economic Behavior and Organizations Vol. 5, 1984.

Schumpeter, J.A., *The Theory of Economic Development*, Harvard Univ. Press, 1934.

Suzuki, Y., *Money and Banking in Contemporary Japan*, Yale Univ. Press, 1980.