

금융발전이 경제성장에 미치는 영향

The Effects of Financial Development on Economic Growth

서영호(세무회계과)

Yeong-Ho Seo(Dept. of Tax and Accounting)

Key Words : financial development(금융발전), financial intermediate(금융중개기관), social marginal production(사회적 한계생산성), economic growth rate(경제성장률), financial repression(금융억압), financial innovation(금융혁신), endogenous economic growth model(내생적 경제성장 모델)

ABSTRACT : This paper attempts to introduce the concept of financial development in the endogenous growth model and theoretically investigated the relationship between financial development and economic growth. When the financial intermediate raises and loans a mount of capital, it is able to increase the economic growth rate through social marginal production of capital upping. however there is another opinion; the financial intermediate itself suffers a serious loss and reduces the economic growth rate. Therefore, in this paper, the author intends to verify the fact that financial development has had a positive influence on economic growth in Korea through the empirical test between financial development and economic growth.

1. 서론

금융발전이 경제성장에 미치는 영향은 Goldsmith(1969)의 연구에서 시초가 되었다고 볼 수 있다. 금융발전과 경제성장에 대한 일반적 견해에 따르면, 보편적으로 금융매개기관¹⁾이 발전할수록 경제성장이 촉진된 다는 것이다. 그리고, 70년대 초 Mckinnon(1973), Shaw(1973) 등의 학자들이 금리상한제, 높은 지불준비율, 정책금융 등 개발도상국 정부의 금융억압(Financial repression)이 저축감소, 비효율적 신용할당, 저투자를 초래해 경제성장을 저해시킬 수 있다고 주장하였다. 이러한 견해 이후로 금융자유화가 실질금리를 균형수준으로 조정함에 따라 저축증대, 실질 신용공급확대, 자본의 평균생산성 증대, 투자증가를 통하여 경제성장에 기여한다는 인식이 보편화되었다. Mckinnon과 Shaw이론에 입각하여 IMF와 세계은행은 개발도상국의 금융자유화를 강력히 권고함에 따라 많은 개발도상국이 80년대 이후 급속히 금융자유화를 실시하였다. 그러나, 이러한 금융자유화 정책은 개발도상국에 있어서 핫머니의 급속한 유출입 등으로 금융시스템의 불안정을 초래해 은행의 도산 등 많은 피해를 초래한 것도 사실이다. 이와 같이 금융자유화 정책의 보편적 편익이 의문시되면서, 금융발전과 경제성장과의 관계에 많은 논쟁이 발생하였다.

1)이들이 언급하는 금융기관은 간접금융기관이다.

본고는 Barro (1990), Barro and Sala-i-Martin의 모형²⁾을 이용하여 금융발전과 경제 성장과의 관계를 이론적으로 접근하고, 한국에 있어서 80년대 이후 급속히 진행되어온 금융발전이 경제성장에 어떠한 영향을 미쳤는가를 실증분석을 통하여 알아보려고 하는 것이다. 제Ⅱ장에서는 금융매개기관의 역할, 우리 나라의 금융부문 발전상황, 그리고, 금융과 경제성장에 관한 선행적 연구 및 그 관계에 대해 이론적 접근을 시도하였다. 제Ⅲ장에서는 우리 나라의 금융과 성장의 관계를 시계열 분석³⁾을 통하여 계량분석을 시도하였다. 마지막으로 제Ⅳ장에서는 이 논문의 결론 및 앞으로의 연구방향에 관하여 기술하였다.

2. 금융과 경제성장

2. 1 금융기관의 역할

금융시장을 구성하는 요소로는 자금의 공급자(후자지출단위)와 자금의 수요자(적자지출단위), 또 자금이 이전될 때 이용되는 구체적인 금융수단인 증권⁴⁾, 그리고 금융시장에서 금융거래에 직접 참가하여 자금의 공급자와 수요자의 금융거래를 보조하는 금융기관이 있다. 경제행위의 규모가 작고 거래의 형태가 단순한 경제에는 경제주체들간의 정보교환이 쉽게 가능하였기 때문에 경제주체들간의 교환을 매개하는 중개기구 역시 필요성이 적었다. 그러나 경제행위의 규모가 복잡화됨에 따라 거래의 형태도 다양화되기 시작하였고, 경제주체들간의 경제행위에 있어 정보의 교환의 중요성 또한 증대되어 교환행위를 원활히 수행토록 보조해주는 중개기구의 존재가 요구되었다. 금융중개기구에는 자금의 수요자와 자금의 공급자가 직접 접촉하여 자금을 거래하는 직접금융시장이 있고, 자금의 수요·공급자가 직접 접촉하지 못하는 경우 어떤 매개기구를 통하여 접촉하는 경우를 간접금융이라고 한다.

금융중개기관의 역할을 Stiglitz(1993)의 분석을 중심으로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 금융시장은 자금공급자로부터 자금수요자로 자본의 이전을 촉진시킴으로써 자본의 가용성을 증대시킨다. 둘째, 이러한 과정에서 자본의 집적이 가능하게 되는데 이로써 대규모 자본이 필요한 사업을 지원할 수 있게 된다. 셋째, 금융기관은 대출심사를 통해 가장 수익성이 높은 사업부터 또는 자금의 최적 운영자에게 자금을 공급함으로써 자금활용의 효율성을 제고시킨다. 넷째, 금융기관은 대출 후 고객이 자금을 예정된 사업에 사용하는가를 감독하고 아울러 대출원리금의 상환가능성을 높이기 위하여 노력함으로써 신용위험의 감소에 기여한다. 다섯째, 금융시장은 자금의 공급방법과 위험부담 및 보상의 방식 등을 개발함으로써 자금거래의 활성화를 촉진한다. 여섯째, 금융기관은 금융거래에 필요한 지불수단을 제공하고 아울러 결제제도를 확립한다. 일곱째, 금융기관은 각종 금융거래와 관련된 제반기록을 유지하고 관리하여 관련거래의 이행을 촉진한다.

하지만 금융매개기관은 실패가능성 또한 배제할 수 없다. 이러한 요인으로는 첫째, 정보의 비대칭성이 있다. 정보의 비대칭성문제로 인해 도덕적 위해(moral hazard)와 역선택(adverse selection)문제가 야기된다. 역선택의 문제로 은행이 자금의 수요자의 대출상환문제를 선별하지 못하는 경우 차등적 대출금리의 적용이 불가능하게 되는데 이러한 경우 금융매개기관(예를 들면

2) 금융매개기관이 효율적으로 자원을 배분하는 데 도움이 될 경우, 경제의 생산성을 높이는 외부효과를 초래한다는 가정을 하는 내생적 성장모델이다.

3) 금융구조가 국가별로 상당한 차이가 존재하므로, 금융발전과 경제성장과의 인과관계 패턴이 나라마다 상이하게 나타난다. 그러므로, 본 고에서는 횡단면 분석보다는 시계열 분석을 통하여 금융발전과 경제성장과의 관계를 분석하였다.

4) 증권에는 금융기관이 리스크를 부담하는 간접증권(예금 등), 금융기관이 리스크를 부담하지 않는 직접증권(주식, 채권 등)이 있다.

은행)은 담보를 요구하게 되고, 담보능력이 부족한 고객들의 대출수요는 그들의 대출상환능력에 불구하고 기각해 버리기도 한다. Stiglitz와 Weiss(1981)는 은행이 모든 고객에게 균일한 대출 금리를 징수할 경우 대출상환능력이 있는 고객은 손해를 보게 되므로 다른 은행 또는 다른 자금원을 찾아가고 대출상환능력이 없는 고객만이 남게 된다고 주장하였다. 둘째, 금융매개기관의 연쇄파산가능성이다 셋째, 금융산업의 공공성 및 외부경제효과이다. 이러한 요인들로 인해 금융매개기관의 존재는 사회 전체적으로 볼 때 비용을 초래할 수 있다.

2. 2 우리 나라의 금융발전

금융발전이 실물자산의 거래비용을 절감시킴으로 해서 경제성장에 긍정적 요인을 미칠 수 있음은 많은 선행적 연구에서 증명되었다. 금융발전은 금융자산의 증가뿐만 아니라, 건전하고 효율적인 금융시스템의 구축이 동시에 이루어져야 하며, 많은 개발도상국들이 지속적 경제성장을 하기 위해서는 금융이 실물과 보조를 맞추어 발전되어야 된다.

한국은 1970년대 고도성장기 이후 지속적으로 금융자산의 비중이 증대되어 왔으며, 이러한 금융자산 증대는 어느 한편으로 는 성장의 한 축으로 작용하였다고 볼 수 있다.

〈표2-1〉은 금융연관비율⁵⁾을 통하여 우리 나라의 금융자산 축적추이를 살펴보면 다음과 같다. 우리 나라의 금융자산·소득비율은 경제발전과 더불어 금융자산의 축적도 꾸준히 이루어져 왔음을 반영하여 장기적인 상승추세를 보이고 있다. 1970년대에 2.6~2.8 수준에서 별다른 변동을 보이지 않던 금융자산·소득비율은 1980년대 이후 상승세가 두드러져 1999년 말 현재 6.76에 이르고 있다. 1970년대에는 높은 물가상승으로 인한 실질금리하락 및 부동산 등 실물자산에 대한 높은 선호 등으로 금융자산의 축적이 실물자산의 축적에 비해 상대적으로 부진하여 금융자산·소득비율이 큰 변동을 보이지 않았다. 그러나 1980년대 들어서는 물가안정과 금융저축수단의 다양화, 소득수준의 상승으로 인한 저축여력 증대 등으로 금융자산·소득비율이 크게 상승하였다. 한편 우리나라의 금융자산·소득비율을 주요국과 비교해보면 1999년 말 현재 우리 나라의 금융자산·소득비율(6.76)은 미국(1998년, 8.96)과 일본(1998년, 8.73) 등에 비하여 낮은 수준에 머물러 있음을 알 수 있다.

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1997	1998	1999
금융자산액(a)	7.2	27.5	113.7	312.2	772.3	1,836	2,741	2,990	3,233
명목GNI(b)	2.8	10.1	37.0	79.2	178.6	376.3	450.9	437.9	478.3
비율(a/b)	2.57	2.72	3.07	3.94	4.32	4.88	6.08	6.83	6.76

〈표2-1〉우리 나라 금융자산·소득비율과 금융자산축적 추이

(단위: 조원, %)

(자료: 한국은행)

5) 금융연관비율이란 일정시점에 있어서 한 나라의 금융자산총액을 국부총액(유형자산+순대외자산)으로 나눈 것으로, 금융구조분석에 가장 널리 쓰이는 변수이다. 금융연관비율은 1) 저축주체와 투자주체가 분리될수록 2) 기업투자재원의 외부자금의 의존도가 높을수록 3)금융의 우회화 정도가 높아져서 금융기관 사이에 이중 삼중의 증권이 발행될수록 높아지게 된다. 그런데 금융연관비율을 산출하는데 쓰이는 국부총액은 추계하기가 어려운데다 나라마다 추계방법에 차이가 있으므로 일반적으로 명목 GNI를 실물자산스톡 대신 이용하여 산출한 금융자산·소득비율을 금융연관비율의 대용지표로 사용하고 있다.

〈표2-2〉는 개인부문의 자산을 100으로 놓았을 경우, 그 자산운용 비중을 실물부문과 금융부문으로 나누어 놓은 것이다. 개인부문의 총자산 중에 금융자산 보유가 꾸준히 증대됨을 볼 수 있다. 1980년대에는 총자산 중 금융자산 보유 비중이 70% 수준에서 1990년대 80%대 수준으로 증가되었다. 이는 부동산 가격의 안정으로 개인부문에서 수익성을 위하여 채권, 신탁 등의 금융자산 보유가 증가했기 때문으로 생각된다.

〈표 2-2〉 개인부문의 자금운용(증감액 기준)

(구성비, %)

(자료: 한국은행)

	1980	1985	1990	1993	1995	1996	1997	1998
실 물 자 산	27.5	29.7	19.3	24.9	15.3	19.3	15.6	4.9
금 융 자 산	72.5	70.3	80.7	75.1	84.7	80.7	84.4	95.1

우리 나라는 위와 같이 금융자산의 양적 팽창뿐만 아니라 금융의 질적 발전을 위하여, 1980년대 이후 금리자유화, 주식시장 개방 등 지속적인 금융자유화를 추진하여 효율적인 금융시스템을 구축하려고 노력하여 왔다. 자유시장의 원리에 의한 자본시장의 효율적 기능이 실물경제의 자원배분을 개선시키는데 중요한 요소라는 인식이 생겨나게 되었으며, 우리 나라 금융시장은 “금융혁신(financial innovation)”⁶⁾이라고 불릴 만큼 많은 변화를 겪어 오고 있다. 이러한 금융혁신은 우리 나라에 만 국한된 것이 아니라 전 세계적으로 이루어지고 있어, 효율적 측면에서 금융자유화는 전세계적인 현상이 되고 있다.

국가간의 금융거래에 있어서 중요한 요소인 환규제(exchange control) 및 기타 금융규제의 완화 및 제거에 의하여 국내 및 역외시장이 점차 통합되고 있다. 이렇게 자유로와 진 규제환경에 의하여 금융기술(EFTS : 전자자금 이체 등)이 발전하였다(물론, 금융기술이 규제를 회피하는 것을 더 쉽게 하여, 규제가 제거될 수 있었다는 인과관계도 생각할 수 있다). 또, 컴퓨터의 발전은 거래비용의 저하 및 매우 복잡한 파생상품의 발전과 금융거래의 폭발적 증가를 가능하게 하였다.

자본시장의 발전의 또 다른 요인은 증권화 및 투자행위의 기관화의 증가로 볼 수 있다. 증권화는 금융적 부채 및 청구권의 분할을 촉진하였으며, 기관 투자자로서의 자산관리자의 집중화는 국제간 증권거래의 의지를 증가시켰을 뿐만 아니라 파생상품에 대한 수요증가의 결과를 낳았다.

2. 3 금융과 경제성장

금융발전은 자원의 효율적 배분을 가져와 경제의 생산성(자본의 한계생산성)을 증가시키는 효과가 존재하며, 또한 한편으로는 금융매개기관의 역선택 및 도적적 해이 등으로 인하여 경제적 비용이 발생한다. 금융발전으로 인해 경제의 생산성이 높아지는 것보다, 금융매개기관의 경제적 비용이 더 크다면 오히려 금융부문은 경제성장에 부정적인 요인이 될 수도 있을 것이다.

전통적인 성장이론, 즉 신고전학과 성장이론에 따르면, 금융매개기관은 일인당 자본스탁 수준 및 생산성수준과 관련이 있는 것으로 분석되어져왔다. 하지만, 금융발전은 경제의 장기성장률에는 영향을 미치지 못하는 것으로 분석하고 있다. 최근 금융발전과 경제성장과의 관계는 내생적

6) 새로운 금융상품을 창출시키거나 변형시키고, 시장구조(market structure)의 변경과 새로운 금융기관의 대두, 또는 기술, 수요 및 정부의 규제 등 기업 외적요인의 변화에 대하여 금융기관이 대응해 가는 과정.

성장이론의 분석 틀에서 많은 연구가 진행되고 있다. 외생적 기술진보라는 요인이 경제의 장기성장을 결정한다는 신고전파성장이론과는 달리, 내생적 성장이론은 경제내에 스스로 성장을 촉진시킬 수 있는 요인(예를들면 소비자의 선호, 소득분포, 기술, 제도적 요인, 인적자본 등)에 의해 성장이 결정된다. 이 경우 금융매개기관의 발전은 경제의 장기성장에 영향을 미칠 수 있다.

이러한 연구들의 대부분은 금융매개기관이 자본을 대부하는 경우 사회전체적으로 생산성을 높이는 역할을 하여 성장에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 금융매개기관이 가지는 비효율성(도덕적 해이, 역선택 등)이 성장에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다고 분석하고 있다. 그러므로, 금융매개기관이 효율적이 될수록 경제성장을 높일 수 있다는 것이다.

Bencivenga 와 Smith(1991)는 금융매개기관은 일반적으로 사회전체적으로 불필요한 유동성을 줄이고 이로 인해 성장을 촉진한다고 분석하였다.⁷⁾ Saint-Paul(1992)는 기술적 선택(technological choice)에 대한 금융시장의 영향을 분석하였다. 노동에 대한 분화가 생산성 증대를 가져오고, 금융시장의 발전은 노동의 분화를 가속화(금융시장의 역할이 개인들로 하여금 다양화된 자산묶음(portfolio)을 보유하게 하여 노동력을 분화시킬 수 있다는 것임)시킴으로서 금융시장의 발전이 생산성 증대로 이어져 경제성장을 높일 수 있다는 것이다. Roubinia와 Sala-i-Martin(1992)은 정부가 금융매개기관 규제를 통해, 민간부문 화폐수요를 진작시켜서 주조차익(Seigniorage)을 얻을 경우 경제성장을 저해할 수 있다고 분석하고 있다.⁸⁾ Singh(1997) 전통적 금융과 성장이론에서 간과하였던 주식시장의 대외자유화가 경제에 미치는 역효과를 분석하였다. Zsolt Becsi and Ping Wang(1997)은 정부개입이 금융중개기관의 효율성과 경제성장에 매우 큰 영향을 미치며 이들 간의 상관관계를 변화시킬 수 있음을 보였다. Greenwood와 Jovanovic(1990)은 금융매개기관이 경제의 생산성을 증가시켜 성장을 촉진시키는 반면 금융매개기관으로 인한 자원의 손실 때문에 성장이 낮아질 수 있다는 것을 보였다.

본 고에서는 금융부문이 경제성장에 미치는 영향을 분석하기 위하여, Barro(1990), Barro 와 Sala-i-Martin(1992)의 AK모형을 이용하고자 한다. 금융부문을 이 모형에 적용시키기 위하여 금융매개기관이 생산부분에 자본조달을 하는 것이, 정부의 공공지출과 유사한 성격, 즉 공공성 및 외부경제효과를 가지는 것을 가정하고 분석한다. 노동과 자본이 생산 투입요소로 사용되는 단순한 내생적 성장모형을 이용한다.

경제내의 금융매개기관은 경제내의 가용 자본을 가지고, 자본의 생산성을 높일 수 있는 곳에 대부를 하는 역할을 담당한다고 볼 수 있으므로, 경제의 생산성을 향상시키는 역할을 한다. 그러나, 금융매개기관이 가지는 실패 가능성, 비효율성 등을 고려하는 경우 경제내의 생산요소(자본)가 금융매개기관을 거치는 경우 손실이 발생하게 된다. 이러한 것을 고려하는 경우 경제내에서 금융매개기관을 통한 자본의 대부는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$F = \phi k_t, 0 < \phi < 1 \quad (1)$$

즉, 금융매개기관을 통해 손실이 발생하고, 나머지 자본이 생산을 위해 대부된다. 이때 ϕ 는 자본량의 증가에 대한 금융매개기관이 행하는 금융서비스의 크기라고 할 수 있다.

Barro(1990), Barro와Sala-i-Martin(1992)의 모형을 응용한 Alesina와 Rodrik(1994)의 생산함수를 정부부문의 공공서비스 대신 금융매개기관으로 변형하여, 금융매개기관이 생산의 외부경제성을 가지는 것으로 가정한다면, 생산함수는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$y_t = A k_t^\alpha l^{1-\alpha} F^{1-\alpha}, 0 < \alpha < 1 \quad (2)$$

분석의 편의를 위하여, 소비와 투자에 사용되는 단일 재화만을 생산한다고 가정한다. 자본은 인적·물적 자본

7) 이들은 금융중개기관으로서 대표적 간접금융기관인 은행의 긍정적인 역할을 강조하여서 주장을 펼쳤다.

8) 효율함수에 화폐가 포함된 M. Sidrauski(1967)모형을 사용하고 있다.

을 포함한 광의의 자본, 그리고, 경제전체의 노동부존을 1이라고 가정하고, 생산요소시장이 완전경쟁이면 자본의 한계생산성은 다음과 같이 구해질 수 있다.

$$r = \frac{\partial y}{\partial k} = A\alpha\phi^{1-\alpha} = r(\phi), \quad r'(\phi) > 0 \quad (3)$$

(3)식의 의미는 자본의 한계생산성이 자본스톡과 무관하고, ϕ 의 함수임을 알 수 있다. ϕ 가 시간의 흐름에 따라 불변인 것으로 가정한다면, (1), (2), (3)식을 이용한 경제의 자본축적방정식은 (4)식과 같이 나타낼 수 있다.

$$\dot{k}_t = y_t - c_t - \delta k_t - \phi k_t \quad (4)$$

$$\dot{k}_t = \frac{d \ln k_t}{dt}, \quad \delta = \text{감가상각율}$$

경제내의 대표소비자를 가정하고, 소비자는 무한기에 걸친 자신의 효용을 극대화한다고 하면, (5)식과 같은 효용함수를 산정할 수 있다.

$$U_t = \log c_t e^{-\rho t} dt, \quad \rho = \text{시간선호율} \quad (5)$$

이 경우 소비자의 문제는 다음과 식(6)으로 나타낼 수 있다.

$$\text{Max } U_t = \int_t^{\infty} \log c_t e^{-\rho t} dt \quad (6)$$

$$\text{subject to } \dot{k}_t = y_t - c_t - \delta k_t - \phi k_t \quad \text{단 } y_t = Ak_t^\alpha l^{1-\alpha} F^{1-\alpha}, \quad 0 < \alpha < 1$$

식(6)을 풀면 식(7)과 같은 소비의 시간에 따른 성장경로(growth path)를 구할 수 있다.

$$\gamma = \frac{\dot{c}_t}{c_t} = [r(\phi) - \rho - \delta - \phi] \quad , \quad \gamma = \text{성장율} \quad (7)$$

균제균형(steady-state)에서 자본의 축적경로(path)는 다음과 같다.

$$\frac{\dot{k}_t}{k_t} = \frac{\dot{c}_t}{c_t} = \gamma(\phi) \quad (8)$$

생산함수에 금융부문을 도입할 경우 (7)식에서 알 수 있는 것처럼 경제성장률은 금융서비스의 크기에 영향을 받는다. 자본의 한계생산성은 금융서비스의 크기를 나타내는 ϕ 가 클수록 증가한다. (7)식과 (8)식에서 금융매개기관이 존재하는 경우의 성장률의 관계를 보면 다음과 같은 (9)식의 결과를 얻게 된다.

$$\gamma_\phi = \frac{\partial \gamma}{\partial \phi} = \frac{\partial r}{\partial \phi} - 1 < 0 \quad \text{as } \phi > [a(1-a)A]^\frac{1}{\alpha} \quad (9)$$

(9)식이 의미하는 바는 금융매개기관의 효율성을 나타내는 지표인 ϕ 가 생산성을 높일 수록 성장율을 증가시

킨다는 것이다.

(8), (9)식에서 알 수 있듯이 금융매개기관이 존재하는 경우 금융매개기관의 부분이 커질때 이로 인한 생산성의 증가를 초과하여 성장에 긍정적인 역할을 하지만 금융매개기관의 존재로 인한 손실의 효과도 있기 때문에 ϕ 의 생산성의 증가효과와 손실의 크기에 따라 성장률의 변화가 결정된다. 만약 ϕ 의 증가로 인해 생산성을 높이는 외부효과보다 경제에 초과하는 손실이 크다면 금융서비스의 확대는 오히려 경제성장을 저해할 수가 있다.

3. 실증분석

3. 1 분석 방법

금융부문의 발전이 실물부문의 발전에 도움을 줄 수 있다는 사실에는 누구나 동감을 한다. 우리 나라의 경우 1980년대 중반 이후 금융자유화를 통하여 규제완화 및 금융자산의 증대 등을 경험하였다. 이러한 금융부문의 많은 변화가 실물부문에 영향을 끼쳤음은 누구나 생각해 볼 수 있다.

King and levine(93)은 국가간 횡단면 분석을 통하여 높은 수준의 금융발전이 경제성장을 선도하여, 실물자본 축적, 빠른 경제성장, 경제의 효율성 향상에 많은 영향을 주었음을 보였다. 그러나, 세계 각국의 금융시스템은 많은 차이가 존재하여, 금융발전과 경제성장간의 인과관계 패턴이 국가마다 다양할 경우 이분산(Heterogeneity)이 존재하여 일치추정량을 얻지 못할 수도 있다. Arestis and Demetriades(96)은 12개국의 자료를 이용한 시계열분석 결과 금융발전과 경제성장간의 인과관계는 각 나라의 금융제도 및 정책의 성격과 운용방법에 의하여 결정된다는 것을 발견하였다. 이에 본고에서는 시계열 자료를 이용하여, 우리 나라의 금융과 실물부문에 장기적 관계에 초점을 맞추어 실증분석을 하고자 한다.

세계주식시장의 총가치는 80년대 중반 약 4.7조달러에서 90년대 중반 약 15.2조달러 대로 증가되었고, 특히 개발 도상국의 주식시장은 시가총액뿐만 아니라 거래량도 비약적으로 증가하였다. 그러므로, 금융시장에서 주식시장의 역할이 현저히 증대되었다. 그러므로, 금융시장의 발전지표로 주식시장과 은행부문을 동시에 고려하였다.

분석에 이용된 자료는 1989년 1/4분기부터 2000년 2/4분기까지의 분기자료이다. 모든 자료는 log로 변환하여 사용하였으며, 일차적으로 모든 자료에 대한 단위근 검증을 하였으며, 변수들 간에 장기적 관계를 추정하기 위하여 Johansen의 공적분 분석(Cointegration analysis)을 사용하였다.

3. 2 실증분석

실증분석에서 사용된 모든 자료는 일차적으로 Augmented Dickey- Fuller Unit Root Test 등을 통하여 단위근의 존재를 분석하였다. 본 고에서 사용된 자료들은 <표2-3>에서 볼 수 있듯이 유의수준 10%수준에서도 거시 시계열에서 일반적으로 나오는 단위근을 가지고 있는 것으로 추정되었다. 데이터에 단위근이 존재할 경우 경제에 미친 한번의 충격이 계속적으로 지속되

9) 시계열자료에 단위근이 존재할 경우, 이러한 시계열자료를 이용하여 회귀분석할 경우 회귀식은 가성적회귀식을 나타낼 수 있다. 그러므로, 모든 단위근을 가지는 변수는 차분하여 사용하여야 한다. 그러나, 변수들 간에 공적분의 관계가 존재하면 각 변수들을 차분하지 않고 사용하여도 가성적 회귀문제는 발생하지 않는다.

는 성질때문에, 원자료를 이용한 회귀분석은 가성적회귀(Spurious Regression)의 문제를 일으킬 수 있다.

〈표2-3〉 단위근 검정결과

	ADF 검정 통계량	critical value		
		1%	5%	10%
gdp	-1.887	-3.585	-2.928	-2.602
gdps	-1.745	-3.585	-2.928	-2.602
gdpc	-2.006	-3.585	-2.928	-2.602
kos	-0.221	-2.615	-1.948	-1.619

주) gdp는 1인당 GDP, gdps는 GDP에 대한 주식시장 시가비중, gdpc는 GDP에 대한 은행신용비중, kos는 주가지수 변동성 평균

〈표2-4〉의 두 개의 추정식은 1인당 GDP, GDP에 대한 주식시장 시가비중, GDP에 대한 은행신용비중 등 변수들과 GDP에 대한 주식시장 시가비중, GDP에 대한 은행신용비중, 주가지수 변동성 평균 등 변수들에 대한 Johansen Cointegration test 결과를 나타내고 있다. 〈표2-4〉에서 나타나듯이 두 개의 추정식들에서 나타나는 변수들 간에는 유의수준 1%에서 공적분 관계가 존재함을 볼수 있다.

〈표2-4〉 Johansen의 공적분 검정결과

추정식	검정 통계량	critical value	
		5%	1%
$\ln(gdpc)_t = c + \alpha \cdot \ln(gdp)_t + \beta \cdot \ln(gdps)_t + e_t$	100.3	29.68	35.65
$\ln(gdps)_t = c + \alpha \cdot \ln(gdpc)_t + \beta \cdot \ln(kos)_t + e_t$	58.0		

〈표2-5〉의 첫 번째 추정식은 금융발전과 일인당 국민소득 간의 공적분 벡터를 추정한 것이다. 국민소득에 대한 은행신용 비중은 경제성장률과는 장기적으로 양의 상관관계가 존재하는 것으로 분석되었다. 그리고, 국민소득에 대한 주식시장 가치 및 주가지수 변동성 등은 은행부문의 발전과는 음의 상관관계가 존재하는 것으로 분석되었다. 추정식에 대한 계수값의 표준오차가 모두 통계적으로 유의한 것으로 판단되므로 계수값에 대한 장기적 관계는 존재하는 것으로 판단된다.

〈표2-5〉 공적분 벡터 추정결과

추정식	변수	추정치	표준오차
$\ln(gdpc)_t = c + \alpha \cdot \ln(gdp)_t + \beta \cdot \ln(gdps)_t + e_t$	c	-0.2527	
	ln(gdp)	0.7594	0.4532
	ln(gdps)	-2.6982	1.5574
$\ln(gdps)_t = c + \alpha \cdot \ln(gdpc)_t + \beta \cdot \ln(kos)_t + e_t$	c	-0.3633	
	ln(gdpc)	-0.8377	0.1900
	ln(kos)	-0.3191	0.1392

4. 결론

금융부문의 발전과 경제성장과의 관계를 분석하는 많은 연구가 있었다. 금융부문의 발전은 국가간 금융시스템의 차이로 인한 이분산의 존재로 본 고에서는 시계열 자료를 이용하여 우리 나라 금융발전과 경제 성장과의 장기적 관계를 공적분 분석을 통하여 1989년 이후 분기 자료를 이용하여 검정하였다.

본 고에서 얻은 결론의 첫 번째는 금융부문의 발전지표로 선택한 국민소득에 대한 은행신용과 일인당 국민소득과는 정의 장기적 상관관계가 존재하였다는 것이다. 우리 나라의 경우 금융산업이 선진국의 수준과 같이 발전되지 못하고 미미한 수준에 머물러 있는 경우, 산업화 단계에서 정부가 경제발전을 위하여 국가 주도적 산업이나 규모의 경제효과가 큰 산업에 금융기관을 통하여 많은 자금을 대여함으로써 지금까지의 성장에 일조 하였던 것은 사실이다. 물론, 이는 정부의 정책금융 등이 많은 부작용을 가져온 것도 사실이지만, 경제성장의 일정 부분을 담당하였다는 것은 주지의 사실이다.

그러나, 현재 국제간 자금 흐름이 제약이 점차 사라짐에 따라 이러한 정책금융 등은 기업의 경쟁력을 약화시킬 수 있으므로, 금융기관의 효율적 자원배분을 위하여 장래에는 금융기관의 효율성을 증대시키는 방향으로 금융산업을 발전시켜야 된다고 본다.

두 번째 결론은 주식시장은 기업의 직접자금의 중요한 창구가 되고 있으나, 주식시장의 발전이 금융부분과 부의 상관관계 즉, 경제성장에 마이너스의 영향을 주었다는 사실이다. 이는 주식시장의 변동성이 매우 커서 경제의 교란 요인으로 작용한 것으로 사료된다. 우리 나라의 주식시장은 여타 다른 비교 대상국의 국가와 비교하여 기관의 주식보유 비중¹⁰⁾이 매우 낮으며, 개인의 주식거래 비중이 매우 크다. 일반적으로 개인들의 주식 보유 기간은 기관 보다 낮아 주식시장의 변동성을 크게 하는 요인이 된다. 그러므로, 주식시장의 변동성을 낮추어 경제의 교란 요인을 감소시키기 위해서는 연기금 등 안정적 주식수요를 확대시키는 것이 필요하다고 본다.

10) 미국 등 주요 선진국의 경우 주식시장의 기관비중은 약 40% 내외이나, 우리 나라의 경우 약 20% 내외로 비교적 낮다.

본 연구는 금융부문과 경제성장의 장기적 관계를 분석하기 위하여 은행신용과 주식시장을 금융부문의 발전지표로 사용하였다. 그러나, 금융부문이 경제성장에 영향을 미치는 주요 경로 및 금융부문의 발전은 어떠한 요인에 의하여 이루어지는가 하는 부문에 대한 연구는 부족하다고 볼 수 있다. 앞으로의 연구는 이러한 금융부문의 발전 요인 및 금융부문에 어떠한 제한 또는 금융억압이 경제의 장기 성장에 미치는 연구 등이 이루어 졌으면 한다. 그리고, 각국의 금융시스템부문의 차이로 오는 이분산 문제를 고려하여 국가간 횡단면 자료를 통하여 각국의 금융시스템의 차이가 국별로 어떻게 성장에 영향을 미쳤는가에 대한 연구도 진행되었으면 한다.

참고문헌

- (1) Alesina, Alberto. and Dani, Rodrik., 1994, "Distributive Politics and Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, May, pp.465-490.
- (2)Barro, Robert, 1991, "Government Spending in a Simple Model of Economic Growth," *NBER Working Paper* No.3638,
- (3)Barro, Robert. and Xavier Salai-i-Martin., 1990, " Public Finance in the Theory of Economic Growth", unpublished manuscript.
- (4)Bencivenga, V, R., and B, D. Smith., 1991, "Financial intermediation and endogenous growth", *The Review of Economic Studies*, 58, April, pp.195-209.
- (5)Gilles Saint-Paul., 1992, "Technological choice, financial markets and economic development", *European Economic Review*, 36, pp.763-781.
- (6)Greenwood, J. and B, Jovanovic, 1990, "Financial development, growth and the distribution of income", *Journal of Political Economy* 98, Oct, pp.1076-1107.
- (7)Marco Pagano, 1993, "Financial markets and growth", *European Economic Review*, pp 37~48
- (8)McKinnon, R. 1973, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: The Brookings Institution,.
- (9)Saint Paul, G., 1992, " Technological choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review* ,36.
- (10)Shaw, E., 1973, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, pp 7~34.