

金融과 經濟發展

司空 壹

▷ 目 次 ◁

I. 序 言

II. 金融과 經濟發展：理論的 概要

III. 金融聯關比率 推移

IV. 結 言

하는 데 있다. 또한 韓國의 金融聯關比率를 利用可能한 資料를 사용하여 推計하고 同比率을 중심으로 韓國의 金融深化推移를 간단히 살펴 보기로 한다²⁾.

I. 序 言

최근 수년에 걸쳐 “金融構造改善”問題는 政策的인 次元에서 계속 論議되고 있으며, 韓國開發研究院 등은 이에 관한 建議를 關係當局에 수차례에 걸쳐 提出한 바 있다¹⁾. 本稿의 主目的은 “金融構造改善”을 주장하는 理論的인 根據를 파악하는 데 도움이 될, 최근 脚光을 받고 있는 새로운 金融的 發展理論을 概觀

II. 金融과 經濟發展：理論的 概要

經濟發展이란 實物經濟의 量的成長 혹은 實物資產(real assets)의 蓄積過程인 동시에 實物經濟의 構造的 變化過程이라고 定義하는 것이 보통이다. 따라서 Adam Smith 以來의 經濟發展理論은 주로 實物變數間的 因果關係(causal relationship)에 의하여 經濟發展 현상을 설명하려고 노력하였을 뿐 아니라 주로 제 2 차 세계대전 이후 生成된 後進國 開發理論과 이를 바탕으로 하는 후진국 經濟開發 計劃의 대부분 역시 實物經濟에 그 초점을 두고 있다. 이러한 趨勢는 經濟發展의 궁극적인 목적이 國

筆者：韓國開發研究院 研究委員

- 1) 韓國開發研究院은 1979年 1月에 “金融制度의 近代化(試案)”와 同年 7月과 10月에 “金融制度 改編方案”을 關係當局에 提出한 바 있음.
- 2) 金融的 發展理論의 概觀과 金融聯關比率에 관한 이러한 分析은 司空 壹, 「金融·財政」, 邊衡尹·金潤煥編, 『韓國經濟論』, 裕豐出版社, 1977, pp.327~376 및 司空 壹·金寬洙, 『韓國의 金融構造, 1963~1975』, 韓國開發研究院, 1977 참조.

民 厚生의 增進에 있고, 이는 또한 實物資產의 蓄積을 통하여 이룩될 수 있다고 볼 때 당연하다고 보겠다. 그러나 최근 특히 1960年代에 들어와서 일부 學者들은 經濟發展의 金融的 側面에다 많은 關心을 두기 시작했을 뿐 아니라 實物經濟의 發展 自體를 實物的 側面은 물론 金融的 側面에서 설명하려고 노력하고 있다.

Raymond W. Goldsmith³⁾는 그의 實證的 研究를 통하여 金融과 實物經濟間의 相互關聯關係를 말해주는 소위 金融聯關比率(financial interrelation ratio; FIR)의 長期的인 上昇 趨勢를 多數國家의 例에서 발견한 바 있다. 즉, 그에 따르면 一般的으로 볼 때 한 나라의 金融資產⁴⁾ 總額의 實物資產總額에 대한 比率는 歷史的으로 上昇해 왔다는 것이다.

이와 같은 金融深化⁵⁾(financial deepening) 現象은 金融資產의 量的成長은 물론이려니와

金融構造의 변화 내지 金融의 多樣化를 동시에 反映한다고 볼 수 있다. 그러나 이러한 金融聯關比率의 上昇趨勢 自體는 實物經濟의 發展을 단순히 반영하는 것인지 아니면 반대로 金融現象이 實物經濟의 發展을 促進하는 것을 意味하는지의 因果關係의 규명은 오늘에 이르기까지 명확하게 되어 있지 못하여 아직도 論難의 對象이 되고 있다.

그러나 Irma Adelman and Cynthia Morris⁶⁾는 상대적으로 經濟成長이 성공적인 나라일수록 金融機關의 質的改善(the degree of improvement in financial institutions)이 잘 되어 있다는 사실을 74個國 資料의 統計的 分析을 통하여 결론짓고 있다. 이들은 金融機關의 質的改善이 貯蓄—投資 「갭」(gap)의 制約을 國內的인 노력으로 덜어주는 效果를 가져오기 때문에 經濟成長에 기여하는 것이라고 해석하고 있다. 또한 앞에서指摘한 바와 같이 최근에 와서 일부 學者들은 金融은 實物經濟의 發展에 能動的인 영향을 미친다고 주장하여 過去의 貨幣의 「베일」(veil)觀 혹은 貨幣中立觀的인 傳統에 相反되는 좀더 體系的인 理論을 展開하고 있다.

過去의 傳統的인 主張은 貨幣를 포함한 金融現象은 實物經濟를 受動的으로 反映할 뿐 아니라 金融의 深化 내지 金融의 多樣化는 實物經濟의 發展에 따라 생긴 需要에 應하여 자동적으로 일어난 現象, 즉 「需要—追從」 現象(demand-following phenomenon)이라고 보는 것이다⁷⁾. 바꾸어 말하면 實物經濟의 先導에 金融은 추종한다는 것이다. 예를 들면, 實物經濟의 發展은 各種 勞動의 分業化(division of labor)를 수반하며 이것이 또한 金融의 深化를 초래한다는 것이다⁸⁾.

3) Raymond W. Goldsmith, *The Determinants of Financial Structure*(Paris: OECD, 1966); *Financial Structure and Development*(New Haven and London: Yale University Press, 1969); *The Financial Development of Mexico*(Paris: OECD, 1966); "A Century of Financial Development in Latin America," Yale University Economic Growth Center, Center Paper No. 196, 1973 등 참조.

4) 金融資產(financial assets)은 借主(borrower)의 立場에서 보면 負債(debits)이므로 金融資產과 負債는 항상 一致하게 마련이다.

5) Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973 참조.

6) Irma Adelman and Cynthia Morris, "Performance Criteria for Evaluating Economic Development Potential: An Operative Approach," *Quarterly Journal of Economics*, May 1968, pp.260~280 참조.

7) Hugh T. Patrick, "Financial Development and Economic Growth in Undeveloped Countries," *Economic Development and Cultural Change*, January 1966 참조.

8) John G. Gurley and Edward S. Shaw., "Financial Structure and Economic Development," *Economic Development and Cultural Change*, April 1967 참조.

즉 첫째, 生産과 聯關하여 생긴 勞動의 分業化는 필연적으로 貨幣化率(monetization ratio)을 提高할 것이며, 둘째, 貯蓄과 投資와 關聯된 勞動의 分業化는 本源的 證券(primary securities)의 發行을 促進할 뿐 아니라, 세째, 貯蓄과 本源的 證券 所有間의 分業化는 間接證券(indirect securities)의 發行을 促進하므로 결국 實物經濟의 發展이 金融의 深化를 초래한다고 볼 수 있다는 것이다⁹⁾. 上記한 金融의 「需要—追從」현상의 좋은 예로 18世紀 후반부터 19世紀 초반까지의 英國의 經驗을 드는 것이 보통이다.

반면에 金融이 實物經濟 發展에 영향을 미칠 뿐 아니라 적절한 金融政策과 金融의 發展이 制度的으로 억제되어 있는 경우 金融自由化(financial liberalization)를 통하여 實物經濟發展을 先導할 수도 있다는 「供給—先導」(supply-leading)類의 주장은 최근에 와서 John G. Gurley and Edward S. Shaw¹⁰⁾, Ronald McKinnon¹¹⁾, Edward S. Shaw¹²⁾ 등에 의하여 展開되고 있다. Hugh T. Patrick¹³⁾이 要

約하는 바에 의하면 金融深化에 의한 實物經濟에의 영향은 첫째, 既存 實物資產 配分の 效率化, 둘째, 新規 貯蓄의 投資로의 效率의 配分, 세째, 實物貯蓄 自體의 促進을 통하여 이루어진다고 본다. 즉, 첫째 效果는 既存 實物資產 殘高(stock)의 效率的인 配分에서 오는 一次에 국한된 效果로서 이는 金融이 未發展되어 貯蓄者의 嗜好에 맞는 金融資產이 결핍된 經濟를 尙상하면 이해하기 쉽다. 이러한 상태하에서는 貯蓄者의 富의 蓄積은 주로 實物資產으로 나타나 기존 實物資產이 生産活動에 충분히 기여하지 못하여 生産潛在力마저 現實化시키지 못하는 결과를 초래하게 된다.

그러나 貯蓄主體의 嗜好에 맞는 多樣한 金融資產의 存在는 貯蓄主體로 하여금 金融資產을 選好케 하여 기존 實物資產은 좀더 生産的인 方向으로 이용될 수 있도록 再配分됨으로써 經濟全體의 生産能力을 최대한 現實化시킬 수 있다는 것이다. 둘째 效果는 實物貯蓄 흐름(flow)이 위에서 論議한 첫째 效果와 같은 이유에서 더욱 效率的으로 配分된다는 것이다.

세째 效果에 관하여는 아직도 論難의 餘地가 남아 있긴 하나 同效果의 가능성은 일찌기 여러 學者¹⁴⁾들에 의하여 指摘된 것으로 收益性(profitability), 流動性(liquidity) 혹은 安定性(safety) 등의 特性面에서 貯蓄者의 嗜好에 맞는 金融資產의 存在는 貯蓄의 效用을 높여 消費를 줄이고 貯蓄을 增大시키는 效果를 가져온다는 것이다. 또한 E. S. Shaw는 同效果의 가능성을 추가적으로 다음과 같이 설명한다¹⁵⁾. 첫째, 金融機關의 實質的인 成長은 더욱 많은 投資者들로 하여금 金融機會를 마련하게 되고 이로 인하여 이들 投資者들의 貯蓄 誘引이 또한 커진다는 것이다. 왜냐하면 貯蓄을 통한

9) 本源的證券이란 最終借入者(ultimate borrowers)가 外部金融(external finance)을 위하여 發行한 모든 負債證券를 일컫는 반면 間接證券이란 金融仲介機關이 最終貸與者(ultimate lenders)에게 發行한 모든 負債證券로서 貨幣는 물론이러니와 저축성예금, 보험, 신탁증서 등을 포함한다.

10) John G. Gurley and Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C.: The Brookings Institute, 1960 참조.

11) Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: The Brookings Institute, 1973 참조.

12) Edward S. Shaw, 前掲書 참조.

13) Hugh T. Patrick, 前掲論文 참조.

14) 예를 들면 Arther W. Lewis, *The Theory of Economic Growth*, London: George Allen and Unwin, 1955; Nathan Rosenberg, "Capital Formation in Undeveloped Countries," *American Economic Review*, September 1960; John G. Gurley, and Edward S. Shaw, 前掲書(1960) 참조.

15) Edward S. Shaw, 前掲書, pp.7~12 참조.

內部金融의 擴充은 그들의 財務構造를 충실화하여 外部金融費用을 낮추어 주기 때문이다. 둘째, 金融深化는 貯蓄者의 計劃視野(saver's planning horizon)를 넓혀 주기 때문에 貯蓄이 늘어날 수 있으며, 마지막으로 金融의 深化는 資本動員 내지 配分 手段으로서의 인플레이션稅를 억제할 수 있어 貯蓄 增大에 寄與할 수 있다는 것이다.

이상에서 論議한 金融의 「供給—先導」類의 假說에 의하면 政策當局은 實物經濟의 發展으로부터 오는 金融的 需要의 자동적인 發展만을 苦待하고 있을 것이 아니라 이에 앞서 政府의 직접적인 出資 혹은 직접적 補助方式을 통해 金融機關을 設立하고 金融資產의 供給을 늘림은 물론 金融資產의 需要를 創造함으로써 實物經濟의 發展을 促進할 수 있다는 結論을 導出할 수 있다. 이는 또한 만약에 既存法的, 制度的 혹은 기타 要因에 의하여 金融深化가 抑制되고 있다면 이들 抑制要因을 除去하고 金融의 自由化를 기함으로써 經濟發展을 促進시킬 수 있다는 것을 뜻한다. 그러나 오늘날 많은 先進國의 경우 적지 않은 金融抑制要素(financial repression elements)들을 內包하고 있으며, 가장 중요한 것으로 政策의인 低金利政策과 높은 인플레이션率의 並行이다. 이러한 상황 아래서는 金融의 深化를 기대할

수 없음은 물론이며 이는 또한 經濟發展을 制約하는 要因이 된다고 볼 수 있다.

이상에서 論議한 바와 같이 金融의 深化 혹은 金融貯蓄의 增大→實物貯蓄의 增大 및 效率的 配分→實物經濟의 成長 내지 發展의 促進이란 가능성은 앞서서도 指摘한 바와 같이 古典學派 이래의 貨幣「배일」觀 이후 新古典學派(Neo-Classical School)의 成長模型, John M. Keynes 혹은 후기 「케인지안」(Post-Keynesians)의 理論에서 전혀 무시되었을 뿐 아니라 오히려 반대로 金融貯蓄의 增大는 實物貯蓄의 減少를 초래한다는 結論을 이들 理論은 呑蓄하고 있다. 예를 들어서 代表的인 新古典學派 成長模型¹⁶⁾을 보면 貨幣中立觀의인 전통에서 金融의 變化如何를 막론하고 民間貯蓄性向은 일정하다고 假定함으로써 金融深化→實物貯蓄의 增加→實物經濟發展의 促進의 가능성을 排除할 뿐 아니라 民間의 資產構成(private portfolio)에 있어서 金融資產과 實物資產間의 代替性(substitutability)을 강조함으로써 金融의 深化는 오히려 實物資產의 蓄積 또는 投資를 減少시키게 된다는 점을 呑蓄하고 있다¹⁷⁾.

또한 「케인지안」 理論에서는 貨幣와 貨幣이외의 유일한 金融資產인 長期國債와는 完全代替性이 있을 뿐 아니라 長期國債는 또한 實物資產과 代替性이 있다고 假定함으로써 新古典學派理論에서와 같은 結論을 導出할 수 있다. 이러한 結論에 대하여 R. I. McKinnon은 上記한 理論들의 기본적인 諸假定에는 오늘날 後進國經濟의 현실에 符合하지 않는 측면이 있으며 貨幣需要의 金融的 動機 또는 投資動機의 중요성에 착안하여 實物資產의 축적과 金融資產의 축적과는 相互補完關係가 있다고

16) 新古典學派의 成長模型에 관한 要約은 R. I. McKinnon, 前掲書, pp.42~54 및 E. S. Shaw, 前掲書, pp. 17~46 참조.

17) 여기에서 金融政策에 관계없이 貯蓄性向이 일정하다는 假定은 同模型의 基本假定인 資本市場의 完全性, 資本을 포함한 投入物과 產出物의 完全可分性, 貨幣는 단지 “慾望의 二重의 偶然의 合致(double coincidence of wants)의 어려움을 피하기 위하여 需要될 價値貯藏手段으로서 需要되지 않는다는 點 等에 의하여 導出된 것이며, 또한 去來의 媒介手段(medium of exchange)으로서의 貨幣 以外の 民間金融資產을 同模型의 基本假定인 實物資產과의 完全代替性에 의하여 생각할 필요가 없다.

주장하고 있다. 즉, 後進國의 경우에는 資本市場이 未發達되어 일반적으로 貨幣가 金融資産의 大宗을 이루고 있을 뿐 아니라 대부분의 投資는 自己金融(self-finance)에 의존하고 있기 때문에 計劃된 投資를 위해서는 自體의 在庫資産을 축적하든가, 또는 金融資産인 貨幣殘高의 축적을 필요로 한다는 것이다¹⁸⁾.

E. S. Shaw 또한 新古典學派 成長模型 혹은 Keynes 理論의 諸般 基本假定들이 後進國의 經濟實情에 부적합함을 지적하고 좀더 현실에 符合하는 假定, 예를 들면 市場不完全性, 生産要素의 異質性 및 非可分性(indivisibility) 등을 인정하고 通貨의 金融仲介的 측면을 강조하는 「負債仲介觀」(debt-intermediation view)에 의한 金融深化의 重要性을 강조한다¹⁹⁾. 특히 「負債仲介觀」에 의하면 實質通貨의 成長을 통한 金融의 深化는 市場의 영역을 넓힐 뿐 아니라 去來에 소요될 勞動 및 實物資本의 절약을 가능하게 함으로써 正의 所得效果(positive income effect)가 있다고 본다.

물론 實質通貨의 成長을 위해서는 生産要素가 또한 필요하기 때문에 負의 所得效果 또한 隨伴된다고 보나 完全貨幣化가 이룩되지 못한 後進國의 경우 正의 所得效果가 더욱 중요한 것이며, 이를 통하여 貯蓄이 늘어난다는 것이다. 또한 金融資産에 대한 實質利率을 增加

시키거나 危險度를 減少시켜 주는 措置 등은 貯蓄者의 視野를 넓혀 줄 뿐 아니라 長期化해 줌으로써 貯蓄效果를 더욱 높인다고 보는 것이다²⁰⁾. 여하튼 上記한 McKinnon 또는 Shaw 등의 「供給—先導」類의 理論이 後進國의 실정에 타당하다면 적절한 金融政策을 통한 金融의 深化→貯蓄의 增大 및 效率的인 配分→經濟發展의 促進은 가능한 것이라고 할 수 있다.

이상에서 본 바와 같이 McKinnon의 새로운 理論은 주로 金融構造가 단순하고 未發達되어 通貨(貯蓄性預金を 포함한 廣義의 通貨)가 金融資産의 大宗을 이루고 있으며, 또한 貯蓄과 投資의 分業이 잘 이룩되지 않는 家計와 分業의 區分이 불명확한 經濟를 바탕으로 展開되고 있어, 이러한 假定이 잘 符合되지 않을 경우 McKinnon의 주장도 理論적으로 불명료하게 된다. 또한 Shaw의 주장은 앞에서 지적한 바와 같이 通貨를 일괄해서 負債로 일단 간주함으로써 通貨(外部通貨)의 富의 效果(wealth effect)를 그의 理論展開에 고려치 않은 弱點이 있다. 이와 같이 McKinnon과 Shaw의 새로운 理論에는 弱點이 없는 것은 아니지만 傳統的인 新古典學派理論이나 「케인지안」 理論에 비해 오늘날 後進國 현실에 더 적합하다고 先驗적으로 인정될 수 있다.

그러나 同理論의 眞價는 어디까지나 實證的인 分析을 통하여 評價되어야 한다. 흥미롭게도 McKinnon과 Shaw는 그들 理論을 뒷받침해 줄 實證的인 예로 우리나라의 過去 經驗에 주로 의존하고 있다. 즉, 우리나라의 1965年 9月の 利率인상을 포함한 金融的 改革은 金融貯蓄은 물론 實物貯蓄의 增加를 가져왔다는 것이다.

그러나 이러한 實證的 研究에 의한 이들 結

18) R.I. McKinnon, 前掲書, pp.57~67. 또한 McKinnon 理論의 要約은 B.K. Min, "Financial Restriction in Korea 1965~1974", unpublished Ph.D. Dissertation, University of Hawaii, 1976 및 韓國銀行, 「金利와 民間貯蓄에 관한 小考」, 『調査月報』, 1975. 9. 참조.

19) 内部通貨(inside money) 혹은 外部通貨(outside money)의 구분없이 全體 通貨를 金融機關의 負債로 취급하는 데서 생기는 문제는 고려되고 있지 않은.

20) Shaw는 後進國의 경우 상대적으로 빈약한 富의 蓄積을 고려할 때 高利率의 所得效果가 현재의 消費와 현재의 富의 蓄積間의 代替效果보다 강력한 것이라고 본다. E.S. Shaw, 前掲書, p. 73 참조.

論에 대하여서 反論이 없는 것은 아니다²¹⁾. 그러나 이러한 反論은 韓國이 경험한 당시의 實物貯蓄 增加는 金融 이외의 說明要素도 함께 고려되어야 하며, 또한 韓國이 경험한 金融의 自由化는 貯蓄動員이란 側面에서는 일시적으로 이루어졌을지라도 配分面에서는 이룩되지 않았기 때문에 金融의 自由化가 實物貯蓄의 増大를 초래한 事例로서 韓國의 경우를 引用하는 것은 어느 정도 問題點이 있다는 것이다. 반면에 金融自律化를 통한 金融의 深化가 實物貯蓄의 減少를 초래했다는 反論은 없을 뿐 아니라, 金融自律化를 통한 金融深化가 實物資産의 配分을 效率化하고 新規貯蓄의 投資로의 效率的 配分을 提高함으로써 한 나라 經濟의 成長潜在力을 顯在化한다는 데 異議를 제기하는 주장은 없다.

또한 先驗적으로 볼 때, 적어도 實物經濟의 發展에 따라 생긴 需要에 金融이 追從할 수 없을 정도로 金融的 抑制要素가 많을 경우 實物經濟의 發展自體가 沮害받게 될 것임을 부

정할 사람은 없을 것이다. 前述한 Adelman and Morris의 結論은 이를 逆說적으로 말해 주고 있는 것으로도 볼 수 있겠다. 최근에 와서 韓國의 金融構造改善問題가 政策的인 次元에서 論議되고 있는 것은 既存의 諸般 金融的 抑制要素를 除去, 혹은 金融的 自由化를 기함으로써 實物經濟發展에 寄與할 수 있는 새로운 金融의 기틀을 마련하고자 하는 政策的 意志를 反映하는 것으로 풀이된다²²⁾.

Ⅲ. 金融聯關比率 推移

1. 金融聯關比率

한 나라의 金融構造를 總金融資産인 殘額(stock) 혹은 金融資産의 流量(flow) 및 金融去來方法 등의 側面에서 分析될 수 있고, 이러한 分析을 통하여 金融構造의 發展過程 혹은 金融深化 推移를 엿볼 수 있다.

앞에서 指摘한 바와 같이 美國의 R.W. Goldsmith 教授는 주로 金融資産殘額 側面에서 FIR과 이를 構成하고 있는 細分된 諸比率를 體系적으로 分析한 바 있는데²³⁾, FIR이란 一定時點의 金融資産 殘高의 國富總額에 대한 比率로서 國富 혹은 有形實物資産의 蓄積이 얼마만큼 金融的 請求權(financial claims) 혹은 負債證書의 發行에 의해 이룩되었나를 나타낸다고 볼 수 있다. 따라서 FIR은 한 나라의 金融構造의 發展 내지 多樣化程度 즉, 金融的 深化를 단적으로 표시해 주는 指標라고 볼 수 있다. Goldsmith에 따르면 FIR은 다음과 같이 표시할 수 있다²⁴⁾.

21) P.B. Trescott의 Shaw에 대한 書評(*Journal of Economic Literature*, March 1974)과 E.P. Reubens의 McKinnon에 대한 書評(*Journal of Economic Literature*, June 1974), B.K. Min, 前掲書 및 J.G. Williamson, "Private Domestic Savings in Korea: Can a Pessimistic Past Be Reconciled with an Optimistic Plan?", Interim Report to World Bank, January 1976 등 참조. 反面에 G. Brown은 McKinnon과 Shaw와 비슷한 結論을 내린다. G. Brown, *Korean Pricing Policies and Economic Development in the 1960's*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1973 참조.

22) 최근에 와서 Gustav Ranis는 오늘날 後進國은 이들이 처한 經濟發展의 段階 혹은 開發政策如何에 따라 金融의 역할이 결정되며, 동시에 金融의 抑壓 혹은 自由化가 推進된다고 주장한다. Gustav Ranis, "Economic Development and Financial Institutions", Yale University Economic Growth Center, Center Paper No. 250, 1977.

23) Raymond W. Goldsmith, 前掲書 및 論文 참조.

24) Raymond W. Goldsmith의 前掲書 및 論文 참조. 특히 同算式을 導出하기 위하여 필요한 諸般 假定에 留意할 것.

$$\begin{aligned} \text{즉, } \frac{FA_t}{W_t} &= \alpha\mu\beta^{-1}k\epsilon(1+\phi+\phi\lambda)(1+v) \\ &\quad + \alpha\mu\beta^{-1}\xi \quad \text{혹은} \\ \frac{FA_t}{W_t} &= \alpha\mu\beta^{-1} \{ [k\epsilon(1+\phi+\phi\lambda)(1+v)] \\ &\quad + \xi(1+v') \} \end{aligned}$$

단, FA_t : t 時點의 金融資産殘額

W_t : t 時點의 實物資産 殘額 혹은 國
富總額

α : 年平均 GNP 成長率(γ)과 物價
上昇率(π)에 의하여 결정된 一定
常數

μ : 貨幣化率(monetization ratio)

β : 資本係數(capital-output ratio)

k : 資本形成(capital formation)의
GNP에 대한 比率

ϵ : 非金融部門의 新純負債發行額의
同部門資本形成에 대한 比率²⁵⁾

ϕ : 金融部門의 新純負債發行額의 非
金融部門의 同發行額 比率

λ : 金融部門 相互間의 新純負債發行
額과 金融部門이 非金融部門에
대한 發行額과의 比率

v : 物價上昇에 영향을 받는 金融資
産(예: 株式)의 價値조정(valuation
adjustment) 係數, 이는 總
金融資産中 物價上昇에 영향을
받는 金融資産의 比率(η)과 同金
融資産의 平均價値 上昇率(ϕ)에
의하여 결정됨.

ξ : 純外國投資의 GNP에 대한 比率

v' : 換率變動에 따른 金融資産價値
調整係數

그런데 上記式中 $(1+\phi)$ 는 金融仲介比率
(financial intermediation ratio)이라고 불리우
는 것으로 한 나라의 金融構造上 金融機關의
상대적 중요성을 말해 준다고 볼 수 있음은
물론이며 金融機關을 통한 間接金融의 比重을
보여 주는 것으로도 看做할 수 있다. 또한
 $(1+\lambda)$ 는 金融重層化比率(layering ratio)로
지칭되며 이는 크게 나누어 다음 두 가지 要
인에 의해 결정된다고 볼 수 있다. 첫째, 銀行
相互間의 去來이다. 즉, 一般銀行과 中央銀行
間, 特殊銀行과 中央銀行間, 一般銀行相互間
등의 銀行 相互間의 去來 高低에 따라 영향을
받는다. 銀行相互間의 去來는 또한 한 나라의
貨幣金融政策, 金融慣習 등에 의하여 결정된
다고 볼 수 있다.

둘째 要因은, 기타 金融機關과 銀行과의 去
來 및 기타 金融機關間의 相互 去來인데 이것
은 制度的인 要因에 의하여 결정된다고 볼 수
있다.

上記 公式에 따르면 FIR의 高低는 非金融
的 要素인 $\mu, \beta, \gamma, \pi, \kappa$ 와 金融的 要素인 $\epsilon, \phi,$
 λ, η, ϕ, ξ 에 영향을 받을 뿐 아니라, $\mu, \kappa, \epsilon, \phi,$
 λ, η, ϕ, ξ 와는 正의 關係 β, γ, π 와는 負의 關係
에 있다고 할 수 있다.

그런데 上記公式에 포함되어 있지 않은 利
子率과 FIR은 어떠한 關係에 있을까?

Goldsmith가 指摘하는 바와 같이 利子率水
準의 高低와 相異한 利子率構造는 上記한 諸
要素 거의 전부에 중요한 影響력을 미친다고
볼 수 있다. 따라서 利子率과 이들 諸要素와
의 複合的인 關係에 의하여 利子率과 FIR의
關係가 成立된다고 볼 수 있겠다.

FIR을 國際的으로 比較(表 1 참조)하거나
혹은 한 나라의 FIR 趨勢를 長期的으로 檢討

25) 新純負債發行額은 株式의 發行도 포함됨.

해 보면 上記한 各要素의 特殊性에 따라 다소의 차이는 있으나 一般적으로 經濟가 發展함에 따라 FIR이 높아지는 현상을 볼 수 있다. FIR의 水準이 所得水準에 비해 예외로 낮은 中央計劃經濟인 소련과 유고슬라비아의 경우는 그 나라 資本動員體制가 「負債」(debt)－「資産」(asset) 關係를 위주로 하고 있지 않기 때문에 實物經濟의 發展度에 비해 金融構造가 극히 단순함을 말해 준다고 볼 수 있다. 반면에 <表 1>에서 보는 바와 같이 英國과 日本의 FIR은 美國 등에 비해 훨씬 높게 나타나고 있는데 英國의 경우는 제2차 세계대전 당시에

發行된 國債殘高가 日本이나 西獨과 같이 戰後의 급속한 인플레이션 혹은 通貨改革 등을 통하여 消滅되지 못한 데 그 이유를 찾을 수 있으며, 日本의 경우는 戰後에 經驗한 급속한 經濟成長이 주로 企業의 外部金融 특히 銀行融資에 의하여 이룩된 點을 말해주고 있다²⁶⁾. 또한 美國의 時系列 FIR에 나타나는 現象은 經濟가 成長 내지 發展함에 따라 FIR도 上昇하나, 一定水準에 도달한 이후부터는 그 增加速度가 減退된다는 點을 말해 준다고 볼 수 있다. 이상과 같은 FIR의 基本概念을 염두에 두고 이제 우리나라의 FIR 혹은 金融深化 趨勢를 살펴 보기로 하자.

<表 1> 各國의 金融聯關比率

	年 度	金融聯關比率
先 進 國		
英 國	1961	1.70
日 本	1960	1.40
美 國	1860	.44
	1900	.72
	1929	1.20
	1939	1.15
	1945	1.56
	1961	1.27
이 탈 리 아	1961	1.05
西 獨	1960	.75
프 랑 스	1960	.65
後 進 國		
멕시코	1960	.40
베네수엘라	1959	.40
인도	1960	.35
과테말라	1960	.30
이디오피아	1960	.15
中央計劃經濟		
소련	1959	.35
유고슬라비아	1960	.40

資料 : Raymond W. Goldsmith, 前掲書(1966).

2. 韓國金融聯關比率의 推移

韓國 金融聯關比率의 최근 推移를 살펴보기에 앞서 FIR의 算出方法과 資料에 관하여言及해 두고자 한다. 먼저 金融資産 殘高와 流量은 韓國銀行이 發表하는 資金循環 統計에 依據하였음을 밝혀 둔다²⁷⁾. 그런데 資金循環表上의 金融資産 殘高는 金融重層化現象과 金融資産中 株式價格 上昇部分의 反映되고 있지 않기 때문에 이들의 調整이 필요하다는 點을 指摘해 둔다. 또한 資金循環表上의 金融資産 殘額은 海外部門의 金融資産 殘額이 포함되어 있으므로 資本導入을 지속해 왔는데도 즉, 前節에서 설명한 負의 純外國投資의 GNP에 대한 比率이 持續되어 왔는데도 불구하고 資金循環表上의 金融資産 殘額은 正의 海外部門의 金融資産 殘額을 포함하고 있으므로 國內金融 내지 深化趨勢를 把握하기 위하여는 이의 調整이 필요하다. 따라서 資金循環表上의 金融資産 殘額에서 純對外債權債務를

26) Raymond W. Goldsmith, 前掲書(1966), pp.8~10.

27) 韓國銀行, 『韓國의 資金循環』, 1978 및 『經濟統計年報』, 1980.

差減하였다. 반면 國富總額은 經濟企劃院이 推定한 1977年末 國富統計資料²⁸⁾를 基礎로 하여 國民所得計定에서 구한 每年間 投資額을 加減하여 推計했으며 經常國富總額의 計算은 總資本形成 「디플레이터」(deflator)를 이용하였음을 밝혀둔다. 上記한 資料에 依據 아래와 같은 두 가지 FIR을 계산하였다.

첫째, FIR_1 은 前述한 Goldsmith의 定義에 가장 近似한 것인데 金融資産殘額²⁹⁾은 資金循環表上의 殘額에다 金融重層化에 따른 金融資産 增額分과 物價上昇을 감안한 株價의 上昇分을 合算한 것을 썼으며 國富는 經常價格으로 표시된 純國富를 썼다. 물론 金融重層化分 및 株價上昇分은 統計上의 制約으로 인하여 近似值임을 밝혀둔다. 즉, 金融重層化의 계산은 資金循環表를 이용 韓國銀行, 一般 및 特殊銀行, 非銀行金融機關 相互間의 去來殘額을 고려하였으며 一般銀行 相互間의 去來殘額은 고려되지 않고 있다. 一般銀行 相互間의 去來殘額은 상당히 큰 額數이기 때문에 金融資産은 그만큼 過小評價되어 FIR 또한 그만큼 過小 推定될 것이 분명하다. 반면 株價上昇分은 證券市場에 上場된 株式을 代表하는 指數를 썼기 때문에 全體 株式價値를 어느 정도 過大評價하고 있다고 볼 수 있다.

둘째, FIR_2 는 편의상 資金循環表上의 金融資産 殘高를 金融重層化, 株價變動, 海外部門의 金融資産分의 調整없이 그대로 사용하여

計算된 것이다.

上記한 두 가지 FIR의 計算에 쓰여진 純國富의 計算에는 주로 企業會計에 根據를 둔 資本消耗充當金을 이용하였다는 點도 밝혀둔다.

이렇게 推計된 우리나라 FIR의 推移는 아래 <表 2> 및 [圖 1]에서 볼 수 있다. 먼저 눈에 띄는 것은 FIR의 長期的인 上昇趨勢이다. 이는 우리 金融構造의 長期的 變化 내지 金融資産의 多樣化 혹은 金融深化 趨勢를 단적으로 말해 주고 있다고 볼 수 있다. 반면에 短期的으로 볼 때 FIR의 上昇幅은 各 年度別로 相異할 뿐 아니라 1963~64, 1973~74年間 2회에 걸쳐 FIR은 下落된 것으로 나타나고 있다.

<表 2> 韓國의 金融聯關比率

	$FIR_1^{1)}$	$FIR_2^{2)}$
1963	0.2828	0.2726
1964	0.2107	0.2098
1965	0.2134	0.2188
1966	0.2859	0.2819
1967	0.4023	0.3720
1968	0.5212	0.4598
1969	0.7368	0.6633
1970	0.7425	0.6849
1971	0.8631	0.7990
1972	1.0109	0.8436
1973	1.2187	0.8547
1974	0.9921	0.7975
1975	0.9742	0.8102
1976	1.1344	0.9266
1977	1.2340	1.0167
1978	1.3314	1.0673

註: 1) $FIR_1 = \frac{(\text{總金融資産} + \text{重層化額} + \text{株式} \cdot \text{出})}{\text{資金市價調整增額} - \text{對外純負債}}$
純國富

2) $FIR_2 = \frac{\text{總金融資産}}{\text{純國富}}$

資料: 韓國銀行, 『韓國의 資金循環』, 1978.

_____, 『韓國의 國民所得』, 1978.

_____, 『經濟統計年報』, 1980.

經濟企劃院, 『1977 國富統計調查報告』, 1980.

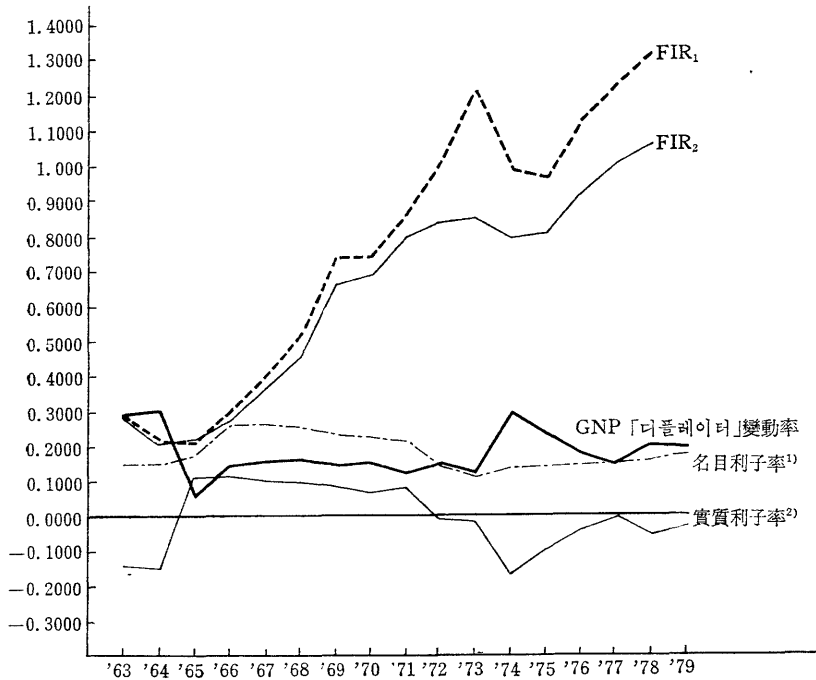
韓國證券去來所, 『證券統計年報』, 1963~1976.

證券監督院, 『證券調查月報』, 1980. 5.

28) 1968年 國富統計資料와 1976年 韓國銀行 資金循環資料를 이용하여 같은 方法으로 推計된 FIR은 司空壹·金寬洙(1977) 및 司空壹(1977) 前掲書에서 찾아 볼 수 있다. 그러나 本稿의 FIR은 前掲書의 FIR과 差異가 있는데 이는 주로 1977年의 國富推計 方法上의 차이에 기인한다.

29) 外換保有額은 물론이며 貨幣用 金도 金融資産으로 취급함.

[圖 1] 金融聯關比率과 實質利率의 推移



註: 1) 名目利率은 預金銀行 1年 이상 定期預金 實行利率의 加重平均임.
 2) 實質利率은 名目利率에서 GNP 「디플레이터」變動率을 減한 것임.
 資料: <表 2>와 동일함.

前述한 諸般 金融的, 非金融的, 要因의 構造的 因果關係를 分析함으로써 各年度別 FIR 推移를 해명하는 作業은 本稿에 포함하지 않았으나, <表 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 實質利率과 FIR의 推移를 比較해 보는 것은 흥미롭다. 즉, 正의 實質利率이 持續된 경우 (예: 1965~72年間), FIR은 계속 上昇해 왔으며, 實質利率이 負인 경우에도 그 水準이 극히 낮았던 2年(1963~64年, 1973~74年間)을 제외하고는 FIR은 완만하게나마 上昇해 왔다는 사실을 <表 1>에서 發見할 수 있다.

앞에서 指摘한 바와 같이 利率과 FIR과의 因果關係는 前述한 FIR을 결정하는 諸般 金融的, 非金融的 要因과의 複合的 關係를 통하여 이룩된 것으로 볼 수 있다.

이상에서는 韓國 FIR의 趨勢를 간단히 살펴 보았는데, 여기서는 FIR의 水準을 통하여 볼 수 있는 우리나라와 日本의 金融深化를 比較해 보기로 하자. 앞에서 이미 論議한 바와 같이 日本의 FIR은 美國 등 先進資本主義國家에 비해 훨씬 높은 것으로 나타나고 있으나 이는 특이한 日本企業金融패턴, 즉 기타 先進諸國에 비해 월등히 높은 外部金融 특히 銀行을 통한 間接金融 依存度를 反映하는 것이다. 韓國의 企業金融패턴도 日本과 類似함을 周知하는 바와 같다³⁰⁾. 따라서 여기서는 過去 日

30) Il SaKong, "An Overview of Corporate Finance and the Long-Term Securities Market", Chuk Kyo, Kim(ed), *Planning Model and Macroeconomic Policy Issues*, Seoul: KDI, 1977, p.235 참조.

本의 FIR과 비교하기로 한다.

〈表 3〉에서 볼 수 있는데, 1978年 韓國 FIR

현재 우리의 所得水準과 비슷하였던 1960年
代 初盤부터 1970년까지의 日本 FIR 推移는

水準은 1964年 日本 FIR 水準에 훨씬 未達하
고 있음을 알 수 있다³¹⁾. 또한 〈表 3〉과 〈表

〈表 3〉 日本의 金融聯關比率(1964~70)

	FIR	個人部門의 各種 金融聯關比率 ¹⁾				
		金融資産	金融機關에 대한 金融資産	通 貨	貯蓄性預金	通貨 및 貯蓄 性 預 金
1964	1.4393	0.3604(22.3)	0.2859(19.9)	0.0721(5.0)	0.1548(10.8)	0.2269(15.8)
1965	1.5051	0.3954(26.3)	0.3153(21.0)	0.0740(4.9)	0.1672(11.1)	0.2412(16.0)
1966	1.5467	0.4031(26.1)	0.3353(21.7)	0.0769(5.0)	0.1768(11.4)	0.2537(16.4)
1967	1.5631	0.4103(26.3)	0.3431(22.0)	0.0771(4.9)	0.1812(11.6)	0.2583(16.5)
1968	1.5904	0.4244(26.7)	0.3579(22.5)	0.0789(5.0)	0.1893(11.9)	0.2682(16.9)
1969	1.6361	0.4431(27.1)	0.3781(23.1)	0.0843(5.2)	0.1988(12.1)	0.2831(17.3)
1970	1.6034	0.4393(27.4)	0.3754(23.4)	0.0811(5.0)	0.1983(12.4)	0.2794(17.4)

註: 1) 個人部門의 各種 金融聯關比率은 해당 金融資産 殘額과 純國富와의 比率임.

2) () 안은 FIR에 대한 構成比(%)임.

資料: 日本銀行, 『經濟統計年報』, 1975, 1976.

『調査月報』, 1964.1~1977.12.

日本經濟企劃廳, 『國民所得統計年報』, 1976, 1977.

〈表 4〉 韓國의 FIR₂ 및 個人部門의 各種 金融聯關比率

	FIR ₂	個人部門의 各種 金融聯關比率				
		金融資産	金融機關에 대한 金融資産	通 貨	貯蓄性預金	通貨 및 貯蓄 性 預 金
1963	0.2726	0.0702(25.3)	0.0268 (9.8)	0.0168(6.2)	0.0067(2.5)	0.0235 (8.7)
1964	0.2098	0.0523(24.9)	0.0207 (9.9)	0.0127(6.1)	0.0045(2.1)	0.0173 (8.2)
1965	0.2188	0.0560(25.6)	0.0274(12.5)	0.0151(6.9)	0.0086(3.9)	0.0237(10.8)
1966	0.2819	0.0706(25.0)	0.0431(15.3)	0.0192(6.8)	0.0181(6.4)	0.0373(13.2)
1967	0.3720	0.0892(24.0)	0.0588(15.8)	0.0239(6.4)	0.0263(7.1)	0.0503(13.5)
1968	0.4598	0.1152(25.1)	0.0804(17.5)	0.0289(6.3)	0.0394(8.6)	0.0684(14.9)
1969	0.6633	0.1692(25.5)	0.1168(17.6)	0.0377(5.7)	0.0628(9.5)	0.1005(15.2)
1970	0.6849	0.1612(23.5)	0.1105(16.1)	0.0326(4.8)	0.0626(9.1)	0.0952(13.9)
1971	0.7990	0.1899(22.6)	0.1193(14.9)	0.0336(4.2)	0.0664(8.3)	0.1000(12.5)
1972	0.8436	0.1816(21.5)	0.1198(14.2)	0.0346(4.1)	0.0670(7.9)	0.1015(12.0)
1973	0.8547	0.1930(22.6)	0.1287(15.1)	0.0377(4.4)	0.0697(8.2)	0.1074(12.6)
1974	0.7975	0.1583(19.9)	0.1075(13.5)	0.0314(3.9)	0.0570(7.2)	0.0883(11.1)
1975	0.8102	0.1483(18.3)	0.1028(12.7)	0.0291(3.6)	0.0562(6.9)	0.0853(10.5)
1976	0.9266	0.1685(18.2)	0.1150(12.4)	0.0321(3.5)	0.0608(6.6)	0.0928(10.1)
1977	1.0167	0.1894(18.6)	0.1304(12.8)	0.0373(3.7)	0.0675(6.6)	0.1048(10.3)
1978	1.0673	0.2037(19.1)	0.1364(12.8)	0.0344(3.2)	0.0760(7.1)	0.1104(10.3)

註: 1) 個人部門의 各種 金融聯關比率은 해당 金融資産 殘額과 純國富와의 比率임.

2) () 안은 FIR₂에 대한 構成比(%)임.

資料: 〈表 2〉와 동일함.

31) 日本의 FIR은 前述한 韓國의 FIR와 같은 方法으로 推計한 것이다. 그러나 日本의 경우 貨幣用 金이 金融資産 總額에 포함되어 있지 않기 때문에 日本의 FIR은 韓國의 FIR₂에 비해 그만큼 過小評價된 것임을 밝혀 둔다. 또한 海外部門의 調整되지 않은 FIR은 日本의 FIR에 비해 그만큼 더 過小評價되고 있다는 點도 잊어서는 안된다.

4)에서 볼 수 있는 바와 같이 우리나라는 日本에 비해 個人部門의 各種金融聯關比率이 훨씬 낮을 뿐 아니라, 이들의 FIR에의 寄與度 또한 日本에 비해 훨씬 낮다. 이는 우리 家計의 低貯蓄性向과 低金融資産選好度를 동시에 反映하는 것으로 볼 수 있다. 여하튼 우리의 金融은 所得水準을 감안하더라도 日本에 상당히 落後되어 있음을 알 수 있다.

韓國 FIR 水準과 관련하여 끝으로 私債市場 및 企業의 金融資産 保有의 問題를 檢討해 보기로 하자.

먼저 私債市場 혹은 非組織的 金融市場 (unorganized financial market)에서의 金融活動은 制度金融市場 혹은 組織的 金融市場 (organized financial market)밖에서 이루어지는 金融活動이다. 따라서 制度金融이 抑壓된 狀態下에서 더욱 번창할 것은 당연하며, 抑壓된 制度金融이 제 機能을 하지 못할 때 制度金融을 보완하는 역할을 遂行하는 것으로도 볼 수 있다. 그러나 私債市場은 傳統的인 通貨信用政策의 直接的인 影響權 밖에서 運用될 뿐 아니라 自由화된 制度金融에 비해 非效率的이므로 가능한 한 私債市場은 制度金融市場으로 흡수하는 것이 바람직하다고 볼 수 있다. 1965년의 대폭적인 利子率改定은 이러한

노력의 일환으로도 볼 수 있다. 同措置 이후 金融機關에 대한 貯蓄性預金の 增加率은 놀라울이만큼 높았다. 예를 들면 1965年 9月末에 비해서 同年 12月末 定期預金은 무려 3배에 달하였다. 이러한 획기적인 貯蓄性預金の 增加中 얼마 만크음이 貯蓄者의 既存資産構成 (portfolio)의 변화에 기인한 것이며, 또한 얼마 만크음이 實物貯蓄 自體의 增加에 의한 것인가는 前述한 바와 같이 아직도 論難의 여지가 있으나 同措置가 金融貯蓄增大를 위한 基盤을 造成하고 나아가서는 金融의 深化를 捉進하는데 기여했을 것은 당연하다. 그러나 1968年 4월부터 金利政策方向은 反轉되어 <表 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 1970年度에 들어와서는 實質金利水準이 負로 轉換되었다. 이렇게 制度金融市場의 抑壓이 지속됨에 따라 私金融은 그만큼 더 旺盛하게 되었으며, 그 결과 1972年의 8.3 緊急經濟措置에 따라 申告된 私債만도 約 3,500億원³²⁾이었으며, 이는 1972年 7月末 현재 通貨量의 89%, 預金銀行 貸出殘高의 33%에 해당하는 큰 規模이었다.

8.3措置는 여러 側面에서 評價될 수 있겠으나, 金融自由化의 側面에서 보면 金利의 市場機能을 弱화시켰다는 意味에서 金融深化에 寄與하지 못하였을 것으로 생각된다. 이는 <表 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 1965年 이후 FIR 水準이 급속히 上昇해 왔으나 1972년에는 그 上昇趨勢가 완만해졌을 뿐 아니라 實質利子率은 負로 轉換된 1974年의 FIR 水準은 오히려 떨어져 지게 되었다³³⁾. 또한 私債資金을 制度金融으로 흡수하려는 노력이 一次的으로 성공했다고 보더라도, 근래 私債市場의 팽창이 말해주듯이 근본적인 해결은 이룩되지 못했다고 보아야겠다. 私債市場이 盛行하게 된

32) 1972年 8月 9일에 마감된 私債申告 實績은 債權者의 申告가 210,906件에 3,571億원, 債務者의 申告가 40,677件에 3,456億원에 달하였을. 8.3措置에 관한 자세한 內容은 韓國銀行, 『8.3緊急經濟措置綜合報告書』, 1973 참조.

33) 資金循環上의 金融資産總額은 私債도 포함하고 있다. 그러나 대부분의 私債는 公式統計에 잡히지 않는 것이 사실이다. 本稿에서 推計된 FIR은 資金循環統計에 잡힌 私債를 포함한 것이므로 制度金融의 深化度를 反映하는 FIR은 그만큼 過大評價되었다고 볼 수 있다. 前述한 바와 같이 8.3措置時 申告된 私債는 約 3,500億원이었으나 1971年末 현재 公表된 他部門에 대한 個人部門 私債權은 1,264億원으로 실제 私債殘額의 約 2/3 程度統計에 잡히지 않았던 것이다.

것은 前述한 바와 같이 制度金融上の 問題, 즉, 非均衡金利 등 諸般 金融抑制要素 때문에 라고 본다면 私債에 대한 근본적인 對策은 이들 抑制要素를 除去하는 데 있다고 볼 수 있다.

이와 관련하여 個人部門의 貯蓄性預金과 私債間의 代替關係를 反映하는 아래의 實證的인 推計方程式을 檢討해 보자³⁴⁾.

$$\begin{aligned} \ln \overline{TD}^h = & -4.7020 + 1.1659 \ln \overline{Y}^{na} - 1.6098 \ln i^p \\ & (-2.8534) \quad (6.3737) \quad (-1.8591) \\ & + 1.3477 \ln i^{TD} - 0.2143 \ln (0.503 \Delta CPI_{t-3}) \\ & (2.8275) \quad (-2.7324) \\ & + 0.322 \Delta CPI_{t-4} + 0.175 \Delta CPI_{t-5} \\ & + 0.4509 D_1 + 0.2424 D_2 + 0.3672 D_3 \\ & (2.7839) \quad (1.5428) \quad (2.3456) \\ R^2 = & 0.79, \quad D.W. = 1.62 \end{aligned}$$

標本期間: 1965年 1/4分期~1979年 4/4分期 ($n=60$)

단, \overline{TD}^h : 個人部門의 貯蓄性 預金(1975年 不變價格)

\overline{Y}^{na} : 非農林·魚業部門 所得(1975年 不變價格)

i^p : 名目私債利子率

i^{TD} : 名目定期預金利子率

ΔCPI_{t-n} : $t-n$ 分期中 消費者物價 上昇率

D_n : 季節的 模擬變數(seasonal dummy variable)

() 內는 t -value 임.

資料: 韓國銀行, 『韓國의 資金循環 1963~

1970』, 1971.

韓國銀行, 『韓國의 資金循環 1963~1975』, 1976.

_____, 『韓國의 資金循環 1962~1976』, 1978. 3. 및 其他 韓國銀行 內部資料.

上記 推定方程式에서 찾아 볼 수 있는 주요한 사실은, 첫째, 貯蓄性預金은 貯蓄性預金 自體의 利子率과 代替資産으로 볼 수 있는 私債의 利子率에 대한 彈力值가 各各 상당히 높다는 것과, 둘째, 物價上昇에 관한 期待心理는 적어도 數年에 걸친 長期間에 형성된 것이기 때문에 인플레이션 期待心理의 除去는 하루 아침에 쉽사리 이룩될 수 없다는 것이다.

아래에서는 FIR의 水準에 영향을 미치는 企業의 金融資産保有「패턴」을 살펴 보기로 한다. 韓國 法人部門의 金融「패턴」은 日本의 경우와 類似하여 間接金融爲主의 外部金融이 압도적이라는 點이다. 이는 1960年代 초반부터 시작된 高度成長에 필요했던 高率의 投資를 뒷받침할 수 있을 정도로 企業의 自己資金 蓄積이 없었을 뿐 아니라 直接金融을 위한 諸般 制度가 未備한 狀態에서 불가피하게 나타난 현상이라고 일단 해석할 수 있겠다. 그러나 法人部門의 資金運用面을 살펴 보면(表 5 참조) 한 가지 놀라운 사실을 發見할 수 있다. 즉, 投資主體이며 동시에 赤字部門³⁵⁾인 法人部門이 상당한 量의 金融資産을 保有하고 있다는 사실을 볼 수 있다. 이는 法人部門이 同部門의 赤字를 충당할 程度의 資金만을 外部로부터 借入하는 것이 아니라, 그보다 더 많이 借入해서 그 일부를 貸與하는 一種의 金融 仲介(financial intermediation) 역할까지 法人

34) 同推計에서 物價上昇豫想을 나타내는 變數는 過去 경험한 消費者物價指數 上昇率을 Almon의 polynomially distributed lag 「모델」에 의해서 구하여진 것임을 밝혀 둔다.

35) 여기서 赤字部門이란 同部門의 貯蓄이 投資보다 적은 部門을 말함.

〈表 5〉 法人部門의 資金運用構成¹⁾

(단위: %)

	1963~66	1967~71	1972~76	1977~79
實物資產	88.1	72.7	67.0	63.3
金融資產	11.9	27.3	33.0	36.7
合計	100.0	100.0	100.0	100.0
金融資產	100.0	100.0	100.0	100.0
現金通貨	3.3	3.2	7.3	5.5
預金通貨	3.1	9.1	8.5	5.6
貯蓄性預金	19.1	28.8	26.1	27.6
保險	—	—	—	—
信託	6.2	3.4	1.1	2.3
短資預置金	—	—	3.0	5.3
國公債	-1.6	2.6	0.7	2.6
金融債	—	0.9	0.8	1.8
株式및社債	20.3	7.5	8.6	8.5
出資金	1.9	-0.3	—	—
企業信用	62.9	46.5	31.1	30.8
對外債權	—	1.7	3.5	10.8
其他	-15.2	-3.4	9.3	-0.8

註: 1) 年平均 構成比임.

資料: 韓國銀行, 『韓國의 資金循環』, 1978.

————, 『經濟統計年報』, 1980.

部門이 수행하는 것으로 볼 수 있다. 물론 金融手段이 多樣化되고, 金融이 發展해 감에 따라 各 經濟主體가 소위 혼합적 資產—負債 (mixed asset-debt)型이 되는 것은 程度의 問題이지 그 自體가 놀라운 사실은 아니다³⁶⁾.

그러나 運轉資金 혹은 流動性 확보를 위한 短期性 金融資產을 감안하고서도 상당한 規模의 長期性 金融資產을 法人部門이 保有하고 있다는 點이 關心事라는 것이다. 특히 法人所有 金融資產中 貯蓄性預金の 비중이 상당히 높다는 사실(表 5 참조)은 더욱 注目되는 點이다.

그러면 이와 같이 法人部門의 높은 金融仲介比率(表 6 참조)은 무엇을 뜻하는 것일까? 크게 나누어 아래와 같이 相反되는 두 가지

해석이 가능할 것 같다. 즉, 첫째, 法人部門은 利子 부담이 낮은 銀行融資를 최대한 利用하려 할 뿐 아니라, 國內市場利子率에 비해 저렴한 外國借款을 최대한 導入하는 등, 外部金融을 積極活用하여 投資 및 運轉資金에 充당하고 殘餘分은 貸與함으로써 金融仲介에 따르는 差益을 거둬들인다는 것이다. 이러한 해석은 法人部門의 상당한 部分이 制度金融金利보다 훨씬 高率의 私債를 利用한다는 點을 고려할 때 큰 說得力이 없다고 하겠다.

둘째의 해석은 法人部門의 金融仲介役割은 法人部門 自意에 의한 것이 아니라 주로 他意에 의한 결과로 나타난 현상이라는 것이다.

특히 法人部門의 貯蓄性預金은 주로 定期積金 및 定期預金으로 貸出과 關係있는 구속적인

〈表 6〉 法人部門의 金融仲介比率 推移

	(1)	(2)
1963	0.1463	0.1404
1964	-0.0266	-0.4644
1965	0.2678	0.0799
1966	0.2142	0.1238
1967	0.3927	0.2357
1968	0.3951	0.1406
1969	0.5097	0.2849
1970	0.2804	0.0868
1971	0.2212	0.0517
1972	0.5669	0.3713
1973	0.4957	0.2964
1974	0.3404	0.1189
1975	0.4756	0.2553
1976	0.5660	0.3197
1977	0.5463	0.3041
1978	0.4726	0.2916
1979	0.3757	0.1578

註: (1) = $\frac{\text{法人部門 負債發行總額} - \text{投資「債」充當額}}{\text{法人部門 負債發行總額}}$

(2) = $\frac{\text{法人部門 負債發行總額} - (\text{投資「債」充當額} + \text{企業信用} + \text{通貨保有})}{\text{法人部門 負債發行總額}}$

資料: 韓國銀行, 『韓國의 資金循環』, 1978.

————, 『經濟統計年報』, 1980.

36) John G. Gurley and E.S. Shaw, 前掲書(1960) 참조.

소위 「兩立預金」이 대부분이라는 것이다³⁷⁾. 최근 政府가 發表한 바 있는 「兩立預金」相計處理, 貸出時 積金강요 금지 등의 措置는 이러한 觀點에서 취하여진 것으로 볼 수 있다. 이러한 현상은 制度金融이 抑壓된 상태가 빚어내는 부작용의 하나라고 할 수 있다.

〈表 7〉에서 各年度別 民間法人部門의 貯蓄性預金 殘額이 同部門의 銀行貸出金殘額에서 차지하는 比率을 볼 수 있다. 이와 같이 民間法人部門의 銀行貸出金의 상당한 部分이 주로 他意에 의한 拘束적인 性格의 預金으로 銀行에 남겨두어야 한다면 이는 곧 銀行貸出金의 有效金利를 높이는 것이다.

〈表 7〉 民間法人部門의 貯蓄性預金 殘額과 銀行貸出金 殘額

(단위 : 經常百萬元)

	(A) 貯蓄性預金	(B) 銀行貸出金	(A)/(B) ×100
1962	1,047	23,485	4.5
1963	982	27,615	3.6
1964	1,222	28,446	4.3
1965	4,390	41,887	10.5
1966	8,537	51,528	16.6
1967	21,532	81,060	26.6
1968	56,127	174,511	32.2
1969	104,388	292,565	35.7
1970	131,937	421,304	31.3
1971	170,656	580,522	29.4
1972	247,568	767,889	32.2
1973	381,769	1,043,768	36.6
1974	448,244	1,610,481	27.8
1975	635,866	2,018,151	31.5
1976	884,594	2,500,171	35.4
1977	1,284,044	3,288,351	39.0
1978	1,793,500	4,912,300	36.5
1979	2,041,500	6,871,700	29.7

資料 : 〈表 6〉과 동일함.

37) 즉, 金融機關 貸出時에 法人에게 필요한 담보 이상으로 預金을 강요하여 預金의 實績을 올리고 또한 收益性에 보탬이 되게 하자는 것이다.

여하튼 이와 같은 非正常的인 金融現象은 公式統計에 의하여 推計된 FIR을 그만큼 높게 될 것이며, 따라서 진정한 의미의 金融深化를 反映하는 FIR은 그만큼 낮다고 보아야 할 것이다. 이런 點은 本稿에서 推計된 FIR과 기타 先進國과 比較할 때 감안하여야 할 것임은 再言할 필요가 없다.

IV. 結 言

序言에서 밝힌 바와 같이 本稿에서는 최근 수년에 걸쳐 論議되고 있는 “金融構造改善”을 理論적으로 뒷받침 할 수 있다고 생각되는 새로운 金融的 發展理論을 概觀하고, 나아가서 韓國의 金融聯關比率推移를 중심으로 우리 金融의 深化를 위하여 여러가지 金融抑制要因을 除去할 필요가 있음을 단편적인 分析을 통하여서나마 說得하려고 노력하였다. 그러나 金融과 實物經濟間의 仔細한 構造的인 因果關係는 복잡하기 때문에 좀더 광범위한 資料를 體系적으로 分析할 필요가 있어 앞으로의 主要한 研究課題로 남아 있다고 하겠다.

그러나 이 時點에서도 강조될 수 있는 사실은 實物經濟의 發展에 따라 創出된 金融的 需要마저 충족될 수 없을 정도로 金融發展이 抑制되어 있을 경우, 實物經濟의 發展自體가 沮害받게 될 것이라는 點이다. 끝으로 오늘날 論議되고 있는 金融構造改善은 金融의 自律化를 통하여 實物經濟發展水準에 相應하는 金融規模의 增大 내지 金融深化를 期함으로써 앞으로 우리 經濟의 成長과 安定을 가로 막는 主要한 沮害要因을 除去하자는 消極的인 意味

의 「供給—先導」類의 주장과, 自律化를 바탕으로 하는 金融構造改善을 통하여 社會的 衡

平도 期하려는 意圖를 동시에 포함하고 있다는 點도 指摘하고자 한다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

- 經濟企劃院, 『1977 國富統計調查報告』, 1980.
司空 壹, 「金融·財政」, 邊衡尹·金潤煥 編,
『韓國經濟論』, 裕豐出版社, 1977.
司空 壹·金寬洙, 『韓國의 金融構造 1963~1975』, 韓國開發研究院, 1977.
證券監督院, 『證券調查月報』, 1980. 5.
韓國開發研究院, 『金融制度의 近代化(試案)』,
1979. 1.
_____, 『金融制度改編方案』, 1979年 7月 및
10月.
韓國銀行, 『韓國의 資金循環 1963~1970』, 1971.
韓國銀行, 『韓國의 資金循環 1963~1975』, 1976.
_____, 『8.3 緊急經濟措置 綜合報告書』, 1973.
_____, 「金利와 國民貯蓄에 관한 小考」,
『調查月報』, 1975. 9.
_____, 『韓國의 國民所得』, 1978.
_____, 『經濟統計年報』, 1980.
_____, 『韓國의 資金循環』, 1978. 3.
韓國證券去來所, 『證券統計年報』, 1963~1976.
日本經濟企劃廳, 『國民所得統計年報』, 1976,
1977.
日本銀行, 『調查月報』, 1964. 1~1977. 12.
_____, 『經濟統計年報』, 1975, 1976.
Adelman, Irma and Cynthia Morris, "Performance Criteria for Evaluating Economic Development Potential: An Operative Approach", *Quarterly Journal of Economics*, May 1968.
Brown, G., *Korean Pricing Policies and Economic Development in the 1960s*,
Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1973.
Goldsmith, Raymond W., *The Financial Development of Mexico*, Paris: OECD, 1966.
_____, *The Determinants of Financial Structure*, Paris: OECD, 1966.
_____, *Financial Structure and Development*, New Haven and London: Yale University Press, 1969.
_____, "A Century of Financial Development in Latin America", Yale University Economic Growth Center, Center Paper No. 196, 1973.
Gurley, John G. and Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C.: The Brookings Institute, 1960.
_____, "Financial Structure and Economic Development", *Economic Development and Cultural Change*, April 1967.
Lewis, Arther W., *The Theory of Economic Growth*, London: George Allen and Unwin, 1955.
McKinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: The Brookings Institute, 1973.
Min, B.K., "Financial Restriction in Korea 1965-1974", unpublished Ph.D. Dissertation, University of Hawaii, 1976.
Patrick, Hugh T., "Financial Development and Economic Growth in Undeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, January 1966.

- Ranis, Gustav, "Economic Development and Financial Institutions", Yale University Economic Growth Center, Center Paper No. 250, 1977.
- Reubens, E.P., "Book Review", *Journal of Economic Literature*, June 1974, pp.500~501.
- Rosenberg, Nathan, "Capital Formation in Undeveloped Countries," *American Economic Review*, September 1960.
- SaKong, Il, "An Overview of Corporate Finance and the Long-Term Securities Market", Chuk Kyo Kim(ed.), *Planning Model and Macroeconomic Policy Issues*, Seoul: KDI, 1977.
- Shaw, Edward, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.
- Trescott, P.B., "Book Review", *Journal of Economic Literature*, March 1974, pp. 108~109.