

금융발전과 경제성장에 관한 문헌적 고찰*

박태식**

요 약

본 연구에서는 금융발전과 실물경제와의 관계를 연구한 문헌들에 대한 조사를 통해 금융발전이 실물경제에 미치는 효과에 대한 연구결과를 정리하고자 한다.

금융발전으로 인한 민간부문의 신용증가와 저축구성의 변화가 실물경제에 나쁜 영향을 줄 수도 있다는 일부 금융위기연구에도 불구하고, 대부분의 이론적 및 실증적 연구는 금융발전이 투자증가와 높은 경제성장에 기여하는 것으로 분석하고 있다.

금융발전의 경제성장에 대한 영향에 대한 많은 연구결과들은 금융시장의 상황과 실물경제의 부침이 정(+)의 관계(정의 인과관계 포함)임을 보여주고 있다.

그러나 금융발전이 거시경제에 긍정적인 효과를 나타내는 과정은 순탄하게 이루어지지 않는다. 금융발전은 단기적으로는 은행위기와 금융취약성을 유발하여 거시경제에 부정적인 효과를 줄 수 있으며, 장기적으로 금융시스템이 안정적인 기반을 갖췄을 때 거시경제에 긍정적인 효과로 작용한다. 주식시장이나 은행 등 금융부문의 발전은 기업의 성장을 촉진하는 데 매우 중요한 요인이었으며, 전통산업보다 첨단산업에 더 큰 영향을 주는 것으로 분석되었다. 또한 금융발전의 정도가 낮으면 저성장 경제가 나타날 가능성도 높게 나타났다.

국가별 시계열분석의 결과, 고소득국가에서는 GDP중 비금융민간신용비율이 중간소득국가에서는 GDP중 비금융민간신용비율과 예금은행국내신용과 중앙은행국내자산 중 예금은행국내신용비율이, 저소득국가와 금융위기국가에서는 부분적으로 금융발전과 경제성장 사이에 부(-)의 관계가 나타나기도 하였다.

한편, 분석대상이나 분석방법의 차이가 다른 분석결과를 나타내지는 않은 것으로 나타났다.

핵심 주제어 ; 금융발전, 경제성장

* 논문접수일 2009년 12월 5일, 게재확정일 2009년 12월 17일

** 교수, 전북대학교 경제학부 (pts3002@jbn.ac.kr)

I. 서론

금융규제완화가 금융기능의 제고를 통해 금융발전을 가져오고 금융발전이 경제성장에 긍정적으로 작용한다면 금융규제완화로 경제성장을 기대할 수 있을 것이다. 그러나 세계 각국이 금융규제완화나 금융시장개방 이후 잦은 금융위기를 경험하고 특히 1990년대 후반에 아시아 경제위기가 자본자유화에 기인하는 바가 큰 것으로 평가되면서 금융규제완화 또는 자본자유화가 금융발전과 경제성장에 긍정적 효과를 줄 것인지에 대한 논란이 증폭되고 있다.

본 연구에서는 금융발전과 실물경제와의 관계를 연구한 문헌들에 대한 조사를 통해 금융발전이 실물경제에 미치는 효과를 분석결과를 정리한다. 즉, 금융발전이 금융변동성과 기업투자, 성장, 소득분배 등에 미치는 영향을 분석결과를 정리함으로써 우리나라 금융규제완화의 방향과 금융발전에 주는 시사점을 도출하고자 한다.

II. 금융발전과 경제성장에 관한 제 이론

금융발전은 금융기능향상을 의미하며, 금융발전이 실물부분의 경제성장에 영향에 대해서는 학자들 간에 큰 시각차가 존재해 왔다. 금융발전을 무시하고는 경제성장을 이룰 수 없다는 Schumpeter(1912), Goldsmith(1969), McKinnon(1973) 등의 주장에 대해, Lucas(1988)는 금융이 경제성장의 결정요인이라는 것은 과도한 강조라고 주장하였고, Robinson(1952)은 금융은 실물부분의 수요변화에 따라 반응할 뿐 성장의 원인은 아니라고 주장하였다.

Solow등의 신고전학과 성장이론에서는 외생적인 기술발전이 경제성장을 선도하는 것으로 분석되었기 때문에 금융발전이 성장에 영향을 미치는 경로에 대한 이론적 설명이 가능하지 않았다. 그런데 1980년대 중반이후 내생적 경제성장이론(Romer, 1986; Prescott and Boyd, 1987; Robelo, 1987; Lucas, 1988)이 발전되면서 금융발전의 경제성장에 영향을 미치는 경로에 대한 이론적인 설명이 가시화되었다.

1. 긍정적인 견해

Bencivenga and Smith(1992)는 내생적 성장모형을 이용하여 금융중개기관의 유동성공급으로 저축의 생산적인 순환을 유도하는 역할을 통해 경제성장으로 견인하는 경로를 강조하였다. 이들 모형은 특히 은행의 역할에 초점을 맞추어 은행은 유동성을 제공하여 위험회피

자인 저축자가 비생산적인 유동성 자산보다는 은행예금을 보유하도록 하며 이렇게 조성된 펀드는 생산적 자본에 대한 투자에 더 이용하게 된다고 한다. 또한 은행은 저축의 일부가 비생산적 유동자산의 형태로 있는 것을 감소시키고 유동성부족으로 인해 투자자본의 배분오류를 방지함으로써 경제성장에 도움을 준다. 이들은 가정 및 모형설정에 중요한 몇 가지 전제사항을 제시하였다. 첫째, 금융시장의 발전은 법과 정부규제에 의해 외생적으로 결정된다. 둘째, 개도국에서 주식 또는 채권시장의 역할은 매우 작고 은행이 조직화된 금융시장이다. 셋째, 투자지출이 자본으로부터 이윤획득에는 긴 시간이 소요된다. 이러한 긴 소요시간동안 자본 투자자는 예상하지 못한 유동성부족에 직면할 수 있고 이는 추가 투자연기나 이미 이루어진 투자의 청산이 발생할 수 있다. 넷째, 은행이 없을 때는 투자 재원의 자체 조달이 과도하게 되며 생산주기가 느리기 때문에 이는 세 번째의 문제를 발생시키게 된다. 또한 금융중개가 없으면 유동성부족에 대해 스스로 대처해야 하며 이는 비생산적인 유동자산에 과도한 투자를 하는 결과를 산출한다. 다섯째, 성장증진에 있어서 은행의 가장 중요한 역할은 유동성을 제공하고 그럼으로써 저축을 증가시키는 것이다. 여섯째, 잘 발전된 금융제도는 그렇지 못한 경제에 비해 일반적으로 더 신속하게 성장한다.

Levine(1991)은 3기간 모형과 내생적 성장모형을 결합하여 주식시장의 존재가 경제성장에 미치는 효과를 분석하였다. 그는 기업이 생산의 마지막 기간에 생산성 쇼크에 의해 나타나는 생산성 위험(Productivity Risk)을 겪게 되는데 주식시장은 이러한 위험에 대처하는 것을 돕기 위해 나타난다고 한다. 주식시장은 개인들이 많은 기업에 투자하도록 하고 특유한 생산성 쇼크를 분산시킴으로써 인적자본을 강화하는 기업에 대한 자원의 배분비율을 늘림으로써 경제성장을 가속화한다. 한편, 사람들은 유동성 위험으로 인해 장기생산기업에 대한 투자를 회피하고 이윤은 적지만 단기간에 과실을 창출할 수 있는 유동자산에 대한 투자를 증가시키려는 경향을 보이는데 유동자산은 인적자본이나 기술을 강화하지 못하기 때문에 성장에 기여하지 못한다고 한다. 주식시장은 유동성 쇼크를 겪는 투자자들이 그들 주식을 다른 투자자에 대한 매각을 허용하여 다양한 포트폴리오를 보유할 수 있도록 함으로써 성장에 기여한다.

Greenwood and Jovanovic(1990)은 내생적 성장모형을 이용하여 금융중개자가 정보를 수집·분석함으로써 수익률이 가장 높은 곳으로 펀드의 이동을 용이하게 하는 역할을 강조하였다. 이들 모형에서는 경제에서 거래가 용이하도록 금융기관이 나타나는데 금융기관은 연구과정을 통해 투자자본이 가장 이윤이 높은 곳으로 흐르도록 정보를 수집·분석하며 전통적으로 많은 투자자들에 대한 위험완화기능을 수행한다. 금융조직에 대한 투자는 많은비용이 많이 소요되기 때문에 선진국 경제는 개도국 경제에 비해 그러한 금융의 상부조직을 더 잘 만들어 낼 수 있으며 금융의 상부조직의 발전을 통해 자본투자의 고수익획득을 가능하게 하

기 때문에 다시 경제성장과 소득증가에 피드백 하게 된다고 한다.

King and Levine(1993a)은 금융제도가 유망한 기업가에 대한 평가와 저축을 가장 전망이 있는 생산성 강화활동에 공급하도록 동원하는 금융제도의 역할에 주목하였다. 금융중개기관은 성공적으로 신제품과 최상의 생산과정을 가진 기업을 발굴해냄으로써 기술진보율을 증가시킬 수 있다고 하였다.

Obstfeld(2001)는 위험관리의 용이성을 통해 금융발전이 경제성장에 미치는 경로를 분석하였다. 특히 금융시장의 개방을 통한 국제적 위험공유 및 포트폴리오의 분산이 기대소비증가를 통해 상당한 후생증가가 이루어질 수 있음을 보여주고 있다. 이 모형에서는 각국이 안전한 것과 위험한 것의 두 가지 프로젝트에 투자할 수 있다고 가정하고 국제적 자산거래는 각국이 위험투자에 있어서 세계적인 분산포트폴리오를 구성을 허용함으로써 모든 국가가 동시에 저수익 안전 투자에서 고수익 위험투자로 이동하도록 촉진한다. 또한 국가별 위험자산 수익률이 다르고 일부 무위험자산 초기보유분 때문에 분산기회가 조금만 상승해도 국가후생과 기대성장을 향상시킨다.

Chou(2007)는 다른 연구와는 달리 금융혁신에 초점을 맞추어 Solow의 성장모형을 확장 금융과 성장과의 관계를 모형화하였다. Chou에 의하면 금융혁신은 새로운 경제적 위험 헤지(Hedge)필요성, 새로운 규제, 재정 및 금융정책의 변화, 시간적 또는 공간적 부의 이전 필요성, 거래비용하락 필요성, 비대칭적 정보에 의한 에이전시 비용하락 필요성에 의해 제기된다. 금융혁신은 새로운 상품의 개발, 기존 상품의 변형, 새로운 서비스의 개발, 새로운 생산과정의 개발, 새로운 조직형태의 창출을 포함하는데 특허권에 의해 보호되지 않지만 초기 진입자의 이득획득은 가능하다. 비효율적 금융중개과정에서 금융발전은 지속적인 금융중개의 효율성증가로 특징되며 이는 자본축적을 용이하게 함으로써 경제성장을 유도한다.

2. 유보적인 견해

Bencivenga, Smith, and Starr(1995)는 중복세대모형(Overlapping generations model)에 내생적 성장모형을 접목하여 금융시장에서의 유동성증가가 경제성장에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 금융시장의 유동성 증가가 금융시장거래에 상대적 의존성이 강한 기술의 채택을 선호한다는 Hick(1969)의 관찰을 이론화하는 데서 논의를 출발하였다.* 이들 모형에서는 현재의 생산물을 미래 자본으로 전환하는데 있어서 여러 다른 기술이 존재하는 것을 용인하

* Hick(1969)는 산업혁명기의 대부분의 기술혁신은 산업혁명 시작 이전에 만들어졌으나 완전히 이행되지 못하고 있었고 상대적으로 비유동적인 자본에 장기간 구속되는 대규모 투자에 의해 비로소 기술혁신의 광범위한 채택이 가능해졌다고 주장한다.

며 장기인태 자본생산기술의 사용은 집행중인 자본(Capital-in-Process: CIP)의 소유권이 2차 자본시장에서 연속적으로 타 소유자에게 이전되는 것을 전제로 한다. 이러한 금융시장의 유동성을 거래비용으로 측정하여 유동적인 시장은 거래비용이 낮은 시장이고 비유동적 시장은 거래비용이 높은 시장으로 본다. 그러나 유동성 증가에 의한 거래비용감소가 경제성장(또는 균형성장률)에 미치는 효과는 단순하지가 않다. 먼저, 거래비용 감소는 단기투자보다 장기투자의 내부수익률에 더 큰 영향을 미치기 때문에 장기 자본생산기술의 사용을 선호하게 된다고 한다. 장기 인태의 기술이 더 효율적인 자본생산기술이라면 이러한 효과는 더 높은 성장률로 나타나게 된다. 또한 거래비용 감소는 거래비용을 차감한 모든 투자기술의 순 생산성과 모든 투자의 내부수익률(또는 균형 저축수익률)을 향상시키며 이는 다시 성장률의 증가로 나타난다. 그러나 거래비용의 하락이 장기 자본투자를 유도함에 따라 자본 재판매시장에서의 거래의존도는 커지고 이는 저축의 구성을 새로운 자본투자로부터 2차 자본시장의 기존 CIP구매로 이동시키는 원인이 된다. CIP구매의 성과를 향유하는 구 계층에 의해 구매되기 때문에 이러한 저축구성의 변화는 다른 조건이 일정할 때 균형성장률이 하락하도록 한다. 따라서 거래비용감소에 따른 저축구성의 변화효과가 충분히 클 경우 금융시장 효율성의 개선은 성장을 감소시킬 수 있다.

De Long et al.(1989)은 중복세대모형을 이용하여 주식시장의 변동성(또는 소음거래: Noise Trading)이 자본형성에 미치는 효과와 그로 인한 후생손실을 평가하였다. 주식시장 변동성으로 인한 추가적 위험이 경제의 자본소통과 소비 감소에 어떻게 영향을 미치는지를 보여주며 그러한 비용의 일부가 합리적 투자자에 의해 발생되고 결과적으로 후생손실로 나타남을 보여주고 있다.

금융위기에 대한 연구들은 민간에 대한 신용증가가 경제의 불안정성을 증대시킨다는 것을 지적하고 있다. 규제기관의 제한적인 감독능력, 투자 호황기 동안 좋은 프로젝트에 대한 변별능력이 없는 은행의 무능함, 은행실패에 대한 암묵적 또는 명시적 보장 등 여러 경로로 과도한 여신이 발생하고 이는 특히 단기적으로 경제에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 예를 들면, Aghion, Bacchetta and Banerjee(2004)은 금융발전수준이 낮거나 높은 수준의 경제보다 중간수준의 경제에서 금융부문이 보다 더 불안정의 원인이 된다고 한다. 은행의 과도한 대부나 경제기초의 변화에 대한 투자자의 과민반응과 같은 금융부문에서의 충격에 의한 거시경제 효과는 금융시장이 중간수준인 곳에서 가장 지속적인 영향을 주는 것으로 예측하였다. 매우 높은 금융발전수준에서는 기업투자가 대부분 현금흐름에 의한 제약이 거의 없기 때문에 현금흐름에 대한 충격이 별로 없고 낮은 금융발전수준에서는 기업이 어느 경우든 많은 액수를 빌릴 수 없어서 현금흐름에 대한 충격에 대한 기업의 반응이 거의 없다고 한다.

Ⅲ. 금융발전과 실물경제와의 실증적 문헌 고찰

1. 해외에서의 연구사례

금융발전지표를 이용하여 금융발전의 실물경제성장에 대한 효과 분석에 있어서 크게 3가지 문제가 관련되어 있다. 첫째, 성장지표 사용문제이다. 가장 대표적인 성장지표들로는 1인당 GDP성장률, 물적 자본성장률, 총요소생산성성장률, GDP대비 국내투자 비율이 있다. 일부 연구에서는 민간부문저축률을 사용하기도 한다. 둘째, 데이터 사용문제이다. 대부분의 초기 연구들은 다수 국가들의 일정기간의 평균자료를 이용한 횡단면분석이 대부분이었다. 그러나 횡단면분석은 금융발전과 경제성장과의 인과관계를 뚜렷이 설정할 수 없다는 한계가 있었기 때문에 후기 연구에서는 시계열과 횡단면 자료를 통합한 패널자료를 이용하여 금융발전과 경제성장과의 동적 인과관계추정에 중점을 두었다. 일부 연구에서는 여러 국가의 기업데이터를 이용하여 금융발전의 기업투자에 대한 효과를 분석하기도 하였다. 셋째, 금융발전의 단기 및 장기 효과의 구분 문제이다. 금융발전의 단기적 금융변동성 유발가능성을 고려하지 않는 경우 금융발전과 경제성장의 관계는 단선적으로 나타나게 된다.

1) 횡단면분석의 사례

King and Levine(1993b)은 금융발전의 경제성장에 대한 영향을 횡단면자료를 이용하여 분석하는데 있어서 성장지표로 4개의 측정치를 사용하였다: 1인당 GDP성장률, 1인당 물적 자본 성장률, GDP대비 국내투자비율, 물적자본 외의 성장률. 물적자본 외의 성장률은 1인당 실질GDP성장률에서 물적자본의 축적률을 뺀 것으로 기술발전, 인적자본의 축적 등으로 구성되기 때문에 효율성 향상 또는 (총요소)생산성 성장률로 해석된다.

1960-1989년의 세계 77개국 자료를 ① 매우 빠르게, ② 빠르게, ③ 느리게, ④ 매우 느리게 성장한 국가들로 구분한 후 금융심화도, 중앙은행 대비 은행의 중요성, 비금융 민간부문 할당 신용비율, GDP대비 민간부문 신용비율의 4개 금융발전 지표와 상관관계를 보면 매우 빠르게 성장한 국가일수록 4개 금융발전지표가 상응하여 증가하고 있음을 보여주고 있다. 다음에는 1960-1989년의 평균자료를 이용한 금융발전이 경제성장에 미치는 효과를 보면, 통제변수(Control Variables)로는 초기 소득수준, 초기 중등학교등록률, GDP대비 무역의 비율, GDP대비 정부지출비율, 평균 물가상승률이 사용되었다. 회귀분석결과 4개의 금융발전지표는 성장률, 물적자본의 성장률, 국내투자비율, 생산성 향상에 모두 통계적으로 유의하게 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 나아가 금융발전이 단지 성장을 추종하는지 아니면

금융발전이 성장을 선도하는지를 조사하기 위해 1960년의 금융심화도 수준이 이후 30년간의 평균 경제성장률, 물적자본의 축적률, 생산성향상에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 초기 금융심화도 수준은 이후 30년간의 경제성장, 물적자본의 축적, 생산성향상에 상당한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 금융발전과 성장과의 인과관계의 방향을 설정해 주지는 않지만 금융발전이 단순히 경제성장을 추종하지 않으며 금융발전과 경제성장의 강력한 관계가 단지 양자에 대한 동시대의 충격을 반영하는 것이 아님을 의미한다.

Levine and Zervos(1998)는 King and Levine(1993b)와 유사한 방법으로 금융발전이 경제 성장에 미치는 효과를 분석하였다. 이들 연구가 King and Levine연구와 다른 점은 금융발전을 주식시장부문의 발전과 은행부문의 발전으로 구분하여 각 부문에 대한 별도의 발전지표를 산출하였고 성장률 지표로 민간부문 저축률을 추가하였으며 47개국 1976-1993 기간의 자료를 사용했다는 것이다. 그러나 King and Levine과 같이 전 샘플기간 평균자료를 이용하여 분석하고 초기 주식시장과 은행 발전이 이후의 성장지표에 대한 효과분석도 함께 제시하였다. 분석결과 시장규모대비 주식거래의 가치와 경제규모대비 주식거래의 가치로 측정된 주식시장유동성은 경제성장률, 자본축적률, 생산성증가율에 통계적 유의성이 있는 긍정적 영향이 있는 것으로 조사되었다. 또한 GDP대비 민간기업에 대한 은행의 여신규모로 측정된 은행발전수준도 실물부문의 성장지표에 유의하게 영향을 주는 것으로 나타났다. 그러나 시장변동성, 시장규모, 국제금융시장에의 통합정도를 측정된 주식시장지표들의 성장지표에 대한 영향은 통계적으로 유의하지 않으며 주식시장과 은행의 발전지표 어느 것도 민간저축률과는 확고한 관련성을 보이지 않는 것으로 나타났다.

La Porta et al.(2002)은 92개국 1960-1995년의 자료를 이용 정부의 은행소유권이 여러 국가별로 어떻게 다르게 나타나는지, 어떤 국가에서 은행소유권 비율이 높은지, 정부의 은행소유권이 이후의 금융발전을 향상시키는지, 그리고 정부의 은행소유가 이후의 경제성장을 촉진시키는지 분석하였다. 1990년대 중반까지도 정부의 은행소유가 전 세계적으로 상당한 공동현상이고 특히 금융제도가 덜 발전된 국가에서 정부의 은행소유권비율이 높은 것을 보여주고 있다. 다음으로 금융심화도 지표로 전체 금융기관에 의한 민간부문에의 신용, GDP 대비 금융제도의 유동부채비율, GDP대비 주식시장자본화 비율과 금융효율성 지표로 신용에 대한 기업의 접근성, 은행부문의 효율성, 금융안정성을 사용하여 정부의 은행소유권비율 정도가 이들 지표에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 다른 조건이 일정하다면 정부의 은행소유권은 이후의 금융발전을 저해하는 것으로 나타났다. 정부의 은행소유권비율이 높을수록 GDP대비 민간신용비율과 GDP시장 주식시장자본화비율이 낮으며 마지막기의 여신에 대한 기업의 접근을 어렵게 하였다. 또한 초기에 은행소유권비율이 높을수록 이후의 금융불안정성이 높으며 초기 정부의 은행소유권이 높은 은행일수록 느리게 성장하고 비효율성이 높은

것으로 나타났다. 마지막으로 정부의 은행소유권이 높을수록 이후의 경제성장률이 낮은 것으로 조사되었으며 이후의 생산성성장에도 통계적으로 유의하게 부정적으로 영향을 끼치는 것으로 나타났다. 이러한 증거는 정부의 은행소유가 자원 배분을 잘못하여 생산성향상과 경제성장에 나쁜 영향을 끼치는 것을 의미한다.

Beck, Levine, and Loayza(2000)는 금융발전과 경제성장과의 인과관계를 명확히 밝히기 위해 새로운 계량경제학적 분석방법을 도입했다. 은행발전과 자본축적, 총요소생산성 성장, 민간저축률과의 통합적 결정으로 인한 동시성 편이(Simultaneity Bias)를 통제하기 위해 먼저 63개국 1960-1995년의 평균자료를 이용한 횡단면분석에 도구변수추정방법(Instrument Variable Estimation)을 적용하였다. 은행발전의 외생적 구성요소를 이끌어내는 도구변수로는 각국의 법적 기원이 사용되었다. 또한 동시성편이와 국가에 특정한 효과에 의해 발생하는 제외변수의 편이 문제를 통제하기 위해 1960-1995년을 5년 평균의 7개 수치로 패널자료를 구성하고 GMM (Generalized Method of Moments) 동적 패널추정방법을 사용하였다. 분석결과, 은행부문의 발전수준이 높을수록 경제성장률과 총요소생산성 성장률이 더 빠른 것으로 나타났다. 그러나 은행부문발전과 물적자본축적, 은행부문발전과 민간저축률과의 관계를 분석하는 경우 어느 은행발전지표를 사용하느냐에 따라 다른 결과가 나와서 이들 관계가 강건하지 않았다. 결과적으로, 은행발전은 주로 총요소생산성에 영향을 미침으로써 즉, 생산성 향상과 기술발전에 의해 경제성장에 영향을 준다는 슈페터의 관점과 일치하는 결과로 귀결된다 할 수 있다.

Love(2003)는 1988-1998년의 36개국 약 5,000개 기업 데이터를 이용하여 금융발전의 기업 투자에 대한 효과를 분석하였다. 금융발전지수로는 Demircuc-Kunt and Levine(1996)의 5개 발전지표(GDP대비 시장자본화 비율, GDP대비 총거래가치, 시장자본화 대비 총거래가치, GDP대비 유동부채비율, GDP대비 민간부문의 여신비율)를 표준화한 평균값을 사용하였다. 분석결과 금융제약은 금융발전과 함께 감소하는 것으로 나타났다. 오일러 식의 추정을 통해 금융제약이 확률적 할인요인을 변경시킴으로써 투자의 동태적이고 효율적인 배분을 저해하며 특히 금융제약이 있는 기업이 차기까지 투자연기를 야기하게 됨을 밝혔다. 또한 금융시장이 덜 발전된 국가에서의 동태적 투자의 할당에 금융적 요인이 더 큰 영향을 미침을 보여주고 있다. 나아가 금융시장발전이 저조한 국가에서 소기업이 대기업에 비해 더 불리함을 밝힘으로써 금융시장 기능의 향상이 기업의 금융제약을 감소시킴을 입증하였다. 따라서 금융발전은 좋은 투자기회를 가진 기업에 대한 외부기금의 접근을 용이하게 하며 이러한 자본배분의 향상은 다시 성장을 촉진한다고 주장하였다.

Levine(2001)은 48개국 1980-1995년의 자료를 이용하여 금융시스템의 차이(은행중심시스템 또는 시장중심시스템)가 장기경제성장에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 전반적 금융

시스템의 발전이 은행중심이나 시장중심 모두 경제성장에 유의하게 영향을 미치지 않으며 그보다는 잘 발전된 금융시스템의 보유 여부가 경제성장에 영향을 미치는 것으로 나타난다. 또한 투자자에 대한 법적 권리와 계약이행의 효율성과 같은 법률 시스템이 경제성장을 촉진하는 금융서비스의 수준을 결정하는데 있어서 선도적 역할을 하는 것으로 나타났다. 이런 결과는 특정하게 혼합된 형태의 금융시장과 금융중개기관을 만들려는 정책은 실효성이 없으며 대신 투자자의 권리를 강화하고 계약이행의 효율성을 향상시키는 정책이 보다 중요함을 시사하고 있다.

금융발전의 단·장기 효과분석에서는 금융발전이 단기적으로는 은행위기와 전반적인 금융 변동성을 가져와 경제에 부정적인 영향을 주고 장기적으로 경제성장을 증진시킨다고 주장하고 있다. Gaytan and Ranciere(2003)는 은행이 유동성을 제공하는 한편 은행자금인출사태(Bank Runs)로 이끄는 신뢰성위기에 직면할 수 있음을 고려하여 은행발전 모형을 제시하였다. 은행이 뱅크런을 겪지 않기 위한 옵션을 가질 수 있지만 그러한 옵션은 투자 이용자금을 줄이기 때문에 기회비용문제를 겪는다. 신흥국가에서는 투자의 한계수익이 매우 크기 때문에 위기를 완전 보장하는 경우 기회비용이 매우 높게 되며 따라서 은행은 뱅크런으로 인한 위험의 부분적 커버가 최적이 된다. 그러나 경제가 발전하고 자본생산성이 감소하면 은행이 위기의 완전커버가 최적이 된다. 결국 이들 모형은 금융자유화 이후 단기적으로 신흥국가는 금융위기와 신용 변동성을 경험하고 저성장 가능성이 있는 반면 장기에는 금융발전이 위기로부터 자유로워지고 안정적 성장가능성이 예상된다.

Rajan(1994)은 은행유인의 관점에서 금융 취약성(Financial Fragility)을 설명하고 있다. 은행 경영진은 대부분의 채무자가 지불능력이 있을 때는 개방적 신용정책(Liberal Credit Policies)을 유지하여 부실여신을 은폐하려는 경향이 있다. 경제가 총충격(Aggregate Shock)에 직면하고 개별 경영진의 상대적 능력을 구분하기 어려워지면 신용정책을 강화하는 유인을 가진다. 이러한 선순환(Pro-cyclical) 신용습관은 호경기 때는 나쁜 사업에 대출을 해주고 불경기 때는 가치가 있는 기업만으로 신용을 감소시키는 경향이 있다.

Wynne(2002)은 금융 취약성의 근본적 문제는 잠재적 채무자를 검사하고 감시하는 은행의 유인에 있는 것이 아니라 잠재적 신용 수요자와 공급자 사이의 정보의 비대칭성으로 인해 기업이 투자사업의 질적 수준에 대한 금융상의 평가와 공공의 인식을 수립하는데 시간과 노력이 요구된다는 점이라고 하였다. 기업은 보다 높은 생존율과 부의 축적을 통해서만 점차 정보 자본을 형성하게 되는데 금융발전이 이루어지고 대규모의 새로운 기업집단이 시장에 진입할 때 정보자본의 부재는 이자율을 상승시키고 은행의 여신 포트폴리오의 위험을 증가시키며 잘못된 신용배분을 야기한다. 거시경제에서 특히 대규모 충격이 가해지면 은행위기, 신용확대와 수축의 사이클, 그리고 저성장을 초래하게 된다. 그러나 시간흐름에 따라 우량기

업이 정보 자본을 형성하고 여신금리는 하락하며 은행의 여신 포트폴리오는 안전해지고 적절한 신용배분은 고율의 안정적인 생산성 성장을 하게 된다.

Loayza and Ranciere(2006)는 패널오차조정모형으로 금융발전의 단기 및 장기에 성장에 대한 효과를 실증분석하였다. 75개국 1960-2000년의 자료를 이용하며 금융발전지표로는 GDP대비 국내 민간신용액의 비율을 사용하였다. 초기 1인당 GDP수준, GDP대비 정부소비, GDP대비 무역량, 물가상승률을 통제변수로 회귀분석결과, 단기적으로 금융발전과 1인당 GDP성장률은 음의 관계를 가지고 장기적으로는 양의 관계를 가지면서 상당한 효과가 있음을 밝히고 있다. 금융취약국가(은행위기를 경험하거나 높은 금융변동성을 경험한 국가)에서는 금융발전의 경제성장에 대한 단기적 효과가 상당히 부정적인 것으로 나타났으며, 안정적인 국가는 이러한 효과가 평균적으로 미미한 것으로 나타났다. 또한 금융 취약성의 지표로 구조적 은행위기의 빈도, GDP대비 민간신용 성장률의 표준편차를 사용하고 패널자료의 동적 모형에 대한 GMM추정방법을 이용한 분석결과를 제시하는 데, 금융심화도는 고성장을 야기하지만 금융 취약성은 경제성장에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 금융변동성의 표준편차가 한 단위 증가하면 1인당 GDP의 연간성장률에서 0.3% 하락하고 구조적 은행위기빈도의 표준편차가 1단위 변화하면 연간성장률은 0.7% 감소하며 금융심화도의 표준편차가 1단위 증가하면 연간성장률이 0.9% 증가하였다.

2) 시계열분석의 사례

Nazmi(2005) 남미 5개국((아르헨티나, 멕시코, 브라질, 칠레, 콜롬비아)의 1960-1995 년을 5년씩 평균한 패널자료를 이용 금융발전의 경제성장에 대한 효과를 분석하였다. Beck, Levine, and Loayza(2000)의 GMM 동적패널추정방법을 사용하였고 금융부분의 개혁 또는 규제완화 변수를 도구변수로 활용하였다. 금융발전 변수로는 King and Levine(1993)과 같이 총신용(=예금은행신용+중앙은행의 국내자산)대비 예금은행신용비율, GDP대비 유동부채의 비율, GDP대비 민간부문에 대한 은행청구액의 비율과 이들 3변수를 지수화하여 평균한 금융발전지수의 4가지를 사용하였다. 종속변수로는 GDP대비 투자액 비율을 사용하여 다음과 같이 1차 차분방정식을 추정하였다.

$$I_{i,t} - I_{i,t-1} = \beta'(Z_{i,t} - Z_{i,t-1}) + \lambda g_{i,t} + (\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1})$$

여기서 I 는 GDP대비 투자액의 비율, Z 는 금융발전지표, g 는 금융부분의 개혁 또는 규제완화 변수, ϵ 는 오차항, β 와 λ 는 추정계수를 나타낸다. 추정결과, 금융발전 변수의 계수는

양의 부호에 통계적으로 유의적이어서 금융발전이 투자에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다.

Liu and Hsu(2006)는 동아시아 3개국(타이완, 한국, 일본)의 1981-2001년의 분기 시계열 자료를 이용하여 3개국 각각의 금융발전이 경제성장에 미치는 효과를 분석하였다. 금융발전 지표로는 3개의 은행발전지표(GDP대비 M2의 비율, GDP대비 민간부문에 대한 은행청구액의 비율, 은행과 중앙은행 총자산 대비 은행의 국내자산 비율)와 4개의 주식시장발전지표(GDP대비 상장주식의 시장가치 비율, 회전을, 명목주식가격지수의 성장률)가 사용되었다. 그러나 3개의 은행발전지표 변수들 간 상관계수가 매우 높아 이들 변수들을 함께 사용하면 다중공선성 문제가 발생하고, 1개의 은행발전지표만을 사용하는 경우에는 은행이 제공하는 금융서비스의 정보를 완전하게 제공하지 못하는 문제가 발생한다. 이 문제해결을 위해, Liu and Hsu는 주성분분석(Principle Component Analysis)을 통해 은행의 전반적 규모, 활동성, 효율성을 대변하는 3개 지표를 은행종합발전지수 1개로 통합하여 회귀분석에 사용하였다. 또한 금융발전지표 외에도 금융위기경험과 같은 구조적 변화와 관련된 변수, 국제적 자본이동성과 관련된 변수, 경제성장과 관련된 다른 거시적 변수들이 포함되었다. 관련변수 간 내생성 문제해결을 위해 GMM방법이 사용되었는데 1차 및 4차 지연 종속변수와 외생변수들이 도구변수로 종속변수는 경제성장률이 사용되었다. 회귀분석결과, 대만의 경우 은행종합발전지수, 시장자본화, 주식수익률이 양의 부호에 통계적으로 유의하였고 회전을은 통계적으로 유의하지 않았으나, 한국은 은행종합발전지수와 주식수익률은 통계적으로 유의하지 않았고 시장자본화는 양의 부호, 회전을은 음의 부호에 통계적 유의성이 있었다. 일본의 경우는 은행종합발전지수가 음의 부호, 주식수익률은 양의 부호에 통계적 유의성이 있었고 다른 두 변수는 분석에 포함되지 않았다. 이러한 결과는 은행발전이 타이완의 경제성장에는 긍정적 영향을 준 반면, 한국의 경제성장에는 효과가 별로 없었고 일본의 경우는 부정적인 효과를 주었음을 의미한다. 주식시장발전은 타이완의 경제성장에 긍정적인 효과를 주었으나 한국과 일본의 경우에는 강건하게 긍정적 효과를 주었다고 볼 수가 없다. Liu and Hsu는 타이완과 한국, 일본과의 상반되는 결과는 타이완이 한국과 일본에 비해 상대적으로 금융제도가 건장하고 금융기관에 대한 건전성 규제와 감독이 잘 되어 있기 때문인 것으로 주장하였다.

2. 국내에서의 연구사례

1) 횡단면분석의 사례

조병익 등(2009)은 금융시장 불안 지표로서 신용경색지수, 주가 수익률, 환율 절상률, 주가

및 환율 변동성을 사용하여 글로벌 금융위기로 인한 국내 금융시장 불안이 민간소비, 설비·건설투자, 수출입 등 실물경제 부문에 미친 영향을 실증·분석하였다. 분석결과 주가 변동성을 제외하고 대부분의 지표가 각 실물경제 부문에 유의한 영향을 미친 것으로 나타나 지난해 4/4분기부터 금년 1/4분기까지의 실물경제 침체가 금융시장 불안에 크게 기인하는 것으로 분석되었다. 한편 2/4분기 이후에는 금융시장 불안이 완화되면서 실물경제에의 부정적 영향도 빠르게 축소되었다.

이병기(2009)는 미시적인 기업자료를 이용하여 기업성장에 미치는 금융발전의 영향 및 금융발전의 법제도적인 결정요인을 실증분석하였다. 이러한 연구를 통해 기업성장을 촉진하기 위해서 금융제도를 어떻게 변화시켜 나가야 하는지, 첨단산업의 창출을 위해 관련 제도를 어떠한 방향으로 정비해 나가야 하는지에 대한 시사점을 제시하였다. 국가별 데이터를 이용하여 기업성장요인과 금융발전의 결정요인을 실증·분석한 결과,

첫째, 주식시장의 발전이나 은행의 발전 등 금융발전은 기업의 성장을 가져다주는 매우 중요한 요인이었다.

둘째, 첨단기업과 전통기업으로 구분하여 금융발전의 영향을 추정한 결과, 금융발전이 첨단산업에 있어서나 전통산업에 있어서 기업의 성장을 빠르게 한다는 가설은 동일하나 금융발전의 지표가 기업성장에 미치는 영향의 정도는 전통산업에서 보다는 첨단기업의 경우에 금융발전 종합지표의 추정계수가 더 크게 추정되고 있다.

셋째, 은행발전이나 주식시장의 발전의 기업성장에 미치는 영향을 보면, 첨단기업의 경우 금융중개기관의 발전뿐만 아니라 주식시장의 발전이 기업성장을 더 빠르게 하는 요인인 것으로 나타나고 있지만, 첨단기업의 경우 은행발전보다는 주식시장의 발전에 의해 성장속도가 빨라진다.

넷째, 금융발전과 금융구조의 차이가 기업성장에 미치는 영향을 분석한 결과, 금융발전을 나타내는 변수는 어떤 추정식에서도 통계적으로 매우 유의한 변수로 나타나고 있다.

전상준(2007)은 20개국표본(1960-2003)과 패널공적분검정 및 추정기법을 사용하여 회귀방정식을 추정하였다. 분석결과, 금융발전과 경제성장간에는 통계적으로 유의한 양의 양방향공적분관계가 존재한다는 사실을 발견하였다. 사용된 표본의 1인당 소득중위수기준의 소득수준별 분석에서는 표본내고소득국가 집단보다 저소득국가집단의 금융발전이 경제성장에 미치는 효과가 더 큰 반면, 저소득국가보다 고소득국가의 경제성장이 금융발전에 미치는 효과가 더 높다는 것을 발견하였다. 인플레이션율별 분석에서는 고인플레이션율 국가보다 저인플레이션율 국가에서 금융발전이 경제성장에 미치는 효과 및 그 반대효과가 모두 더 크게 추정되었다. 이는 인플레이션 억제정책이 경제성장촉진 및 금융시장발전에 모두 필수적이라는 중요한 정책적 함의를 제공하고 있다.

이준엽 등(2002)은 개혁·개방이후 중국의 고도성장 과정에서 금융개혁 혹은 금융 부분의 성장이 경제성장에 미친 영향을 분석하였다. 공적분검정을 통하여 개혁·개방 이후 중국의 금융심화(M3/GDP)가 경제성장(1인당 실질국민소득)과 장기적인 안정관계를 가지고 있음을 알 수 있으며 오차수정모형을 사용한 그랜저인과관계 검증을 통하여 금융심화(M3/GDP)는 경제성장으로의 그랜저인과관계를 갖고 반대로는 인과관계가 존재하지 않은 것으로 나타났다. 또한 금융심화와 고정자본투자율사이에는 feedback effect가 존재하여 금융 심화는 고정자본투자를 증가시키고 이는 금융심화를 증대시키는 것으로 나타나고 있다. 그런데 또 다른 금융발전지표인 국내여신/GDP는 경제성과 관련성이 없는 것으로 나타나지만, 정책성대출을 제거한 이후의 (비정책성 금융기관 대출총액)/GDP는 경제성과 장기적인 양의 상관관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 국내여신은 많은 경우 비효율적인 국영기업에 이루어지고 있다는 사실을 반영한다고 판단된다. 이처럼 비효율적인 국내여신은 이자율의 시장화 지체, 국유기업에 편중된 자금배분구조, 여전히 해결되지 않은 국유상업은행 경영의 비효율성 문제 등의 현상을 통하여서도 파악된다. 종합적으로 볼 때 중국에서의 금융발전은 자본축적을 통하여 경제 성장에 기여한 것으로 판단된다.

구재운(2005)은 금융발달과 경제성장 사이의 인과관계가 지역경제단위에서도 성립하는지를 검증하였다. 한국의 11개 지역의 자료를 이용하여 Granger-인과성을 검증한 결과, 금융발달과 경제성장 사이에 양 방향의 인과성이 존재함을 밝힐 수 있었다. 이는 저개발지역에 금융공급을 증가시키면 경제성장이 촉진되며, 이는 다시 금융발달을 유발할 수 있음을 시사하고 있다.

2) 시계열분석의 사례

이병운(2000)은 금융발전과 경제성장간의 상호관계를 정보축적의 역할을 중심으로 대출에 의한 학습(learning-by-lending)을 통한 은행의 정보축적이 금융발전과 경제성장을 동시에 결정하는 이론모형을 구성하여 분석결과를 도출하였다. 첫째, 금융부문에서 효율적으로 정보를 축적하는 국가가 높은 경제성과 금융발전을 달성한다. 둘째, 정부축적의 자기강화과정(self-reinforcing process)에 의해 복수균형이 발생하게 되는데 그 중 하나는 경제성장률이 낮고 금융발전도 낮은 저균형인 이른바 '발전의 덩'(development trap)'의 경우이고, 다른 하나는 경제성장률도 높고 금융발전수준도 높은 고균형의 경우이다. 이러한 분석결과와 중요한 시사점은 초기의 금융발전의 정도가 낮으면 저균형 경제가 나타날 가능성이 있다는 점이다.

김홍수(2006)는 경제성장에 있어서 금융발전의 중요성을 분석하기 위해 금융시스템 기능

의 대리변수인 금융발전지표와 경제성장사이의 관계를 표본43개 국가의 1948~2002년 동안의 자료를 이용하여 경제성장모형을 통한 금융발전의 역할을 분석하였다. King and Levine(1993)에서 사용한 횡단면 모형과 대상기간을 확대한 각 국가별 시계열 분석을 행하였다. 2002년과 표본기간 평균값에 대한 횡단면 분석결과 DEPTH(M2/GDP), BANK(예금은행 국내신용/예금은행 국내신용+중앙은행국내자산), PRIVATE(비금융민간부문에 대한 신용/총국내신용), PRIVY(비금융민간부문에 대한 신용/GDP)의 금융발전지표들과 성장지표인 GYP(DP증가율) 및 CAP(총고정자본형성/GDP)사이에 일정한 상관관계를 발견하였다. 그리고 개별국가 시계열분석을 통하여 PRIVY는 고소득국가에서, PRIVY와 BANK는 중간소득국가에서 경제성장에 영향을 주었으며, 저소득국가와 금융위기국가에서는 부분적으로 금융발전지표와 성장지표 사이에 負(-)의 관계를 발견하였다.

김용환 등(2009)은 국내 제조기업에 금융제약이 존재하는지 여부를 검정하고, 금융제약이 존재하는 경우 기업성장에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하며, 또한 국내 금융시장의 발전이 기업의 금융제약을 완화시키는지 여부를 밝히고자 하였다. 이를 위해 국내 제조기업의 금융제약과 성장의 관계에 관하여 동태적 패널모형을 이용하였으며 GMM 분석방법을 사용하여 실증분석을 실시하였다. 자료는 한국신용평가정보(주)에서 제공받은 1,096개 상장제조기업을 표본으로 한 1990~2006년간 불균형 패널자료이며 전체 기간에 대해서는 물론 기간별, 기업군별 비교를 위해 외환위기 전후, 기업규모, 기업나이, 업종별로 나누어 분석하였다. 실증분석에서는 기업의 현금흐름에 대한 성장의 민감도를 금융제약의 대응변수로 사용하였으며, 현금흐름과 금융시장발전도의 교차항을 추가하여 금융시장발전이 금융제약에 미치는 영향을 분석하여 다음과 같이 실증분석 결과를 제시하고 있다.

첫째, 주요 설명변수인 현금흐름은 전체 기간을 대상으로 한 경우 기업성장과 매우 유의한 양(+)의 관계를 나타내어 국내 제조기업들이 금융제약에 직면하고 있음을 시사하고 있다. 기업군별로는 외환위기 이전 기업, 중소기업, 젊은 기업, IT기업 등에서 금융제약이 큰 것으로 나타났다.

둘째, 실증분석 모형에 현금흐름과 금융시장발전도의 교차항을 추가하여 분석한 결과, 동교차항이 기업성장과 유의한 음(-)의 관계를 나타내어 국내 금융시장의 발전이 제조기업의 금융제약을 완화시키는 것으로 분석되었다. 기업군별로는 외환위기 이후 기업, 중소기업, 젊은 기업, IT기업에서 금융시장발전이 긍정적인 효과를 나타내고 있는 것으로 추정되었다.

VI. 결 론

금융발전으로 인한 민간부문의 신용증가와 저축구성의 변화가 실물경제에 나쁜 영향을 줄 수도 있다는 일부 금융위기연구에도 불구하고, 대부분의 이론적 및 실증적 연구는 금융발전이 투자증가와 높은 경제성장에 기여하는 것으로 분석하고 있다.

금융발전의 경제성장에 대한 영향에 대한 많은 연구결과들은 금융시장의 상황과 실물경제의 부침이 정(+)의 관계(정의 인과관계 포함)임을 보여주고 있다.

그러나 금융발전이 거시경제에 긍정적인 효과를 나타내는 과정은 순탄하게 이루어지지 않는다. 금융발전은 단기적으로는 은행위기와 금융취약성을 유발하여 거시경제에 부정적인 효과를 줄 수 있으며 장기적으로 금융시스템이 안정적인 기반을 갖췄을 때 거시경제에 긍정적인 효과로 작용하는 것으로 나타났다. 주식시장이나 은행 등 금융부문의 발전은 기업의 성장을 촉진하는 매우 중요한 요인이었으며, 전통산업 보다 첨단산업에 더 큰 영향을 주는 것으로 분석결과가 나타나고 있다. 또한 금융발전의 정도가 낮으면 저균형경제가 나타날 가능성도 높은 것으로 분석결과가 제시되고 있다.

국가별 시계열분석의 결과, 고소득국가에서는 GDP중 비금융민간신용비율이 중간소득국가에서는 GDP중 비금융민간신용비율과 예금은행국내신용과 중앙은행국내자산 중 예금은행국내신용비율이, 저소득국가와 금융위기국가에서는 부분적으로 금융발전과 경제성장 사이에 부(-)의 관계가 나타나기도 하였다.

한편, 분석대상이나 분석방법의 차이가 다른 분석결과를 나타내지는 않은 것으로 나타났다.

참 고 문 헌

- 구재운(2005), "지역금융과 지역경제성장 사이의 인과관계", **한국경제연구**(2005), 179-197
- 김용환, 이윤재, 김문겸(2008), "금융제약이 국내 제조기업의 성장에 미치는 영향에 관한 연구", **한국증권학회 2008년 2차 학술대회 발표 논문집**
- 김홍수(2006), "내생적 경제성장과 금융발전", **금융학회지**, 제11권, 제3호, 67-90
- 김희식(2008), **선진적 금융세계화를 위한 전제조건 분석**, 한국은행 금융경제연구원.
- 이병기(2009), **금융발전이 기업성장에 미치는 영향 분석 - 첨단기업의 성장전략에 대한 함의**, 한국경제연구원 연구보고서
- 이병윤(2000), "금융발전과 경제성장: 정보축적의 역할을 중심으로", **경제분석**, 제6권, 제4호, 한국은행
- 이준엽, 김홍기(2002), "중국의 금융개혁과 경제성장", **경제발전연구**, 제8권, 제2호, 57-79

- 전상준(2007), “金融發展과 經濟成長의 關係 — 국제패널 共積分 分析 — 한국경제발전학회 경제발전연구, 제13권, 제1호, 113-151
- 조병익, 우신욱, 윤용준(2009), 금융시장 불안이 실물경제에 미치는 영향, 조사통계월보 (2009. 10.), 한국은행
한국의 금융·경제연표 1945~2000, 한국은행(2000)
- Beck, T., A. Demircug-Kunt, and R. Levine(2007), “Finance, Inequality and the Poor”, *Journal of Economic Growth*, 12, 27-49.
- Beck, T. R. Levine, and N. Loayza(2000), “Finance and the Sources of Growth”, *Journal of Financial Economics*, 58, 261-300.
- Bencivenga, V. R. and B. D. Smith(1992) “Deficits, Inflation and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression”, *Oxford Economic Papers*, 44, 767-790.
- Bencivenga, V. R., B. D. Smith, and R M. Starr(1995), “Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth”, *Journal of Economic Theory*, 67, 53-177.
- Chou, Y. K.(2007), “Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the Financial Sector Matters to the Real Economy”, *Journal of Economic Education*, 78-91.
- De Long, J. B., A. Shleifer, L. Summers, and R.J. Waldmann(1989), “The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading”, *Journal of Finance*, 44(3), 681-696.
- Demircug-Kunt, A. and R. Levine(1996), “Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts”, *The World Bank Economic Review*, 10(2), 291-321.
- Gaytan, A. and R. Ranciere(2003), “Banks, Liquidity Crises and Economic Growth”, International Monetary Fund and University of de Mexico.
- Goldsmith, R. W.(1969), “Financial Structure and Development”, New Haven, CT: Yale University Press.
- King, R. G. and R. Levine(1993a), “Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence”, *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-542.
- King, R. G. and R. Levine(1993b), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-738.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer(2002), “Government Ownership of Banks,” *Journal of Finance*, 57, 265-301.
- Levine, R.(1991), “Stock Markets, Growth, and Tax Policy”, *Journal of Finance*, 46,

1445-1465.

- Levine, R.(2001), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *Carlson School of Management, University of Minnesota*.
- Levine, R. and S. Zervos(1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88, 537-558.
- Liu, W. and C. Hsu(2006), "The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, and Japan", *Journal of Asian Economics*, 17, 667-690.
- Love, I.(2003), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", *The Review of Financial Studies*, 16, 765-791.
- Loyaza, N. and R. Ranciere(2006), "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38, 1051-1076
- Lucas, R. E., Jr.(1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- McKinnon, R. I.(1973), "Money and Capital in Economic Development", Washington, DC: Brookings Institution.
- Nazmi, N.(2005), "Deregulation, Financial Deepening and Economic Growth: The Case of Latin America", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 45, 447-459.
- Obstfeld, M.(2001), "Mundell-fleming Lecture: International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model", *IMF Staff Papers*, 47, 1-39.
- Prescott, E. C. and Boyd, J. H.(1987), "Dynamic Coalitions, Growth, and the Firm", in Prescott, E.C. and Wallace, N. (eds.), *Contractual Arrangements for Intertemporal Trade*, Minneapolis: University of Minnesota Press.
- Rajan, R. G.(1994), "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, 109, 399-442.
- Robelo, S.(1987), "Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth", Rochester, N.Y.: University of Rochester, Department of Economics.
- Robinson, J.(1952), "The Generalization of the General Theory", in: *The Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan.
- Romer, P. M.(1986), "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, 94, 1002-1037.
- Schumpeter, J. A.(1912), *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Dunker &

Humboldt' [Theory of Economic Development, translated by R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934].

Wynne, J.(2002), "Information Capital, Firm Dynamics and Macroeconomic Performance", Duke University.

The Literature Review on the Relation between Financial Development and Economic Growth

Tae-Sheik PARK*

Abstract

This paper takes broad literature survey of the overall contemporary literatures on the relationship between financial development and economic growth. Many papers says that the relation between the financial development and economic growth is strongly positive.

The study colligate the results of analyzes which factors induce corporate growth and what is the role of financial development in corporate growth(include causal relationship between financial development and economic growth).

First, financial development is a very important factor in bringing about corporate growth. Second, the hypothesis that financial development accelerate the growth of companies can be identically proven both for high-tech industries or traditional industries. The financial development has a bigger effect on the corporate growth in case of high-tech companies rather than in traditional industries.

Third, high-tech companies owes its accelerated growth more to the development of the stock market than to that of banks. Fourth, The financial development is crucial to corporate growth.

These results from analysis provide some indication regarding how to design systems in a right direction. To begin with, Korea should push ahead with the further financial development to promote corporate growth. Not only banks in charge of efficiently allocating funds but also the stock market have to make an simultaneous growth.

According to the time-series analyses for each countries from 1948 to 2002, we find private credit gives a significant effect on the high-income countries and financial development indicators are partially negative correlated with each growth indicator on

* Professor, Department of Economics, Chonbuk National University

the low-income and monetary crisis countries.

And, we can find that the object and the methods of analysis makes no difference in the results.

Key Words : Financial Development, Economic Growth