

금융발전이 경제성장에 미치는 효과: 우리경제에 대한 시사점

김천구 * · 박정수†

초록

본 연구는 글로벌 금융위기 이후 금융심화가 일정수준을 초과하면 금융의 성장효과가 부정적일 수 있다는 과잉금융의 가능성을 우리나라 자료를 기초로 평가해 보았다. 우리나라 금융산업이 경제에서 차지하는 규모적 측면에서는 과잉이라고는 보기 어렵지만 문헌에서 우려한 과잉금융의 징후를 확인할 수 있었다. 우리나라 금융은 가계부문과 저생산성 부문에 집중되고 있고 이들 저생산성 부문을 확대하고 있다는 것을 확인하였다. 신용공여가 양적측면에서 적정수준을 넘어서서 경제성장의 긍정적 효과가 반감되고 있다. 정책적인 관점에서 보면 현재 우리나라 금융의 경제성장효과를 제고하고 금융의 효율성을 확보하기 위해서는 GDP 대비 신용공여의 과도한 확대를 방지하여 과잉금융을 제어할 수 있는 제도적 장치를 고려해야 한다. 또한 저생산성 부문에 집중되고 있는 구조적 원인들을 파악하고 이에 대한 개선책을 마련하는 것이 필요한 시점이다.

주제어: 금융발전, 금융심화, 경제성장, 과잉금융
JEL 분류번호: O11 · O16 · E44 · G1

* 현대경제연구원 연구위원, ck1009@hri.co.kr
† 서강대학교 경제학부 교수, jspark@sogang.ac.kr

1. 서론

우리나라 경제 발전과정에서 금융발전은 분명 경제성장과 동반해 왔음을 부인할 수 없다. 우리 경제에서 금융발전이 경제성장에 미치는 영향에 대해서는 확실한 실증적 증거가 제시된 바는 없지만 대체로 긍정적인 것이라고 평가 받고 있다. 하지만 최근 학계에서는 금융심화가 지나칠 때 성장효과가 줄어드는 과잉금융의 가능성을 우려하고 있다. 최근에는 금융심화가 일정수준을 넘어서면 경제성장에 미치는 효과가 감소할 수 있을 뿐만 아니라 오히려 부정적으로 바뀔 수 있다는 연구결과가 제시되고 있다 (Aizenman et al. 2015; Cecchetti and Kharroubi 2012; Pagano 2012; Law and Singh 2014; Rousseau and Wachtel, 2002; Cournède et al. 2015; Arcand, Berkes, Panizza, 2015). 현재 우리나라는 GDP 대비 민간신용으로 측정된 금융심화도가 120%에 이르러 선진국 중에서도 높은 금융심화 수준을 보이고 있는 상황에서 우리나라의 금융에 대한 현주소를 파악하고 다각도의 평가가 필요하다고 본다. 이에 본 연구는 우리나라 거시 및 미시자료를 기초로 과잉금융의 가능성과 금융기능의 효율성에 대한 분석과 평가를 제시하고자 한다.

금융과 성장 간의 관계에 대한 연구는 매우 오래된 연구주제다. 다수의 연구에서 금융발전이 성장을 촉진할 수 있다는 가설을 제시하고 있고 또한 개별국가와 국가패널자료를 이용하여 금융심화의 긍정적인 효과를 보여 주고 있다. Greenwood and Jovanovic (1990) 와 Bencivenga and Smith (1991) 은 금융중개와 금융자유화가 정보전달의 효율성과 투자배분의 효율성을 제고하여 경제성장에 기여함을 주장하였다. King and Levine (1993)와 Levine, Loayza, and Beck (2000) 은 국가별 횡단면 및 패널자료 분석을 통해 금융발전이 경제성장에 미치는 긍정적인 영향을 보여주었다. Demirguc-Kunt and Maksimovic (2002)은 기업패널자료를 기초로 외부금융의 접근성이 기업 성장에 기여함을 보여주었다. Beck, Levine, and Loayza (2000) 은 금융발전이 총요소생산성 증가에 영향을 준다는 사실을 제시하였다.

금융과 성장에 관한 최근 문헌들에서는 금융심화가 일정 수준을 넘어서면 금융의 긍정적인 효과가 감소하는 금융과잉현상에 주목하고 있다. 이들 연구에 따르면 GDP 대비 민간신용의 비율로 측정된 금융심화도가 일정 수준을 상회하는 경우 금융이 경제성장에 미치는 긍정적인 효과가 감소하는 한편 경제의 불안정성을 증폭시킨다는 실증분석 결과를 제시하고 있다 (Aizenman et al. 2015; Cecchetti and Kharroubi 2012; Arcand, Berkes, Panizza, 2015).

본 연구는 금융발전과 경제성장 간의 인과관계에 관한 최근 학계의 논의 중에서 과잉금융 가능성과 금융의 비효율성에 주목하고 우리나라의 금융이 경제성장에 미치는 영향을 평가해 보고자 한다. 우리나라 금융의 적정성과 금융의 성장효과에 대한 평가를 진행한다. 첫째, 양적 측면에서 바라본 과잉금융의 가능성을 살펴본다. 먼저 GDP 대비 민간신용으로 측정된 신용공여의 양적측면의 적정성을 짚어본다.

또한 산업측면에서 금융부문의 부가가치 비중과 인력비중을 살펴본다. 경제에서 차지하는 비중을 평가해 본다. 둘째, 배분적 측면에서 대출이 어느 부문에 배분되는지 살펴본다. 가계 및 기업대출비중, 중소기업 및 대기업대출 비중, 셋째, 기업대출이 어떤 규모의 기업과 산업에 배분되는지가 관심이다. 넷째, 금융이 기업의 부가가치 증가에 미치는 영향을 실증분석한다. 상장 및 외감기업으로 구성된 기업패널 표본을 기초로 금융이 기업의 부가가치 증가율에 미치는 영향을 보고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 금융과 경제성장간의 관계에 있어서 금융과잉에 대한 최근 연구들의 내용을 소개하고 국가패널자료를 기초로 실증분석 결과를 제시한다. 3장에서는 우리나라 금융의 적정성을 다각도로 평가한다. 4장에서는 기업패널자료를 기초로 금융이 부가가치 증가에 미치는 영향을 실증분석한다. 5장에서는 결론 및 정책적 함의를 도출한다.

2. 금융과 경제성장 간의 관계

2.1. 금융과잉에 관한 선행연구

(1) 금융과 성장 간 역 U자 관계

금융-경제발전 간 관계에 관한 최근 문헌에서는 금융과잉에 관한 연구들이 다수 발표되고 있다. 금융과잉이란 경제발전 초기단계에서는 금융발전이 성장을 촉진할 수 있으나 실물경제가 성숙단계에 진입하여 프론티어에 접근하게 되면 금융심화가 성장에 미치는 효과는 감소하게 된다는 가설이다.

Aizenman et al. (2015)은 지역을 동아시아와 라틴아메리카로 구분하여 금융심화와 산업성장률의 관계를 분석하였다. 두 지역에서 금융심화가 산업별 성장에 미치는 영향은 차이가 있었고 금융발전의 영향이 경제성장에 미치는 영향은 비선형적이라는 실증적 근거를 제시하였다. 금융의 양적 확대는 동아시아 국가 보다 라틴아메리카에서 더 중요했으며 동아시아의 경우 금융의 양보다 금융의 질이 더 중요한 단계에 도달했을 가능성이 있다고 보았다. Law and Singh(2014)은 금융의 확대가 항상 경제성장에 도움을 주는 것은 아니며 일정 수준을 넘어서면 오히려 경제성장에 부정적 영향을 끼친다는 점을 87개 국가패널자료를 근거로 확인하였다. 금융의 최적 비중을 찾아내고 금융자원이 생산적인 부문으로 흘러가도록 유도하는 것이 중요하다고 지적하였다. 이에 정책 입안자는 금융의 양적 확대보다는 중개기능의 강화에 집중해야 하며 금융의 부정적 효과가 나타나는 상황이라면 중장기적인 성장률을 유지하기 위해 금융 확대 보다는 다른 전략을 취할 필요가 있다고 주장하였다.

Pagano(2012)는 금융이 경제규모 대비 지나치게 커지면 경제성장에 대한 기여가 멈추고 은행의 지급능력과 시스템 안정성을 해친다고 주장하였다. 과잉금융과 도덕적 해이가 은행의 과도한 위험추행위, 대출확대, 그리고 대출의 질의 악화를 초래한다는 점을 지적하였다. 또한 금융과잉을 막기 위한 규제가 도입되지 않는 것은

정치인과 금융 산업 사이의 공생관계 때문이라고 주장하였다. Rousseau and Wachtel(2002)은 물가상승률이 임계치 보다 낮으면 금융발전은 경제성장에 긍정적 영향을 미치지만 임계치를 넘어서면 긍정적 영향을 미치지 못한다고 주장하였다. 연간물가상승률이 13~25%(금융심화 정도 측정방식 따라 차이) 보다 낮을 경우 금융심화는 경제발전에 긍정적으로 작용하는 반면 물가상승률이 특정 임계치를 넘어서면 금융이 경제성장을 억제하는 것으로 나타났다.

Arcand, Berkes, Panizza (2015)는 국가패널회귀를 통해 금융심화가 일정 수준을 넘어서면 금융의 성장효과가 부정적으로 바뀌어 금융과 성장간 간의 역-U자형의 비선형적 관계가 존재하는 것을 보였다. 이와 같은 역-U자형 관계는 GDP 대비 총민간신용의 비율, 기업대출의 비율, 가계대출의 비율에서 모두 확인되었다. Cecchetti and Kharroubi (2012)에서도 OECD 국가패널을 사용하여 유사한 실증적 결과를 보여주었다. Cournède et al(2015)은 금융의 긍정적인 역할은 경제발전 초기 단계에서는 확인되지만 대부분의 OECD 국가들에서는 과잉금융이 관찰되고 장기적 성장을 저해하는 것을 보였다. 금융이 경제성장에 도움을 주기 위해서는 금융 구성이 중요하다고 강조하였으며 기업대출 보다는 가계대출 증가의 부정적 효과가 컸다. 주식시장의 확대는 단기적인 경제성장에 도움을 주지만 지나치게 주식시장이 커질 경우 장기적으로는 경제에 부정적인 영향을 미치는 것을 보였다.

나) 역 U자 가설의 원인

최근 연구들에서는 역 U자 관계의 원인으로 금융이 저생산성 부문으로 배분되는 점과 생산성이 상대적으로 낮은 금융부문으로 유능한 고급인력이 배분되는 점을 지적하고 있다 (Cecchetti and Kharroubi, 2015; Kneer, 2013; Philippon and Reshef, 2013). Cecchetti and Kharroubi (2015)는 금융심화가 진전됨에 따라 은행 대출이 저생산성 부문에 배분되어 경제성장에 부정적인 영향을 미치게 된다는 점을 이론모형을 통해 보였다. 은행과 대부분의 비은행금융기관은 토지나 건물과 같은 물적인 담보로 제공할 수 있는 고객을 선호하는데, 일반적으로 담보자산을 보유하고 있는 기업이나 가계는 R&D 수준과 기술집약도가 낮아 생산성이 높지 않은 반면, 기술 및 연구개발 집약적인 기업이나 산업은 생산성은 높으나 담보자산이 부족하여 대출을 받지 못하게 된다. 가계는 주로 대출자금을 소비나 주택투자에 사용하게 되고 이렇게 조달된 금융자금의 생산성은 설비투자 확대를 위해 조달된 기업대출의 생산성보다 낮으므로, 가계대출의 비중이 상승함에 따라 은행과 비은행금융기관의 자원배분 효율성이 하락하게 된다는 것이다.

Kneer(2013)는 금융자유화가 숙련 노동력에 크게 의존하는 산업의 노동생산성, 총요소생산성, 부가가치 증가율을 낮춘다고 주장하였다. 이것은 금융부문의 숙련인력 흡수가 비금융부문 성장을 저해한다는 견해와 일치한다. Philippon and Reshef(2013)은 금융부문으로의 고급인력 집중 현상과 그들의 임금이 높아지는 원인은 금융분야의 탈규제와 ICT산업 발전과 연관된다고 주장한다. 금융분야의 임금 증가 속도가

타 산업을 증가하는 현상이 여러 나라에서 관찰되고 1970년 이후 금융 분야로 고속
 련 인력들의 집중도가 높아지고 있다. 금융시장의 규제완화와 전반적인 자유화로
 금융부문의 성장세가 가속화되면, 금융중개기관과 시장은 고임금을 제시하며 제조
 업과 같이 생산성이 높은 부문의 고학력·기술인력의 고용을 늘리게 되고 금융부문
 의 생산성이 상대적으로 낮기 때문에 이러한 인력 이동은 경제 전체의 생산성 하락
 을 가져 올 것을 예상할 수 있다.

2.2. 국가패널자료로 본 금융과 경제성장

국가패널자료를 기초로 GDP성장률 결정모형에 대한 실증분석을 수행했다. 기본
 모형은 수렴모형이며 1960-2015년 기간을 중첩되지 않는 5년단위 구간으로 구분한
 후 각 구간에 대한 평균적인 경제성장률을 구해 종속변수로 삼았다. 이처럼 5년구
 간별 패널자료를 구축한 후 이에 대한 국가고정효과 패널회귀분석을 수행하였다.
 기본 모형은 다음과 같다. 여기서 1기간 시차는 5년이다.

$$dlny_{i,t} = \beta_1 lngdp_{capita_{i,t-1}} + \beta_2 lnhum_{i,t-1} + \beta_3 lnexport_{i,t-1} \\ + \beta_4 lncredit_{i,t-1} + \beta_5 lncreditsq_{i,t-1} + \delta_i + \varepsilon_{i,t}$$

실증분석 결과 전체표본을 분석한 <표1>의 모형(1)에서는 금융심화가 경제성장에
 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 금융심화정도에 따른 금융심화의 경제적
 효과를 살펴보기 위해 금융심화를 GDP 대비 50% 이하, 50%에서 100%, 100% 이상
 으로 표본을 구분하여 회귀하였다. 그 결과 금융심화정도가 낮은 50%이하 표본 (모
 형 (2))에서는 긍정적인 효과를 보이지만 금융심화도가 100%를 넘는 표본 (모형 (3))
 에서는 오히려 부정적인 효과를 보이고 있다. 이처럼 비선형적인 효과를 포착하기
 위해 모형 (6)에서는 전체표본에서 금융심화도의 제곱항을 추가하여 본 결과 금융심
 화도의 경제효과는 역-U자의 비선형성을 띠는 점이 확인되었다. 이는 금융심화가
 진행됨에 따라 금융의 경제성장효과는 증가하지만 어느 수준을 초과하면 그 긍정적
 인 효과가 감소한다는 점이다. 이는 선행연구에서 지적한 과잉금융의 근거가 된다고
 볼 수 있다.

<표2>는 동일한 모형을 OECD 국가표본으로 한정하여 실증분석하였다. 결과는 매
 우 유사하다. 특히 금융심화도가 50%이하로 낮은 경우에 금융의 긍정적인 효과가
 확인된 반면에 금융심화도가 높은 경우에는 유의함이 사라졌다. 모형(6)에서는 금융
 심화도의 역-U자형 비선형성이 확인되었다.

<표1> 경제성장 수렴모형 1: 5년구간 국가패널, 전체표본, 고정효과패널회귀

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Full sample	Credit<50	50<Credit<100	Credit>100	Credit>50	Full sample
VARIABLES	grgdp5	grgdp5	grgdp5	grgdp5	grgdp5	grgdp5

lngdp_capita	-0.039*** (-9.992)	-0.043*** (-8.348)	-0.037*** (-2.967)	-0.033** (-2.541)	-0.030*** (-4.140)	-0.034*** (-8.140)
lnhum	0.008** (2.092)	0.009** (2.287)	0.004 (0.205)	-0.011 (-0.427)	-0.000 (-0.018)	0.008** (2.122)
lncredit	0.006*** (2.948)	0.008*** (3.217)	0.014 (0.992)	-0.021* (-1.889)	-0.008 (-1.210)	0.017*** (3.648)
lncreditsq						-0.002*** (-2.669)
lnexport	0.013*** (3.553)	0.010** (2.311)	0.014 (1.129)	0.035*** (3.496)	0.023*** (2.828)	0.012*** (3.397)
Constant	0.278*** (10.530)	0.303*** (8.431)	0.259*** (3.243)	0.361*** (4.200)	0.277*** (6.296)	0.233*** (7.429)
Observations	807	604	130	73	203	807
R-squared	0.131	0.129	0.185	0.496	0.229	0.141
Number of id	135	108	60	26	68	135

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

<표2> 경제성장 수렴모형 2: 5년구간 국가패널, OECD 표본, 고정효과패널회귀

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Full sample	Credit<50	50<Credit<100	Credit>100	Credit>50	Full sample
VARIABLES	grgdp5	grgdp5	grgdp5	grgdp5	grgdp5	grgdp5
lngdp_capita	-0.040*** (-5.637)	-0.034** (-2.126)	-0.055** (-2.264)	-0.068*** (-3.170)	-0.033*** (-2.854)	-0.034*** (-4.958)
lnhum	0.017 (1.436)	-0.036 (-0.901)	0.108 (1.179)	0.019 (0.470)	-0.014 (-0.513)	-0.017 (-1.013)
lncredit	0.010*** (2.912)	0.020** (2.513)	-0.002 (-0.156)	0.006 (0.402)	-0.011 (-1.645)	0.068*** (3.835)
lncreditsq						-0.008*** (-3.293)
lnexport		0.029 (1.581)	0.003 (0.186)	0.033** (2.515)	0.026*** (2.848)	0.019** (2.536)
Constant	0.354*** (7.250)	0.271** (2.418)	0.333*** (3.262)	0.563*** (4.028)	0.361*** (5.142)	0.196*** (3.108)
Observations	161	58	53	50	103	161
R-squared	0.277	0.282	0.276	0.551	0.423	0.382
Number of id	35	15	24	18	30	35

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3. 우리나라 금융의 적정성에 대한 평가

본 장에서는 우리나라 금융의 적정성 평가를 제시한다. 첫째, 최근 연구결과에서 지적하고 있는 과잉금융에 주목하여 금융의 양적측면에서 금융의 적정성을 살펴본다. 양적 측면을 두 가지 기준으로 살펴보는데 우선 경제에 제공된 신용공여 기준과 금융이 경제에서 차지하는 비중으로 보는 산업비중 기준이다. 둘째, 금융의 배분적 측면을 살펴본다. 가계대출과 기업대출의 비중 추이, 대기업과 중소기업의 대출 비중 추이, 그리고 기업 대출의 산업별 분포를 살펴보고 금융이 생산적인 부문으로 배분되는지 가늠해 본다.

3.1. 양적 측면: 금융심화 정도

가. 신용공여

본 절에서는 <표1>과 <표2> 각각의 모형(6) 회귀결과를 기초로 GDP성장률 중 다른 통제변수들이 미치는 영향을 제거한 잔여 GDP성장률 (GDP 성장률*)과 금융심화도 (Credit to GDP ratio)간의 관계를 살펴보았다. 전체표본과 OECD 표본 각각에서 두 변수간의 상관관계에 대한 그림은 <그림1>의 패널A와 패널B에 제시되었다. 붉은 세모로 표기된 우리나라의 경우 2000년 이전에는 금융심화도가 100% 이하에 머물렀으나 그 이후에는 100%를 넘어섰고 2016년에는 143%에 이르렀다. 최근 Arcand et al.(2015)에 의하면 100%~120% 구간에서 금융의 성장효과가 극대화되고 이 구간을 넘어서는 경우 성장효과가 감소한다고 하므로 이러한 역 U자형의 관계가 성립한다고 가정할 때 우리경제는 양적측면에서 보면 금융의 성장효과가 감소하는 구간에 속한다고 볼 수 있다.

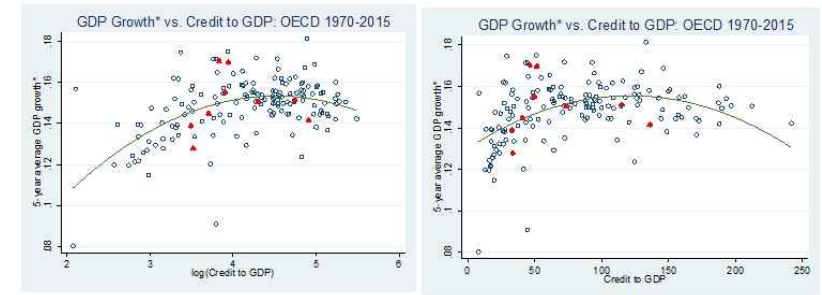
<그림1> 금융심화도와 GDP 성장률*

패널A: 전체표본



주: <표1>과 <표2> 각각의 모형(6) 회귀결과를 기초로 GDP성장률 중 다른 통제변수들이 미치는 영향을 제거한 잔여 GDP성장률 (GDP 성장률*)

패널B: OECD 표본



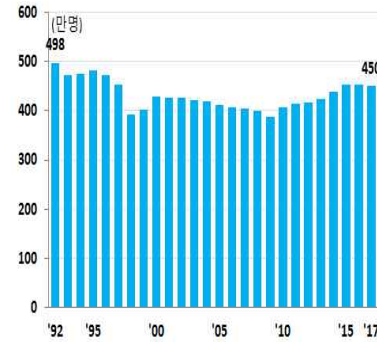
주: <표1>과 <표2> 각각의 모형(6) 회귀결과를 기초로 GDP성장률 중 다른 통제변수들이 미치는 영향을 제거한 잔여 GDP성장률 (GDP 성장률*)

나. 금융부문의 산업비중, 임금, 및 생산성 비교

□ 고용측면에 따른 금융부문의 산업비중

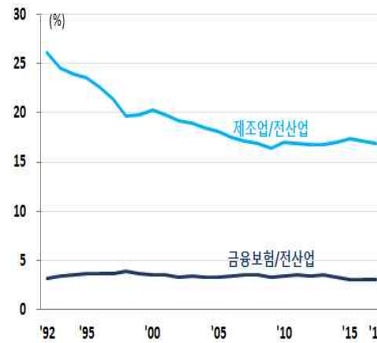
제조업 고용은 1990년 이래로 지속적으로 줄어드는 추세다. 제조업에서 생산성 향상을 위한 설비투자 및 자동화 확대 등 노동절약적인 생산방식이 확대되며 제조업의 고용창출력이 낮아졌다. 제조업에서 이탈하는 인력을 서비스업이 지속적으로 흡수해 왔다. 금융부문 역시 여타 서비스업과 마찬가지로 취업자수가 1990년 이후 늘어나는 추세를 보였다. 비교적 높은 임금, 금융시장의 규제완화 및 자유화 등으로 금융부문의 성장세가 가속화되며 금융업으로 양질의 인력이 유입되었다. Cecchetti and Kharroubi (2015)와 Philippon and Reshef (2013)가 지적하였듯 국내의 경우에도 금융위기 이전까지 금융업의 고임금으로 생산성이 높은 부문의 고학력, 기술인력 등이 금융업으로 이동해 왔을 가능성이 존재한다. 다만 금융부문 취업자 수의 비중은 3%대에서 유지되다가 2015년 이후에는 다소 감소하는 추세다. 이는 Cecchetti and Kharroubi (2012)에서 금융의 성장효과가 극대화되는 수준으로 추산한 3.85%수준에 근접한 수치다.

<그림2> 제조업 취업자수 규모



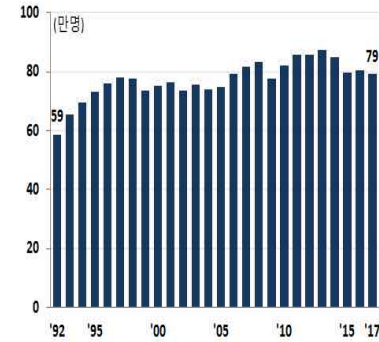
출처 : 통계청

<그림4> 전산업대비 제조업, 금융보험업 근로자 비중



출처 : 통계청

<그림3> 금융보험업 취업자수 규모



출처 : 통계청

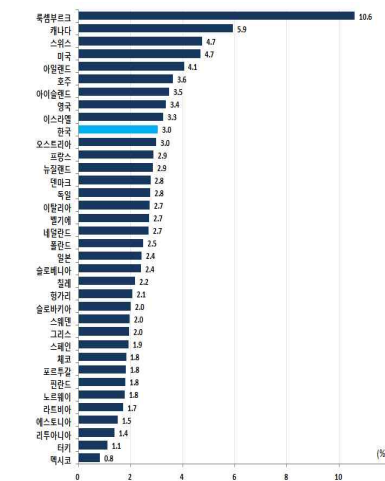
<그림5> 금융보험업/제조업 근로자수 비중 추이



출처 : 통계청

우리나라는 OECD 국가 중 비교적 금융업의 전산업 대비 취업자 비중이 높은 편이다. <그림 6>은 전산업 대비 금융업 취업자 비중이다. 금융업의 취업자 비중은 룩셈부르크, 캐나다, 스위스, 미국, 아일랜드, 호주, 아이슬랜드, 영국, 이스라엘 등에 이어 10번째로 높았다. 우리나라는 주요국들과 마찬가지로 금융업의 취업자 비중이 점차 줄어드는 추세다. <그림 7>을 보면 한국은 2011년에 전체 취업자 중 금융업 비중이 정점을 기록한 이후 최근에 낮아졌다. 영국, 일본, 독일 등은 2000년대 초부터 금융업의 취업자 비중이 줄어드는 추세다. 미국은 금융위기 직전 금융업의 취업자 비중이 높았으나 최근에 줄어들었다. 프랑스의 최근까지 금융업의 취업자 비중이 늘어나고 있다.

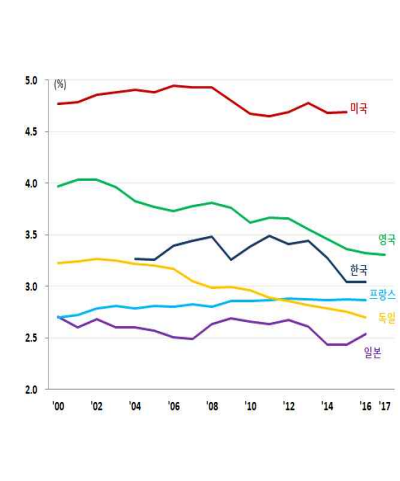
<그림6> 전산업 대비 금융보험업 취업자 비중(2015년 기준)



출처 : OECD

주 : 2015년 기준

<그림7> 주요국 전산업 취업자 대비 금융보험업 비중 추이



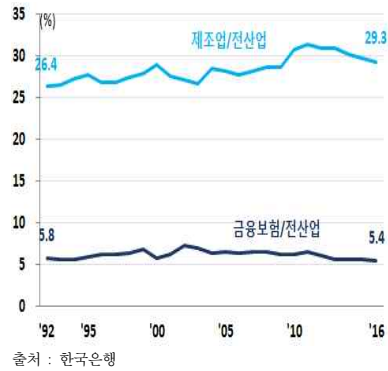
출처 : OECD

주 : 2016년 기준

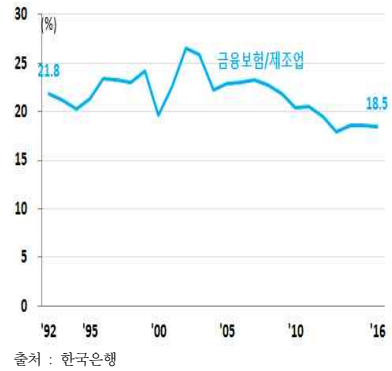
□ 부가가치 측면에 따른 금융부문의 산업비중

전산업에서 차지하는 제조업의 부가가치 비중은 꾸준히 늘어나고 있으나 금융업의 부가가치 비중은 낮아지고 있다. <그림8>은 전산업대비 제조업과 금융업의 부가가치 비중이다. 전산업 부가가치에서 제조업이 차지하는 비중은 1992년 26.4%에서 2011년 31.4%까지 커졌으며 2016년에는 29.3%를 기록하였다. 금융업의 전산업 대비 부가가치 비중은 2000년대 초까지 높아지다 최근 다시 낮아지며 5% 중후반 수준을 유지하고 있다. <그림9>의 제조업 대비 금융업의 부가가치 비중 역시 금융위기 이전인 2007년 23.3%를 기록한 이후 최근에는 18.5%까지 낮아졌다.

〈그림8〉 전산업대비 제조업, 금융보험업 부가가치 비중



〈그림9〉 금융보험업/제조업 부가가치 추이

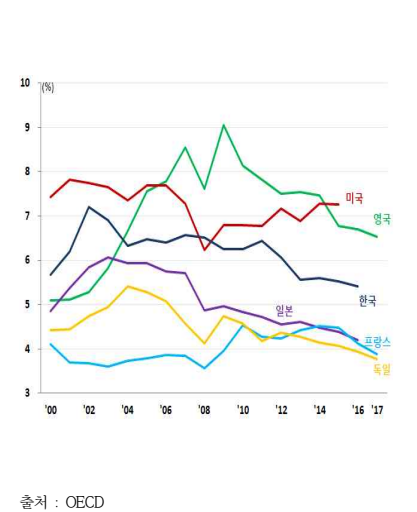


우리나라는 OECD 국가 중 금융업의 전산업 대비 부가가치 비중이 높은 편이다. 〈그림10〉의 전체 산업에서 금융업이 차지하는 부가가치 비중을 살펴보면 룩셈부르크, 스위스, 호주, 미국, 캐나다, 네덜란드, 아일랜드, 영국, 뉴질랜드, 벨기에, 덴마크, 아일랜드, 한국 순으로 높았다. 다만 우리나라는 주요국들과 마찬가지로 금융보험업 비중이 점차 줄어드는 추세다. 〈그림11〉을 보면 한국은 2002년 금융보험업 비중이 정점을 기록한 이후 일본, 독일 등과 마찬가지로 금융보험업의 비중이 줄어드는 추세다. 영국의 경우 금융위기 기간에 가장 높은 비중을 차지하였다가 줄어들고 있으며 프랑스는 최근에 줄어들고 있다. 미국은 금융위기 직전 금융보험업 비중이 크게 줄었다 최근에 다시 늘어가는 추세다.

〈그림10〉 전산업 부가가치 대비 금융보험업 비중(2016년 기준)



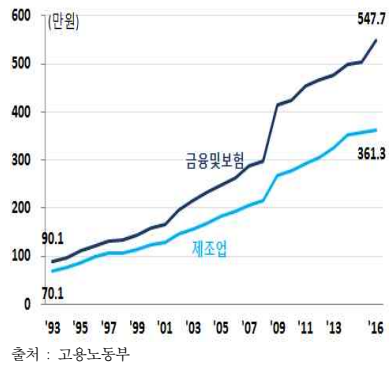
〈그림11〉 주요국 전산업 부가가치 대비 금융보험업 비중 추이



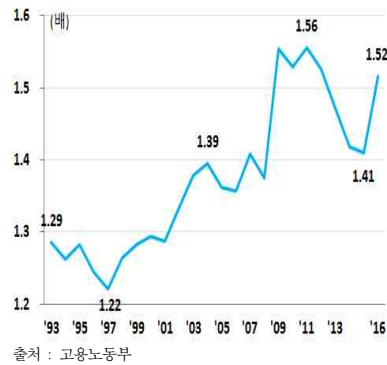
□ 임금측면에서 본 금융부문과 제조업부문 비교

금융부문 임금이 제조업 대비 상대적으로 높고 제조업과의 격차가 점차 커지고 있다. 〈그림12〉은 제조업, 금융업 임금 추이다. 금융업은 1993년 임금수준이 약 90.1만원에서 2016년 547.7만원으로 연평균 8.2% 늘었다. 제조업은 1993년 제조업 취업자의 임금은 70.1만원에서 2016년 361.3만원으로 연평균 7.4% 늘어났다. 제조업 대비 금융업 임금의 빠른 증가로 제조업 대비 금융업 임금수준 격차가 확대되었다. 〈그림13〉을 보면 1993년 금융업 취업자의 평균 임금은 제조업 취업자 임금보다 1.29배였으나 2011년 1.56배까지 높아졌으며 2016년은 1.52배를 유지하고 있다. Philippon&Reshef(2013)에서 관찰된 주요국의 타산업 대비 금융업의 높은 임금 상승 현상이 국내에서도 나타나고 있는것으로 판단된다.

<그림12> 제조업, 금융보험업 임금 추이



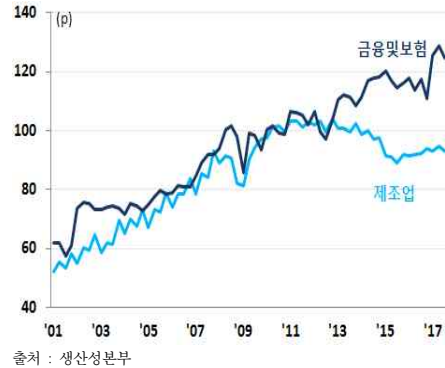
<그림13> 제조업 대비 금융보험업 임금 수준



□ 생산성측면에서 본 금융부문과 제조업부문 비교

금융부문의 산업적 측면에서 생산성은 꾸준히 높아지고 있다. <그림14>을 보면 제조업과 금융업의 노동생산성은 2012년까지 유사한 흐름으로 높아졌다. 2013년 이후부터는 제조업의 노동생산성이 악화하였다. 금융위기 이후 수출 부진으로 제조업 성장이 둔화하였지만 제조업 고용은 오히려 늘어난 역설적 현상이 원인이다. 강두용(2016)에 따르면 이 같은 현상의 원인은 고용창출 투자세액공제제도 등 고용지원 정책의 영향이 큰 것으로 보고 있다. 반면 금융업의 생산성은 지속적으로 높아졌다. 은행, 증권, 보험 등 금융업종의 구조조정과 점포 축소 및 인력 감축이 진행되며 금융권의 취업자 수가 줄어들었다. 노동투입량 감소에도 산출량은 일정수준이 유지되며 금융업의 노동생산성이 높아진 것으로 보여진다.

<그림14> 제조업, 금융보험업 노동생산성 추이



3.2. 배분적 기능 측면

가. 기업-가계대출 비중

<그림15>을 보면 기업대출과 가계대출은 경제가 발전하며 서서히 늘어나고 있다. 가계대출의 경우 2002년 494.5조원에서 2016년 1,466.1조원으로 연평균 8.1% 늘어났다. 기업대출의 경우 2002년 기준 618.1조원에서 2016년 1,569.0조원으로 연평균 증가율은 6.9%이다. <그림16>은 기업과 가계대출 각각의 비중 추이를 보여주고 있다. 가계대출의 비중은 2000년대 초와 글로벌 금융위기 이후 가계대출 비중이 급격히 상승하는 추세가 관찰되었다. 2000년대 초 가계대출 증가 원인으로는 정부의 기업대출 억제로 인한 은행들의 가계대출 확대, 외국계 은행의 진입 등 공급측 요인이 작용한 것으로 보인다. 금융위기 이후에는 정부의 부동산 부양정책으로 주택담보대출 관련 금융규제가 완화하며 가계의 주택담보대출이 크게 늘어났다. 은행은 과거 주고객이었던 대기업들의 자금수요가 줄어들자 기업대출보다 모니터링의 필요가 낮고 대출심사가 까다롭지 않고 위험이 낮은 담보대출 위주로 공급을 늘렸다. <그림17>의 GDP대비 가계대출 비중 역시 유사한 흐름이 관찰된다. GDP 대비 가계대출은 2004년 61.6%에서 89.5%까지 증가하였다. GDP 대비 기업대출은 2009년에 100.1%로 정점을 기록한 이후 최근 줄어드는 모습이다. Archand et. al.(2015)에서는 GDP 대비 가계대출비율이 50%를 넘는 때, 그리고 기업대출비율이 80%를 넘을 때 성장효과가 감소하는 것으로 제시한 바 있어 금융위기 이후 우리나라에서는 양적측면에서 과잉금융의 가능성이 존재한다고 볼 수 있다.

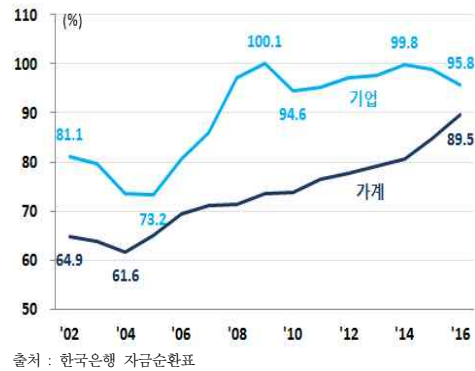
<그림15> 기업, 가계대출 규모



<그림16> 기업, 가계대출 비중



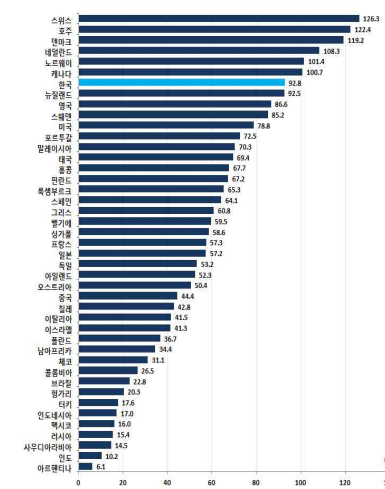
<그림17> GDP 대비 기업 및 가계대출 비중



국가별 GDP대비 가계대출 비율을 살펴보면 한국은 주요 국가들과 비교하여 상당히 높은 편이다. GDP대비 가계대출 비중이 한국보다 높은 국가들은 스위스(126.3%), 호주(122.4%), 덴마크(119.2%), 네덜란드(108.3%), 노르웨이(101.4%), 캐나다(100.7%) 등이었다. 덴마크, 노르웨이, 스웨덴 등 북유럽 국가들이 상대적으로 GDP 대비 가계대출 비중이 높았다. <그림20>은 주요국들의 GDP대비 가계대출 추이를 나타내고 있다. 주요국 중 GDP대비 가계대출 비중이 한국보다 높았던 국가인 독일, 일본 등은 2000년대 이전 미국, 영국 등은 금융위기 이후 디레버리징 과정을 겪었다. 한국보다 가계부채 비중이 낮은 프랑스, 중국 등은 최근까지 가계부채가 지속적으로 증가하는 모습이다. 적절한 규모의 가계부채는 내구재소비와 자산축적 등 경제활력 제고에 도움이 된다. 다만 과도한 가계부채는 원리금 상환부담 증가, 소비 및 저축의 위축, 보유자산 매도, 자산가격하락, 금융시장 충격, 거시경제 침체 등의 경로를 통해 실물경제에 영향을 미칠 수 있다. 한국의 경우 주요 국가들처럼 향후 디레버리징 과정을 겪을 경우 실물경제 둔화가 나타날 가능성이 있다.

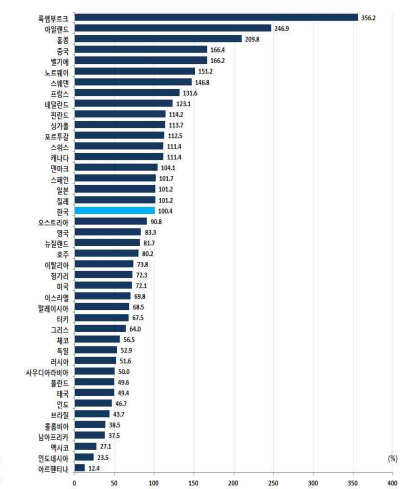
GDP 대비 기업대출 비중의 경우 한국은 OECD 국가들과 비교하여 중간 수준이다. <그림21>은 BIS 기준 주요국들의 GDP대비 기업대출 추이를 나타내고 있다. 한국의 경우 외환위기 이전까지는 기업대출이 빠른 속도로 증가하는 모습을 보이며 110%를 상회하였다. 외환위기를 거치며 GDP대비 기업대출은 급락하는 모습을 보이며 80% 이하로 떨어졌다. 최근에는 GDP대비 기업대출이 다소 상승하는 모습을 보이며 100% 수준을 유지하고 있다. 일본의 경우 급증하던 GDP대비 기업대출은 1990년 초반부터 시작된 경기 침체 영향으로 비중이 급락하였다. 영국의 경우에는 금융위기를 겪으며 GDP대비 기업대출 비중이 급락하는 모습을 보였으며 독일은 회복하는 모습을 보였다. 프랑스와 미국은 GDP대비 기업대출이 꾸준히 늘어나는 모습을 보였다.

<그림18> GDP대비 가계대출



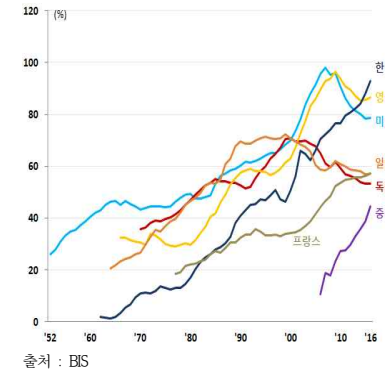
출처 : BIS
주 : 2016년 기준

<그림19> GDP대비 기업대출

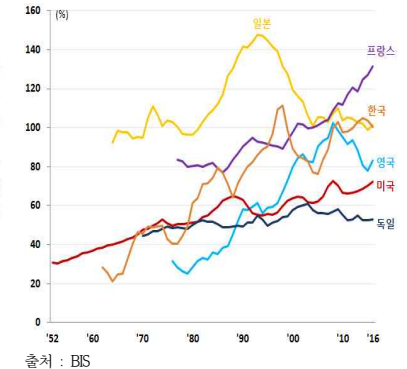


출처 : BIS
주 : 2016년 기준

<그림20> 주요국 GDP대비 가계대출 추이



<그림21> 주요국 GDP대비 기업대출 추이

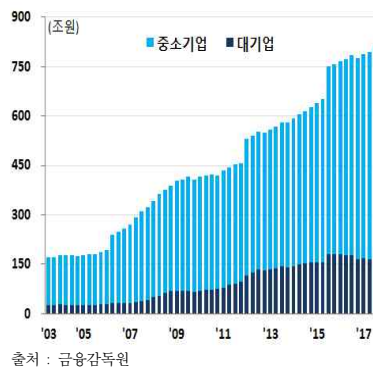


나. 대기업-중소기업대출 비중

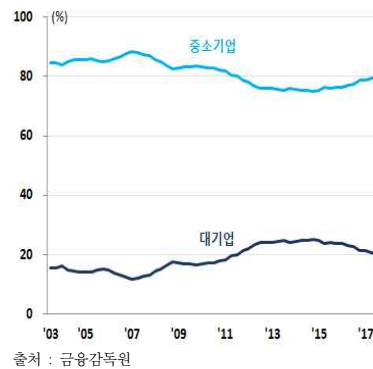
<그림22>은 대기업과 중소기업 대출 규모 추이를 나타내고 있다. 중소기업 대출 규모는 2005년 이후 급증하는 추세다. 대기업 대출 규모는 완만하게 늘어나고 있다. 2012년 이후에는 실물경기는 둔화하였지만 정책금융의 공급과 병행하여 중소기업 대출은 늘어났다. 대기업의 차입수요가 부진한 가운데 가계대출이 포화상태에 이르러 은행들의 자금운용처가 중소기업으로 연결되고 있다. 2012년 이후 중소기업 대

출은 연평균 5% 이상 늘어났다. 대기업 대출은 2015년 이후부터 감소 추세다. 우리나라의 중소기업 대출의 문제점으로는 과도한 은행대출과 정책금융 의존성을 들 수 있다. 중소기업의 은행대출을 통한 간접금융 비중은 2015년 기준 99.6%를 기록하고 있다. 즉 주식, 회사채 등 직접금융 시장을 통한 자금조달 비중은 1%를 하회할 정도로 미미하다. 중소기업에 대한 정책금융 공급규모 역시 경제수준에 비해 큰 편이며 정책자금이 효율적으로 배분되지 못한다는 지적이 제기되고 있다.

<그림22> 대기업, 중소기업 대출 규모

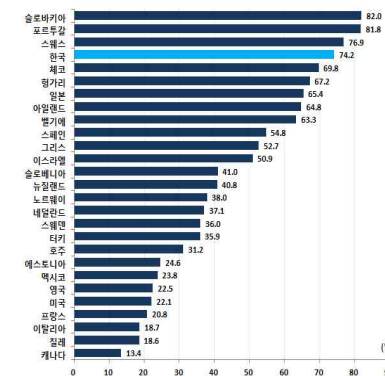


<그림23> 대기업, 중소기업 대출 비중

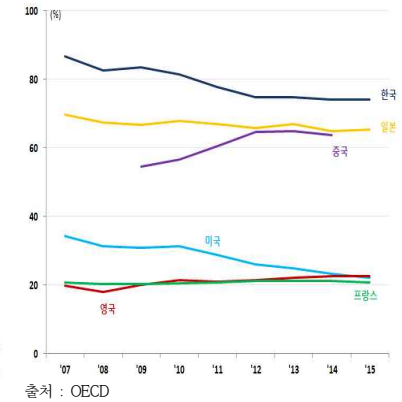


우리나라의 중소기업 대출 비중은 최근에 다소 낮아졌지만 OECD 국가들과 비교 시 여전히 높은 비중을 차지하고 있다. <그림24>는 2015년 기준 GDP 대비 중소기업 대출비중이며 우리나라는 슬로바키아, 포르투갈, 스위스에 이어 4번째로 높았다. 주요국 중 일본, 미국 등은 지속적으로 중소기업 대출 비중이 낮아지고 있다. 중국, 영국 등은 GDP 대비 중소기업 대출 비중이 최근에 다소 높아졌으며 프랑스는 20% 정도로 비슷한 수준이 유지되고 있다.

<그림24> 중소기업 대출비중



<그림25> 주요국 중소기업 대출비중 추이



다. 기업대출의 산업별 분포

금융이 경제의 효율성에 기여하기 위해서는 생산성이 높은 산업에 배분되어야 할 것이다. 본 절에서는 이러한 측면에서 기업대출의 산업별 분포를 관찰하여 과연 생산성이 높은 산업으로 자금이 흘러들었는가를 살펴보기로 한다. 산업별 금융에 대한 자료의 제약으로 인해 기업패널자료인 NICE의 KISVALUE 자료를 기초로 하였고 여기에 수록된 상장사 및 외감 기업의 금융자료를 산업별로 합산하여 구했다. 기업의 규모에 따라 산업별 분포가 상당히 다른 점에 착안하여 우선 부가가치와 금융의 기업규모별 분포를 구한 후, 각 기업규모군에 대해서 부가가치의 산업별 분포와 금융의 산업별 분포를 살펴본다.²⁾

□ 부가가치와 금융의 기업규모별 분포

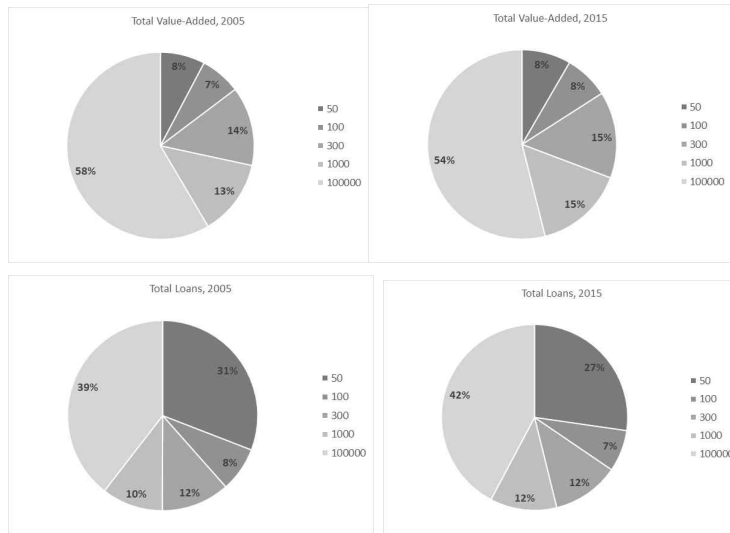
기업규모는 50인 미만(50), 50~100인 미만(100), 100~300인 미만(300), 300~1,000인 미만(1000), 1,000인 이상 (100000)로 구분하여 각 군으로 분류하였고, <그림 26>은 부가가치와 대출의 기업규모별 분포를 2005년 및 2015년 기준으로 각각 제시하고 있다.

<그림26>을 보면 50인 미만 소기업이 차지하는 부가가치 비중에 비해서 상대적으로 많은 규모의 간접금융이 집중되어 있는 것을 알 수 있다. 2015년 기준 1000명 이상 규모의 기업이 총부가가치에서 차지하는 비중은 54%인데 비해 이들 기업에

2) 부가가치는 매출에서 매출원가와 일반관리비 및 판매비를 제한 후 다시 임금총액과 감가상각비를 더하여 구했다. 통상 연구개발비를 추가로 더해야 하나 누락된 관찰치가 과도하게 많아 이에 대한 고려를 생략하였다. 연구개발비를 고려한 변수 그렇지 않은 변수간에는 높은 상관관계를 확인하였다.

공여된 간접금융 비중은 42%이다. 그 반면 50인 이하 소기업의 부가가치 비중은 8%에 불과하지만 간접금융 비중은 27%에 달한다. 중간규모의 기업들은 부가가치 비중과 금융의 비중이 대략 비례적으로 나타나고 있다. 이러한 패턴은 10년 전인 2005년에도 볼 수 있으며 2005년도에는 소기업에 있어서 부가가치 비중과 간접금융 비중 간 불균형의 정도가 더 강하게 나타나고 있다. 2000년대에 들어 대기업의 자본조달이 직접금융시장에 의존하게 되면서 자연스럽게 간접금융은 소기업에 집중되고 있는 것으로 이해될 수 있다.

〈그림26〉 부가가치와 금융의 기업규모별 분포 (2005, 2015)



주: 50 (50인 이하), 100 (50-100인 미만), 300 (100-300인 미만), 1000 (300-1000인 미만), 100000 (1000인 이상)

출처: NICE-KISVALUE 자료 중 상장사 및 외감기업 표본, 저자계산

□ 부가가치와 금융의 기업규모별 산업분포

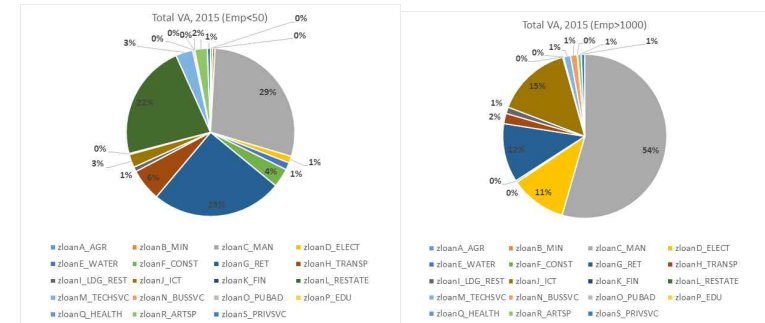
〈그림27〉은 부가가치와 금융에 대해서 기업규모별 산업분포를 제시하고 있다. 산업분류는 대분류 기준을 적용하였다. 50인 미만 소기업에 대한 부가가치의 산업별 분포를 보면 부동산업(L)에 22%, 제조업(C)에 29%, 운수 및 창고업(H)에 6%, 그리고 도소매업(G)에 25%가 분포되어 있다. 반면 대기업의 경우 제조업(C)에 54%, 전기, 가스, 증기 및 공기 조절 공급업(D)에 11%, 도소매업(G)에 12%, 정보통신업(J)에 15%가 분포되어 있다.

한편 50인 미만 소기업에 대한 금융의 산업별분포에서 금융 배분의 효율성 문제

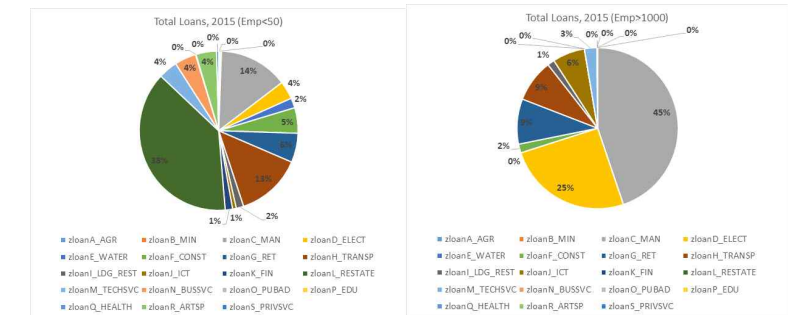
가 관찰된다. 소기업의 금융배분 비중을 산업별로 구분해 보면, 부동산업(L)에 38%, 제조업(C)에 14%, 운수 및 창고업(H)에 13%, 그리고 도소매업(G)에 6%가 분포되어 있어 저생산성 부문에 집중되어 있다. 반면 대기업의 경우 제조업(C)에 45%, 전기, 가스, 증기 및 공기 조절 공급업(D)에 25%, 도소매업(G)에 9%, 운수 및 창고업(H)에 9%가 분포되어 있는 것을 볼 수 있다.

〈그림27〉 부가가치와 금융의 기업규모별 산업분포 (2015)

패널 A: 부가가치의 기업규모별 산업분포



패널 B: 금융의 기업규모별 산업분포



주: 50 (50인 이하), 100 (50-100인 미만), 300 (100-300인 미만), 1000 (300-1000인 미만), 100000 (1000인 이상)

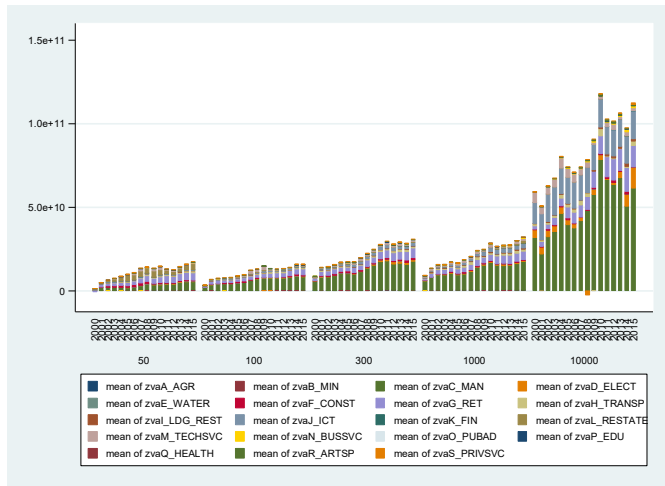
출처: NICE-KISVALUE 자료 중 상장사 및 외감기업 표본, 저자계산

〈그림28〉은 부가가치와 금융에 대해서 기업규모별 산업분포의 추이를 제시하고 있다. 금융위기 이전과 이후를 비교해 보면 50인 미만 소기업에 대한 금융의 산업별분포를 보면 부동산업(L) 및 운수 및 창고업(H)의 비중이 점차 커지는 것으로 확인된다. 반면 대기업의 경우 제조업(C)과 전기, 가스, 증기 및 공기 조절 공급업(D)

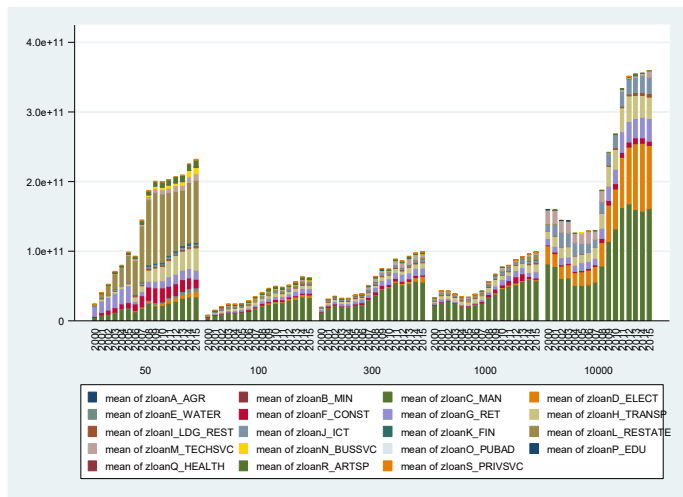
의 비중이 점차 커지는 것으로 나타났다.

〈그림28〉 부가가치의 기업규모별 산업별 분포의 추이 (2000-2015)

패널 A: 부가가치의 기업규모별 산업분포



패널 B: 금융의 기업규모별 산업분포



주: 50 (50인 이하), 100 (50-100인 미만), 300 (100-300인 미만), 1000 (300-1000인 미만), 10000 (1000인 이상)

출처: NICE-KISVALUE 자료 중 상장사 및 외감기업 표본, 저자계산

□ 제조업과 서비스업 생산성 비교

앞선 분석에서는 소기업이 차지하는 부가가치 비중에 비해 금융은 더 큰 비중으로 배분되고 있고 최근에는 그 금융 중 상당부분이 부동산업, 운수업 등 서비스업에 집중되어 있는 것을 볼 수 있다. 이처럼 최근 금융이 서비스업을 지원하고 있는 것으로 확인되는데 서비스업은 제조업에 비해 생산성이 낮을 것을 감안하면 우리금융은 상대적으로 생산성이 낮은 부문으로 배분되고 있는 것을 알 수 있다.

우리나라의 서비스업 노동생산성은 국제비교 측면에서도 낮고 우리나라 제조업에 비교해도 낮은 편이다. 우선 서비스업 노동생산성에 대한 국제비교를 살펴보면 2015년 서비스업 노동생산성은 24.4달러(PPP적용, 노동시간기준)로 비교대상 OECD 28개국* 중 27위로 하위권이다. 한국의 서비스업 노동생산성은 룩셈부르크의 30.2%, 프랑스의 44.5%, 독일의 48.0% 수준이다.

우리나라 제조업의 노동생산성과 비교해 보면 2015년 서비스업 노동생산성은 제조업의 51.0% 수준이다. 제조업과 서비스업의 노동생산성 격차는 2013년까지 확대되다 다시 다소 줄어드는 추세를 보이고 있다.

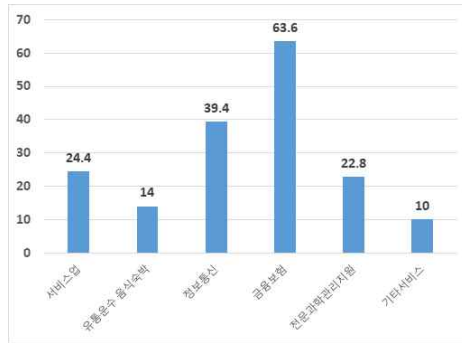
〈그림29〉 최근 10년 한국 제조업과 서비스업 노동생산성 격차



출처: 한국생산성본부, 2017년 노동생산성 국제비교 (p.36)

〈그림 30〉은 서비스업 내 세부산업 간 노동생산성을 비교하고 있는데 정보통신, 금융 및 보험, 전문, 과학 및 기술 서비스업의 경우에만 서비스업 평균노동생산성에 준하거나 더 높고 나머지 부동산업, 운수업 등 기타 세부산업의 노동생산성은 상대적으로 낮은 것을 확인할 수 있다. 〈표xx〉에는 한국 서비스업의 업종별 노동생산성을 주요국과 비교한 상대적 수준을 2015년 기준으로 제시하고 있다. 여기에서도 역시 정보통신, 금융 및 보험, 전문, 과학 및 기술 서비스업은 선진국 수준에 비교적 가까운 편이고 나머지 기타 부분은 더 뒤떨어져 있음을 알 수 있다.

〈그림30〉 한국 서비스업 업종별 노동생산성 비교('15년) (단위: PPP적용 US\$)



출처: 한국생산성본부, 2017년 노동생산성 국제비교 (p.36)

〈표31〉 한국 서비스업 업종별 노동생산성의 주요국 대비 상대적 수준 (2015년)

	서비스업	유통업·음식숙박	정보통신	금융보험	전문과학관리지원	기타서비스
프랑스	44.5	33.1	40	74.9	49.1	34
독일	48	36.9	43.3	79.8	52.2	27
이탈리아	53.5	43.5	56.4	74.7	67	58.3
영국	56.5	44.3	65.4	75	65.1	28.2
평균	50.6	39.4	51.3	76.1	58.3	36.9

출처: 한국생산성본부, 2017년 노동생산성 국제비교 (p.36)

4. 우리나라 금융의 기업 성장효과에 대한 분석

본 장에서는 우리나라 기업에게 제공된 금융이 기업 성장에 미치는 영향에 관한 실증분석 결과를 제시한다. 앞서 3장에서는 우리나라 금융이 경제에 어떻게 배분되어 왔는지 살펴보았다. 본 장에서는 기업에게 제공된 금융에 집중하여 본다. 연구의 초점은 금융이 기업 성장에 유의한 영향을 미쳤는지, 어느 규모의 기업에 특별히 영향을 주었는지, 시기별로 금융의 성장효과가 어떻게 다른지를 NICE의 KIS-VALUE 기업패널자료를 기초로 살펴보는데 있다. 기업의 범위는 유가증권 상장기업, 코스닥 상장기업, 그리고 외감기업들이고 기업 성장은 부가가치 증가율 측면을 살펴보았다. 기업의 규모를 기준으로 50인 미만, 50~100인, 100~300인, 300~1000인, 1000인 으로 구분하고 각 표본에 대한 분석도 수행하였다. 실증분석 모형은 연도별 더미를 통제 한 고정효과 패널모형을 사용하고 기간은 2000년~2015년이다. 금융위기 전후의 차이를 감안하기 위해 2010년을 기준으로 그 이전과 그 이후 기간표본에 대한 추가 분석도 수행하였다. 기초가 되는 실증분석 모형은 부가가치 생산함수에 기초하며

아래와 같다.

$$dlny_{i,t} = \beta_1 dlnloan_{i,t-1} + \beta_2 dlnktan_{i,t} + \beta_3 dlnworker_{i,t} + \beta_4 lnrdl_{i,t} + \beta_5 age_{i,t} + \beta_6 lnemp_{i,t} + \delta_t + \delta_i + \varepsilon_{i,t}$$

모형에서는 부가가치 증가율을 종속변수(dlny)로 하고 이를 대출증가율(dlnloan)의 1차 시차변수에 회귀하며 통제변수로는 실질유형자산증가율(dlnktan), 고용증가율(dlnworker), 노동일인당 연구개발투자 비율의 로그(lnrdl), 기업업력(age), 그리고 근로자수의 로그(lnemp)가 포함되었다. 기업별 고유한 특성 중 누락변수를 통제하기 위하여 고정효과모형(δ_i)을 이용하였고 연도별 특성을 통제하기 위해 연도별 더미(δ_t)도 포함하였다. 종속변수를 노동생산성 증가율로 대체하여 분석한 결과에서도 대체로 유사한 결론을 얻었고 그 결과는 부록에 제시하였다.

4.1. 상장여부에 따른 부분표본 분석

우선 상장여부에 따라 기업들을 구분한 후 각 기업군에 해당하는 부분표본에 대한 실증분석 결과를 제시하였다. 그 결과 〈표4〉에서 볼 수 있듯이 유가증권 상장 표본에서는 금융이 기업의 부가가치증가율에 유의한 영향을 주지 못한 반면 코스닥 상장기업과 외감기업 표본에는 유의하게 긍정적인 영향을 준 것으로 나타났다. 특히 외감기업에서 상대적으로 큰 효과가 있었음을 확인하여 상장기업들에 비해 비상장 기업들에게 금융의 성장효과가 두드러진 것으로 보인다. 이는 총요소생산성 증가율을 기준으로 금융이 기업의 총요소생산성에 미치는 효과를 살펴본 Park & Park (2014) 연구의 결과와도 일치한다.

〈표4〉 부가가치 결정모형 1 : 상장여부

	(1) 전체	(2) 유가증권	(3) 코스닥	(4) 외감
VARIABLES	dlnvalue_add	dlnvalue_add	dlnvalue_add	dlnvalue_add
L.dnloan	0.048*** (11.446)	0.015 (1.193)	0.024* (1.855)	0.053*** (11.228)
dlnktan	0.013* (1.908)	-0.040 (-1.273)	0.018 (0.552)	0.011 (1.590)
dlnworker	0.208*** (17.795)	0.423*** (5.911)	0.356*** (5.746)	0.185*** (15.246)
lnrnd_l	0.002 (0.641)	0.004 (0.810)	-0.004 (-0.599)	0.002 (0.487)
age	0.007 (1.286)	0.001 (0.252)	0.037 (0.967)	0.002 (0.486)
lnemp	-0.078*** (-9.366)	-0.063** (-2.082)	-0.203*** (-5.474)	-0.058*** (-6.478)

Observations	112,842	6,051	6,853	99,938
R-squared	0.012	0.021	0.021	0.011
Number of code	24,313	729	1,295	22,699

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2. 기간에 따른 부분표본 분석

본 절에서는 앞 절에서와 같이 상장여부로 기업들을 구분한 후 이를 다시 2010년을 기준으로 그 이전과 그 이후 부분표본을 구성하여 실증분석을 수행하였다. 그 결과 <표5>에서 볼 수 있듯이 유가증권 상장과 코스닥 상장 표본에서는 2010년 이후 기간에서만 금융이 기업의 부가가치증가율에 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. 반면 외감 기업은 두 기간 모두에서 유의한 영향을 준 것으로 나타났다. 모든 표본에서 2010년 이후 기간에 금융의 성장효과가 더 큰 것으로 확인되었다.

<표5> 부가가치 결정모형 2: 기간별

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	유가증권	유가증권	코스닥	코스닥	외감	외감
VARIABLES	year<2010 dlnvalue_add	year>=2010 dlnvalue_add	year<2010 dlnvalue_add	year>=2010 dlnvalue_add	year<2010 dlnvalue_add	year>=2010 dlnvalue_add
L.dnloan	0.016 (0.864)	0.037* (1.849)	0.003 (0.181)	0.071*** (2.991)	0.048*** (6.842)	0.054*** (7.900)
dlnktan	-0.077 (-1.419)	0.046 (1.017)	0.022 (0.501)	0.030 (0.489)	0.021** (2.032)	0.003 (0.305)
dlnworker	0.464*** (3.863)	0.438*** (3.816)	0.335*** (4.573)	0.510*** (4.407)	0.215*** (10.521)	0.126*** (7.506)
lnrnd_l	0.002 (0.165)	0.006 (0.512)	-0.007 (-0.807)	-0.021* (-1.661)	0.000 (0.082)	0.003 (0.351)
age	0.033*** (6.843)	-0.002 (-0.402)	0.185 (0.269)	0.048 (1.035)	0.004 (0.297)	-0.001 (-0.294)
lnemp	-0.037 (-0.593)	-0.419*** (-2.586)	-0.273*** (-4.350)	-0.440*** (-4.335)	-0.071*** (-3.767)	-0.044*** (-2.588)
Observations	3,479	2,572	3,647	3,206	45,629	54,309
R-squared	0.023	0.027	0.018	0.036	0.013	0.010
Number of code	611	612	896	919	13,307	16,110

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.3. 기업규모에 따른 부분표본 분석

본 절에서는 앞서 금융의 성장효과가 확인된 코스닥 상장 및 외감기업으로 표본을 국한시킨 후 기업의 규모에 따라 추가로 부분표본을 구성하여 실증분석을 수행하였

다. 그 결과 <표6>에서 볼 수 있듯이 1000인 이하 중소 및 중견기업에서 금융의 성장효과가 유의하게 나타났다. 그 중에서도 50인 이하 소기업에서 특별히 성장효과가 크게 나타나는 것으로 확인되었다. 앞 장에서는 50인 이하 소기업들에게 제공된 금융이 대부분 저생산성 분야에 집중된 것을 확인한 바 있다. 이를 종합해 보면 금융의 성장효과가 금융제약에 처해있는 소기업에서 가장 크게 나타난다는 점은 일견 긍정적으로 보이지만 한편 이들 소기업들에 흘러가는 금융의 상당부분이 저생산성 부문에 집중되어 있다는 점에서 부정적이라고 판단된다. 결국 금융은 저생산성 부문 확대를 초래하는 것으로 볼 수 있다.

<표6> 부가가치 결정모형 3: 코스닥 & 외감 표본, 기업규모별, 산업별

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
VARIABLES	50인 이하 dlnvalue_a dd	50-100 dlnvalue_a dd	100-300 dlnvalue_a dd	300-1000 dlnvalue_a dd	1000인 이상 dlnvalue_a dd	제조업 dlnvalue_a dd	비제조업 dlnvalue_a dd
L.dnloan	0.087*** (9.860)	0.033*** (4.360)	0.013 (1.558)	0.035*** (3.079)	0.009 (0.292)	0.033*** (5.585)	0.066*** (10.178)
dlnktan	-0.007 (-0.695)	0.007 (0.579)	0.035** (2.403)	0.104*** (4.596)	0.074 (1.521)	0.068*** (5.996)	-0.003 (-0.410)
dlnworker	0.135*** (7.212)	0.266*** (10.267)	0.306*** (11.343)	0.393*** (7.741)	0.203** (2.096)	0.259*** (16.424)	0.143*** (8.226)
lnrnd_l	0.004 (0.444)	-0.007 (-0.994)	-0.003 (-0.486)	-0.012 (-1.361)	0.022 (1.519)	0.005 (1.296)	-0.010 (-1.448)
age	0.009 (0.762)	0.016 (1.253)	0.017 (0.756)	-0.002 (-0.449)	0.281*** (6.970)	0.016 (0.972)	0.003 (0.503)
lnemp	-0.030 (-1.474)	-0.172*** (-4.828)	-0.140*** (-5.277)	-0.179*** (-3.019)	-0.152 (-1.375)	-0.126*** (-10.903)	-0.030** (-2.282)
Observations	42,198	29,897	27,238	6,239	1,219	62,007	44,784
R-squared	0.013	0.013	0.016	0.039	0.029	0.015	0.012
Number of code	13,794	8,960	6,361	1,567	289	12,793	11,306

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

V. 결론 및 정책적 함의

본 연구는 글로벌 금융위기 이후 금융심화가 일정수준을 초과하면 금융의 성장효과가 부정적일 수 있다는 과잉금융의 가능성을 우리나라 자료를 기초로 평가해 보았다. 우리나라 금융의 적정성을 살펴보기 위해 여러 기준으로 금융이 우리 경제에서 차지하는 비중에 대한 전반적인 현황과 추이를 제시하였고 더 나아가 금융이 실물경제에 미치는 영향을 기업패널자료를 통해 분석하였다.

우리나라 경우 금융심화도가 2016년에 143%에 이르러 양적측면에서 금융의 성장 효과가 감소하는 구간에 속한다고 보여진다. 금융산업의 고용측면에서 보면 금융시장의 규제완화 및 자유화, 높은 임금 수준 등으로 금융업에 양질의 인력이 유입되어 왔고 현재는 3%대 수준을 유지하고 있어 성장효과를 극대화하는 수준에 근접해 있음을 확인하였다. 전산업에서 차지하는 금융업의 부가가치 비중은 OECD 국가 평균보다 다소 높은 5% 중후반 수준을 유지하고 있어 과도한 비중을 차지하고 있는 것으로 보이자 않는다. 금융부문 임금이 제조업에 비해 상대적으로 높고 제조업과의 격차가 점차 커지고 있다. 주요국들과 마찬가지로 금융업의 임금 상승률이 다른 산업보다 높은 현상이 국내에서도 관찰되고 있는 것으로 판단된다.

금융의 분포를 통해 금융의 배분적 기능을 살펴보면 은행대출이 기업보다는 생산성이 낮은 가계부문으로 쏠리고 있다. OECD 국가들과 비교해서도 한국은 GDP 대비 가계대출 비율이 상당히 높은 편에 속한다. 기업대출 중 중소기업 대출 규모가 2005년 이후 급증했지만 대기업 대출증가 속도는 상대적으로 낮았지만 OECD 국가들과 비교 시 여전히 높은 수준이다. 기업규모별로는 50인 미만 소기업에 간접금융이 집중되고 있다. 전체 기업 중 50인 이하 소기업의 부가가치 비중은 8%에 불과하지만, 간접금융 비중은 27%에 달한다. 한편 이들 소기업에 배분되는 금융이 부동산업, 운수·창고업, 도소매업 등 저생산성 부문에 집중되고 있다는 우려되는 사실을 확인하였다.

금융이 기업성장에 미치는 영향을 살펴보기 위해 기업패널자료를 분석해 본 결과 금융 확대는 유가증권 상장 기업표본에서는 부가가치증가율에 유의한 영향을 미치지 못한 반면 코스닥 상장기업과 외감기업 표본에서는 금융이 기업 성장에 긍정적 영향을 미친 것으로 나타났다. 금융위기 전후로 비교해 볼 때 금융위기 이후에 그 효과가 더 크게 나타났다. 기업규모를 기준으로 구분해 보면 특히 50인 이하 소기업에서 성장효과가 두드러지게 나타났다. 하지만 50인 이하 소기업에 제공되는 금융의 상당 부분이 저생산성 분야에 집중되어 있어 금융이 저생산성 부문의 확대를 초래하는 것으로 이해할 수 있다.

결론적으로 보면 우리나라 금융산업이 경제에서 차지하는 규모적 측면에서는 과잉이라고는 보기 어렵다. 하지만 기존 문헌에서 우려한 과잉금융의 징후를 확인할 수 있었다. 우리나라 금융이 가계부문과 저생산성 부문에 집중되고 있고 이들 저생산성 부문을 확대하고 있다. 또한 신용공여의 양적측면에서 적정수준을 넘어서고 있다는 점에서 경제성장의 긍정적인 효과가 반감되고 있다고 평가할 수 있다.

정책적인 관점에서 보면 현재 우리나라 금융의 경제성장효과를 제고하고 금융의 효율성을 확보하기 위해서는 우선 GDP 대비 신용공여의 과도한 확대를 방지하여 과잉금융을 제어할 수 있는 제도적 장치를 고민해야 할 것이다. 더 중요한 점은 저생산성 부문에 집중되고 있는 구조적 원인들을 파악하고 이에 대한 개선이 필요하다. 특히 가계부문으로 대출이 집중되는 점과 기업 금융에서도 담보대출 위주의 대출관행에서 벗어날 수 있는 금융부문에서의 유인체계의 개선이 필요하다. 더 나아

가 이처럼 금융부문이 저위험 저수익투자에 갇혀 있는 원인이 무엇인가 고민해 보아야 한다. 우리나라 금융부문이 우수한 인력과 기술을 갖추고 있음에도 불구하고 금융의 효율성이 떨어지고 있다는 점은 구조적 제도적인 원인이 클 것으로 볼 수 있다. 특히 도덕적 해이를 줄여 금융부문의 경쟁력을 높일 수 있는 소유지배구조의 개선, 금융부문의 자율성을 높일 수 있는 제도적 개선, 4차 산업혁명에 대응한 기술혁신을 위한 투자, 새로운 투자방식과 금융의 효율화를 가로막고 있는 규제개선 등에 대한 고민이 필요한 시점이다.

참고문헌

- Aizenman, J., Jinjarak, Y., Park, D. (2015). Financial development and output growth in developing Asia and Latin America: A comparative sectoral analysis. NBER WP 20917. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research
- Arcand, J., Berkes, E., Panizza, U. (2015). Too much finance? Journal of Economic Growth, 20, 105-148.
- Beck, T., Buyukkarabacak, B., Rioja, F., Valev, N. (2012). Who gets the credit? And does it matter? Household vs. firm lending across countries. B.E. Journal of Macroeconomics: Contributions, 12, 1-44.
- Beck, T., Levine, R., Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics, 58(1-2), 261-300.
- Bencivenga, V., Smith, B. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. The Review of Economic Studies, 58(2), 195-209.
- Cecchetti, S., Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth. BIS WP 381. Basel: Bank for International Settlements.
- Cecchetti, S., Kharroubi, E. (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth?. BIS WP 490. Basel: Bank for International Settlements.
- Cournède, B., Denk, O., Hoeller, P. (2015). Finance and Inclusive Growth, OECD Economic Policy Paper, June 2015, No.14.
- Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (2002). Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm level data. Journal of Financial Economics, 65, 337-363.
- Greenwood, J., Jovanovich, B. (1990). Financial development, growth and the distribution of income. Journal of Political Economy, 98(5), 1076-1108
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right.

The Quarterly Journal of Economics, 108(3), 717-37.

- Kneer, C. (2013). Finance as a magnet for the best and brightest: Implications for the real economy. DNB WP 392.
- Law, S. H., Singh, N. (2014). Does too much finance harm economic growth? Journal of Banking and Finance, 41, 36-44
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. Journal of Monetary Economics, 46(1), 31-77.
- Pagano, M. (2012). Finance: Economic lifeblood or toxin? CSEF Working Papers 326. Napoli: University of Naples.
- Park, J. and Park, Y. C. (2014) "Has Financial Liberalization Improved Economic Efficiency in the Republic of Korea? Evidence from Firm-Level and Industry-Level Data," ADBI Working Paper No. 480. Available at ADBI: <https://www.adb.org/publications/series/adbi-working-papers>.
- Philippon, T., Reshef, A. (2013). An international look at the growth of modern finance. Journal of Economic Perspectives, 27, 73-96.
- Rousseau, P., Wachtel, P. (2002). Inflation thresholds and the finance-growth nexus. Journal of International Money and Finance, 21(6), 777-793

부록

〈표7〉 부가가치 노동생산성 결정모형 1 : 상장여부

	(1)	(2)	(3)	(4)
	전체	거래소	코스닥	외감
VARIABLES	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l
L.dnloan	0.047*** (10.809)	0.022 (1.517)	0.028** (2.098)	0.051*** (10.499)
dnk_l	0.141*** (17.419)	0.074* (1.690)	0.092** (2.462)	0.144*** (16.990)
lnrnd_l	0.005 (1.392)	0.007 (1.047)	-0.005 (-0.697)	0.005 (1.163)
age	0.008 (1.248)	-0.001 (-0.305)	0.037 (0.948)	0.005 (0.939)
lnemp	-0.367*** (-32.915)	-0.249*** (-5.004)	-0.383*** (-8.664)	-0.378*** (-32.347)
Observations	112,842	6,051	6,853	99,938
R-squared	0.048	0.029	0.032	0.051
Number of code	24,313	729	1,295	22,699
Robust t-statistics in parentheses				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

〈표8〉 부가가치 노동생산성 결정모형 2: 기간별

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	거래소	거래소	코스닥	코스닥	외감	외감
	year<2010	year>=2010	year<2010	year>=2010	year<2010	year>=2010
VARIABLES	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l
L.dnloan	0.034 (1.441)	0.036* (1.762)	0.009 (0.456)	0.079*** (3.317)	0.047*** (6.384)	0.064*** (9.004)
dnk_l	0.034 (0.511)	0.122** (2.094)	0.086* (1.707)	0.089 (1.503)	0.122*** (11.232)	0.154*** (10.952)
lnrnd_l	0.002 (0.215)	0.005 (0.404)	-0.010 (-0.841)	-0.020 (-1.621)	0.004 (0.701)	0.001 (0.078)
age	0.028*** (5.145)	-0.005 (-0.853)	0.131 (0.195)	0.047 (1.011)	0.006 (0.382)	0.003 (0.471)
lnemp	-0.355*** (-3.994)	-0.633*** (-3.831)	-0.544*** (-7.002)	-0.648*** (-6.002)	-0.460*** (-21.954)	-0.548*** (-26.422)
Observations	3,479	2,572	3,647	3,206	45,629	54,309
R-squared	0.035	0.044	0.044	0.044	0.049	0.073
Number of code	611	612	896	919	13,307	16,110
Robust t-statistics in parentheses						
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1						

〈표9〉 부가가치 노동생산성 결정모형 3: 코스닥 & 외감 표본, 기업규모별

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	코스닥&외감	50-100	100-300	300-1000	1000인 이상	제조업	비제조업
VARIABLES	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l	dlnva_l
L.dnloan	0.085*** (9.229)	0.030*** (3.874)	0.015* (1.792)	0.041*** (3.349)	0.006 (0.187)	0.033*** (5.393)	0.065*** (9.676)
dnk_l	0.098*** (9.259)	0.134*** (8.739)	0.179*** (7.872)	0.205*** (6.576)	0.336*** (4.093)	0.262*** (21.096)	0.099*** (10.394)
lnrnd_l	0.012 (1.078)	-0.006 (-0.800)	-0.004 (-0.770)	-0.013 (-1.569)	0.026* (1.656)	0.005 (1.226)	-0.001 (-0.071)
age	0.014 (1.141)	0.019* (1.783)	0.019 (0.840)	-0.003 (-0.564)	0.278*** (6.468)	0.016 (0.949)	0.007 (1.205)
lnemp	-0.521*** (-22.232)	-0.419*** (-11.439)	-0.309*** (-11.179)	-0.260*** (-4.363)	-0.408*** (-3.929)	-0.332*** (-25.481)	-0.402*** (-23.191)
Observations	42,198	29,897	27,238	6,239	1,219	62,007	44,784
R-squared	0.054	0.019	0.022	0.031	0.092	0.053	0.053
Number of code	13,794	8,960	6,361	1,567	289	12,793	11,306
Robust t-statistics in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							