

규제연구 2003년 제12권 제2호

중국의 내생적 금융개혁

박찬일

(공주대학교 경제통상학부 부교수)

본 연구의 목적은 중국의 경험을 바탕으로 일련의 금융개혁이 당국의 정책변수라기보다는 경제성장과 정치적 제약의 완화에 따라 내생적으로 진행될 수 있음을 밝히는 데에 있다. 중국 금융개혁의 내생성은 다음 세 가지 관점에 의해 확인된다. 첫째, 이 연구는 중국 당국이 취하고 있는 금융억압정책의 내생적 성격을 주목한다. 현재 중국의 금융억압정책은 발전전략, 모방단계의 기술수준 및 정치적 제약에 의해 지속되고 있고 이러한 제약들 때문에 향후 금융규제 완화는 경제성장과 정치적 제약의 제거에 따라 내생적으로 진행될 것이다. 둘째, 이 연구는 중국의 금융시장 관련 법적 체도가 주기적으로 나타난 거시경제적 불균형, 생산구조의 변화 및 재산권 보호에 대한 수요 증가에 따라 발전되었다고 보고 있다. 마지막으로 이 연구는 시장하부구조의 부족과 정치적 제약을 주식시장 발전의 주요 장애요인으로 꼽는다. 경제가 더욱 성장하여 시장하부구조의 구축과 관련된 고정비용부담이 완화되면 주식시장의 발전은 본격화될 것이다.

핵심용어 : 내생적 금융개혁, 금융억압, 법적 제도, 시장하부구조

I. 서론

금융제도의 발전과 경제성장의 관계는 지난 30년 동안 거시금융이론에서 가장 활발하게 연구되고 있는 영역 중의 하나이다. 이 관계에 대한 설명에서 가장 유력한 견해는 금융중개기능의 발달이 경제발전단계에 관계없이 자본축적과 생산성 향상을 유도하여 결국 경제성장에 긍정적 영향을 미친다는 것이다(King and Levine, 1993a; Levine, 1997; Beck, Levine and Loayza, 2000). 이와 더불어 직접금융의 창구인 주식시장의 경우, 많은 연구들은 유통시장의 발달로 인한 높은 유동성liquidity이 고수의 장기 실물투자에 대한 투자자의 유인을 향상시켜 결국 경제성장을 촉진시킨다고 밝히고 있다(Bencivenga, Smith and Starr, 1995; Levine and Zervos, 1998; Rousseau and Wachtel, 2000).

경제성장과정에서 금융제도 기능의 선행적 역할을 중시하는 이 부류의 주장에 의하면, 금융제도의 발전은 이른바 금융개혁financial reform이라는 정책적 처방에 의해 달성된다. 금융개혁의 첫 번째 형태는 금융체제의 조직 정비 및 금융시장에 대한 정부개입의 축소를 포괄한다. McKinnon(1973)과 Shaw(1973)의 금융자유화financial liberalization 가설이래, 금융부문에 대한 정부규제의 철폐(예를 들어, 금리자유화)는 투자를 증가시키고 신용배분의 효율성을 향상시키는 대표적인 정책적 처방으로 간주되어 왔다. 최근의 실증분석 연구들이 금융발전의 대용변수로 흔히 사용되는 국내신용 가운데 중앙은행 및 정부기관의 신용을 제외한다거나 공공부문에 대한 대출을 고려하지 않는 점은 신용배분에 대한 정부의 개입이 줄어들어야 금융중개기능이 제고될 수 있다는 것을 간접적으로 시사하고 있다(Beck, Levine and Loayza, 2000).

금융제도의 발전에 필요한 두 번째 정책적 처방은 투자자보호 관련 법적 제도의 개선이다. 현대사회에서 유통되는 각종 금융증권의 가치는 단순히 미래 현금흐름에 의해 결정되기보다는 금융증권의 소유자에게 귀속된 법적 권리(예를 들어, 경영참여권이나 담보처분권)에 의하여 크게 좌우된다. 따라서 투자자에 대한 법적 보호가 제대로 마련되면 금융증권에 대한 수요가 높아져 금융시장의 발전이 이루어진다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny; 1997, 1998). 최근에 Levine, Loayza and Beck(2000)은 법적인 요인들(투자자보호 관련법규 및 법집행의 수준)과 회계제도의 수준이 금융제도의 발전에 긍정적 영향을 미치고 금융발전은 다시 경제성장의 촉진에 주요변수라는 것을 실증적으로 보여주고 있다. 즉, 인과방향은 금융개혁을 통한 금융제도의 발전으로부터 경제성장으로 전개된다.

하지만 우리의 현실세계는 이러한 인과관계의 시사점에 역행하는 실례들을 종종 보여준다. 동아시아 국가들의 경제발전 경험은 이론과 현실의 괴리를 가장 분명하게 보여주는 좋은 예에 속한다. 과거 일본 및 한국의 경험 그리고 현재의 중국의 경험을 자세히 관찰해 보면, 비록 시대적 차이는 있으나 주목할만한 한 시기의 지속적인 경제성장은 금융중개기능의 뚜렷한 발달 없이 상당히 금융억압적인 환경에서 이루어졌다. 정부소유의 금융기관, 금리규제 및 우선적 성장부문에 대한 차별적 신용배분 등으로 특징지어지는 금융억압(financial repression)은 지난 20년 동안 중국 금융정책의 근간이었으며 과거 한국과 일본의 금융정책에서 핵심적인 위치를 차지하였다. 또한 현재 중국의 투자자보호 관련법규 및 법집행의 수준을 고려하면, 법적 제도의 개선에서 금융발전으로 그리고 금융발전으로부터 경제성장에 이르는 인과관계는 많은 의문점을 불러일으킨다. 따라서 금융부문의 발전이 경제성장의 선결과제인지 아니면 금융개혁과정은 경제성장에 따라 후행적으로 진행되는지 분명하지 않다.

이 연구의 목적은 중국의 경험을 바탕으로 금융개혁은 경제성장 촉진을 위한 정책변수라기보다는 경제성장과 정치적 제약의 완화에 따라 내생적으로 진행될 수 있다는 것을 보여주는 데에 있다. 이에 따라 본 연구의 논지는 금융개혁이 경제성장에 선행하며 주요 정책변수 중의 하나라는 주류학파의 견해에 반하는 것이다. 바꾸어 말하면, 이 연구는 경제발전단계에 관계없이 금융부문의 선행적 역할을 중시하는 주류학파의 견해보다는 최소한 경제발전 초기단계에서는 경제성장으로 부터 금융발전에 이르는 인과관계에 더 큰 무게를 두고 있다. 중국 금융개혁의 내생적 성격은 다음 세 가지 관점에서 확인된다.

첫째, 본 연구는 중국 금융억압정책의 내생적 측면을 분석하여 이를 바탕으로 향후 금융자유화의 내생성을 밝히고 있다. 둘째, 1990년대 중반부터 형성되기 시작한 중국의 금융시장 관련 법적 제도는 아직 초보단계에 있으며 향후 법적 제도의 발전은 금융시장 내부의 시장경제체제와 재산권 보호에 대한 수요가 확장되면서 이루어질 수 있는 제도적 반응으로 관찰된다. 마지막으로 이 연구는 시장하부구조의 구축과 관련된 고정비용과 정치적 제약이 현재 자본시장 발전에 걸림돌로 작용하고 있으며 경제발전에 따라 이러한 고정비용 부담이 완화되고 결국 주식시장의 발전이 초래된다고 주장한다.

II. 중국 금융억압의 내생적 성격과 이에 따른 내생적 금융개혁

일찍이 McKinnon(1973)과 Shaw(1973)는 금리규제 및 차별적 신용할당과 같은 금융부문에 대한 정부의 개입이 금융발전을 저해하고 결국 경제성장을 지체시킨다고 주장하였다. 따라서 이러한 정부간섭을 축소시키는 금융자유화가 저축을 증가시키고 신용배분의 효율성을 제고하여 경제성장을 촉진시킨다. 최근 내생적 성장이론에 기반을 둔 금융이론도 금융제도 기능(예를 들어, 유동성 제공, 사전적 심사, 사후적 감시 및 위험관리 등)의 향상이 경제성장에 미치는 긍정적 효과를 강조한다.¹⁾

그런데 금융개혁의 중요성을 강조하는 이 이론들의 핵심적인 가정은 금융제도의 발전상태가 외생적으로 주어진다는 것이다(Bencivenga and Smith, 1991). 즉, 국가별로 금융제도 발전의 차이는 주로 법적 제도 및 금융규제의 차이에 의하여 설명된다. 따라서 금융시장에 대한 인위적 정부규제의 철폐와 법적 환경의 질적 향상은 금융시장을 기능을 제고하여 금융제도의 발전과 경제성장을 유도한다.

하지만 이 연구는 개발도상국가들의 금융억압정책이 일반적으로 내생적 측면

1) 내생적 성장이론에 의거한 최근의 금융이론에 대한 서베이는 박찬일(2003a)을 참조할 것.

을 지니고 있다는 사실을 주목한다. 중국도 예외는 아니다. 중국의 금융억압 정책은 우선적 성장부문(특히, 중공업부문)에 대한 사회적 긴급성 또는 국가 발전전략, 정치적 제약 및 모방단계의 기술수준 등 제반 경제적 또는 비경제적 요인들을 반영한다.

현재 중국의 금융억압정책은 국가의 은행소유, 금리규제 및 국유기업에 대한 차별적 신용배분 등의 형태로 나타나고 있다. 국가의 은행소유 현황은 다른 나라들과 비교하여 거의 절대적이다. 은행산업에서 거의 독점적 위치를 구축하고 있는 중국의 4대 국유상업은행(중국공상은행中國工商銀行, 중국건설은행中國建設銀行, 중국은행中國銀行 및 중국농업은행中國農業銀行)은 아직 주식회사로 전환되지 않았으며 완전히 국가소유로 되어 있다.²⁾ 국가의 은행소유는 금융부문의 정책적 활용을 용이하게 하는 수단이다.

금리규제는 우선적 성장부문을 지원하기 위하여 자본가격을 왜곡시키는 직접적이고 획일적인 조치이다. 개발도상국들이 흔히 직면하는 경제여건은 풍부한 노동력에 비해 부족한 자본과 이에 따른 높은 시장균형금리이다. 따라서 우선적 성장부문이 막대한 자본투입을 요구하는 중공업부문이라면 자본비용에 대한 정책당국의 인위적 왜곡이 절대적으로 필요하다.



2) 비록 1980년대 후반부터 주식제은행이 설립되기 시작하였지만, 중국민생은행(中國民生銀行)을 제외하고 이 은행들은 국유기업간의 또는 국유기업과 지방정부에 의한 합자은행(joint-stock bank)이기 때문에 실질적으로 정부소유이다(박찬일, 2003a).

〈표 1〉 중국의 경제성장률, 이자율 및 물가상승률(1985~2000)

(단위: %)

	경제 성장률 ¹	명목예금금 리 ² (A)	명목대출금 리 ³ (B)	물가상승률 ⁴ (C)	실질예금금 리 (A-C)	실질대출금 리 (B-C)
1985	13.5	7.20	7.92	9.3	-2.10	-1.38
1986	8.8	7.20	7.92	6.5	0.70	1.42
1987	11.6	7.20	7.92	7.3	-0.10	0.62
1988	11.3	8.64	9.00	18.8	-10.16	-9.80
1989	4.1	11.34	11.34	18.0	-6.66	-6.66
1990	3.8	8.64	9.36	3.1	5.54	6.26
1991	9.2	7.56	8.64	3.4	4.16	5.24
1992	14.2	7.56	8.64	6.4	1.16	2.24
1993	13.5	10.98	10.98	14.7	-3.72	-3.72
1994	12.6	10.98	10.98	24.1	-13.12	-13.12
1995	10.5	10.98	12.06	17.1	-6.12	-5.04
1996	9.6	7.47	10.08	8.3	-0.83	1.78
1997	8.8	5.67	8.64	2.8	2.87	5.84
1998	7.8	3.78	6.39	-0.8	4.58	7.19
1999	7.1	2.25	5.85	-1.4	3.65	7.25
2000	8.0	2.25	5.85	0.4	1.85	5.45

주1: GDP 기준.

주2: 1년 정기예금금리(연말기준).

주3: 1년 대출금리(연말기준).

주4: 소비자물가지수.

자료: 中國金融年鑑, 各年판.

<표 1>은 1985~2001 기간에 걸쳐 중국의 명목예금금리, 명목대출금리, 물가상승률 그리고 실질금리의 추이를 보여주고 있다. 이 기간 동안 명목금리가 규제된 상태에서 물가상승률이 큰 폭으로 상승할 때마다 중국의 실질금리는 음의 값을 취하고 있다. 예를 들어, 1988~89 그리고 1993~95 기간 동안에 인플레이션이 가속화되면서 실질예금금리와 실질대출금리가 모두 음의 값으로 나타나고 1988년도와 1994년도에는 -10% 정도 또는 그 이하로 급격하게 떨어지고 있다.³⁾ 물가상승률의 추이에 따라 중국 당국은 종종 명목금리의 조정을 피하였지만 금리조정은 물가상승률에 비해 항상 더디게 이루어졌고 예금금리의 조정 폭이 대출금리의 조정 폭보다 훨씬 더 높았다.

<표 2> 협의의 정책금융 규모: 4대 국유은행의 중앙은행 차입(1993~2000)

(단위: 억 元, %)

	4대 국유은행에 대한 중앙은행의 대출(A)	4대 국유은행의 총대출(B)	A/B
1993	9,555.7	25,581.4	37.4
1994	10,182.2	30,995.0	32.9
1995	11,095.2	37,563.8	29.5
1996	14,088.5	44,477.4	31.7
1997	13,885.1	54,374.6	25.5
1998	11,867.2	62,314.0	19.0
1999	7,559.8	69,573.1	10.9
2000	8,120.5	76,061.8	10.7

자료: 中國金融年鑑, 各年판.

금리규제는 필연적으로 신용할당을 수반한다. 금리상한선이 시장균형금리보다 낮게 책정되어 자금초과수요가 발생함에 따라 정책당국은 제한된 금융자

3) 1990년대 후반에 들어서는 정부의 강력한 긴축정책과 디플레이션의 영향 때문에 실질금리가 양의 값으로 나타나고 있다.

원을 투자의 우선순위에 따라 배분한다. 중국에서 신용배분의 우선적 대상은 주로 중공업부문을 담당하는 대·중형 국유기업들이다. 이들은 비록 수익성이 상대적으로 낮다 하더라도 당국의 의도대로 투자를 실행한다. 은행의 상업적 의사결정이 배제된 채, 정부의 정책목표를 추진하기 위하여 또는 국유기업의 적자를 보전하기 위하여 행정적으로 배분된 신용은 정책금융(policy-directed loans)이라 일컬어지는데, 이에 대한 규모는 공식적으로 외부에 공개되지 않고 있다. 정책금융의 규모를 추정하는 방법 중의 하나는 중앙은행으로부터 은행에 대출된 자금을 집계하는 것이다(Lardy, 1998). 중국에서 중앙은행의 대출 자금은 중앙정부에 의해 추진되고 있는 투자의 우선순위에 따라 규모와 사용처가 결정되기 때문에 분명히 정책금융이다. 1993~2001 기간 동안에 중국의 중앙은행인 중국인민은행(中國人民銀行)으로부터 중국의 은행산업에서 거의 독점적 지위를 누리고 있는 4대 국유상업은행에 대출된 자금의 흐름은 <표 2>에 정리되어 있다. 1993~96 기간 동안 정책금융 규모는 평균적으로 4대 국유상업은행 총대출의 약 1/3 수준이다. 1994년 이후부터 4대 국유은행의 중앙은행차입/총대출 비율은 급격하게 감소하고 있는데, 이것은 정책성은 행정政策性銀行이라는 특수은행의 설립과 관련되어 있다. 1994년에 설립된 3개의 정책성은 행정政策性銀行(국가개발은행國家開發銀行, 중국농업발전은행中國農業發展銀行 및 중국진출구은행中國進出口銀行)은 국유상업은행의 정책금융활동을 상당부분 대신하기 시작하였다.

중앙은행 차입으로 추정된 정책금융 규모는 물론 가장 협의의 개념이다. 우선 중앙은행의 대출은 4대 국유은행 외의 기타 금융기관으로 흘러들어갈 수 있다. 또한 중앙은행 차입만이 차별적 신용배분의 대상이 되는 것은 아니다. 일반 개인의 예금까지도 정책적 대출로 사용될 소지는 얼마든지 가능하다. 중국의 국유상업은행들은 중앙정부의 직·간접적 지시와 연성예산제약(soft budget constraint)하의 국유기업 요구에 따라 대출의 용도와 규모를 결정한다. 또한 지방정부의 신용배분 개입이 1995년의 상업은행법 발효와 함께 법적으로 금지되고 정책당국이 이를 강력하게 규제하고 있지만 국유은행들은 아직까지 지방정부의 요구와 정부관료의 권고에서 완전히 자유롭지 못하다. 따라서 정책금융의 실제 규모는 단순히 중앙은행 차입으로 추정된 수치보다 훨씬 더 클 수 있다.⁴⁾

중국의 금융억압정책은 개혁·개방 이전 계획경제 체제의 유산이다. 과거 계획

4) 개념적으로 설득력 있고 추정하기 가장 간단한 방법은 정책금융의 범위를 시장경쟁으로부터 보호를 받는 국유기업에 대출된 총액으로 확장시키는 것이다. 2001년 말 당시, 국유기업에 대한 4대 국유은행의 대출은 총대출에서 최소한 70%를 상회하고 있다(박찬일, 2003a).

경제 체제의 금융억압정책은 ‘중공업부문 우선성장’이라는 발전전략을 달성하기 위한 주요 수단 중의 하나였다(Lin and Tan, 1999). 1949년에 중국인민공화국이 수립된 이후, 중국 정부의 최우선과제는 어느 후발산업국가와 마찬가지로 경제개발이었다. 강국건설 및 경제자립을 목표로 1953~57 기간에 제1차 5개년 경제발전계획이 추진되면서 구체적으로 표면화되기 시작한 발전전략은 바로 막대한 자본투자를 요구하는 구소련식의 중공업 우선성장이었다. 하지만 이러한 발전전략은 당시 중국의 경제여건(농업부문의 높은 비중, 극심한 자본부족, 높은 자본비용 등)과 결코 부합되지 않았다. 따라서 국가소유의 은행을 통한 저축동원, 금리규제 및 전략산업부문에 대한 차별적 신용배분은 경제여건과 상충되는 발전전략을 수행하고 농업잉여를 공업부문으로 유도하기 위한 정책적 수단일 수밖에 없었다.

전통적인 사회주의 체제에서 벗어나 시장경제요소를 점진적으로 도입하기 시작한 1979년 이후에도 금융억압정책은 큰 변화 없이 그대로 유지되고 있다. 금융억압정책의 지속은 상호 밀접하게 연관된 다음 세 가지 요인으로부터 기인한다. 첫째, 중공업부문을 일정 수준 유지시키고 성장시키고자 하는 정책당국의 발전전략은 지금까지도 유효하다. 비록 최근에 들어 소형 국유기업에 대한 민영화가 지방정부의 주도 아래 진행되었지만 중공업부문을 영위하는 대형 국유기업은 여전히 국가경제의 중요한 역량으로 간주되고 있다. 자본집약도가 상대적으로 높은 산업특성과 여타 산업부문에 비해 상대적으로 낮은 수익성 때문에 ‘중공업부문 일정 수준 유지’라는 국가발전전략은 금리규제와 차별적 신용배분을 필요로 하는 주요인이 된다.

금융억압정책 지속의 두 번째 요인은 정치적 제약이다. 현재의 국유기업들은 거의 절반 정도가 적자경영에서 벗어나지 못하고 있다. 그럼에도 불구하고 중국 당국은 실업문제와 국유기업이 안고 있는 정책성부담 때문에 시장의 힘에 의한 국유기업 구조조정을 허용하지 못하고 있다(Lin and Tan, 1999). 대표적인 정책성부담으로는 과잉고용, 사회복지적 차원의 부담 및 생산품에 대한 가격통제 등이 거론된다.⁵⁾ 근본적으로 국유기업의 정책성부담은 기업의 책임이기보다는 국가의 책임이기 때문에 국유기업은 낮은 대출금리와 신용할당 등과 같은 정부의 정책적 지원을 요구한다.

중앙집권적 신용정책의 세 번째 요인은 현재 중국이 당면한 모방단계의 기술

5) 어느 한 추정치에 의하면, 국유기업 고용인력의 24%인 2,400만 정도가 중복된 노동력인 것으로 밝혀지고 있다(Gao, 1999). 개혁·개방 이전 계획경제체제하에서 자본집약적인 중공업부문이 육성되면서 거대한 인구의 수요에 부응하는 일자리가 충분히 창출되지 못함에 따라 정책적으로 국유기업은 필요한 인원보다 더 많은 노동자를 고용하였던 것이다.

수준이다(Qian and Xu, 1998; Huang and Xu, 1999). 경제개발 초기단계에서의 기술발전은 R&D 투자를 통한 신기술 개발에 의해 촉진되기보다는 주로 모방에 의존한다. 전략산업부문의 선정은 모방의 대표적인 예에 속한다. 중앙집권적 신용제도는 시장의 힘이 강력하게 작동되는 분권화된 신용제도보다 전략부문을 육성하는 데에 있어 훨씬 더 용이하다. 개도국들이 직면한 제도적 여건은 매우 열악할 뿐만 아니라 분권화된 신용제도의 구축은 상당한 시간을 요구하기 때문이다.

중국 당국이 취하고 있는 금융억압정책의 내생적 성격은 향후 금융자유화에 대하여 중요한 시사점을 제공한다. 만약 현재의 금융억압정책이 발전전략적, 정치적, 제도적 및 기술수준적 제약을 반영하는 내생적 결과라면 금융억압의 정도를 완화시키는 금융개혁은 이러한 제약들의 변화에 따라 진행될 수 있다. 따라서 금융개혁은 정책변수라기보다는 종속변수일 수 있다. 특히, 만약 금융억압이 '중공업부문의 일정 수준 유지'라는 발전전략의 산물이라면 경제가 성장하여 생산요소의 상대가격이 변화하여야(임금이 상승하여 자본비용/임금의 비율이 하락해야) 금융억압의 필요성이 자연스럽게 감소된다. 왜냐하면 인위적 상대가격의 왜곡이 상대적으로 덜 필요하게 되기 때문이다. 다시 말하면, 금융억압의 완화는 국가발전전략상의 제약과 정치적 제약이 제거되거나 수정되어야 가능하며 결국 경제성장과 생산구조의 변화에 따라 전개된다. 2001년 말에 성사된 중국의 WTO 가입은 국유기업 구조조정에 대한 외부압력으로 작용하여 정치적 제약을 완화시키는 역할을 담당할 수 있다.

Ⅲ. 경제성장에 따른 법적 제도의 순응적 발전

최근에 들어 법적 제도의 발전을 통한 금융제도의 발전과 이에 따른 경제성장으로의 인과관계가 학계에서 주목을 받고 있다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 1997, 1998; Levine, Loayza and Beck, 2000). 이 논지의 초점은 효율적인 투자자보호관련 법의 제정과 강력한 법집행이 금융제도 발전과 이에 따른 경제성장의 중요한 요인이라는 것이다. 따라서 금융시장 관련 법적 제도의 개혁(포괄적으로 금융개혁)은 경제성장의 촉진을 위한 주요 정책적 처방이 된다. 하지만 이러한 인과관계와는 대조적으로 중국은 법적 제도의 미비에도 불구하고 개혁·개방 이후부터 지금까지 급속한 경제성장을 경험하였다. 실제로 현재 중국에서 법적 제도의 발전은 초보단계에 있다. 투자자보호법은 사실상 부실하고 법원의 의사결정은 독립적이지 않아 강력한 법집행이 뒤따르지 않는다.

중국의 법적 제도의 발전과정에서 가장 주목할만한 특징은 급속한 실물경제에 비해 법적 제도의 발전은 금융시장의 발전과 마찬가지로 매우 더디게 진행되었다는 점이다. 1990년대 중반까지만 하더라도 금융기관에 대한 감독과 투자자보호는 임시방편적인 규정에 의해서 집행되었고 체계적인 법적 기반은 존재하지 않았다. 이것은 금융부문에서 시장경제체제의 기반과 재산권 보호가 부족하였음을 반영한다. 실제로 1978년 말부터 개혁·개방이 시작된 이후 약 15~20년이 지나서야 체계적인 법의 정비가 이루어진다. 제1차 개혁·개방 시기인 1979~1993 기간에 본원통화 증발을 통한 정책적 대출의 과다와 지방정부 주도의 투자열기로 인하여 주기적으로 나타난 거시경제적 불균형(경기과열 및 물가불안)을 억제하고 은행신용에 대한 지방정부의 간섭을 원천적으로 봉쇄하기 위하여 중국 당국은 중국인민은행의 독립성 강화와 국유상업은행 신용배분의 자율성 확대를 도모하는 법적 제도의 정비를 단행한다.⁶⁾

1995년에 중앙은행법과 상업은행법이 전국인민대표회의에서 통과되었으며 1998년 12월에 통과된 증권법은 1999년 7월부터 시행된다. 또한 1980년대 중반 이후부터 진행된 비국유기업부문의 급속한 팽창과 발맞추어 민간기업(개체기업 및 사영기업을 포함)의 중요성과 법집행의 원칙이 1999년 3월에

6) 중국의 개혁·개방 시기는 크게 두 기간으로 구분된다. 1979~1993의 시기는 제1차 개혁·개방 시기로 일컬어지고 1993년 말에 공포된 '사회주의 시장경제의 구축'이라는 새로운 발전목표와 함께 개혁·개방이 심화된 1994~2000 기간은 제2차 개혁·개방 시기로 불린다.

헌법의 개정을 통해 삽입된다. “민간부문은 단순히 국유부문을 보완한다”라는 헌법 제11조의 내용이 “비국유부문은 사회주의 시장경제에서 매우 중요한 부분이다”라고 개정된다. 더욱이 헌법 제5조에 “법에 의해서 국가를 통치한다”라는 내용이 삽입된다. 이러한 헌법 개정은 법치주의에 입각한 시장경제기반의 강화에 그 목적을 두었다.

하지만 1995년부터 구축되기 시작한 법체계마저도 체제전환국가로서의 한계를 드러냈다. 현재 중국의 금융관련 법안은 시장경제체제로 전환되는 과정의 과도기적 타협점이며 중국에서 진행되는 법적 제도의 발전과정을 보여주고 있다. 예를 들어, 중국의 중앙은행법은 ‘중앙은행의 독립성 강화’와 ‘국가의 발전목표’간에 일종의 타협점을 찾고 있다. 중앙은행법의 제정으로 한편으로는 중국의 중앙은행인 중국인민은행의 법적 지위, 통화정책 집행의 독립성, 금융기관 감독에 대한 책임이 상당 부분 강화되었다. 하지만 다른 한편으로 보면, 국무원이 중앙은행의 행장 및 부행장을 임명하고 화폐정책위원회의 운영, 통화정책의 수립, 국가발전전략의 수행과 같은 주요 안건에 대해서는 중앙은행은 여전히 국무원의 지시와 승인을 받아야 한다.⁷⁾ 이러한 과도기적 요소는 상업은행법에서도 나타난다. 상업은행법 <제41조>에 의하면, 국유상업은행은 국무원의 지시를 받거나 필요한 경우 국무원의 승인 아래 국가의 정책을 지원하여야 한다. 동시에 이에 대한 국유상업은행의 손실은 국가의 책임이라고 명시되어 있다. 이 조항은 국유은행 지점에 대한 지방정부의 간섭을 법적으로 보호하고 있지만 사실 더 큰 문제를 안고 있다. 국유은행 자금에 대한 당국의 정책적 활용과 지시적 대출의 손실에 대한 정부의 책임은 지속적인 정책금융의 길을 열어두고 있기 때문에 국유은행의 실질적 상업화는 여전히 숙제로 남아 있다.

투자자보호와 법집행의 수준에서도 중국의 법적 제도는 아직 초보단계에서 벗어나지 못하고 있다. 예를 들어, 임원진 선출과 회사경영의 참여에 대한 투표권을 행사하는 데에 있어 주주의 권리는 사실상 제한적이다. 중국의 회사법은 보통주의 투표권을 명시하고 있지만 국유기업의 상장주식 중에서 유통가능한 주식이 1/3밖에 되지 않는다는 것을 감안하면 주주의 투표권은 거의 차단되어 있다. 채권자의 권리는 중국의 파산법에 마련되어 있지만 그 내용이 불명확하거나 강력한 법집행이 뒤따르지 않는다. 예를 들어, 기업의 청산이나 재편이 이루어지는 과정에서 중국의 파산법은 담보채권자의 우선적 권

7) 중앙은행법 <제38조>는 당국의 정책집행에 의한 중앙은행의 손실이 재정자금으로 보전된다고 언급한다. 이것은 양면적인 의미를 갖고 있다. 한편으로는 통화정책과 당국의 지시에 따른 준재정정책의 격리를 의미하며 다른 한편으로는 정책당국의 실질적인 영향력을 반영한다.

리를 명시하고 있지만 관례적으로 담보채권자의 권리는 국가와 종업원의 권리에 비해 후순위에 있다. 또한 기업의 파산은 주요 채권자인 은행의 동의 없이 지방정부와 기업에 의해 진행되기도 한다. 물론 법집행의 낮은 질은 법원의 낮은 독립성으로 인해 중국의 법집행 과정에서 보편적으로 나타나는 현상이다. 1999년에 ‘법에 의하여 국가를 통치한다’라는 조항이 헌법에 삽입되었지만 법집행의 질은 크게 개선되지 못하고 있다. 이론적으로 법의 집행기관은 법원이지만 법원의 법집행이 중앙정부와 지방정부의 영향력 안에 있어 상당히 약한 독립성을 보여주고 있기 때문이다. 또한 법이나 규정 외에도 령슈, 통지, 공고 및 임시규정 등 보완적 형식의 법률문건이 허다하여 법해석상 이들간에 상충되는 경우도 종종 발생한다.

법적 제도의 미비는 개발도상국가들에게서 흔히 나타나는 현상이다. 발전전략상의 이유로 또는 정치적 이유로 금융억압적 요소가 여전히 필요한 상황에서 시장기반적 법적 제도의 확립은 어려울 수밖에 없다. 또한 체제전환국가로서 자본주의적 재산권 제도가 아직 정립되지 못한 것도 법적 제도 미비의 한 요인이다. 따라서 전반적인 법적 제도의 발전은 소득수준의 향상과 생산구조의 변화(예를 들어, 민간부문의 생산비중 확대)와 더불어 재산권 보호에 대한 수요가 더욱 확장되고 금융부문의 시장경제체제가 강력하게 요구될 때에 점진적으로 진행될 것이다. 따라서 중국의 금융관련 법안은 시장경제체제로 전환되는 과정의 과도기적 타협점이며 현재 중국에서 진행되는 법적 제도의 발전과정을 부분적으로 보여주고 있다.

IV. 자본시장 발전의 제도적 제약과 고정비용

최근의 많은 연구들은 경제발전단계에 관계없이 거래비용이 낮고 유동성이 높은 주식시장이 고수의 장기 실물투자에 대한 투자자의 유인을 향상시켜 경제성장을 촉진시킨다고 밝히고 있다(Bencivenga, Smith and Starr, 1995; Levine and Zervos, 1998; Rousseau and Wachtel, 2000). 그러므로 주식시장의 기능을 제고하는 금융개혁은 경제성장에 긍정적 영향을 미침에 따라 인과방향은 주식시장의 발전으로부터 경제성장으로 전개된다. 하지만 현실세계에 대한 우리의 경험적 관찰에 의하면, 잘 발달된 주식시장은 일부 선진국들에서만 국한되는 현상이다. 대부분의 개발도상국가의 주식시장은 여러 형태의 제도적 제약으로 인하여 시장의 긍정적 기능을 발휘하지 못하고 있다. 또한 경우에 따라서는 잘 발달되지 않은 주식시장은 급속한 경제성장의 장애요인이 되지도 않았다.

잘 발달된 주식시장의 모습이 갖추어지기 위해서는 무엇보다도 정교한 시장하부구조가 먼저 구축되어야 한다. 시장하부구조는 정보자본information capital 및 인적자본human capital의 축적, 효율적인 유통시장과 같은 조직자본organizational capital의 형성, 그리고 투명한 회계표준 및 법적 집행과 같은 효율적인 법적 제도의 정비 등을 포괄한다. 그러나 이러한 제도적 정교함은 일반적으로 개도국들의 경제환경과는 거리가 멀다. 특히, 경제발전 초기에 대부분 농업경제의 특징을 갖고 있는 개발도상국가들이 자본시장의 발전이 자원 배분에 도움이 된다고 해서 어느 한순간에 효율적인 자본시장을 구축할 수는 없다. 앞서 밝힌 시장하부구조는 경제성장과 함께 시간의 경과에 따라 서서히 쌓이기 때문이다. Hicks(1969)와 North(1981)에 의하면, 시장하부구조에 대한 투자와 관련된 제반 비용은 고정비용fixed cost이라고 일컬어진다. 금융시장의 원활한 운영에 필요한 고정비용 때문에 주식시장은 고정비용을 충분히 감당할 수 있는 어느 정도 수준의 경제발전단계에 접어들어야 발전하기 시작한다. 이러한 논지에 맞추어 일부 학자들은 경제개발 초기단계에서는 경제성장에 따라 금융시장 발전과 관련된 고정비용 부담이 완화되면서 금융시장이 후행적으로 발전할 수 있다고 주장한다(Greenwood and Jovanovic, 1990; Greenwood and Smith, 1997; Anand and Galetovic, 2001).⁸⁾ 즉, 경

8) Anand and Galetovic(2001)은 충분한 대기업이 존재하는 산업구조가 주식시장의 주요 주체인 투자

제성장에 따라 고정비용부담이 완화되고, 시장하부구조가 구축되면서 주식시장이 발전할 수 있다.

상기된 논리는 경험적으로도 쉽게 관찰된다. 개발도상국가들의 경험에 비추어 보면, 경제발전 초기에 은행은 금융제도의 주축을 이룬다. 은행은 금융제도의 가장 필수적 기능인 지급서비스를 제공하고 가계의 저축을 동원하며 성장의 원동력인 기업의 생산활동에 자금을 지원한다. 경제가 발전하면서 필요에 따라 비은행금융기관이 출현하고 이 기관들은 차입자와 저축자에게 더 많은 금융선택을 마련해 준다. 경제성장이 더욱 진행되면 주식시장과 같은 증권시장이 본격적으로 발전하고 금융기관의 종류가 다양화된다. 즉, 금융의 확장(widening)과 심화(deepening)가 이루어진다. 예를 들어, 보험회사와 연기금의 등장으로 장기신용의 중요한 원천이 제공된다. 경제가 성숙단계에 접어들면 국내 금융시장이 대폭 개방되고 국내 기업들의 세계 금융시장에 대한 접근이 용이해진다. 직관적으로 경제개발 초기에 금융시장의 발전은 경제성장에 따라 후행적으로 진행된다.

1980년대 중국의 주식시장은 당시 급속하게 팽창하는 사금융시장의 일부에 지나지 않았다(Tam, 1991; Bowles and White, 1993).⁹⁾ 당시 국유은행부문의 거의 모든 신용은 국유기업에게 차별적으로 제공되었기에 1980년대 초반부터 우후죽순처럼 설립되기 시작한 농촌집체기업은 새로운 자금조달방법을 필요로 하였으며 주식제도는 대안적 자금조달원으로 출현하였다. 중국에서 주식시장을 비롯하여 비은행금융기관의 등장은 국유은행부문 신용배분의 경직성과 비국유기업부문의 급속한 성장에 의해 촉진되었다(Girardin, 1997). 1980년대 초반 농민과 농촌집체기업의 적극적인 참여에 의해 자발적으로 등장한 주식제도는 1980년대 중반 이후부터 정부의 국유기업 개혁의 일환으로 더욱 확장된다.

1990년대에 들어 중국의 주식시장은 주목할만한 발전을 경험한다. 1990년 12월, 상해上海에서 그리고 1991년 7월, 심천深圳에서 증권거래소가 개설되고 1992년부터 외국인투자자를 위한 B주식이 발행되기 시작하면서 중국의

은행이 발전하기 위한 선행조건이라고 주장한다. 또한 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(1997) 그리고 Levine, Loayza, and Beck(2000)은 증권시장의 발전에서 투자자보호법, 법집행 및 회계표준 등의 법적인 요인들을 중시한다.

9) 1980년대에 발행된 주식은 거의 사채와 다름없었다. 발행된 주식은 배당금 외에 예금이자보다 훨씬 더 높은 고정이자(20%-100%)를 보장하였으며 만기를 설정하였고 투표권을 통한 경영참여를 배제하였다. 또한 공식적인 유통시장의 부재와 더불어 투자자보호법이 마련되지 않아 주식매매는 법의 사각지대에 있었다.

주식시장은 2001년 말 시가총액 기준으로 아시아에서 세 번째 위치를 차지할 정도로 양적인 성장을 기록한다. 그럼에도 불구하고 중국의 주식시장은 질적인 측면에서 많은 문제점을 노출시키고 있다. 1990년대 중국의 주식시장 발전과정에서 특기할만한 첫 번째 문제점은 극심한 주가 변동성이다. 1992~2000 기간에 두 거래소 주가지수의 최고치/최저치 비율이 평균적으로 각각 2.3(상해) 및 2.2(심천)에 이른다는 것은 중국 주식시장의 극심한 가격 변동성을 명백하게 반영한다(박찬일, 2003c). 이러한 변동성은 개발도상국가들의 신생 주식시장이 갖는 공통적 특징이기도 하지만 또 다른 중요한 요인은 주로 개인투자자로 구성된 시장구조에서 찾아진다. 바꾸어 말하면, 주식시장 발전에 중요한 하부구조 중의 하나인 기관투자자의 충분한 존재가 고정비용으로 작용하고 있는 것이다. 또한 중국의 주식시장은 아직까지 극히 폐쇄적이다. 비록 외국인투자자들은 B주식의 매입을 통해 중국 본토 주식시장에 참여할 수 있지만 2000년 말 기준으로 B주식시장의 규모는 전체 상장주식 시가총액의 1.3%에 불과하다(<표 3> 참조).¹⁰⁾

<표 3> A주식과 B주식의 발행 및 시가총액 추이(1993~2000)

		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
총발행 주식수 (억 주)	A주	300.2	592.6	704.1	1,025.0	1,646.1	2,204.0	2,757.9	3,439.6
	B주	28.5	47.0	61.5	85.5	125.3	141.4	151.0	173.8
	합계	328.7	639.6	765.6	1,110.5	1,771.4	2,345.4	2,908.9	3,613.4
시가총액 (억 元)	A주	3,319	3,516	3,311	9,449	17,154	19,299	26,168	47,456
	B주	212	75	163	393	375	207	303	635
	합계	3,531	3,691	3,474	9,842	17,529	19,506	26,471	48,091

자료: 中國統計年鑑, 各年판.

이 외에도 현재 중국 주식시장이 안고 있는 구조적 결함은 법적 제도의 미비, 주식 소유권의 비유동성, 정보자본 및 인적자본의 축적 미흡 및 상장회사의 부실함을 포함한다. 그런데 이러한 구조적 결함들은 성격상 금융개혁을 통해 정책적으로 치유될

10) B주식시장은 자본자유화 및 외환자유화가 안 된 상태에서 외국인투자의 국내증시 유입을 유도하기 위해 고안된 제도였다. 하지만 이 시장은 원래의 설립취지와는 반대로 외국인투자자의 관심을 끌지 못했고 내국인의 두 번째 시장으로 변모해 왔다(박찬일, 2003c).

수 있는 문제점이라기보다는 중국의 현 경제발전단계(또는 시장하부구조 구축에 필요한 고정비용부담)와 정치적 제약 등을 반영한다. 법적 제도의 미비는 앞 장에서 언급되었기 때문에 이 장에서는 나머지 결합들의 요인을 구체적으로 살펴보기로 한다.

앞서 밝혔듯이, 유동성이 높은 주식시장은 투자자의 유동성위험을 제거하여 고수의 장기투자의 유인을 향상시킨다. 그러나 중국의 주식시장에서 유통가능한 주식은 2000년 말 기준으로 총발행주식수의 약 1/3에 불과하다(<표 4> 참조). 시가총액대비 유통주식시가 비율도 비슷한 수준을 보여주고 있다. 국유주, 법인주, 사내종업원주 및 개인주 등 다양한 형태로 구분된 주식 중에서 발행주식의 65%를 차지하는 국유주와 법인주의 경우에 증권거래소에서의 거래가 사실상 차단되어 있다.¹¹⁾

<표 4> 유통주식의 비중 추이(1993~2000)

(단위: 억 주, 억 元, %)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
총발행주식수				1,110.	1,771.	2,345.	2,908.	3,613.
(1)	328.7	639.6	765.6	5	4	4	9	4
유통주식수(2)				345.5	560.8	740.9	952.4	1,229.
()	81.6	190.4	225.0	8				8
시가총액(3)	3,531	3,691	3,474	9,842	17,529	19,506	26,471	48,091
유통주식시가				2,867	5,204	5,746	8,214	16,088
(4)	862	969	938					
유통주식수 비율(2/1)	24.8	29.8	29.4	31.1	31.7	31.6	32.7	34.0
유통주식시가 비율(4/3)	24.4	26.3	27.0	29.1	29.7	29.5	31.0	33.5

자료: 中國統計年鑑, 各年판.

11) 국유주는 국가의 지분으로 대개 국가자산관리공사에 의해 보유하고 있다. 법인주는 국유기업의 지분을 의미하지만 실제로는 국가소유의 다른 형태에 지나지 않는다. 사내종업원주는 회사의 임직원에 의해 소유된 주식이며 개인주는 유통가능한 주식으로 개인 또는 법인이 주식시장을 통해 취득한 주식이다.

발행된 주식의 비유동성은 앞으로 주식시장의 개방이 확대된다 하더라도 외국인투자자의 관심을 약화시키는 요인이 될 수 있다. 중국 주식시장이 직면한 유동성 부족이라는 구조적 결함은 정치적 제약과 밀접하게 연관되어 있다. 국유주 및 국유주나 마찬가지로 법인주가 유통되지 않고 있다는 것은 아직까지 경제의 중요한 부분으로 간주되는 국유기업의 소유구조 문제와 직결되어 있기 때문이다. 따라서 국유기업 소유구조의 개혁에 대한 근본적인 방향 전환이 이루어지지 않는 한, 주식시장의 유동성 문제는 지속될 수밖에 없다.¹²⁾ 또한 유통시장과 같은 조직자본의 발달은 높은 수준의 제도적 정교함을 필요로 한다. 예를 들어, 신뢰할만한 수준의 회계표준, 투자자문서서비스, 효율적인 통신 네트워크, 게임의 룰을 집행하는 규제당국의 합리성 등이 유통시장을 발달시키는 제도적 선결과제들이다. 대개의 경우 개발도상국가들은 이러한 제도적 여건들을 구비하지 못하고 있다. 중국도 예외는 아니다. 자본주의적 시장경제체제가 강화되어 정치적 제약이 제거되고 경제성장에 따라 시장하부구조의 구축과 관련된 고정비용부담이 완화되면서 조직자본의 축적이 본격화된다.

정보자본의 축적은 자본시장의 발전에 필요한 또 다른 주요 요소이다. 기업 정보가 시장에 정확하게 노출되지 않으면 투자자들은 회사의 추상적 외형이나 루머에 의한 투기적 매매에 의존하게 되어 금융자원의 효율적인 배분이 어렵게 된다. 강력한 회계감사제도에 의한 투명한 회계표준은 사회 전반적으로 신뢰할만한 정보를 생산하는 데에 가장 중요한 역할을 담당한다. 그러나 중국의 회계표준은 부실하다. 현재 중국의 기업들 대부분은 최소한 2개 이상의 장부를 보유하고 있다. 이 중에서 조작된 장부를 바탕으로 형식적인 감사가 이루어지고 있기 때문에, 기업가치의 판단에 필수적인 공정하고 객관적인 기업별 정보가 생산되지 못하고 있는 실정이다. 이러한 상거래 관습의 타파는 단순히 회계감사제도의 강화와 같은 당국의 정책적 처방에 의해 달성되기보다는 오랜 시간에 걸쳐 법원의 독립적이고 강력한 법집행이 가능해지고 금융부문의 대외개방이 확대되면서 서서히 진행될 것이다. 또한 중국의 금융억압정책은 은행부문의 기업별 정보의 생산을 어렵게 한다. 기업에 대한 대출은 국공채 투자에 비하여 치밀한 정보획득 그리고 이에 따른 정보비용을 요구하지만 금융억압은 은행의 정보비용에 대한 투자를 억제한다. 왜냐하면 정보에 대한 투자는 은행이 직면하는 유인에 달려있는데, 인위적으로 왜곡된

12) 최근에 들어 제한적이거나 국유주의 시장매각에 대한 논의가 활발하게 전개되고 있지만 소유주(국가)와 투자자 사이의 극심한 정보의 비대칭성으로 인하여 가격 결정에 많은 어려움이 존재한다(박찬일, 2003a).

대출금리수준은 정보투자의 수익성을 떨어뜨리고 중앙정부(또는 지방정부)에 의한 지시적 대출은 은행으로 하여금 대출에 의한 손실은 국가가 책임질 것이라고 믿게 하기 때문이다. 즉, 금융억압의 환경에서 은행은 대출심사, 사후감시 및 위험관리 등을 포함하는 정보획득에 투자할 유인을 거의 갖지 않을 수 있다. 이와 비슷한 논리로 금융억압적 환경은 정보생산을 담당하는 인적자본의 축적에 대한 유인을 떨어뜨린다. 따라서 인센티브 구조의 전환을 통한 정보자본 및 인적자본의 축적은 금융부문의 발전에 매우 중요한 요소이다. 하지만 인센티브 구조의 전환은 금융억압의 완화와 관련되어 있고 후자는 다시 제2장에서 밝혔듯이 소득의 상승과 관련되어 있다.

마지막으로 중국 주식시장의 건전한 발전을 가로막는 요인은 상장회사의 부실한 재무상태이다. 상장기업의 재무제표를 바탕으로 추산한 Heytens and Karacadag (2001)의 연구결과에 의하면, 2000년 말 기준으로 상장기업 은행차입 총액의 32%가 부실채권인 것으로 추산되고 있다.¹³⁾ 특히 이 중에서 구조적 부실채권(이자보상비율이 음의 값으로 나타나는 회사의 은행차입)은 상장기업 은행차입 총액의 23%인 것으로 추정되고 있다. 적자경영을 면치 못하는 국유기업의 상환능력은 단순히 금리혜택이나 출자전환과 같은 금융구조조정에 의해 개선되지 못하기 때문에 이 부류의 기업들에 대한 국유상업은행의 대출은 구조적 부실채권이다. 상장회사의 대부분이 국유기업임을 감안하면 상장회사의 재무상태가 불량하다는 것은 주로 상장된 국유기업의 경영상태가 좋지 않다는 것을 의미한다. 국유기업의 적자경영은 부분적으로 제2장에서 언급한 발전전략과 정치적 제약을 반영한다. 국유기업들이 적자경영에도 불구하고 국가의 지속적인 금융지원을 받는 근본적인 이유는 ‘중공업 일정부분 유지’라는 발전전략과 중국 당국의 정치적 고려 때문이다. 정치적 고려는 물론 실업문제와 국유기업이 안고 있는 정책성부담과 관련되어 있다. 따라서 상장회사의 질을 향상시켜 주식시장의 발전을 도모하기 위해서는 국유기업에 대한 구조조정이 단행되어야 하는데 이것은 정치적 제약의 완화와 발전전략의 수정을 요구한다.

13) 이들은 어느 회사의 이자보상비율이 100%가 되지 않으면 그 회사의 은행차입을 부실채권으로 간주하였다.

V. 요약 및 결론

1979~2000 기간에 걸쳐 나타난 중국의 금융개혁과정은 금융발전-경제성장의 관계에서 흥미로운 사례연구를 제공한다. 이 관계에 대한 설명에서 내생적성장이론에 기반을 둔 최근의 금융이론에 의하면, 금융중개기능 및 자본시장의 발달은 경제발전단계에 관계없이 자본축적과 생산성 향상에 유리하기 때문에 결국 경제성장의 촉진에 중요한 한 요인이 된다. 그리고 금융중개기능 및 자본시장의 발달은 금융부문에 대한 규제 완화 및 투자자보호 관련 법적 제도의 개선을 통해 이루어진다. 따라서 인과방향은 제반 제도개선을 포함한 금융개혁으로부터 금융제도의 발전, 다시 금융제도의 발전으로부터 경제성장으로 전개된다.

그러나 중국의 경우 1978년 말의 개혁·개방 이후부터 지금까지 금융개혁은 여타부문의 개혁에 비해 가장 뒤쳐졌고 금리규제 및 차별적 신용배분 등 금융억압정책은 여전히 지속되고 있다. 중국 당국은 금융산업에서 거의 독점적 지위를 누리고 있는 4대 국유상업은행의 금융중개기능에 시장 메커니즘을 실질적으로 거의 도입시키지 않아 이 은행들의 상업화는 주목할만한 변화를 보이지 않고 있다. 투자자 보호 및 재산권 보호 관련 법적 제도 역시 체제전환 국가로서의 한계를 벗어나지 못하고 있다. 1990년대 중반부터 시행된 새로운 법체계마저도 중앙은행과 국유상업은행에 대한 당국의 정책적 활용의 여지를 남겨두고 있고 투자자 보호와 법집행의 수준에서도 중국의 법적 제도는 아직 초보단계에 있다. 주식시장은 지난 10년간의 양적인 성장에도 불구하고 발행 주식의 비유동성, 정보자본의 축적 미흡 및 상장회사의 부실함 등 여러 형태의 구조적 결함으로 인하여 여전히 효율적 자원배분에 대한 긍정적 역할을 발휘하지 못하고 있다.

본 연구는 중국의 경험을 바탕으로 금융개혁이 경제발전단계에 관계없이 경제성장 촉진을 위한 정책변수라는 주류학파의 정책적 시사점과는 달리 일련의 금융개혁이 최소한 경제개발 초기단계 또는 체제전환국가의 경우에는 경제성장과 정치적 제약의 완화에 따라 내생적으로 진행될 수 있다는 것을 밝히고 있다. 금융개혁의 내생성은 세 가지 측면에서 고려된다.

첫째, 이 연구는 중국 금융억압정책의 내생적 성격과 이에 따른 향후 금융자유화의 내생적 진행과정을 주목한다. 현재 중국의 금융억압정책은 ‘중공업부

문 일정부분 유지'라는 국가발전전략, 국유기업이 안고 있는 정책성부담과 실업문제를 고려한 정치적 제약 및 모방단계의 기술수준 등 제반 경제적 또는 비경제적 요인들을 반영한다. 따라서 금융억압의 정도를 완화시키는 금융개혁은 이러한 제약들이 제거되거나 수정되어야 가능하다. 이 중에서도 특히, 만약 발전전략상의 제약이 정책적으로 제거되지 못한다면 금융억압의 완화는 더 높은 소득수준을 요구한다. 경제성장으로 임금이 상승하여 요소가격의 상대가격이 변화하면 금리규제를 통한 인위적인 상대가격의 왜곡은 불필요해지기 때문이다. 국유기업 구조조정을 위한 정치적 제약의 완화는 2001년 말 중국의 WTO 가입과 함께 앞으로 시장경제체제가 강화되면서 서서히 진행될 것이며 이에 따라 금융억압의 필요성이 감소되고 국유상업은행의 시장기반적 신용배분이 점차 활성화될 것이다.

둘째, 이 연구는 거시경제적 불균형과 생산구조의 변화에 따른 중국 법적 제도의 순응적 발전과정을 살펴봄으로써 금융개혁의 내생성을 밝히고 있다. 제 1차 개혁개방 시기(1979~1993)에 주기적으로 나타난 물가불안은 중앙은행법의 제정을 통한 중앙은행의 독립성 강화를 유도하는 주된 요인이었으며 지방정부의 신용배분에 대한 지나친 간섭과 국유상업은행의 부실채권 누적은 상업은행법 제정의 동기가 되었다. 또한 비국유기업부문의 급속한 팽창은 민간부문의 재산권을 보호하는 헌법 개정의 밑거름이 되었다. 이러한 법 체계의 구축에도 불구하고 현재 중국의 법적 제도는 시장경제체제로 전환되는 과정의 과도기적 타협점에 지나지 않는다. 중앙은행은 통화정책의 수립과 국가발전전략의 수행과 같은 주요 안전에 대해서는 국무원의 지시와 승인을 받아야 하며 국유상업은행은 필요에 따라 여전히 정책적 도구로서의 역할을 수행하여야 한다. 더욱이 투자자 보호와 법집행의 수준에서도 중국의 법적 제도는 아직 초보단계의 발전과정에 있다. 재산권 보호와 투자자 보호와 관련된 법적 제도의 발전은 소득상승과 생산구조의 변화와 함께 금융부문에 시장경제체제가 강력하게 요구될 때에 점진적으로 이루어질 것이다.

마지막으로 이 연구는 현재 중국의 주식시장은 정교한 시장하부구조의 부족과 정치적 제약 등으로 여러 형태의 구조적 결함을 안고 있다고 지적한다. 발행주식의 비유동성, 정보자본 및 인적자본의 축적 미흡, 그리고 상장회사의 부실한 재무상태 등은 주식시장의 건전한 발전을 가로막는 장애요인이 되고 있으며 이러한 결함들은 중국의 현 경제발전단계(또는 시장하부구조의 미발달)와 정치적 제약 등에 의해 비롯되고 있다. 이 중에서 발행주식의 비유동성은 국유기업의 소유구조문제와 관련된 정치적 제약을 반영한다. 정보자본

과 인적자본의 축적이 사회 전반적으로 부족한 것은 인센티브 구조가 왜곡되어 있다는 데에서 기인한다. 금융억압하에서 은행은 사전적 심사와 사후적 감시 등을 통해 기업별 정보를 생산하는 유인을 가질 수 없고 부실한 회계표준으로 주식거래는 주로 투기적 매매에 의존한다. 따라서 인센티브 구조의 전환은 금융억압의 완화를 요구하며 투명한 회계표준은 강력한 법집행을 필요로 한다. 주식 수요를 떨어뜨리는 요인으로 작용하는 상장회사의 부실함은 국유기업 구조조정과 관련된 정치적 제약을 반영한다. 결론적으로 중국 주식시장의 발전은 정치적 제약이 제거되고 시장하부구조 구축과 관련된 고정비용부담이 완화되어야 본격화될 수 있다.

K C I

참고문헌

- 런이푸 외, 『중국의 개혁과 발전전략』, 한동훈·이준엽 옮김, 백산서당, 2001.
- 박찬일, 『중국 금융제도의 발전』, 한국금융연구원, 2003a.
- _____, 「경제성장에 따른 중국 금융제도의 후행적 발전」, 『對外經濟研究』, 제7권 제1호, 대외경제정책연구원, 2003b, pp.29-64.
- _____, 「중국 주식시장의 형성배경, 발전과정, 구조적 결함 및 제도적 제약: 고정비용 개념의 적용을 통한 분석」, 『比較經濟研究』, 제10권 제2호, 한국비교경제학회, 2003c, pp.115-146.
- _____, 「중국 금융억압의 내생적 성격과 향후 금융자유화에 대한 시사점」, 『中國學研究』, 중국학연구회, 2003d(발간예정).
- 좌승희, 『內生的 金融制度論』, 다산출판사, 1995.
- 中國金融年鑑編輯部, 『中國金融年鑑』, 各年版.
- 中國人民銀行, 『中國人民銀行 年報』, 各年版.
- 中國統計出版社, 『中國統計年鑑』, 各年版.
- Anand, B. N. and A. Galetovic, "Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry?," *IMF Working Paper* 90, Washington DC: International Monetary Fund, 2001.
- Beck, T., R. Levine, and N. Loayza, "Finance and the Sources of Growth," *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, pp.261-300.
- Bencivenga, V. R. and B. D. Smith, "Financial Intermediation and Endogenous Growth," *Review of Economic Studies*, 58, 1991, pp.195-209.
- Bencivenga, V. R., B. D. Smith, and R. M. Starr, "Transactions Costs Technological Choice, and Endogenous Growth," *Journal of Economic Theory*, 67(1), 1995, pp.153-177.
- Bowles, P. and G. White, *The Political Economy of China's Financial Reforms*, Westview Press, 1993.
- Gao, S., *Two Decades of Reform in China*, World Scientific, 1999.
- Girardin, E., *Banking Sector Reform and Credit Control in China*, Development Centre of OECD, 1997.

- Greenwood, J. and B. Jovanovic, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, 98(5), 1990, pp.1076–1107.
- Greenwood, J. and B. D. Smith, "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1), 1997, pp.145–181.
- Huang, H. and C. Xu., "Institution, Innovations, and Growth," AEA Papers and Proceedings, 89(2), 1999, pp.438–443.
- Heytens, P. and C. Karacadag, "An Attempt to Profile the Finances of China's Enterprise Sector," *IMF Working Paper* 182, IMF, 2001.
- Hicks, J., *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press, 1969.
- King, R. G. and R. Levine, "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence," *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 1993, pp.513–542.
- Kornai, J., "The Place of the Soft Budget Constraint Syndrome in Economic Theory," *Journal of Comparative Economics*, 26, 1998, pp.11–17.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Government Ownership of Banks," *Journal of Finance*, 57(1), 2002, pp.265–301.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52, 1997, pp.1131–1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106, 1998, pp.1113–1155.
- Lardy, N. R., *China's Unfinished Economic Revolution*, Washington DC: Brookings Institution, 1998.
- Levine, R., "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, 35, 1997, pp.688–726.
- Levine, R., N. Loayza, and T. Beck, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," *Journal of Monetary Economics*, 46, 2000, pp.31–77.
- Levine, R. and S. Zervos, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth,

- ” American Economic Review, 88, 1998, pp.537–558.
- Lin, J. Y. and G. Tan, “Policy Burdens, Accountability, and the Soft Budget Constraint,” AEA Papers and Proceedings, 89(2), 1999, pp.426–431.
- McKinnon, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution, 1973.
- Neusser, K. and M. Kugler, “Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries,” Review of Economics and Statistics, 80, 1998, pp.638–646.
- North, D. C., *Structure and Change in Economic History*, New York: W. W. Norton, 1981.
- Qian, Y. and C. Xu, “Innovation and Bureaucracy under Soft and Hard Budget Constraints,” *Review of Economic Studies*, 65, 1998, pp.151–164.
- Rousseau, P. L. and P. Wachtel, “Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980–1995,” *Journal of Banking and Finance*, 24, 2000, pp.1933–1957.
- Shaw, E. S., *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Tam, O. K., “Capital Market Development in China,” *World Development*, 19(5), pp.511–532.

Endogenous Characteristics of Chinese Financial Reforms

Chanil Park

The purpose of this paper is to show that financial reforms can be endogenous responses to economic growth and changes in political constraints rather than autonomous policy tools of the authorities. The endogenous characteristics of Chinese financial reforms are identified as follows. First, this paper takes a close look at endogenous aspects of Chinese financial repression policies. The endogenous characters of the financial repression policies explain why future financial liberalization in China may follow an endogenous path. Second, this study finds that recent developments of legal frameworks for financial markets have been institutional responses to macroeconomic imbalances and increased demands for property right protection. Finally, this paper argues that the lack of market infrastructure and various political constraints are major obstacles for capital market developments. As the economy grows further, the fixed costs associated with the establishment of market infrastructure will be mitigated.

Key Words : endogenous financial reforms, financial repression, legal frameworks, market infrastructure