

금융상품을 통해서 본 한국경제 50년 — 변천과정과 남은 과제 —

이 천 표*

<목

차>

- I. 서
II. 한국금융변천사

- III. 금융자유화의 큰 과제와 추
진전략

I. 서

본고에서는 지난 50년 간의 우리나라 금융부문의 변천을 살펴보려고 한다. 금융산업의 변천, 발달과정을 점검해 보고 앞으로 보다 선진화된 금융부문을 가지기 위하여 어떠한 것이 필요하겠는지를 생각해 보려고 한다. 금융상품에 초점을 맞추고 금융상품의 변천과정을 검토하는 것을 통해 금융산업의 변화를 보는 방식으로 이러한 과업을 추구하려고 한다.

금융상품이란 금융기관의 영업수단이다. 금융기관은 금융상품을 매매하고 중개하면서 금융중개서비스를 수행하고 있다. 따라서 금융시장이 변화하고 금융기관의 종류와 개개 기관의 영업내용이 달라짐에 따라 금융상품도 달라지게 되어 있다. 이러한 측면에서 보아 금융상품의 종류와 거래량의 변천을 보는 것은 금융산업의 변천과정을 보는 하나의 창구가 될 수 있다.

근년에 들어서 금융혁신이 활발히 진행되고 있다. 이때 금융혁신이란 종래에는 존재하고 있지 않던 금융상품을 새로이, 그리고 의도적으로 만들어 시장에 내놓는 것을 의미한다. 금융혁신이 있고 나면 금융상품의 종류가 늘어나게 되고 새로이 도입된 상품의 거래량이 증가하게 되면서 시장의 각종 상품들 사이에서 시장점유율이 바뀌게 된다. 일반적으로 말해 금융혁신이 있고 나면, 금융상품의 종류가 다양해지면서 금융시장이 질적으로 달라지게 되고, 새로이

*서울대 경제학부

도입된 상품을 중심으로 하여 거래가 활발하게 되어 금융시장이 양적으로도 커지게 된다.

금융시장에서 거래되고 있는 상품의 구조를 보면 그 금융시장의 성격을 알 수 있다. 얼마나 다기한 상품이 얼마나 활발하게 거래되고 있는지를 보아 그러한 시장이 얼마나 발달되어 있고 얼마나 금융서비스 수요자의 요구에 충실히 부응하고 있는지를 알 수 있다. 나아가 금융기관들이 어떠한 상품을 거래하고 있는지를 보아 이른바 금융기관간의 업무영역이 어떻게 구획되고 있는지를 알 수 있다. 제도적이고 인위적인 제약에 의해 업무영역이 구분되어 있는 측면과 그러한 제약하에서 각개 기관들의 경쟁력에 따라 각개 기관들이 얼마나 활발히 영업을 진행하고 또 신장시키고 있는지를 알 수 있다.

Ⅱ. 한국금융변천의 略史

지난 50년 동안의 우리나라의 금융변천과정을 보면 최근의 몇해를 제외하고는 그것을 이러한 금융혁신과 연계시키기가 어렵다. 우리가 신생국가로서 모든 것을 새로이 갖추고 정비해야 하였기에 금융상품이 새로이 시장에 도입되는 양태는 기왕에 존재하고 있던 금융중개기관이 시장점유율을 높이기 위하여 의도적으로 새로운 상품을 내놓는 것이라기보다는 새로운 금융기관이 생기고 그것이 전담하는 업무가 새로이 규정됨에 따라 새로운 상품이 도입되는 형태를 띠워 왔기 때문이다. 이러한 양상으로부터 달라져 금융기관들이 주도적이고 적극적으로 금융상품을 시장에 내놓기 시작한 것은 80년대의 후반 이후부터로 보인다.

이하의 논의는 이러한 인식의 바탕 아래에서 한국금융경제의 변천과정을 그것이 금융경제로서 제도를 갖추고 정비되어 온 기간과 일단 어느 정도의 제도 정비를 이룬 다음 그것의 내용을 충실히 하고 운영을 확충해 온 기간으로 2분 되어 진행된다.

1. 제도정비기

여기 논의의 시발점은 해방 직후인 1945년이다. 이때부터 우리는 해방을 맞으면서 일제의 질곡으로부터 벗어날 수 있었다. 그러나 이러한 변화는 정치 제도적인 면에서나 확연하게 보였을뿐 연속성을 피할 수 없는 경제제도의 면에서는 반드시 그러하다고 하기 어렵다. 과거의 경제생활속의 관행이나 법제를 하루아침에 바꿀 수는 없었기 때문이다. 그에 따라 우리는 45년 직후에는 일제시의 화폐를 쓰고 일제시의 은행등 금융제도를 가지고 살 수밖에 없었다.

구 조선은행권이 미군정기간중에도 사용되었으며 당시 거래된 주식이나 사채도 대부분 일본인회사의 그것들이었다. 그러다가 5년 후인 1950년에 한국은행을 정식으로 창립하였고 그 이후 우리의 화폐인 한국은행권을 사용할 수 있게 되었다. 이때부터 우리의 독립된 금융제도를 갖게 된 것이라 할 수 있다. 금융이라는 公共財를 정식으로 공급하는 최소한의 형식을 갖추게 되기까지 해방후 5년여의 시간이 걸린 것이다.

해방직후 혼란기의 최대과제는 물가를 안정시키고 생계를 유지하는 것이었다. 일본경제와의 급속한 단절에 따라 나타난 물자부족을 식량, 의류 등의 원조를 통해 메우려고 하면서 동시에 통화과다에 의한 인플레이션을 막아 보려고 하였다. 이 당시에는 미국의 달러가 외환수입의 거의 전부이었으나 그것이 부족하였기 때문에 외환관리를 하였다. 처음에는 1달러가 15圓이었으나 48년에 이르게 되면 공정율은 450圓이고 시장가격에 근사했다고 볼 수 있는 협정율은 900圓이었다. 이것이 50년에 가서는 1,800圓이었다가 2,500圓으로 높아졌다. 사실상의 2중환율제 또는 복수환율제가 시행되었던 것이다.

이 당시의 금융상품은 은행상품이 주종이었다. 은행에 대한 예금, 은행으로부터의 대출이 금융상품의 거의 전부라고 할 수 있는 정도이었으니 상품의 다양성면에서는 매우 단조로웠다고 할 수 있다. 이때 은행법을 통해 과거의 은행들을 정비하였다. 특히 이들에 대한 각종 예금제도를 만든 후 예금을 장려하려고 하였다. 물가안정의 필요때문에 대출은 자유로울 수가 없었으니 대출한도제, 응자사전승인제, 우대어음제 등을 통해 대출을 억제하였다. 이에 따라 대출이율, 여신이율, 예금이율 등이 중앙은행에 의해 결정되었다. 더불어 무진이나 신탁과 같은 準銀行의 금융기관의 활동도 있었다.

1951년부터 금융제도를 정비하게 되면서 예금의 종류도 많아졌다. 예금에 대한 이율이 다기화되는 등의 양태로 금융상품이 많아지기도 하였다. 예금준비제도가 도입되어 지불준비율조작의 입지를 마련할 수도 있었으며, 이것이 재할인정책, 금리정책과 함께 물가안정을 향한 유동성관리의 수단으로 되었다. 실제로는 53년부터 활동을 시작할 수 있었던 산업은행이 51년 설립되어 장기금융에 임하려는 채비를 갖추게 되었고, 일제시의 보험회사를 자본금 1억 원을 가지게끔 정비하여 화재보험을 중심으로 하여 손해보험업무를 취급하게 되었다.

1953년에 1차 통화개혁이 있었다. 형식적으로는 신구권의 교환비율을 100 대 1로 하는 단위호칭가치 변경의 형태를 띤 것이었다. 그러나 실질적으로는 신고예치된 구권의 인출사용이 제한되었기 때문에 이 통화개혁은 전쟁으로 혼란에 빠진 상황에서 어느 정도 유동성을 한정시키는 작용을 하였다. 이후 60

년까지 물가안정을 위하여 재정안정계획이 시행되었으며, 54년에는 산업부홍국채를 발행하여 유동성을 수속하면서 산업진흥을 위한 자금을 마련해 보려고 하게도 되었다. 55년 이래 대출은 상업어음의 할인의 형식을 통해 이루어져 왔으며 대출의 대상이 될 수 있는 업종, 업체와 규모가 제한되어 운영되었다. 그후 이러한 제한은 점차 완화되게 되는데, 이러한 제한이 모두 없어져 자율화되는 것은 93년이나 가야 가능하게 된다. 한편, 이때까지 도입된 것중 새로운 금융상품이랄 수 있는 것은 58년에 도입된 무기명 정기예금제도 정도였다.

1961년에는 중소기업의 금융을 위한 중소기업은행이 설립되었고 또 종래의 무진회사를 흡수합병하여 국민은행이 만들어졌다. 수협도 62년에 창설되었다. 최초의 통화안정증권이 1961년에 발행되었다. 일반은행이 62년부터 적금관계대출을 취급하게 됨에 따라 주요 기업이 아닌 곳에 대한 대출도 가능하게 되었고, 같은 해 국민은행은 영세소상공업자와 봉급생활자를 위한 소액신용대출을 시작하였다. 수협은 63년부터 어선건조, 수산물양식, 영어, 수산시설, 수산운전 등 비교적 광범위한 용도를 포함하는 대출활동을 시작하였다. 산업은행도 62년부터 본격적인 재정자금대출을 시작하게 되었다.

1955년에 대한생명이 설립되었고 56년에 고려생명이 설립되어 생명보험업무를 시작하게 되었다. 보험을 인수하는 이외에 이들은 보험약관대출을 취급하기도 하였다. 1956년에는 농업은행이 설립되어 농업금융을 취급하게 되었다. 56년에는 영농자금의 대출을 시작하였고 58년에는 재정수리자금을 취급하게도 되었다.

공식적인 증권시장은 1946년 구 조선증권취인소가 閉鎖됨으로써 없어졌었다. 그런 와중에서도 49년부터는 대한증권주식회사가 경성방직, 조선무진, 조선철도, 동아일보사 등의 주식을 사실상 거래하였다. 그러나 6.25 중에는 이런 거래마저 사라졌다. 그러다가 농지개혁법에 의해 지주에 대한 보상용으로 49년 발행한 지가증권과 50년 발행한 건국국채가 거래되어 증권거래의 명맥을 유지했던 정도였다. 그 이후 1956년에 가서는 대한증권거래소가 설립, 개장되어 공식적으로 증권거래를 할 수 있게 되었다. 이때 거래의 중심은 국채였다.

1960년대에 들어와서는 경제개발을 제일의 과제로 삼고 이를 위해 많은 노력을 기울이게 되었다. 우선 1962년에 제2차 통화개혁이 있었는데, ‘圓’을 ‘원’으로 바꾸고 단위호칭가치를 10분의 1로 절하하는 것이 내용이었다. 60년대 이후에는 수출제일주의를 표방하면서 수출을 장려하였고 이를 위하여 수출금융이라는 이른바 정책금융제도도 가지게 되었다. 64년에는 이른바 단일변동환율제를 채택하여 당시의 복수환율을 하나로 정리하였고 환율변동을 보다

유연하게 하려고 하였다. 이를 위해 채택한 금융상품이 외환증서인바, 이것은 당시의 외환집중제하에서 외환을 가지게 된 사람이 그것을 강제로 외환당국에 매각하지 않고 한정된 기간이나마 스스로 보유하고 있다가 차후 환율이 인상되었을 때 매각할 수 있도록 하여 어떤 방도로든 외환수입을 가질 수 있게 된 사람들로 하여금 환율의 상승에 따르는 이익을 차지할 수 있도록 한 것이다.

1964년에는 비거주자와 외국인 거주자에 대해 외화정기예금이 허용되었다. 또 결제통화도 종래의 미국 달러, 영국 파운드, 서독 마르크, 홍콩 달러에 카나다 달러, 프랑스 프랑, 이탈리 리라, 스위스 프랑이 추가되었다. 65년에는 국제통화기금과 대기성차관(stand-by credit) 협정을 맺어 일단 유사시에 외환을 확보할 수 있는 방도도 마련하였다.

금융제도는 계속 정비되어 갔다. 66년에는 적립식 정기예금제도라는 것도 실시되게 되었다. 73년에 도입된 불특정 만기 정기예금제도와 더불어 이것은 우리나라의 금융이 정기예금이나 정기적금과 관련하여서 만기나 자금불입방법의 차원에서 적극적인 금융혁신을 했다는 의미에서 당시로서는 희귀한 행위의 증거라고 할 수 있겠다.

63년 증권파동후 한국증권거래소가 출범하게 되었다. 또 재보험공사가 생겨 보험시장을 정비하였다. 64년에는 통화안정계정이 도입되었으며 이것이 통화안정증권과 더불어 차후 이른바 도덕적 설득(moral suasion)이라는 금융정책수단을 활용할 수 있도록 하는 형식적 기반을 마련하였다.

이때에는 금융이 가장 중요한 산업정책수단이었으며 은행이 금융의 중심이었다. 66년에는 선수출금융인 무역금융이 시작되었으며, 67년에 수출용원자재의 수입을 위한 금융도 가능하게 되었다. 69년에는 외화대출제도가 생겨 일반은행과 산업은행이 이를 취급하였고, 71년에는 수출용국산원자재의 생산자금이나 구매자금도 대여할 수 있게끔 대출활동이 확장되었다. 또 67년에는 주택은행에 의한 개인주택건설자금, 일반주택매입자금, 주택개발자금, 임대주택건설자금 등의 대부가 이루어지게 되었다. 68년에는 자동차할부판매대출이라는 소비성 대출이 최초로 시행되었다.

이때까지의 금융발전이란 비은행기관의 금융혁신에 의한 신상품의 도입이라는 형태를 띠우기보다는 은행을 높리고 은행이 취급하는 상품의 수를 확대하는 형태를 취했다. 예컨대, 66년에는 양도식 정기예금이 도입되었고, 67년에는 대구은행이 설립되었는데 이것이 그후 여럿 나타난 지방은행의 시발이 되었다. 주택금고도 생겨나 주택금융을 담당하게 되었다. 68년에는 한국신탁은행이 설립되어 신탁업무를 전담하게 되었고, 주택금고는 69년 주택은행이 되

었다. 담보능력이 부족한 중소기업등에 대한 신용공여를 보다 용이하게 하기 위하여 69년에는 보증보험전업회사가 만들어졌다.

1967년에는 외국환업무 전담은행으로서 한국외환은행이 설립되었다. 69년에는 중장기신용의 수출을 지원하고 해외투자를 용이하게 하기 위한 수출입은행이 출범하였다.

1967년에는 재정증권법이 통과되어 공개시장조작의 기반으로 되는 화폐시장을 조성하는 수단인 정부증권이 정식으로 나타나게 되었다. 동년 양곡증권의 발행을 비롯한 정부증권이 공급되었다. 1968년에는 자본시장육성에 관한 법률이 통과되어 발행시장의 육성을 획책하게 되었다. 기업의 공개를 유도하고, 투자의 여건을 조성하려고 하였으며, 투자개발공사를 설립하여 주식과 회사채의 공모를 담당하도록 하였다. 68년에는 도로공채의 발행이 있었다. 70년에는 한국투자공사가 만들어져 증권투자신탁업무를 담당하게 되었고, 이 기관은 72년에는 증권저축업무도 개시하였다.

1968년에는 외국의 보험회사인 AIU와 AFIA에 대해 국내에서의 영업허가가 주어졌다. 1971년 이들이 동방화재에 합작투자를 할 수 있게 됨으로써 이들은 한국인을 대상으로 영업을 할 수 있게 되었다. 69년에는 해외재보험의 다원화를 꾀하였다.

공적인 금융기관은 수출증대와 주요 산업의 건설이라는 목적을 가지고 활동하였다. 사실상 모든 금융기관이 다소간에 정책금융을 취급하였다. 그러나 이렇게 산업정책에 합치하는 금융을 하는 이외에 한계적으로는 자신의 이윤을 추구하는 활동을 할 수도 있었다. 이런 과정에서 한정적으로는 공적 금융기관에 사실상의 사금융이 숨어 있었다고 할 수 있었다. 그러나 사금융은 주로 공적시장 밖의 시장에서 사실상의 거래속에 숨어서 활동하고 있었다. 이들은 공금융과 공존하였다. 당시의 상황에서는 금융수요가 공급을 초과하고 있었으며 이러한 초과수요가 가격메카니즘에 의해 해소되기 보다 신용배급을 통해 해결되었다. 당시의 경제개발 5개년계획에서 우선시되었던 투자사업에 대해서는 시장에서의 숨어 있는 균형이자율 이하에서 자금이 공여되었다. 그 이면에서 다른 사업들은 정식으로 금융기관을 통해 투자자금을 공여받기가 어려웠다.

그런데도 불구하고 총수요가 총공급을 초과하여 항시적으로 인플레이션의 압력이 있었다. 이를 금융적인 방도로 방지하기 위해서 처음에는 은행들로 하여금 한국은행 통화안정계정에 한은이 책정한 유동성을 강제예치할 것을 종용하였다. 그러다가 차후에는 한국은행발행 통화안정증권을 강제매입하게 하여 유동성을 조절하였다. 통화안정계정이라는 길을 통하여 일반은행 이외에 지방은행들이 통화관리에 협력하도록 강제된 것은 1973년이었다.

1967년에는 외국은행의 서울지점들이 허가되었다. 이들은 그 성격상 모두 상업은행으로서 당시의 우리나라 상업은행들이 취급하지 않았던 특이한 상품들을 가진 것은 아니었다. 그러나 이들은 이미 알려진 상품을 거래하는 데 있어 고급인 기법을 활용할 수 있으리라고 기대되었다. 이른바 선진금융기법을 우리에게 전수할 수 있을 것으로 기대되었다. 이와 밭을 맞추어 외국통화간 선물환제도도 1968년에 도입되었다. 그러나 실제거래는 외국환은행의 대고객 매입거래에 한정되었다. 이러한 거래는 국제외환시장에서의 외환거래와 아르비트라주에 의해 1일도 못되는 몇시간 동안 유용하게 이용할 수 있는 것이었다.

1976년 이후에는 국제수지의 호전과 외국환 취급기관의 증가에 따라 외국환은행과 외국금융기관과의 거래를 허용하였고, 77년에는 대고객 매도 및 국내 외국환은행간의 거래도 허용하였다. 그리고 1979년에는 實需금액 범위내에서는 은행간거래의 제한을 폐지하였다. 그러나 이러한 변천이란 그야말로 사소한 것으로서, 1980년 원화 대 외국통화간 선물환이 허용될 때까지 질적인 변화는 없었다고 할 수 있겠다.

공금융과 사금융이 혼재하고 있는 가운데 공금융에 대한 제약이 점점 심해지다 보니 공금융은 위축되고 사금융이 상대적으로 번성하게 되었다. 그런데 사금융에서의 이자율은 공금융의 그것에 비해서 높았고 이로써 사금융의 번성은 그것으로부터 자금을 차입한 기업들에게 부담이 되었다. 1972년에 이르러서는 이러한 부담이 기업의 정상적 운영을 불가능하게 할 정도로 과다하게 되었다고 인지되게 되었다. 여기에서 경제의 안정과 성장에 관한 긴급명령으로 이른바 8·3 조치가 나타나게 되었다. 악화되어 있는 기업의 재무구조가 물가와 환율의 악순환의 원인이 되고 있다고 진단하고, 기업들로 하여금 사채의 중압으로부터 벗어나 보다 개선된 재무구조를 갖게 하고자 하여 취해진 8.3조치는, 사채의 변제를 5년간 중지하도록 했고 그것에 대한 이자율을 月 1.35%(年 16.2%)로 고정한 뒤 매월 이자를 지급하도록 하였다. 이로써 사채를 동결시키는 효과를 가지게 되었고 더불어 사채의 출자전환도 장려하였다. 이때에는 한국은행의 발권력에 기인하는 자금을 가지고 年利 8%, 3년 거치 5년 분할상환의 특별자금을 기업에 공급하기도 하였다.

종래의 사금융을 흡수하여 다소 공금융적인 방식으로 금융중개를 하게 하려는 구도에 따라 1972년에는 단기금융업법, 상호신용금고법, 신용협동조합법 등이 제정되었다. 사금융을 제도화하려고 했던 것이다. 단자회사는 어음 기타 채무증서의 할인, 매매, 인수, 보증, 자기어음의 발행 등의 업무 할 수 있었으며, 기타 다른 기관들은 어음할인, 상호부금, 소액신용대출을 취급할 수 있었다. 더불어 중소기업과 농수산업을 위한 신용보증기금과 마을금고가 설치,

운영되었다.

이로써 종래 사금융시장에서 사채거래를 하던 사람들은 특히 단자회사를 통해 종래하던 것과 유사한 금융중개를 할 수 있게 되었다. 그러나 이들의 금융중개에 개재된 금리는 공금융시장에서의 금리보다 높았는 바, 이러한 시장에 대한 위험성에 대응하는 프레미엄이 그 차이속에서 반영된 것이라고 할 수 있겠다. 아무튼 이러한 단자회사, 기타 半公半私 성격의 金融機關이 나타나 자신들이 발행한 어음을 주된 상품으로 하면서 은행들이 미처 채우지 못하는 금융수요를 채우게 됨에 따라 금융시장은 2분화 내지 다분화되었다. 그리고 상대적으로 자유로웠던 이들의 이자율과 제약받고 있던 공금융기관인 은행의 이자율이 차별화되었고, 이러한 차별화속에서 사실상의 금리자유화가 진전되었다. 공금융에서는 여전히 금리규제가 있었으나, 사금융에서는 금리가 수급사정을 반영하게끔 다소간 자유롭게 결정되었다. 그리고 이러한 공금융과 사금융을 모두 포함하는 전체로서는 사금융의 부분에 해당하는 만큼 부분적으로 자유화가 이루어졌다고 할 수 있게 되었다. 그런데 이러한 단자회사는 은행과 대단히 유사한 방법으로 금융중개를 하였으므로 준은행이라고 할 수 있는 것이었다. 그러나 이들에게 자기앞수표를 발행할 권한은 주어져 있지 않았기에 이들은 신용창조조직의 일원으로 되지 못하였고 그로써 지급결제기능을 가지지도 못하였다.

사금융의 공금융으로의 흡수가 시도되고 있는 중에서도 특수은행에 의한 정책적 금융지원은 계속되었다. 72년에는 산업은행에 의해 산업합리화자금대출이 시작되었고 그 이듬 해에는 관광진흥개발자금이 대출되었다. 농협은 농산물가격안정자금을 69년부터 취급하였으며, 주택은행은 분양주택구입자금과 대지구입자금을 75년부터 공여하게 되었다. 보험회사들의 대출상품도 확대되었다. 이들은 72년에는 담보대출과 어음할인을, 73년에는 신용대출을, 76년에는 주택보험대출을 취급하기에 이르렀다.

공금융과 사금융이 혼재하면서 사금융의 영역이 넓어지는 것에 상응하여 사실상의 금융자유화가 진전되었던 당시의 상황에서 외국은행의 처신은 주목할 만한 것이었다. 이들은 67년 일찌기 수입담보금대출을 시작하였고 69년에는 외화대출을 취급하였다. 우리나라의 은행들에 비해 아무래도 활동에 제약이 적었는데다 고객과 밀착된 관계를 유지하기가 상대적으로 어려웠기 때문에 우리은행들이 취급하지 않는 상품을 가지고 영업을 하려고 할 수 밖에 없었던 때문이었다. 이들의 이러한 행동은 금융자유화의 정도가 상당히 진전된 80년대 말에 가서는 더욱 두드러져 나타나는데, 89년 내집마련대출로서 거액인 2억원을 대출하는 상품을 소개한 것과 그후 그것을 내집마련 이외의 다른 목적

으로도 쓸 수 있도록 하는 다목적대출제도로 바꾼 것이 이들의 활달성을 보여주는 좋은 예라 하겠다.

새로운 기관을 설립하면서 새로운 상품을 도입하는 양상은 계속되었다. 1973년에는 국민투자기금법을 제정하여 국민투자채권을 발행하였고 이것으로부터 동원된 자금과 정부로부터의 전입금과 예탁금을 재원으로 하여 중화학공업지원을 목표로 삼고 주요사업에 대해 장기융자하는 제도를 마련하였다. 이 때 국민투자채권은 국민복지연금, 생명보험, 우편저금, 각종 공공기금, 은행 저축성예금, 보험자금, 불특정금전신탁자금 등이 인수해야 했으며, 융자된 자금은 용지매입, 연불수출, 철강, 조선, 비철금속, 전자, 화학 등의 산업에의 대출에 쓰였다.

1975년에는 중소기업이 중소기업육성자금대출을 본격 취급하기 시작하였고 또 중소기업은행과 국민은행에 의해 학자금대출도 이루어졌다. 1976년에는 방위산업지원자금대출제도가 생겨 당시의 목표였던 중화학공업화를 측면 지원하였다. 마찬가지의 동기를 가지고 산업은행은 76년부터 계획조선, 기계국산화, 기술개발 등을 위한 금융을 취급하게 되었다.

1974년에는 중소기업의 대출을 돋기 위한 신용보증기금이 설치되었고 시설대여를 목적으로 하는 리스회사도 설립되었다. 투자신탁의 전업회사인 한국투자신탁이 설립된 것도 동년이었다. 반면 두번째 투자신탁회사인 대한투자신탁은 1977년에 가서야 업무를 시작할 수 있었다.

1975년에는 영국의 머천트 은행을 모델로 하여 종합금융회사가 설립허가되었다. 이것은 일반금융업무, 단기금융회사업무, 증권업무, 경영지도 등 용역업무를 취급할 수 있어 다른 어떤 금융기관보다 광범위한 업무영역을 가지게 된 것이다. 이중 일반금융업무는 예금수입과 외자도입은 제외한 것이었고 또 시설대여, 증권투자신탁, 금전신탁을 제외한 모든 신탁은 포함한 것이었다. 단자회사등 舊私金融의 성격을 일부 가지는 금융기관들도 업무를 확대시켜 왔다. 72년 기업어음할인으로 시작한 이들은 79년에는 어음보증업무를 추가할 수 있었고, 80년에는 팩토링을, 89년에는 적격어음인수를 취급할 수 있도록 되었다.

직접금융과 관련하여서는 1974년 기업공개와 기업재무구조개선을 위한 5.29조치를 유의하여야 하겠다. 이것은 가족기업을 공개기업으로 만들려는 것을 목적으로 하는 것이었다. 이를 위하여 기업집중을 억제하게끔 하고자 계열기업군에 대한 여신관리규정을 제정하여 운영하였다. 은행의 여신을 많이 쓰는 기업을 재무구조취약기업이라고 구분하였고, 이들에게는 여신담보지급보증과 차관지급보증을 중지하였다. 또 기업공개계획, 대주주주식매출계획, 방

계기업처분계획, 비업무용부동산처분계획을 세워 제출하도록 했다. 나아가 이에 불응할 시에는 신규대출을 금지하였다.

더불어 이 해에는 한국투자신탁에 의한 장기공사채투자신탁이 시작되었고, 신탁형 증권저축제도도 소개되었다. 이러한 투신상품의 다양화는 75년 단기공사채투자신탁과 新株投資信託이 도입되고 76년에 성장주식투자신탁이 도입되는 것 등에 의해 계속되었다.

이러한 모든 변화가 새로운 기관의 대두와 그에 따르는 새상품의 대두 내지 기존상품의 변형이라 할 수 있다면, 1974년에 도입된 양도성 정기예금제도는 상당한 新商品性을 가진 것이라고 할 수 있다. 이것이 예금을 양도할 수 있는 길을 최초로 열어 놓았기 때문이다. 나아가 73년의 가계예금이나 77년의 국민청약부금은 다소나마 서민들의 복지증진을 감안한 것이라는 점에서 신상품으로 보아도 좋겠다. 76년 제정된 저축증대와 근로자재산형성지원에 관한 법률에 의거하여 2년제 목돈마련저축이 가능하게 된 이래 이것들은 모두 같은 목적을 가지고 도입된 것이라고 할 수 있겠다. 이러한 제도는 그 후 저축증대의 필요성이 더 커짐에 대응하여 가입대상, 월 급여의 한도, 저축기간 등의 단면에서 확장되었다. 목돈마련저축제도가 생긴 것에 대응하여 이러한 저축의 계약자에 대한 주택자금 및 긴급소요자금의 융자도 가능하게 되었다. 또 77년 이후로는 농협에 의한 농촌환경개선, 농기계구입, 양곡창고마련 등의 목적을 위한 자금지원도 시작되었다.

목돈마련저축제도의 도입은 투자신탁회사들로 하여금 79년부터 재형저축을 취급하는 이외에 일시납입이나 적립식의 저축형 투자신탁을 소개하도록 유도하였다.

1977년 한은법을 개정하면서 한은이 비은행금융기관의 예수금을 받을 수 있도록 하여 지불준비금의 한은집중을 다소 강화시켰다는 것도 금융시장의 제 영역에 대해 중앙은행의 영향력을 증대시키는 것이었다는 의미에서 유의할 만한 것이다. 79년에는 통화안정증권의 조작을 강화하는 변화가 있었다.

안정화를 추구하였던 1978년에는 정책금융을 조정하면서 장기신용은행을 설립하였다. 이 은행은 운전자금을 공여하는 이외에 상업어음할인도 하여 초기에는 일반은행과 근사한 활동도 하였다. 그러다가 80년에 중장기외화대출을 시작하였고, 그 이후 85년에는 사채를 인수하고 87년에는 국민투자자금, 석유사업자금, 공업발전기금, 가스안전기금 등을 취급하게 됨으로써 장기신용은행으로서의 본연의 임무를 수행할 수 있게 되었다.

70년대 말 석유파동과 외채이용의 빈번화에 대응하여 80년에는 일반은행에 의한 에너지절약시설자금이 신설되었고, 산업은행에 의한 에너지이용 합리화

자금의 공여가 시작되었으며, 국민은행에 의한 차관자금전대업체에 대한 내자지원 금융이 행해졌다. 한편, 농협은 농어촌의 구조조정을 돋고자 80년에는 농기계화사업자금을, 82년에는 영세민 생업자금을, 83년에는 농지조성자금을 조성하여 운영하였다.

74년 IMF의 oil facility를 이용하고 75년 IDA에서 차입한 것은 우리의 국제금융상품의 접촉영역을 확대한 예라고 할 수 있겠다. 77년 지정통화를 사우디 아라비아의 리알, 쿠웨이트의 디날 등을 포함하게끔 확대한 것이 이러한 활동확장과 궤를 같이 하는 것이라 하겠다.

1980년에 들어서 우리는 심한 외환부족을 경험하였다. 당시 우리는 개도국 중 제4위의 外債國이었으며, 81년부터 시작된는 이른바 외채위기의 영향을 받지 않을 수 없는 처지이었다. 외환보유고는 3개월의 수입액에 상당해야 한다는 등 그것의 정상수준에 훨씬 못미치고 있었다. 이에 따라 정부는 수단과 방법을 크게 가리지 않고 외환공급을 늘리는 길을 찾으려고 하게 되었다. 이에 따라 우선 67년 이후 중단되었던 외국은행의 서울시장에의 진입을 새로이 허가하기에 이르렀다. 이를 통하여 이들의 영업자금유입을 도모하였고 그로써 부족한 외환보유고를 보충해 보려고 한 것이었다. 나아가 이러한 외국은행의 추가 진입과 더불어 새로이 많은 신상품이 시장에 나타날 수 있게 되었다.

1980년에 들어와 환율제도가 밴스케 제도로 바뀌게 됨에 따라 환율의 가변성이 종래보다 커지게 되었다. 그리고 이것에 대응하여 원화 對 외국통화간의 선물환거래제도를 실시하게 되었다. 그러나 선물환시장에서 심한 투기가 발생할 위험성을 예방하기 위하여 선물환거래의 규모, 기간, 거래당사자 등에 대해서는 일정한 제한을 가했다. 거래를 할 수 있는 당사자로는 외국환은행과 일반이 있었는데, 이중 일반이란 수출 또는 수입계약을 체결한 자, 기타 외화의 수취 또는 외화의 지급의 필요가 계약서 등에 의해 확실시 되는 자, 장래 외환거래를 할 것이 확실하게 인정되는 자(이것은 1983년부터 추가된 것임)를 의미하였다. 환언하면 아르비트라주를 하려는 자나 투기를 하려는 자는 선물환시장 참여가 제외되었다. 나아가 實需原則이라고 하여 선물환의 거래금액은 실수요하는 금액을 초과할 수 없게 하였다. 또 선물환의 계약기간은 일반이 개재된 거래에 대해서는 6개월, 은행간 거래는 1년 이내이어야 한다는 제한이 있었다.

이러한 고려를 반영하여 만들어진 거래제도의 내용은 다음과 같다. 먼저, 선물환율은 외환시장운영협의회(Practice Committee)가 정하는 예시율의 일정범위내(0.5% 가감)에서 취급은행이 결정하도록 하였고, 實需대상을 무역 거래에 한정하고 대상통화를 미달러화에 한정하였으며, 계약기간은 3개월 이

내로 하고 금융기관의 회계처리는 備忘기록으로 하도록 하였다. 그리고 동년 10월에는 다시 대고객 원화 對 외국통화간 거래의 실수대상에 무역외거래 및 차관, 외화대출 원리금상환 등 자본거래의 일부항목을 추가하였고, 그 기간도 3개월에서 6개월 이내로 확대하였다. 한편 대상통화에 엔화, 마르크화, 파운드화를 추가하였다. 1981년에는 선물환율의 결정을 취급은행 자율에 맡기었고, 실수대상을 모든 경상거래와 자본거래로 확대함으로써 선물환율의 결정이 자율화되도록 했다. 1982년에는 대고객 원화 대 외국통화간거래의 계약기간을 6개월에서 1년으로 연장하는 한편, 금융기관의 선물환거래 회계처리방법을 비망기록에서 대차대조표상 각주로 표시하도록 변경하였다. 1984년에는 다시 대고객 원화 대 외국통화간거래의 실수대상에 거주자계정 예치 및 외화의 원화대가 매각거래를 추가하였다. 1987년 대고객 선물환거래의 계약기간의 제한(1년)을 폐지하고, 수입인증(I/L), 수출인증(E/L)발급이전의 계약서, 물품매도계약서 등도 實需로 인정하는 한편, 외국통화간거래의 실수대상에 거주자 계정에 외화를 예치하고 있는 자를 추가함으로써 실수대상을 확대하였다.

이러한 선물환거래는 1981년 이래의 시험단계를 거쳐 차차 확대되어 왔다고 할 수 있다. 그러나 전체적으로 보아서는 저조한 편이었다. 이 가운데 원화와 외국통화간의 선물환이나 외국통화간의 선물환이 모두 꾸준히 증가하여 왔다. 그러나 전자는 대부분 만기 7일 이내의 초단기거래로서 환리스크를 헷지하려는 선물환 본래의 목적에 비추어 보면 본격적 선물환이라고 할 수 없는 것이었다. 선물환시장의 정상적 기능에 대한 시장 주변에서의 신뢰가 형성되어 있지 않았기 때문에 이러한 기현상이 초래된 것이라고 해석되었다. 반면에 전자에 비해 후자는 보다 착실히 성장해 왔다고 할 수 있겠는데, 주요 통화사이에서 환율이 불안정한 추세를 보여 선물환을 이용할 필요가 높아졌고 또 외국환은행은 대고객거래에 따른 환포지션을 해외시장에서 반대거래를 함으로써 즉시 커버하는 것이 가능하였기 때문이었다.

전반적으로 보아, 선물환시장이 활발하지 못했던 것의 이유로는 다음과 같은 것들이 적시되었다. 환부로거나 딜러 등 선물환제도를 지탱하는 관계제도가 불비되어 있고 기업 등의 인식이 부족하다. 단기금융시장이 발달되어 있지 않아 단기이자율의 결정이 어렵고 자본이동이 제한받고 있어 아르비트라쥬나 헛징을 위해 국제시장을 적극적으로 활용하는 투기가 나타나기 어렵다. 어면 시점에서 보면 우리 통화의 가치는 일방적으로 올라가거나 내려갈 것으로 보여지기 때문에 선물환에 대한 수요는 많으나 공급은 부족하여 초과수요라는 수급의 근본적 불균형이 존재하게 된다.

1981년에는 CP(commercial paper, 신종기업어음)제도가 도입되었다.

이것은 종래 사적인 신용을 근거로 하여 전래적으로 유통되어 오던 어음과는 차별화되는 것으로서 본래적으로 기업 자체의 신용을 비탕으로 어음발행이 가능하도록 한 데서 출발한 것이다. 이런 점에서 이것은 어느 형태로든 금융중개기관의 신용과 관련을 맺고 있었던 종래의 다른 상품들과 구별되는 것이었다. 그럼에도 불구하고 실제 우리나라에서는 신종기업어음으로 금융기관이 보증한 것과 보증하지 않은 것의 두가지가 나타나게 되었다. 우리나라에서 기업 신용이 확고히 확립되어 있지 못했다는 사정때문에, 특히 후자와 관련해서는, 이 상품의 신용도의 기초가 기업신용에 있다는 사실이 퇴색되게 된 때문이었다. 이것을 취급할 수 있는 기관은 서울소재 단자사와 종합금융사로 한정되었고 할인율은 40% 이내에서는 거래당사자가 자유로이 결정하도록 하였다. 지방단자사 및 대형증권회사가 CP를 취급할 수 있도록 된 것은 이 후 84년에 가서야 가능해졌다.

1983년 중소기업제품 수요자금융이나 패토링이 생긴 것은 소비자금융의 성격을 가지는 것이었다. 그러나 동시에 그것은 당시 기업의 위상이 상대적으로 제고되었다는 사실을 반영하는 것이기도 하다.

1984년에 CD(certificate of deposit, 양도성 예금증서)가 소개되었다. 이것은 거액인 예치금에 대해서 예금에 대한 이자율의 제한을 배제하려고 할 때 이용되었던 것으로서 미국 씨티 은행이 크게 성장하는 데 결정적인 요인이 된 것이다. 70년 대중은행의 수신활동에 대해서는 이자율을 통한 제한이 심했는데, 제2금융권에 대해서는 제한이 상대적으로 덜 하였다. 이에 따라 자금이 제2금융권으로 쏠리게 되었고 그 이면에서 銀行圈의 시장점유율은 줄어들었다. 이런 상황에서의 CD의 도입은 은행들로 하여금 다시 시장점유를 늘릴 수 있는 방도로서 도입되었다는 면에서 의미가 큰 것이었다. CD의 최저 발행단위는 1억원이었으며 금리는 년 11%였다. 처음에는 시은, 지방은, 외환은만이 취급할 수 있었으나 즉각 신용카드를 취급하는 기관인 주택은, 중소기업은, 농협이 추가되었다. 86년에 가서야 이것의 발행금리가 자유화되었고 87년에 가서야 최저 발행단위가 5,000만원으로 되었다. 그리고 이때에 가서는 외국은행국내지점도 양도성 예금증서를 취급할 수 있게 되었다. 이때 새로이 생긴 대출은 84년의 수출산업설비금융과 국민은행의 소기업창업자금대출을 들 수 있겠다.

이 해에는 CD에는 못미치는 소액저축에 대해서도 경쟁금리의 혜택을 볼 수 있도록 하는 방도의 하나로 CMA(cash management account, 어음관리구좌)가 나타나게 되었다. 지방단자사와 종합금융사에게 취급할 수 있도록 하였고, 전자에 대한 예탁한도는 100만원이었으며, 후자에 대한 것은 200만원

이었다.

동년 외국인의 국내증권시장에 대한 투자를 간접적으로 허용하는 방편이라고 할 수 있는 바 외국인전용 수익증권이 한국투자신탁 및 대한투자신탁을 통해 발행되었다.

1982년에는 은행의 환매조건부 국공채 매출업무가 개시되었다. 이로써 은행에 의한 증권업무취급이 한정적으로 허용되게 되었으며, 금융의 종합화 현상(universalization of finance)을 다소간 수용하게 되었다.

종래 산업정책수단중 제일 중요한 역할을 해 왔다고 할 수 있는 수출금융제도도 1982년에 들어와서는 달라지게 되었다. 수출금융의 금리면에서의 이점은 없어지게 되었으며, 수출을 할 경우 금융을 보장해 준다는 의미에서의 가용성(availability)에 대한 보장이라는 이점만이 남게 되었다.

1983년에는 무보증 CP가 허용되어 중소기업들의 자금조달방식으로 이용될 수 있게 되었고, 마찬가지 맥락에서 중소기업에 대한 대출의무비율이 상향조정되었다. 이때의 비율조정의 근거가 되는 중소기업대출의무제도란 은행대출이 너무 대기업에 쏠리고 중소기업에는 가지 않는 것을 막고자 한 것으로서, 금융기관들로 하여금 중소기업에 대해 일정한 정도 이상의 대출을 의무화하도록 한 것이다. 이 제도는 65년 일반은행을 대상으로 하여 30%의 비율을 가지고 시작된 것인데, 그후 76년에 그 대상 금융기관으로 지방은행을 추가하게 되었고, 86년에는 종합금융회사, 리스회사도 추가하게 되었다. 더불어 의무대출비율도 점차 인상되었다. 이 해에는 무역금융의 단가도 대기업에 비해 중소기업에게 유리하게끔 조정되었다.

85년부터 투자신탁회사들은 미래산업주식, 성장주식, 복지주식, 희망주식, 알찬주식 등 다양한 종류의 주식을 대상으로 하는 투신상품을 시장에 내놓았고, 90년에는 전환사채도 영업대상으로 하게 되었다.

동년에 금융실명거래에 관한 법률에 의해 차등과세가 시행될 수 있게 된 것도 특기할만하다. 비실명에 의한 금융자산소득에 대해 소득세를 실명자산의 소득세에 대한 원천징수세율에 비해 50%-100% 상당만큼 가산하도록 한 것인바, 이 조치의 실효성 여부를 불문하고 비실명의 금융자산을 없애려는 의지를 공식화하였다는 점에서 평가할만한 것이다. 또 이때 우체국에 의해 예금과 보험업무가 재개되었다.

1986년에는 BMF(bond management fund, 통화채권투자신탁)가 도입되었다. 증권회사들이 통화안정증권을 인수해야 하게 됨에 따라 앓은 유동성을 이것의 매출을 통해 회복할 수 있도록 한 것이다. 더불어 CMA를 증권회사들도 취급해도 좋도록 하였다.

1987년에는 근로자주택마련저축제도가 만들어져 상대적으로 경제적 취약자들인 근로자들로 하여금 저축을 하는 데에 있어 다른 계층보다 다소 유리한 취급을 받으면서 재산형성을 할 수 있도록 하였다. 소득분배의 차원에서는 긍정적인 움직임이었으나 금융시장을 인위적으로 분할하게 하는 요인이었다는 점에서는 금융자유화를 그만큼 지연시킨 인자였다. 88년에 도입된 국민주청약 저축예금제도도 마찬가지의 요인이라고 할 수 있다.

신용카드법이 제정되어 신용카드가 널리 쓰일 수 있게 된 것도 이 해부터였다. 또 87년에 채권을 담보로 하는 가계대출이 이루어지게 되었다. 신탁가계대출이 이루어지게 된 것은 이때 소비자금융과 증권보유의 일상화가 다소간 진전되었다는 사정을 반영한 것이라고도 하겠다. 농협에서도 이러한 사정변화에 대응하여 농촌지역개발자금을 공여하기 시작하였다.

구조조정의 필요에 임하여 80년대 후반 새로운 자금들이 다시 여럿 생겼다. 위에 적시한 농촌지역개발자금 이외에 87년 산업은행에 의해 취급된 차관조기상환용 외화대출, 산업기술향상자금, 산업구조조정자금, 공업발전기금 등이 이런 것들의 대표적인 것이겠다. 나아가 89년의 특별설비자금, 91년의 자동화설비자금, 첨단산업육성자금, 생산기술개발자금 등이 다른 현저한 예이고, 92년의 공해방지시설자금이나 신규개발기계구입자금과 93년의 정보통신진흥자금과 중소기업구조개선자금이 이를 잇는 것이라 하겠다. 이때에 와서는 이러한 정책적 자금을 산업은행이나 장기신용은행만 취급하도록 되었는데, 그 이면에서 일반은행은 더 이상 정책금융에 새로이 개입되지 않아도 좋게 되었다.

2. 운행확충기

금융시장에서 異種 금융기관들 사이에서 경쟁이 생겨날 수 있도록 하고 그러한 경쟁의 결과에 따라 시장점유가 결정되도록 하여 진정한 의미의 금융자유화 첫걸음이 됐다고 할 수 있는 조치는 87년에 실제화되었다. 이 해에 은행에 의한 노후생활연금신탁, 생명보험회사에 의한 노후설계연금보험, 투자신탁회사에 의한 통화채투자신탁이 동시에 허가되어 연금시장에서의 이들 異種機關들 사이에서 경쟁이 일어날 수 있게 되었기 때문이다.

1988년부터는 보다 다양한 저축수단이 나타나게 되었다. 예금은행에 의한 국민주신탁 및 기업자유예금제도, 국민주청약예금이나, 예금은행, 투자금융회사, 종합금융회사 모두가 취급할 수 있도록 허가된 무역어음제도 등이 그것들이다. 나아가 증권회사, 투자신탁회사, 생명보험회사들에 의한 해외증권투자가 허용되었다. 이러한 조치를 도입하는 가운데 이종 금융기관들 사이에서의 경쟁을 유도하는 요소가 개재되어 작동하게 되었다는 것도 유념해야 하겠다.

이 해 말에는 1차 금리자유화가 시행되었다. 2년 이상 장기수신금리의 자유화, 단자 및 종금의 3,000만원 이상의 CP, 은행의 5,000만원 이상의 CD, 회사채와 금융채의 발행금리가 자유화되었다. 또 은행의 금전신탁, 노후생활연금신탁이나 개발신탁, 종금의 CMA, 투신의 수익증권 및 BMF 등 실적배당금융상품의 금리도 자유화되었다. 이러한 금리자유화 움직임과 더불어 단자사에 의한 거액기업예금, 증권사 및 은행에 의한 거액 RP제도도 도입되었다. 89년에는 무역어음의 일반대출시 자유금리적용대상이 만기 91일 이상이고 액면금액 5,000만원 이상인 것으로부터 만기 60일 이상 액면금액 2,000만원 이상인 것으로 확대되었다.

1990년에는 수익율보장 주식형 수익증권이 발매되었고, 92년에는 근로자주식저축제도가 신설된 이외에 단자사에 의한 표지팩토링어음의 발행도 허용되었다. 93년에는 2단계 금리자유화가 실시되었다. 일반대출, 적금관계대출, 수익증권담보대출, 보험약관대출 등과 만기 2년 미만의 회사채 및 금융채와 통화채와 국공채에 대한 금리자유화의 폭이 그 전에 비해 넓어졌다. 또 만기 2년 이상의 정기예금이나 금전신탁, 정기예탁금과 만기 3년 이상의 적립식 예금에 대한 금리도 시장수급을 반영하여 결정되게끔 되었다.

1989년 이후 1992년에 이르는 기간 동안에는 외국환취급은행의 대고객 선물환거래시 실수증빙서류 확인의무가 단계적으로 완화되었다. 이에 따라 건당 100만 달러 이하 거래에는 실수증빙서류제출을 면제하게 되었고, 실수증빙사후 확인대상을 건당 300만 달러 이하로 확대하였다.

그리고 1992년에는 현물환과 선물환 구분을 명료화하였다. 즉 원화/외화간 선물환은 계약의일 이후 결제물(Value today)을, 외화간 선물환은 계약일로부터 3일 이후 결제물을 선물환거래의 대상으로 하였다. 또한 선물환거래 대상을 다른 단면에서도 확대하였다. 해외직접투자 미실행자금, 국내금융기관 해외점포의 영업기금, 기관투자가의 증권투자자금, 외은지점의 영업기금 등에 대한 거주자와 외국환은행간의 선물환거래도 거래대상으로 허용하게 되었고, 국내직접투자, 국내주식투자를 위한 비거주자와 외국환은행간의 선물환거래도 허용하게 되었다. 나아가 선물환율의 결정기준을, 원화와 외화간의 선물환율은 ‘당해 통화간의 금리차 및 국내 외환 및 금융시장 동향 등에 비추어 적정 수준일 것’으로 규정하였고, 외화간 선물환율은 ‘최근 국제외환시장에서 당해 통화의 거래기간별 선물환율에 적정매매 마진을 반영한 수준일 것’으로 명시하였다.

주로 실수증명과 관련된 규제완화의 조치는 그 이후에도 지속되었다. 93년에는 실수증빙서류의 사후제출을 3백만 달러 이하에서 모든 것으로 확대하였

고, 사후제출기간도 15일에서 30일, 그후 45일로 연장하였다. 동년 10월에는 외화간 선물환거래시 실수증빙을 면제하였고, 원화와 외화간 선물환거래에 대해서도 건당 3백만 달러이내인 거래와 건당 3백만 달러 이상인 거래라 하더라도 만기 2일 이내인 거래에 대해서는 실수증빙을 면제하였다. 여기에서의 3백만 달러는 94년 11월에 가서는 1천만 달러로 조정되었다.

80년대 들어와 헛징의 필요가 구체화되면서 선물환과 더불어 국제금융시장에서 헛징과 투기목적으로 쓸 수 있는 여러가지 금융파생상품에 대한 요구도 현재화되기 시작하였다. 이에 따라 나타난 최초의 금융선물거래가 1984년 나타난 외국환은행의 대고객 및 은행간 이자율스왑거래이다. 1987년에 들어와서는 대고객 이자율스왑시 이자교환을 실수거래의 이자지급시에 정산하도록 제한하였다. 동년 10월에 들어서서는 환율변동 헛징을 위한 통화선물, 통화옵션, 통화스왑거래와 금리변동 헛징을 위한 이자율선물, 이자율옵션, 선도금리계약(forward rate agreement: FRA)거래 등의 새로운 금융선물거래방식을 허용하였다.

그러나 이러한 거래를 함에 있어 외화자산 또는 부채를 보유하거나 계약서 등에 의하여 외화수취 또는 지급이 확실한 거주자만이 외국환은행과 거래할 수 있도록 거래자격을 제한하였고, 계약기간 및 금액은 실수기간 및 실수금액으로 한정하였다. 해외금융선물거래소에 상장된 금융선물거래도 외국환은행을 통하여 거래하도록 하여 거래의 방법을 제한하였다. 또한 금융기관의 회계처리에 있어서 통화선물 및 옵션, 통화스왑은 각주표시로 하고, 이자율선물 및 옵션, 이자율스왑, 선도금리계약은 비망기록으로 하도록 조치하였다. 이러한 한계를 가진 제도의 도입초기단계중 거래실적은 미미한 정도였다.

그러다가 88년 일부 외국은행 지점이 변칙적인 통화옵션거래를 함으로써 문제점을 야기하여 점두거래를 금지하고 해외금융선물거래소에서 거래되는 옵션거래만을 할 수 있도록 제한하자 성장의 잠재력이 기력을 평기 어렵게 되어 팔목할만한 성장은 다시 제약받게 되었다. 1988년에는 해외 금융선물거래소 내의 옵션거래만을 외국환은행을 통하여 거래 가능하도록 하고 투기성이 강한 거주자와 외국환은행간 장외옵션거래를 금지하였다가, 1992년에 들어와서는 이때 금지되었던 장외옵션거래중 매입거래만을 다시 허용하였다.

선물환거래에 대한 것과 대응하게끔 옵션거래에 대해서도 93년 이래 실수증명과 관련되어 규제완화가 시행되었다. 93년에는 실수증명의 사후제출이 3백만 달러 이하에서 모든 거래로 확대되었고 사후제출기간이 15일에서 30일, 그후 45일로 연장되었다. 동년 10월에는 건당 1천만 달러 이내의 거래시 실수증면제출을 면제하였으며, 국내 금융선물거래회사를 통한 해외금융선물거래

를 허용하였다. 94년 11월에는 전당 미화 1천만 달러 이내의 장외금융선물거래에 대해서만 실수증명을 면제하던 것을 2천만 달러로 완화하고 모든 장내금융선물거래에 대해 실수증명을 면제하였다. 또 옵션매입과 결합된 옵션매도거래로서 지금 프레미엄이 수취 프레미엄보다 크거나 같은 경우에는 기업의 옵션매도를 허용하게끔 옵션의 매도제한을 완화하였고, 옵션의 행사가격에 대한 제한도 종래 at the money option만을 허용하던 것으로부터 in the money 및 out of money option도 허용하게끔 완화하였다.

옵션거래에서 대고객거래는 매우 부진한 편이었다. 통화옵션, 금리선물옵션, 금리옵션의 세가지 옵션 중 금리선물옵션만이 은행간 거래의 양상을 띠우며 다소 이루어지다가 89년에 들어와 다소 증가하는 양상을 보였을 뿐이다. 이러한 거래는 외국은행지점 전체거래의 50-60%를 점유하였다. 국내금융기관은 해외유가증권투자를 하게 된 이후 그것에 대응하는 외화자산의 운영기법을 습득하고 경우에 따라서는 단기간의 금리차익을 획득하려는 의도를 가지고 소규모로 옵션거래에 참여하였다.¹⁾

1994년에 연금을 취급할 수 있는 금융기관을 종래 어느 경우보다 넓게 은행, 보험회사, 투자신탁회사 등에 모두 허여하였다는 것이 특기할만한 것이다. 연금이란 우리나라에서 상대적으로 가장 낙후되어 있는 것으로서 차후 큰 발전이 예상되고 있는 것이다. 그런데 이러한 고성장가능성의 상품에 대해 종래 서로 비경쟁적 관계에 있었다고도 할 수 있는 각종 금융기관들에게 이것을 공통적으로 취급할 수 있게 함으로써 앞으로는 최소한 이것에 대해서만은 각 개 기관의 경쟁력에 의해 시장점유의 정도가 결정되는 양상이 전개될 수 있게

1) 여기에서 변칙적인 옵션거래라고 하는 것은 일부기업들이 외은지점들과 통화옵션을 이용하여 사실상 외화자금의 차입거래를 한 것을 지칭한다. 88년 2월 당시 원화절상의 지속, 대기업에 대한 무역금융제도의 폐지, 외화대출의 축소 등의 사유로 기업의 자금사정이 어려워지자, 외은지점이 기업으로부터 미 달러화를 대가로 외국통화를 팔 수 있는(또는 살 수 있는) 옵션을 매입하고 계약만기 시에 실행할 환율을 당시 예상되는 환율보다 아주 낮게(또는 높게) 약정하여 고율의 프레미엄을 기업에게 지급하였다. 그러나 외은지점은 기업으로부터 옵션을 매입하는 동시에 반대로 외국금융기관에 매도(커버)하여 프레미엄을 해외로부터 수취하여 기업에 지급하였기 때문에 프레미엄의 지급에 따르는 손실은 입지 않은 것이 되고, 기업은 옵션매출에 따르는 프레미엄에다 이자를 가산한 것을 외은지점의 옵션의 실행에 따르는 환차손의 부담으로 되갚는 실질을 갖는 것이었다. 결국 기업이 옵션을 매도하고 옵션 프레미엄을 받는 형식을 취하기는 했으나 실질은 외화를 차입하고 그것에 대한 이자를 지급한 실상을 띠는 것이었기에 정상적인 옵션거래가 아니라 변칙적 거래라고 판정한 것이었다. 외환당국은 이러한 변칙거래를 발견하고 나서 이러한 변칙거래를 한 11개 외은지점에 대해 기관경고를 했고 관련기업에 대해서는 옵션 프레미엄 수취액만큼 통화안정증권을 인수하도록 조치하였다.

된 것이다. 나아가 이것이 성장잠재력이 매우 큰 상품이란 것을 상기하면 이것의 경쟁관계의 고도화 작용은 다른 종류의 금융상품에게도 파급되어 나갈 가능성이 크다. 인위적인 금융자유화가 아니라 실질적인 금융자유화가 정착될 수 있는 소지가 마련된 것이다.

1995년에 들어와 주가지수선물거래가 시험되게 되었다. 주가지수선물이란 파생상품의 일종이기에 우리사회에 부족한 파생금융상품의 메뉴를 하나 추가하게 된 것이다. 이것은 증권거래소에서 거래되도록 설계되었으며, 차후 안착하게 되면 주식시장에서 현물거래를 보완하여 주식시장의 발전에 도움이 될 수도 있을 것이다. 그러나 이러한 것의 안착을 위해서는 내부자거래 등을 배제하여 증권시장을 경쟁시장으로 만들 수 있어야 한다는 것이 망각되어서는 안되겠다.

95년에 나타난 것 가운데 주목할만한 다른 신상품이 이른바 절세형 금융상품이다. 금융실명제의 2단계 조치로서 금융소득의 종합과세가 96년부터 실시되게됨에 따라 이렇게 세제가 바뀜으로써 소득세의 부담이 커지게 되는 다액 금융소득자를 대상으로 하여 이들이 가능한 한 세금을 적게 낼 수 있도록 하는 방도로서 절세상품이 개발되어 이들에게 제공되게 된 것이다. 이러한 절세형 금융신상품은 두가지 의미에서 유의할 만한 것이다. 첫째, 외국에서도 금융혁신의 주요 부분이 세금부담을 적게 하는 상품의 개발인바, 이러한 절세상품의 개발로서 우리나라에서도 절세목적의 금융혁신이 지반을 잡아가게 되었다는 것이다. 둘째, 이러한 상품들은 각종 금융기관이 서로 경쟁적으로 개발하여 수요자에게 제공하고 있다는 의미에서 금융자유화를 실제화시키는 효과를 가지고도 있는 것이다. 예컨대, 은행은 상호부금에 가입하게 하면서 대출 이자와 예금이자가 모두 0이 되도록 하는 상품을 내놓았고, 증권사는 5년 이상의 장기 국공채를 매입하게 하여 분리과세가 가능하게 되는 저축상품을 판매하였으며, 투자신탁회사는 5년 이상 장기 국공채만을 편입하여 자동적으로 분리과세가 가능하게 되는 수익증권을 시판하는 등 서로간 경쟁을 벌여 저축자들에 대한 실질수익율을 가지고 경쟁하여 결과적으로 금융자유화를 가져 오는데 큰 역할을 할 수 있는 계기를 마련한 것이다.

3. 금융변천사의 대국적 관찰

종래 우리금융의 낙후를 이야기할 때 우리의 금융연관비율이 매우 낮다는 것을 적시하곤 했다. 우리의 실물부문을 대표할 수 있는 국민총생산과 금융부문에 대한 지표로 널리 쓰이기도 하는 총통화 사이의 비율을 계산한 다음, 그것을 다른 나라의 대응하는 수치들과 비교하여 보고 이 비율이 상대적으로 작다

는 것을 가지고 우리의 금융이 발달되어 있지 못한 증거라고 제시하고는 했다.

그런데 현재 우리나라는 국제금융시장에서 개도국중 가장 높은 신용도를 구가하고 있는 나라이다. 더구나 우리는 개도국 중 4위의 외채국이었다가 자력으로 외채문제를 해결한 나라이기도 하다. 우리 금융부문의 낙후를 적시하고 그러한 금융부문 때문에 우리의 경제성장이 장애받지 않았겠느냐를 의심해 보는 의견이 적지 않다. 그러나 그럼에도 불구하고 우리의 금융과 실물이 어우러져 이루어낸 경제성장이라는 염연한 실적은 불변이며, 다른 나라에서의 경우보다 우월한 처지에 있다는 것은 부인하기 어렵다고 생각된다.

우리는 이른바 단계적 경제자유화를 추구해 온 나라이다. 우선 우리의 실물부문이 높은 경제성장을 이루어왔음을 상기할 때 그것과 결국은 불가분리의 관계에 있을 수 밖에 없는 금융부문이 실물부문과 떨어져 비정상으로 낙후되어 있었다고 하는 것은 수긍하기 어렵다. 그 반대로 실상은 금융도 실물과 더불어 제노릇을 하지 않았겠느냐는 추리를 할 수 있게 된다. 우리는 먼저 실물부문의 자유화를 꾀하였으며 그로써 실물부문이 상당한 적응능력을 지니게 된 연후에 금융부문의 자유화를 기도하려고 해 왔다고 할 수 있다. 물론 실물부문의 자유화도 그것을 일거에 완성한 것이 아니고 20여년 이상을 소요하며 이루어낸 것이다. 실물부문내에서도 단계적인 자유화를 꾀했다고 할 수 있는 것이다. 때문에 그후 금융부문의 자유화를 꾀하는 데에도 상당한 시간을 예정하고 있다고 할 수 있고 금융부문내에서도 다시 단계적인 접근을 꾀해 자유화해 나가야 할 것이라고 추측해 볼 수 있다.

환언하면, 우리는 단계적 경제자유화의 일환으로 금융자유화를 추진해 나아가는 도정에 있다고 할 수 있는 것이다. 실상 우리는 70년대 말부터 금융자유화를 이야기하고 그것을 향해 노력해 왔다. 그러나 그것은 금융부문 이외의 다른 부문과 균형을 잊지 않는 것이어야 한다고 여겼고, 또 외적 여건과 내적 필요에 상응하는 것이어야 한다고 보았다. 그것은 이른바 적절한 순서와 속도를 가지는 것이어야 한다고 생각했다.

이하에서는 이러한 시각 아래에서 앞으로 진척시켜 나아가야 할 바, 금융자유화의 남은 과제가 어떠한 것이고 그런 것을 어떤 방법으로 진전시키어 나아야 좋겠는지를 생각해 본다. 그러나 그 이전 단계인 여기에서는 금융의 중충화를 실현할 수 있게끔 우리의 금융시장에서 상품의 종류와 내용이 보다 다양해지고 실박하게 되어야 하겠다는 것과 금융설명제의 철저한 추진, 내부자거래의 완벽한 배제를 통한 경쟁적 증권시장의 형성, 자산부채의 관리 등 첨단기법을 이용한 금융기관들의 착실한 경영 및 건전금융감독의 분위기하에서 자본충실회의 추구 등의 과제가 아직까지 추구해 온 바 외국에는 있으나 우리에

게는 결여되어 있는 금융상품을 계속적으로 도입하여 외국에 뒤떨어지지 않는 시장으로 만들어야 하겠다는 필요를 강조하고 이를 향시 유념해야 하겠다는 것을 명백히 하려고 한다.

III. 금융자유화의 큰 과제와 추진전략

1. 금융자유화의 큰 과제

1) 금융자유화의 여건

우리경제는 세계경제속의 하나이다. 때문에 우리는 세계경제의 변화와 대응하게끔 변화, 적응해 나아가야 한다. 외국에서는 금융자유화를 추구하여 자국의 금융산업의 경쟁력을 높여 나가고 있으며 그것과 병행하여 다른 나라에 대해 금융시장의開放을 강력하게 요구하고 있는바, 우리라고 그러한 추이로부터 유리되어서는 안되겠다.

종래 국제적 교역과 관련된 기본적 규칙의 하나가 내국민대우(national treatment)의 원칙이었다. 그러나 이것의 타당성은 92년 말까지 수년간 전개되어 왔던 EC시장통합과정에서 의문시되게 되었고 UR 협상과정을 거치면서 그것의 규범성과 강제성이 크게 희석되었다. 이것이 과연 모두가 준수해야 하는 객관적 규범으로 될 수 있겠느냐가 의심받게까지 되었다. EC와 미국은 자국기관이 진출한 외국에서 자국 금융기관이 충분한 행동의 자유를 누리지 못할 경우에 자국에 진출한 그러한 나라의 기관에 대해서는 자국기관에게 당연히 부여하는 권리와 자유를 모두 허여하지 않겠다는 의사를 비치고 있는데, 이는 사실상 종래의 내국민대우원칙을 무시하고 상호주의(reciprocity)의 방향으로 정책적 선회를 피하고 있는 것이라고 할 수 있다. 이 점과 관련하여 특기할 것은 미국계 은행의 영업을 제도적으로 차별하고 있다고 생각하는 국가의 은행들이 미국내에 진출할 경우 그런 은행들에 대해 미국이 내국민대우를 해주지 않겠다는 의사를 보이고 있다는 것이다. 즉 미국은 신규업무의 취급을 제한하는 등의 제제를 수단으로 하여 협상대상국 은행시장개방의 확대를 피하려고 하고 있고, 이를 위하여 종전의 금융서비스 공정거래법안(일명 금융보복법안)을 1994년 9월에 내국민대우 은행법안(national treatment banking bill)으로 개칭하여 하원 은행위원회를 통과시켰다. 이것이 상하원 본회의에서 통과하게 될 경우 이는 미국행정부로 하여금 은행시장에 한정되어 서나마 보복결정권을 무기로 하여 상호주의의 추구를 유도한 것이라 할 수 있겠다.²⁾ 이 변화는 GATT에서 인정되는 바 개도국에 대한 상이하고도 특별한 취급의 원칙을 적어도 금융부문과 관련해서는 더 이상 받아들이지 않겠다는

것이다. 그리고 이것은 상대적으로 덜 자유화된 금융제도를 가지고 있는 나라에게는 큰 부담이 될 수밖에 없다. 과거 내국민대우의 원칙하에서 상대적으로 더 자유화된 금융제도를 가진 나라와 그러하지 못한 나라 사이에서의 관계를 보면, 전자의 금융기관은 후자에 진출하여 자국에서 보다 더 제약된 상황에서 활동해야 했고, 후자의 금융기관은 전자에 진출하여 자국에서 보다 더 개방된 상황에서 활동해 왔었다. 이러한 상황은 더 제약된 여건에서 일해야 하는 금융기관에게는 큰 불편을 주는 것이었으나, 덜 제약된 여건에서 일해야 하는 기관에게는 큰 행운이었다. 그러나 이러한 양상은 내국민대우의 원칙하에서는 어느 누구도 어찌할 수 없는 불가피한 非對稱性으로 인지되었으며, 모두가 그것을 감수하였다고 할 수 있다. 그러나 위에서 적시한 EC와 미국에서의 최근 태도변화는 이러한 상황을 더 이상 불가피한 것으로서 받아들이지 않겠다는 것으로서, 상대적으로 덜 자유화된 제도를 가진 나라로 하여금 신속히 제도를 자유화하여 그것의 금융제도를 보다 자유화된 제도로 바꾸도록 강제하는 압박 요소로 되고 있다.

주지하는 바와 같이, 지난번의 UR 금융서비스협상에서는 국제적 금융서비스교역에 대한 새로운 규칙이 정립되질 못했다. 따라서 현재로서는 이상의 문제에 대한 결말이, 예컨대 WTO 차원에서 어떻게 귀결될지를 확인할 수 없다고 하겠다. 그러나 우리는 우리가 원하든 원하지 않든 미국과 이른바 금융정책 협의(financial policy talk)라는 쌍무간 협상제도를 가지고 있고, 미국은 이 경로를 통해서 우리에게 이상에서 적시된 변화의 요망을 강력히 요구해 오고 있다. 앞으로 미국이 이러한 요구의 강도를 높이게 될 경우 우리는 그러한 요구를 받아들일 밖에 다른 도리가 없고, 그렇게 되면 우리는 우리가 의도하고

2) 금융서비스공정거래법안은 불공정거래를 하는 나라에 대한 보복결정권을 미 재무부에 주고 있어 외교통상정책을 일원화해야 한다는 원리에 반하는 것으로 되었기에 93년 7월 폐기되었다. 그러나 동년 9월 같은 내용이 내국민대우우대 은행법안으로 가결되었다. 한국은행, 「주간해외경제」, 1994. 9. 20. 미국의 금융서비스 공정거래법의 상호주의적 성격이 가장 분명하게 나타나는 부분이 미국에 진출한 외국기업의 과세에 관한 것이다. 이것은 미국 주재 기업의 실제 영업 실적에 관계없이 그 기업의 세계 전체에서의 이익의 일정 부분을 미국에서 발생 한 것으로 추정하여 징세하겠다고 하겠다는 것인바, 미국 기업에 대해서는 같은 방법을 원용하고 있지 않아 결과적으로 내국민대우를 배제하는 것으로 되고 있다. 미국의 이러한 기도는 다국적기업과 관련된 이른바 移轉價格問題에 대한 대응으로서 나타났다는 데서 주목할 만한 것이다. 한편, 이 법의 제정시도를 계기로 하여 미국은 여러 나라에 대해 불편사항을 토로하고 있는데, 인도네시아에 대해서는 소유권 제한, 브라질에 대해서는 외국인의 주식소유 및 거래제한, 일본에 대해서는引受 및 基金管理業務에서의 외국인의 배제, 우리에 대해서는 외환관리 및 상품도입에 있어서의 자유재량성 제한 등을 적시하고 있다. 「미국 환율정책보고서」, 1992. 12.

있는 것보다 더 빠른 속도로 시장개방을 할 수밖에 없게 될 가능성이 크다.

여기에서 이러한 불행을 예방하기 위해서는 이러한 요구가 제시되어 의외의 어려운 상황을 조성하게 되기 이전에 어서 우리 자체내에서 상당히 자유화된 금융시장을 조성해 두어야 하겠다고 하겠다.

이러한 외부적 여건의 급변에도 불구하고 우리는 아직 그러한 변화나 그에 따라 나타나는 외국의 요구를 적절히 수용할 수 있게끔 금융자유화를 시현할 태세를 확고히 갖추고 있지 않은듯 보인다. 내부의 제도를 정비하고 합리화하려는 실체적 움직임이 헌자하게 눈에 띄이질 않는다. 이러한 사정은 다시 몇 가지 요인에 기인한다고 할 수 있겠다.

우선 금융자유화의 장애요인으로서 자유화를 어떻게 추진해 나갈 것인가에 대한 근본구상과 추진전략에 대한 논리적 틀이 확실하게 주어져 있지 않다. 그러나 이것보다 더 중요한 것은 우리사회가 기존의 이해관계를 새로운 방향으로 조정하는 효과적인 기구 내지 제도를 가지고 있지 못하여 각개 기관들이 기존의 이해관계를 고수하려는 데 집착할뿐 금융자유화가 내포하고 있는 변화를 이루어 내려는 데 적극성을 보이고 있지 않다는 데 있다고 보인다.

종래 金融支援을 받으면서 성장해온 實物部門의 여러 산업들은 계속적으로 금융지원을 받으려고 하고 있다. 대단히 많은 산업에서 다소간의 어려움이 나타나기만 하면 금융지원을 당연한듯이 요구하고 있다. 기왕에 정책금융을 받아온 산업 등은 그러한 政策金融을 계속 받을 것을 기대하고 있으며, 금융자유화를 위하여 정책금융을 줄여나가 드디어는 그것을 모두 없애도록 해야 한다는 당위성을 외면하고 있다. 실물부문에서는 실물부문의 요구가 금융부문의 정상적 발전을 해치고 이것이 드디어는 실물부문의 성장에 대해서도 장애요인이 되리라는 것을 정직히 고려하지 않고 있다.

이러한 근시안적 태도는 해외시장에서의 싼 이자율만을 보고 資本自由化를 요구하는 데에서도 나타난다. 자본자유화를 요구하는 사람들은 달러나 엔화로 측정된 利子率을 우리 원화로 측정된 이자율과 직접 비교하고 그 높낮이를 말한다. 그래서 예컨대, 미국의 이자율이 6%이고 일본의 이자율이 4%인데 우리의 이자율은 12%임을 적시한 뒤, 우리의 이자율이 이들의 이자율보다 각각 6%와 8%나 높다고 말하는 식의 잘못을 범하고는 한다. 이런 잘못을 범할 때 利子平衡의 定理(interest parity theorem)가 밝혀 주는 바, 異種通貨로 표시된 이자율사이에는 이를 사이의 換率變化率의豫想值 또는 환위험요인(exchange risk factor)과 외환시장 밖의 요인을 반영하는 정치적 위험요인(potitical risk factor)이 개재되고 있다는 사실은 의식적 또는 무의식적으로 무시된다. 즉 일본의 이자율이 4%이고 우리의 이자율이 12%이지만 이 둘

사이의 差인 8%가 예컨대, 환율변화의 예상치 4% 정도와 정치적 위험요인 4% 정도를 반영하고 있으며, 때문에 외환시장을 둘러싸고 있는 근본요소들 (fundamentals)이 변하지 않고 정치적 위험요인이 달라지지 않는 한, 이러한 격차는 없어질 수 없다는 가능성은 별로 고려되고 있지 않다. 사정이 이러하니 최근의 국제금융사정의 수수께끼라고 적시되는 바, 해외투자의 수익률이 국내에서의 그것보다 월등 높고 그것의 분산은 더욱 크다는 점(excess return bias)이나 국제금융시장이 상당히 통합되어 있고 상호간 자본이동의 제한이 없는 선진국들 사이에서도 실제로는 해외투자를 꺼리고 국내에 자신의 저축을 투자하려는 성향(home bias)을 가지고 있다는 점에 대해서는 더욱 물이 이해할 수밖에 없다.³⁾

資本導入이 자유로워져서 많은 자본이 流入되게 되면 일시적으로는 국내의 자금시장에서 자금공급이 자금수요를 능가하게 되어 우리의 원화로 측정한 이자율이 떨어질 수 있겠지만은, 머지 않아 換平價의 하락이 예상되게 되고 정치적 위험의 차원에서도 위험도의 증대가 인지되게 되어 우리의 이자율이 다시 일본의 엔화로 측정한 이자율과 8%의 격차를 유지하는 수준으로 될 것이라는 사실은 의식적 또는 무의식적으로 외면된다. 한마디로 국제금융시장에서 뚜렷한 현상으로 관찰되고 있는 바 예측가능한 외국투자로부터의 과다수익의 수수께기(predictable foreign investment excess return puzzle)는 전혀 고려되고 있지 않다. 우리가 외국의 자본을 들여다 쓰는 나라임을 감안할 때 우리나라의 이자율이 투자국에서의 이자율과 환율의 변화예상을 이외에 투자자들의 母國이 아니라는 사정에 기인하는 바 리스크 프레미엄을 모두 포함하는 것으로 되어야 하겠기에 외국에서 그 나라의 통화로 측정된 이자율보다는 당연히 높은 수준이어야 할 것이고 최소한 그것들과 단순비교될 수 없는 것이라는 점은 관심 밖에 있다.

자본코스트를 낮추기 위해 자본자유화를 요구하는 입장은 또한 우리가 자본을 도입하기로 할 경우 무한대 내지 상당한 규모의 자금을 그때 주어져 있는 이자율에서 도입할 수 있다고 가정하고 있다. 이러한 입장은 우리의 자본도입 규모가 증가할수록 국제금융시장에서 借入者로서의 우리의 위험도도 높다고 평가되게 될 것이고 그로써 추가 자본도입에 대한 이자율이 차차 높아지게 된다는 점, 즉 해외시장에서의 우리에 대한 자금공급곡선은 우상향의 정규 공급곡선이라는 점을 간파하고 있다.

우리가 자본을 도입하려 할 때의 해외의 자금공급곡선이 右上向의 모양을

3) K. Lewis, "Puzzles in International Financial Markets", NBER Working Paper No. 4951, 1994.

지닐진데 우리 차입자중 다른 차입자에 앞서 먼저 자본을 도입하는 차입자에 대한 이자율은 상대적으로 저렴할 것이나 나중에 도입하는 차입자에 대한 이자율은 상대적으로 높게 될 것이다. 한편, 이들 이자율은 모두 근본적으로는 이른바 한국경제의 신용도(Korean credit rating)에 근거를 두고 결정될 것이다. 따라서 자본을 도입하려는 기업들 사이에서는 초기에 낮은 이자율이 적용될 때 다른 기업보다 먼저 차입하려고 하는 경쟁이 벌어지게 될 것이다. 이러한 상황에 임해 우리 전체로서 합리적인 길은 각개 기업체로 하여금 남보다 먼저 싼이자율의 자금을 도입하도록 하는 경쟁을 방임하는 것이기 보다는 주어져 있다고 볼 수 있는 해외의 자금공급곡선을 전제로 하면서 우리에게 적정한 정도의 자금을 도입하도록 하고 그것을 우리 내부에서 합리적으로 배분하는 것이 될 것이다.

자본자유화란 개별기업의 입장에서 일순간에 인식한 바, 해외시장에서의 낮은 자본코스트로 모두 이해될 수는 없는 다면적인 현상이다. 그것은 그것의 국민경제 전체에 대한 동태적 효과까지를 고려해야 하는 중차대한 현상이다. 자본자유화란 잘못했다가는 경제전체의 효율화를 위하여 단계적으로 진행시켜 나가고 있는 경제자유화의 전반적 구조를 그릇칠 수도 있는 것이기 때문에 매우 조심스럽게 접근하지 않으면 안되는 것이다.

2) 금융자유화와 자본자유화

금융시장이란 본질적으로 불완전한 것이다. 이곳에서는 완전경쟁이 성립되기 어렵고 정책당국에 의한 정책적 관여가 여러가지 형태로 있을 수도 있다. 나아가 금융서비스란 서비스의 일종으로서 교통과 통신의 기술이 오늘날과 같이 발달하기 이전에는 비교역제였던 것이다. 때문에 금융시장을 개방하여 외국에서 상당한 경쟁력을 가지는 금융기관이 진입한다고 하더라도 자국의 정책당국이 일정한 규제와 관여를 하는 자국의 시장에서 그러한 기관이 경쟁에서 완승하게 될 가능성은 적다. 외국으로부터의 기관이 금융혁신을 하여 금융상품을 시장에 내놓을 경우 비교적 단시일 내에 그것을 복사하여 판매하더라도 이른바 지적재산권에 근거한 보호가 보장되지 않는다는 점을 상기할 때 이러한 가능성은 더욱 확연하게 된다.

그러나 금융자유화를 추구하다가 잘못하면 금융기관들에게 무제한의 자유재량권을 주게 될 여지가 없지 않고, 이럴 경우 금융기관들은 아무런 제약을 받지 않는 상태에서 자본의 유출입을 무제한적으로 증개하려고 할 수도 있다. 이렇게 하면 사실상 자본자유화를 실제화시키는 꼴이 되고, 그에 따라 자본자유화를 따르는 각종 효과가 나타나게 될 수 있다. 금융자유화를 하려는 의도를 가지고 금융기관에 대해 무제한의 재량권을 주고 이들이 아무런 제약을 받

지 않고 자본의 유출입을 중개(broking)하거나 자기거래(dealing)하게 할 경우 실상은 자본자유화를 한 것과 유사하게 되어 자본자유화의 각종 효과를 맛보아야 하게 될 가능성이 매우 크다. 특히 이러한 자본중에 최근의 헛지 펀드와 같은 투기성 자본이 있을 경우 금융자유화가 사실상 무제한의 자본자유화가 가지는 위험성을 동반하게 될 가능성은 더욱 커진다. 여기에서 형식적으로는 금융자유화를 논의하는 과정에서도 자본자유화를 보다 심층적으로 살펴보아야 할 필요가 나타나는 것이다.

(1) 資本自由化의 意味와 效果

자본자유화란 자본의 국제적 이동에 대한 法制의 障碍를 없애거나 완화하여 자본의 이동을 자유롭도록 하는 조치이다. 국제적 거래의 대상에는 직접 소비의 대상이 되는 재화와 서비스, 이러한 것들을 생산하는 데 쓰는 생산요소인 노동과 자본이 있다. 자본자유화란 이를 중 자본에 초점을 두고 있다. 자본자유화는 자본의 국제적인 이동이 자유스럽지 못한 상황을 출발점으로 하면서, 그러한 출발점으로부터 벗어나 자본의 국제적 이동이 자유롭게 되도록 하는 일체의 조치를 의미한다.

생산요소의 국제적 이동은 매매가 아니고 대차의 형식을 취한다. 노동의 이동이란 어떤 나라의 노동력의 다른 나라에 가서 일정한 일을 해 주고 되돌아오는 것을 의미하고, 자본의 이동이란 어떤 나라의 자본이 다른 나라에 가서 이용된 후 일정한 대가를 받거나 약정한 조건을 충족시킨 뒤 상환되는 실체를 갖는다. 노동의 국제적 이동을 위해서는 다른 나라에 가서 한시적이지만 생활하는 것이 전제되어야 하고, 이를 위해서는 주거, 학교, 병원 등 생활관련시설을 구비해야 한다는 상당히 어려운 문제가 先決되어야 한다. 자본의 이동을 위해서는 자본이동시 어떤 조건을 어떻게 약정하는지, 또는 약정한 바에 따라 만기가 되어 상환되어야 할 때 借用者가 상환할 능력을 가지고 있는지 등과 관련되어 매우 복잡한 여러가지 문제가 先決되어야 한다. 이러한 점을 볼 때 생산요소의 국제적 이동이란 재화의 교역처럼 간단한 문제는 아니며, 특히 노동의 이동은 가장 어려운 문제로 인식되고 있다.

자본자유화란 재화의 이동에 비해 본질적으로 이렇게 어려움을 가지는 자본의 이동을 자유롭게 해보자는 것이다. 그것은 재화나 서비스의 교역처럼 간단히 생각할 수 있는 것이 아니다. 자본이동의 당사국 사이에서 이해관계의 대립이 있을 수 있음을 감안해야 하며, 때문에 자본거래는 본질적으로는 까다로운 국제거래이다. 그런데 자본자유화란 이러한 자본이동을 민간의 선호에 따라 자유롭게 이루어지도록 하자는 이상을 지향하는 것이기에 그것에 따라 나타날 어려움을 예상해 두어야 하고 그것에 상응하는 대비책도 미리 마련해 두

지 않으면 안된다. 자본자유화를 하게 됨에 즈음하여 자본을 수입하게 될 것으로 예상하는 나라나 그 반대로 자본을 수출할 것으로 예상되는 나라 모두가 자본자유화로 인해 나타나게 될 효과를 예측할 수 있어야 하고, 그것에 따라 자국에 불리한 자본자유화 내지 상대국과 분쟁을 초래할 자본거래는 가능한 한 회피하도록 해야 한다.

국제적 자본이동의 방도로는, 금융기관 사이에서 대차관계를 일으키면서 실현되는 것(예컨대, A국의 은행이 B국의 은행에게 대부를 하는 것), 상업차관을 공여하거나 직접투자를 함으로써 이루어지는 것(예컨대, A국의 기업이 B국의 기업에 대여하거나 B국에 공장을 건설하는 것), 증권투자를 함으로써 이루어지는 것(예컨대, A국의 거주자가 B국의 주식이나 채권을 매입하는 것) 등을 생각할 수 있다.

그런데 금융기관 사이의 대차관계 성립 또는 차관이나 직접투자가 실제화되는 과정을 들여다 보면 대차관계의 형성을 위한 금융기관의 내부적 결정 내지 차관이나 직접투자를 허용하는 정부의 정책적 결정이 있고난 다음에 이러한 종류의 자본거래가 실제화되는 경우가 많다. 달리 말하면, 이러한 방도를 통한 자본이동의 경우에 있어서는 매 자본거래에 대해 금융기관 또는 정부에 의해 사전에 관련 자본거래에 대한 실질적인 심사가 이루어진 뒤, 그러한 심사 결과에 따라 자본거래가 구체화된다고 할 수 있다. 이런 때에는 자본거래를 허용할 것인지에 대한 심사기준이 미리 준비되어 있는 것이 보통이다. 나아가 이상의 방도를 통해 실현되는 자본거래는 자본자유화의 과정을 통해 그러한 자본거래를 위한 사실상의 심사기준이 매우 엄격한 내용을 가진 것으로부터 덜 엄격한 내용을 가진 것으로 변화되어 왔다고 할 수 있다. 과연 실제적으로 의미를 가지는 자본자유화란, 간혹 이론적으로 논의할 때 그렇게 추상화하듯이 자본의 국제적 이동을 아무런 제한없이 허용하는 것이기 보다는, 실제의 자본거래를 규율하는 어떤 기준을 가진 자본거래의 사실상의 규제체계가 있다는 것을 전제로 하고, 그러한 기준을 보다 덜 엄격한 것으로 바꾸어 나아감으로써 궁극적으로는 보다 제한이 적은 여건 하에서 자본거래를 하도록 하는 데 그 본체가 있다고 할 수 있다. 아무런 규제와 심사가 없는 상태에서 민간부문이 전적으로 자유로이 국제적 자본거래를 할 수 있는 경우만을 자본자유화와 연관시킨다면 오늘날 적어도 개발도상국에서 실제화되고 있는 바, 금융기관간 대차관계형성을 통한 자본이동이나 직접투자를 통한 자본이동의 대부분은, 점차 완화되어온 자본거래에 대한 심사기준에 따라 서서히 증대되어 온 것임에도 불구하고, 무제한의 자본거래를 의미하는 이론적 극단의 자본자유화와는 전혀 다른 것이라고 할 수밖에 없다. 그리고 이렇게 자본자유화를 인식하는

것은 특히 개도국과 관련되어 일어나고 있는 국제자본이동이란 추상적 이론 속에서의 그것과는 매우 큰 괴리를 가지는 것이라는 것을 알려주고, 그에 따라 실제의 자본이동을 자본자유화에 대한 이론 때문에 잘못 이해해서는 안되겠다는 것을 알려 준다.

근자에 관심거리가 되는 자본자유화, 또는 좁은 의미의 자본자유화란 증권의 매매를 통한 자본이동이다. 그것은 거주자로 하여금 외국의 증권을 마음대로 사거나 팔 수 있도록 하고, 비거주자에게도 자국의 증권을 자유로이 사거나 팔아도 되도록 조치하는 것을 지칭한다. 나아가 근본적으로 자본을 도입해야 하는 상황에 처해 있는 경제를 염두에 두고 이러한 자본자유화를 인식해 보면 그것은 비거주자가 거주자로부터 증권을 매입해 가는 실질을 가지게 되는 것임을 알 수 있다. 종래에는 이러한 매입이 허용되어 있지 않았다가 이러한 좁은 의미의 자본자유화가 이루어지게 됨에 따라 그것이 허용되게 되는 바, 이러한 점을 보아 증권매매와 관련된 자본자유화는 증권시장의 개방과 같다고 할 수 있다.

자본이동의 효과는 그것의 원인이 무엇이냐에 따라 다르고 그러한 자본이동이 일시적인 것이냐 아니면 장기적으로 지속될 수 있는 것이냐에 따라서도 다르다.

아무런 제약이 없이 자본의 국제적 자유이동을 허용한 후 나타날 후유증을 하등 염려할 필요가 없을 때 쉽게 완전한 자본자유화조치를 취할 수 있다. 이러한 상황은 국내경제가 대단히 건실하여 어떠한 충격이 있더라도 그 효과를 수월하게 흡수할 수 있을 때 얻어질 수 있다. 이러한 상황이 보장되지 않는 경우에는 자본자유화의 후유증을 점검해 보아야 하고 그것이 심각하리라고 예상되는 때에는 관련 보완책을 동원할 수 있어야 한다. 이를 위해서는 우선 자본이동이 가져오는 영향을 알고 그것의 得失을 계산할 수 있어야 한다. 이러한 시각에서 볼 때 자본자유화를 단행하기 이전에 먼저 국제적 자본이동이 어떠한 효과를 가지는지를 알 수 있어야 한다.

여러 차원에서 국제적 자본이동의 효과를 식별할 수 있다. 단기적 효과와 장기적 효과를 구별하여 식별할 수 있다. 또 개별기업에 대한 효과, 금융산업 내지 금융부문에 대한 효과, 그리고 국민경제 전체에 대한 효과를 구별해 식별할 수도 있다. 그런데 궁극적으로 보아 이들 가운데 어떤 국민경제에 대해 가장 중요시되는 차원은 국민경제 전체에 대한 장기에 있어서의 효과일 것이고, 그러한 장기효과가 정착하기 이전 중간단계에서의 효과 또는 단기적 효과는 그것과 더불어 감안되면 좋을 것이다. 개별기업에 대한 효과나 금융부문에 대한 효과를 그렇다고 전혀 무시해서는 안되겠으나, 이러한 효과가 자본거래

에 대한 정책방향을 결정하는 데 있어 결정적 요소가 되어서는 안될 것이다. 이하 자본이동이 허용되고 난 뒤 자본유입이 이루어지리라고 예상되는 경제를 전제로 하고 자본이동이 개별기업, 금융산업 및 국민경제 전체에 미치는 영향을 간단히 살펴보자.

① 個別企業에 대한 效果

자본자유화로 자본이 유입되게 되면 개별기업에게 자금 코스트가 낮아지게 되기 쉽다. 그러나 국제금융시장의 성격을 감안해 보면 개별기업에 대해 자금 코스트가 싸진다는 것은 단기에서나 분명한 이야기이고, 시간이 경과하게 되면서 다른 종류의 변화가 나타나게 되면 불분명해지게 되는 것이다. 예컨대, 후술되는 바, 國民經濟的 효과에 대한 논의에서 볼 수 있듯이, 流入된 資本이 유입후 얼마 지나서 流出되게 된다면 中長期的으로 자금 코스트는 오히려 더 비싸질 수도 있다. 개별기업도 자본이동에 따른 중장기적 후유증을 경험할 수가 있다.

한편, 개별기업은 소위 경영권의 위협을 받게 될 수도 있다. 유입된 자본은 직접금융의 經路 또는 증권시장에서의 주식매입의 경로를 통하여 대주주의 지분을 확보한 뒤 기왕에 경영권을 행사하고 있는 경영자들을 구축하려고 할 수 있다.

다음, 단기적으로 낮아졌던 자금 코스트가 중장기적으로는 상승할 여지도 있다. 최초의 자금유입은 자금 코스트를 분명히 낮출 것이나 동시에 경제전체 적으로는 자본수지의 호전을 가져와 유입국통화의 가치증대인 이른바 平價上昇(appreciation)을 초래한다. 그런데 이러한 평가상승은 실물부문의 경쟁력을 떨어뜨리고, 경쟁력의 하락은 일단 유입되었던 자본 혹은 기존의 자본이 다른 곳으로 유출되어 나가도록 하는 요인이 된다. 이러한 가능성이 실제화되어 실제로 자본이 유출되게 되면 자금 코스트는 다시 상승할 수밖에 없게 된다.

② 金融部門에 대한 效果

최초의 자본유입은 유입량에 대응하는 만큼 금융중개서비스의 증가를 동반 한다. 이에 따라 금융부문에서는 업무량이 늘어나고 금융중개에 따르는 수입도 많아질 것이다.

그러나 자본자유화는 다른 나라의 금융중개기관들을 자국시장에 진입하도록 하기도 한다. 자본자유화 내지 증권시장개방과 더불어 외국의 증권회사나 투자은행이 자국에 진출하게 된다. 그리고 이들은 새로이 진출한 금융시장에서 그곳에 있던 기존의 금융기관들과 경쟁하게 된다. 이러한 상황이 전개된 연후 자국의 금융기관은 경쟁체질을 개선하고 새로운 기술을 배우면서 경쟁력을 증대시켜 나갈 수도 있다. 그러나 그 반대로 경쟁에 견디지 못하여 도태될 수도

있다. 이로써 자국의 금융기관은 모두 패퇴하고 외국으로부터 진출한 금융기관들이 모든 금융서비스를 공급하는 금융시장이 형성될 수도 있다. 그런데 이러한 상황은 금융정책당국이 금융정책을 펴는 데 대해 상당한 불편과 제약을 줄 가능성이 크다. 또 외국기관들이 오로지 수익성만을 추구하는 이면에서 금융부문은 그것이 마땅히 지녀야 하는 공공성을 잊게 될 수도 있다.

(3) 國民經濟的效果

자본유입에 따라 어떤 국민경제는 후생의 증대를 가질 수 있다. 자본의 限界生產力에 못미치는 이자를 지불하는 한 자본유입에 따라 생산자잉여가 증가하게 된다.

그러나 자본이 부족한데도 불구하고 자본이 유입되는 대신 유출되게만 된다면 사정은 반대로 된다. 후생은 증대하기보다 감소하게 된다. 1970년대 중반으로부터 1980년대 초에 걸쳐 시현되었던 南美의 아르헨티나, 칠레, 우루과이 삼국에서의 자본자유화 경험은 각종 왜곡을 지니고 있는 경제에서 자본이 동을 자유화했을 때 자본유입후 얼마 지나지 않아 자본유출이 발생하고 그로써 초기 얼마간의 후생증대와 그 이후 오랜 기간의 후생감소라는 바람직스럽지 않은 결과가 나타날 여지가 크다는 점을 보여주었다.

(2) 해외저축의 도입과 단기자본이동

이상의 효과를 상기하면서 심각히 음미해 보아야 할 것이 과연 근년 우리는 많은 해외저축을 도입할 필요가 있으며, 우리나라로 자본을 유입시키려는 나라들의 사정은 어떠하냐 하는 것이다. <표 1>은 1992년의 시점에서 본 여러나라의 저축율과 투자율을 보여주고 있다. 이러한 수치에 의할 때 우리나라의 저축율은 세계 일류의 수준임을 즉각 알 수 있다. 나아가 우리나라라는 자체로서 이미 상당한 저축을 하고 있고 또 스스로 투자재원을 마련하고 있기 때문에 투자의 한계생산성이 저축율이 낮은 다른 나라에 비해 상대적으로 낮으리라는 것을 추론할 수 있다. 저축율이 낮은 나라에 비해서 해외저축을 도입하더라도 그것의 효능이 별로 크지 않으리라는 것을 추론할 수 있다. 나아가 우리나라로의 자본유입을 꾀하는 나라의 의도와 그러한 의도에 따라 들어오는 자본이 과연 우리가 원하는 자본과 성질상 일치하는가도 검토해 보아야 하겠다.

여기에서 상기해 보아야 할 것이 Feldstein-Horioka의 가설과 더불어 관찰된 위에서 적시한 바 이른바 內國偏倚의 수수께끼(home bias puzzle)이다.⁴⁾ <표 1>에서 주요 국가들의 저축율과 투자율을 살펴 보아 알 수 있는 바이지만 주요 국가들의 저축율과 투자율은 별 격차를 보이지 않는다. 국제금융

4) 각주 2)에서의 논문 및 M. Obstfeld, "International Capital Mobility in the 1990s", NBER Working Paper No. 4534, 1993.

시장이 통합되어 있어 높은 수익률을 올릴 투자기회가 있기만 하면 외국으로부터 해외저축을 도입해다 국내저축의 수준을 훨씬 상회하게끔 투자할 수 있는 가능성이 열렸는 데도 불구하고 일부 소국을 제외한 대부분의 주요 국가들은 자국의 저축율과 매우 근사한 정도의 투자율을 보이고 있다. 이들은 해외에다 투자하기 보다 국내에다 투자하는 것을 선호하고 있어 이른바 내국에서의 투자를 선호하는 편의진 행위를 보이고 있는 것이다.

<표 1>에서 파악된 통계수치는 년간자료로서 파악된 저축과 투자에 대한 것 이기에 관련된 경제의 부가가치를 실박히 증대시키는 자본이동 또는 장기적 성격의 자본이동의 결과를 나타내고 있는 것이라고 할 수 있다. 그러나 모든 자본이동은 모두 장기적 성격의 자본이동만을 포괄하는 것은 아니다. 거기에 는 1년 이내에 어떤 경제에 유입되었다가 다시 유출된 단기적 자본이동도 있다. 예컨대, 거액이고 투기성을 지니어 단기적으로 유출입하는 핫머니도 있다. 나아가 금융자유화를 하여 금융기관들에게 무제한의 자유를 허용한다고 할 경우 이들이 중점적으로 거래할 자본이동이란 장기자본이동이라기 보다 단기자본이동일 가능성이 크다. 나아가 후술되는 바와 같이 단기자본이동, 특히 핫머니의 이동은 국민경제에 크나큰 문제를 가져올 수 있다. 여기에서 금융자유화를 추구하여 금융기관의 다양한 서비스의 제공을 근본적으로는 제약하지 않되 단기자본이동은 단계적 자유화의 전체적 구상의 테두리에 따라 적절히 통제할 수 있어야 한다는 필요가 나타난다.

미국과 유럽의 나라들은 우리나라의 자본거래에 관한 정책을 비판하면서 몇 가지 주문을 하고 있는데, 이런 것들을 보면 이들이 유입시키고자 하는 자본은 우리의 주식이나 채권을 목표로 한 포트폴리오투자와 M&A 관련투자임을 알 수 있다. 그런데 이러한 형식을 통해 들어 오는 자본이란 시장에서의 순식간의 거래를 통해 쉽게 들어왔다가 쉽게 나갈 수 있는 단기성 자본이고, 우리 경제에 오래 머물러 국내저축을 보완하면서 장기투자의 재원으로 되기 어려운 것이다. 국내저축이 결코 부족한 것이라고 할 수 없을진데 우리는 크게 보아서는 외국으로부터 자본을 도입해야 할 절실한 필요를 지니지는 않는다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 자본자유화를 향하는 범세계적 추세에 부응하여 다소간 모자라는 자본을 도입해야 한다면 그것은 근자에 비싼 로얄티를 주고 도 라이센싱이 어려운 해외의 우수한 기술을 이전받는 계기를 조성하는 자본이동으로 되어야 할 것이다. 기왕에 잘 돌아가고 있는 국내의 기업이나 생산시설을 외국인에게 매수하게 하는 것이기 보다는 전혀 새로운 사업에의 투자(green field investment)를 초치하는 것으로 되어야 할 것이다. 그런데 외국이 우리나라 안으로 유입시키려는 자본의 큰 부분은 이러한 속성을 가진

〈표 1〉자본이동관련 경제지표 종합

구분	GDP (10억 달러)	1인당 GNP	실질GDP 증가율 (85-92)	평균물가 상승률 (85-92)	총저축률 (대 GNP)	총부자율 (대 GNP)	교역규모 (92 10억 \$)
OECD국가	756.2	20,305	1.9	5.6	21.5	20.7	224.0
호주	274.8	15,564	4.1	1.8	19	19	88.2
오스트리아	180.6	22,802	-0.3	3.6	26	25	88.6
벨기에	290.8	20,880	2.8	2.7	21	20	242
캐나다	32.9	19,536	3.5	1.9	15	19	283
덴마크	135.2	26,105	1.2	1.3	23	15	69
핀란드	83.8	16,495	-2.0	2.2	20	19	41
프랑스	1212.7	21,914	-0.1	2.1	21	20	401
독일	1712.9	21,098	-2.1	4.1	28	21	656
그리스	71.8	7,132	0.0	14.4	10	20	32
아이슬란드	5.9	22,606	0.7	4.1	14	18	2
아일랜드	42.8	12,100	5.0	1.4	28	19	50.8
이탈리아	1186.5	20,510	2.3	6.6	19	19	366.7
일본	3507.8	28,220	4.0	1.4	34	31	573.1
룩셈부르크	13.7	35,260	3.1	3.1	27	27	—
네덜란드	312.3	20,590	2.1	1.5	27	20	273.7
뉴질랜드	41.2	12,060	-0.4	6.6	19	17	19.0
노르웨이	110.5	25,800	0.2	4.5	26	18	61.1
포르투갈	73.3	7,450	5.5	13.6	20	29	47.9
스페인	547.9	14,020	3.8	6.9	18	17	106.0
스웨덴	33.2	26,780	0.4	6.9	18	17	106.0
스위스	248.7	36,230	1.1	4.0	27	23	123.1
터키	114.2	1,950	2.7	54.7	22	24	27.6
영국	1024.8	17,760	1.5	6.0	15	15	411.5
미국	5904.8	23,120	1.1	3.7	15	16	1002.1
7천 \$국가							
개도국가	90.3	—	1.2	1.8	21.0	17.3	37.6
아르헨티나	200.3	6,050	0.5	495.7	15	17	27.1
푸에르토리코	23.6	6,610	1.9	2.9	22	16	—
사우디	126.4	7,940	1.3	1.5	—	19	76.9
경쟁국가	144.6	5,754	5.0	36.1	33.6	33.7	117.4
홍콩	89.3	15,380	5.6	9.0	32	34	80.7
말련	51.9	2,790	5.7	2.8	30	34	80.7
싱가폴	44.3	15,750	5.9	2.7	47	41	135.6
타이	106.6	1,840	8.3	5.8	32	40	73.4
인도네시아	122.8	670	4.7	8.8	36	35	56.6
중국	546.9	543.6	13.8	17.0	39	34	191
멕시코	294.8	3,470	1.1	52.7	20	23	75.7
한국	328.7	6,790	8.5	6.8	34.9	34.4	158.3

주: 1) *은 OECD국가 중 1인당 GNP가 7천 달러인 국가. 개도국 7천 달러 국가에 오만이 포함됨.

2) 기본적으로 표시된 연도를 기준으로 하되, 당해년도 수치가 없을시에는 최종년도(1992년)를 기준으로 계산(대우경제연구소 자료)

자료: UNESCO, Statistical Yearbook, 1993

UN, World Development Report, 1993

World Bank, World Bank Atlas, 1994

IMF, International Financial Statistic Yearbook, 1993

것이라고 보기는 어렵다.⁵⁾

더불어 생각해 보아야 할 것은 과연 이 지구상에서 진정한 의미에서의 자본 자유화를 시행하고 있는 나라가 몇 나라나 되겠느냐 하는 것이다. 근년 세계 각국의 자본거래에 대한 제도를 점검해 본 연구는 이 지구상에 자본자유화를 한 나라가 9, 10개국이 된다고 결론내리고 있다.⁶⁾ 그럴진데 이들 9, 10개국 이란 G5의 선진 5개국과 조세도피처(tax haven)를 조성하고 있는 예외적 국가리라고 짐작해 볼 수 있다. 이중 후자들은 자족적인 경제가 되지 못하는 나라들임을 상기하고 나면 진정으로 이론가들이 주장하는 바 자본자유화와 비슷한 수준의 자본거래제도를 가지고 있는 나라란 선진 5개국에 불과하다는 것을 짐작할 수 있다. 그런데 우리나라에는 아직 여러 가지 면에서 이들 선진 5개국과는 격차를 가지는 나라이다. 이러한 점은 1996년 우리가 선진국의 클럽이라고 불리우는 OECD에 가입하여 그것의 26번째 국가가 되더라도 하등 바뀌는 것이 아니다. 이를 볼 때 자본자유화를 완수하고 있지 못하다고 자괴감을 가질 필요는 없다 하겠으며, 다른 많은 나라가 그러하듯 실정에 맞는 경제 자유화의 일환으로 자본자유화를 추구해 나아가야 할 것이라 할 수 있겠다.

2. 금융자유화 추진전략

이제 이상 살펴본 사정을 출발점으로 하면서 어떻게 금융자유화를 추진해 나아가야 할 것인가를 고려해 보자. 다른 무엇보다도 먼저, 우리가 분명히 인식해야 할 것은 금융제도개편 또는 금융자유화란 외부로부터 주어지는 것이 아니고 우리 내부에서 작업하여 이루어 내야 하는 과제라는 것이다. 우리는 경제자유화를 단계적으로 이루어 내려할 때 어떠한 順序와 速度를 취하며 자

5) 특히 일본은 세계 최대의 자본수출국으로서 막대한 자본순실을 경험하면서 자본을 미국에 수출하지 않으면 안되는 처지에 있는 나라이다. 따라서 일본은 투자 대상국의 다변화를 피하기를 원하고 그 일환으로 우리나라로도 자본을 수출하려고 한다. 그러할진데 일본이 유입시키려는 자본이 반드시 단기성의 자본으로 될 이유는 없다. 그러나 일본자본 중에서도 단기적 투기이익을 노리는 단기자본성격의 것이 적지 않을 것이고 또 우리 기업의 경영권이나 기보유의 생산立地를 노리는 것도 많을 것이다. 일본자본 역시 우리국민경제의 생산력을 증강시키는 것이 되리라는 보장은 없다고 할 수 있다.

6) D. Mathieson and L. Rojas-Suarez, "Liberalization of Capital Account", IMF Occasional Paper 103, 1993 참조. 또 미국의 해리티지 재단의 한 연구보고서가 우리나라의 경제자유화의 정도를 세계 13위라고 평가했다는 보고가 있었다. 이 보고서의 내용을 받아들일 때, 현재의 상황에서 경제자유화를 하고 있는 나라들 중 우리보다 앞 선 나라는, 조세도피처를 제공하는 극소국 몇 나라와 이것에 준한다고도 할 수 있는 홍콩과 싱가폴을 제외하고 나면, G7 중 불란서와 이탈리를 제외한 5 나라에 불과하다는 결론이 도출된다.

유화를 추진해야 하겠는지를 구상하여 가면서 우리 내부에서의 이해관계를 조정하여 기존의 그것과 다른 금융제도를 만들어 내야 할 것이다. 이를 위해서는 먼저 세계 전체의 금융구조를 전망해 보고, 그 속에서 앞으로 우리 금융부문이 어떠한 정도의 위상을 차지할 수 있겠는지를 대체적으로 결정할 수 있어야 할 것이요, 그런 가상적 상황 안에서 우리가 어떠한 과정을 거쳐 자유화된 금융부문을 갖게 되겠는지를 강구해낼 수 있어야 할 것이다.

1) 세계속 한국 금융산업의 位相

현재 세계금융시장은 汎世界化되어 가고 있다. 금융의 글로벌리제이션 추세는 미국의 뉴욕, 영국의 런던, 일본의 동경이라는 3대 금융센터를 軸으로 하면서 진행되어 가고 있다. 이러한 금융센터들은 왕왕 세계금융센터(world financial center)라고 불리우며, 그 휘하에 그것보다 규모가 작은 지역금융센터(regional financial center)를 지니고 있다. 홍콩, 싱가폴, 시드니, 바레인, 쥬리히, 프랑크푸르트, 파리, 시카고, 산 프란시스코 등이 3대 금융센터 휘하의 지역금융센터라고 할 수 있다.

각개 금융센터에서 활동하고 있는 금융기관에는 여러 종류가 있다. 상업은행, 투자은행, 내지 머천트 뱅크, 증권회사, 보험회사, 리스회사, 기타 금융회사 등 여러가지가 있다. 그러나 이들은 글로벌리제이션의 극단에 가서는 이를 바 종합금융을 하는 유니버설 은행(universal bank)과 한 두 가지의 특정한 업무만에 전념하는 金融專門店(financial boutique)의 두 가지로 나누어 지리라고 생각되고 있다. 유니버설 은행은 각종 금융업무를 효과적으로 수행하기 위하여 전세계에 걸쳐 독자적 통신망을 깔아 놓는 등 막대한 하부구조관련 투자를하게 될 터이고, 또 전세계적으로 펼쳐져 있는 지점망을 가지게 되기 쉬울 것이다. 결국 유니버설 은행은 그 규모가 대단히 큰 超銀行(super bank)으로 되기 쉬울 것이다. 반면에 금융전문점은 반드시 매우 큰 규모를 지니지는 않되 한두가지의 전문취급분야를 가지고 있고, 그런 분야에서 나름대로의 경쟁력을 발휘하는 것으로 될 것이다. 이러한 극단적 단순화의 상황 하에서 유니버설 은행은 세계금융센터에 본점을 두고 있는 거대은행 몇개로 한정되기 쉬울 것이다. 반면에 다른 금융기관들은 사실상 금융전문점의 성격을 띠게 될 것이다.

이러한 구도를 염두에 두고 볼 때 우리나라의 아직 지역금융센터의 반열에도 끼지 못하고 있다고 할 수 있다. 기껏해야 우리나라의 금융시장은 위에서 열거된 지역금융센터의 하부에 위치하는 소지역금융센터에 상응한다고 할 수 있으며, 이러한 상황에서 우리나라의 모든 금융기관은 결국은 우리 경제의 금융수요에 최선으로 대응할 수 있다는 데서 그것들의 경쟁력의 원천을 가지게

되는 지역적 금융전문점이 될 수밖에 없겠음을 추리할 수 있겠다. 우리나라의 금융기관들은 본질적으로 우리 시장을 경쟁마당으로 하면서 여기에서 외국으로부터 진출해온 외국의 금융기관들과 경쟁하는 것을 그것의 주된 업무로하게 될 것이고, 이를 위해서는 외국으로부터의 기관들과 홀륭히 경쟁할 수 있는 경쟁력을 갖출 수 있어야 할 것이다. 우선 외국사들이 취급하고 있는 모든 금융상품을 취급할 수 있는 능력을 갖추어야 할 것이고, 이를 위해서는 국제 금융시장에서 기왕에 거래된 상품은 말할 것도 없고 새로이 개발되고 있는 것에 대해서도 상응하는 개발능력을 지니거나 신속히 모방할 수 있는 능력을 갖추게 되어야 할 것이다.

또한 범세계적인 성격을 가지고 있는 거래, 1일 24시간 수행해야 하는 거래도 할 수 있게끔 범세계적 통신망과 지점망을 가지고 있는 세계금융센터의 유니버설 은행과 업무협조 내지 업무제휴의 관계를 맺어 운영해야 할 것이다. 이러한 때에는 유니버설 은행들 사이에서의 경쟁관계를 십분 활용하면서 업무제휴관계가 일방종속이 되지 않게끔 주의하여야 할 것이다. 이른바 이들과의 公平한 연결(fair connection)에 유의하여야 할 것이다.

2) 내부적 금융자유화

우리 밖의 사정과 관련되어 이상에서 적시된 바 요망을 채울 수 있게 되기 위해서는 우리 안에서 내부적 금융자유화를 먼저 완수해 내야 할 것이다. 경제자유화에 대한 문헌에서 알려 주는 바와 같이, 먼저 내부적 자유화(internal liberalization)를 이룬 후에야 무리없이 외부적 자유화(external liberalization)를 단행할 수 있겠기 때문이다.

경제자유화를 시도하는 어느 나라에서도 그러하듯이 내부적 자유화를 이루어 낸다는 것은 결코 쉽지 않은 과제이다. 사실상 과점구조를 가지고 있는 시장에 새로운 경쟁자를 기왕의 과점자의 반발없이 참여할 수 있도록 한다는 것은 상당히 어려운 문제이다. 특히 단계적이고 점진적으로 자유화를 시행하려고 하는 경우에 특히 그 초기단계에서는 아무런 외적 압력을 받지 않고 스스로의 구도에 따라 내부적 자유화를 기도하게 될 것이다.

외적인 압력이 없는 이런 때에는 내부적 이해관계의 충돌로 인해 내부적 자유화가 방해받거나 중단되게 될 가능성이 크다. 자유화로 인해 손해를 보게 되는 이해관계자들로부터 대단히 강한 반발이 나타나게 될 것이기 때문이다. 여기에서 自由化推進戰略이 필요하게 되는 것이다.

종래 우리나라에서는 금융자유화를 이루기 위하여 이른바 業務領域調整에 힘써 왔다. 情報通信技術 등 금융을 근본적으로 변환시키는 요인이 나타나고 그에 따라 국제금융시장에서의 경쟁양상이 변하게 되자 국내시장에서의 각개

기관들로 하여금 외부의 변화와 기술의 변화에 대응하면서 경쟁력을 제고하게 하고자 하여 기왕에 취급하던 업무를 나누어 분장하게 하거나 서로 바꾸도록 하는 것을 포함하는 업무영역의 조정을 피해왔다. 그러나 업무영역조정작업은 결코 쉽지 않았는데, 그 이유와 이를 가능하게 할 대응책으로는 다음의 몇가지를 들 수 있겠다.

첫째, 업무영역을 조정하려고 함에 있어서 기왕에 금융시장에 참여하고 있는 기관의 관계자들의 합의를 도출하려고 하였고, 시장밖의 변화를 대변하는 관계자의 참여는 사전적으로 배제되어 있었다. 내적인 자유화를 추진하는 단계에서 나라 밖 국외자의 참여가 배제된다는 것은 충분히 이해할 만하다. 그러나 나라 안의 잠재적 이해관계자중 기왕에 시장에 참여하고 있는 기관 이외에는 내부인중 누구도 업무영역을 새로이 조정하는 작업에 대해 적절한 영향력을 행사할 길이 없었다. 과거에 업무영역조정에 관한 논의를 하는 과정에서 公廳會도 있었고 또 금융산업에 직접 종사하는 사람들이 아닌 제3자도 참여하고 있는 金融產業發展審議委員會에서의 심의도 있었기에 형식적으로 보면 시장국외자의 의사개진의 길이 철저히 封鎖되어 있었다고는 할 수 없다. 그러나 이러한 국외자의 영향력은 매우 한정된 것이었으며 자신들의 구체적 이해를 반영하고 있는 것이 아니었기에 시장역내자의 구체적 이해관계에 근거한 강렬한 의사개진과 그것이 실제화되는 양상을 바꿀 수가 없었다. 이러한 한계를 극복하기 위해서 앞으로는 시장에서 금융업을 하려는 의사를 가지고 있는 잠재적 시장참여자의 요망을 반영할 수 있는 제도적 장치가 마련되도록 되어야 할 것이다. 다시 말하면, 업무영역조정단계에서 기존의 이해관계 이상의 새로운 이해관계를 감안하기 위해서는 금융시장에의 진입을 보다 자유로이 하는 정부정책의 변화가 있어야 할 것이다. 보다 경쟁적인 시장을 만들기 위한 시장진입의 자유가 더 확대되어야 하겠다.

둘째, 업무영역조정을 기존 참여자들간의 합의를 통하여 이루려고 하다 보니 투입한 조정노력에 상응하는 성과를 도출해 낼 수가 없었다. 정부에서의 별다른 방향제시가 없는 한 업무영역조정을 위해서는 참여자의 사실상 만장일치 또는 그것과 근사한 정도의 합의가 요구되는데 이러한 필요조건은 쉽게 충족될 수 없는 것이기에 효과적인 영역조정이 이루어지질 못했다. 신속한 의사결정을 이루어낼 수 있는 제도를 결여하고 있었기 때문에 업무영역조정은 요란스럽게 논의만 되었지 실체적 성과를 거두질 못했다. 그러한즉 앞으로 보다 효과적인 의사결정을 할 수 있도록 하기 위해서는 EC 통합과정에서 동원되었던 것과 같은 효율적 결론도출방법의 도입이 요망시된다 하겠다.

셋째, 업무영역조정이 손쉽게 이루어질 수 없었던 데에는 금융자유화에 대

한 정책을 관장하고 있는 과거의 財務部가 기왕의 기구를 고수하고 있으면서 업무영역조정에는 충분히 적극적이지 않았다는 것도 중요한 요인이 된다. 주지하는 바와 같이 우리나라의 구 재무부는 局, 課의 체계를 가지고 있었으며 각 국과 과는 모두 관장하는 업무를 가지고 있었다. 나아가 이러한 관장업무는 서로 배타적인 것이면서 시장에서의 구체적 금융기관들과 대응하고 있었다. 여기에서 시장에서의 금융기관간의 업무영역조정은 그대로 그런 것들과 상응하는 구 재무부의 국, 과 사이의 업무분장의 조정문제를 동반하게 되어 있었다. 결국 시장의 기존 금융기관들 사이에서의 업무영역조정의 문제는 구 재무부의 국, 과간의 업무분장의 조정과 함께 고려될 수밖에 없게 되었고 그로써 구 재무부측 사정과 독립되어 고려될 때보다 훨씬 복잡하고 어려워지게 되었다. 이를 시정하기 위해서는 업무영역조정시 재무부 등 감독기관의 업무 영역도 동시에 조정되어야 하겠다.

넷째, 업무영역을 조정하려고 하면서 시장의 역할, 특히 市場需要의 배후에 있는 금융서비스 수요자의 역할은 거의 고려하지 않았다. 시장에서 수요가 많은 금융상품을 식별하여 그것의 공급이 늘어나게끔 금융서비스 공급능력을 조정해 보려고 한 기도는 업무영역조정논의에서 거의 보여지질 않았다. 이를 극복하기 위해서는 배전으로 金融革新을 강조해야 하겠다. 그로써 소비자의 구체적 필요에 부응하는(tailor-made) 금융신상품이 활발하게 만들어질 수 있도록 되어야 하겠다.

3) 규제완화와 금융하부구조의 정비

미국은 우리에게 지속적으로 금융자유화를 요구하고 있다. 곁으로는 우리가 기계적인 내국민대우를 못해주고 있는 것을 시비하기도 하나 실상은 상호주의적인 시각에서 우리의 시장이 미국의 시장만큼 자유화되어 있지 않다는 미국 계 금융기관의 불평을 기계적으로 반영하고 있다.

우리의 금융부문이 반드시 낙후되었다는 것에 대해서는 이론이 없지 않을 것이다. 그러나 그것이 현재의 실태보다는 더 발달할 수는 있었으리라는 데 대해서는 이론이 없으리라 여겨진다. 우선 우리의 금융시장은 충분히 重層化되어 있지 못하다고 여겨지는 바, 과연 우리나라에서는 부동산 담보(mortgage)대출, 자산에 기반을 둔 각종 증권, 각종 파생상품 등이 활발히 거래되고 있지 않다고 할 수 있다.

우리는 금융시장에서의 규제완화에 대해서 많이 이야기한다. 그러나 이러한 규제완화와 더불어 우리의 금융부문을 선진국의 그것과 상응하는 성숙된 것으로 만들기 위해서는 우리 사회에는 아직 존재하고 있지 않은 많은 제도를 새로이 도입하여 장치함으로써 금융부문을 짜임새있는 것으로 정비할 수 있어야

한다는 것에 대해서는 많이 이야기하지 않는다. 이러한 새로운 제도와 장치를 도입하고 그것들이 작동하도록 하는 것은 규제완화(deregulation)와 대립되는 것으로 영국 사람들의 표현을 빌리면 재규제(reregulation)라고 할 수 있겠는 바, 이러한 재규제의 차원에서 우리가 새로이 장치하거나 강화해야 할 것들로는 아래와 같은 것들을 열거할 수 있겠다.

- * 지급결제제도의 효율화
- * 신용평가기구의 정비
- * 통화안정증권시장의 지양 및 기본적 금융시장으로서의 국채시장의 조직화 및 활성화
- * 금융기관들의 자본충실화 유도
- * 금융기관들의 자산부채관리업무 장려
- * 고위험 고수익증권 등 다양한 상품의 도입
- * 모험자본의 활발한 실험 및 정착화
- * 증권시장에서의 내부자거래의 단속
- * 증권시장에서의 발행시장업무의 활성화 및 그것과 유통시장업무와의 균형회복
- * 유통시장업무중 중개업무와 자기매매업무의 균형화
- * 상호보유의 구조속에 있거나 보다 명시적인 가족회사간의 내부 거래 제한

우리는 1993년 8월부터 금융실명제를 시행하였다. 금융실명제를 위하여 몇 단계의 작업을 예정하고 있었고 그것의 제1단계는 이미 시행하고 있다. 그러나 이러한 제1단계의 조치는 철저하지 못하여 금융실명제를 사실상 무력화시키고 있지 않느냐는 의아심의 대상으로까지 되고 있다. 이러한 우려는 어서 극복되어야 하며 이를 위하여 금융실명제는 철저하게 보완되어야 한다. 더불어 돈세탁의 방지를 위한 방도를 제도화하여 실시하도록 하여야 하겠다.

우리경제는 개도국으로서 심한 정도라고는 할 수 없으나 상당한 정도의 인플레이션을 경험해 왔다. 이에 따라 부동산등 자산을 확보하면 큰 부를 축적하게 되어 진정으로 생산적인 활동보다 부동산투기를 목적으로 하는 분위기를 떨쳐 버리지 못하였으며, 이로 인한 문제점을 기업재무의 정상표현을 위해서는 자산재평가의 방법으로, 원화를 기피하고 원화보다 가치가 보다 안정적으로 유지되는 외화를 선호하는 이른바 dollarization현상은 외환관리를 통해 제한해 왔다. 앞으로 우리의 금융기관들은 도일한 조건과 지반 위에서 외국의 금융기관들과 경쟁하지 않을 수 없게 되었으며, 이를 위해서는 이들의 대차대조표를 향시 정상가격을 반영하는 것으로 만들 필요가 있게 되었다.

우리 금융기관들의 부실채권의 문제를 어떤 방도로든 해결하도록 하여 이들이 외국의 경쟁사들과의 경쟁에서 부당하게 불리한 위치에 서지 않도록 해 주

어야 하겠다. 그러나 개도국외채문제와 관련되어 보여진 국제금융시장에서의 채권은행들의 부실채권의 극복방안을 보면 부실채권의 문제를 해결할 수 있도록 하는 묘안은 없는 것처럼 보인다. 그러나 개도국외채문제와 관련하여서는 채무와 주식의 스왑이 매우 한계적인 유용성 밖에 가지지 못했던 데 비해 우리나라에서는 많은 경우 은행으로부터 차입한 자본을 많이 가지고 있는 기업이 동시에 그 가격이 크게 상승한 부동산등 실물자산을 보유하고 있기도 하므로 채무주식의 스왑이 더 활용도가 높을 것이다.

이것과 관련하여 상기할 것은 미국이나 일본의 일류 은행들도 90년대 초의 이른바 거품경제현상에 기인하여 상당한 부실채권을 가지게 되었다는 것이다. 그리고 이들은 이러한 부실채권을 과감한 상각을 통하여 자체적으로 해결하려고 했다는 점이다.

정보통신기술이 놀랍게 발달하여 금융업무에 크게 도입된 오늘날의 상황에서는 지급결제제도를 근본적으로 개선해야 할 것이다. 특히 앞으로 원화의 국제화를 추구하는 것을 염두에 두고 또 사실상 자본자유화의 정도가 크게 확대될 것을 염두에 두고 볼 때 자금의 이동을 관리하는 것을 통하여 핫 머니의 창궐을 방지할 수 있도록 해야 할 것이다. 이러한 때에는 인출유예제도 등을 활용할 수 있도록 해야 할 것이다.

금융감독기구도 어떻게 정비해야 할 것인지를 확정할 수 있어야 할 것이다.

4) 핫 머니에 대한 대책 마련

핫 머니(hot money)가 가장 통제 어려운 대상이 될 것이고 이것은 일차적으로 외환시장에서 환율을 심하게 변화시키는 요인이 될 것이다. 따라서 외환시장을 입지로 하여 핫 머니를 관리할 수 있는 방도를 마련할 수 있어야 할 것이다.

외환시장을 교란시킬 수 있는 요소는 여러가지이다. 우선 고정환율제도와 변동환율제도의 장단을 논의하는 데서 나타나는 바, 실물부문이나 통화금융부문에서 그곳의 수요 또는 공급을 변화시키는 각종 충격이 외환시장에서의 외환의 수요나 공급의 급변을 초래한다는 점에서 넓게 보아 외환시장의 교란요인이라고 할 수 있다. 그러나 어떠한 방법으로도 피할 수 없다는 의미에서 경제사회에 대한 외적 충격이 되는 이러한 요인들 보다 단기적으로 더 골치거리가 되면서 대응책을 마련하기에 따라서는 대처도 가능하게 되는 것이 이른바 핫 머니라고 지칭되는 바 단기 급변의 자본이동이고, 또 기업의 매수나 합병(merger and acquisition: M&A)과 관련되는 자본이동이다.

핫 머니의 특성은 자본이동의 속도가 대단히 빠르다는 데 있다. 오늘날의 정보통신기술에 힘입어 거액의 자금을 신속히 이동시킬 수 있게 됨에 따라 환

율과 이자율의 단기적 변동을 예측하고 이러한 변동에 따르는 자본이득을 얻으려는 투기적 성격의 핫 머니가 나타나고 있는 것이다. 이러한 핫 머니는 단기적으로 그것의 공격의 대상이 되는 경제의 환율을 단기적으로 급변하게 한다. 그로써 이러한 경제의 정상적 운영, 특히 환율의 영향을 크게 받으면서 단기적으로 신속한 적응을 하지 못하는 실물부문중의 중소 제조업체들을 매우 어렵게 한다. 여기에서 경제 전체적인 시각에서 이것을 방비해야 할 필요가 대두되는 것이다.

핫 머니란 이동속도가 빨라 그것이 이동했는지 조차를 식별하기가 쉽지 않은 것이므로 그것에 대한 대책을 마련하는 것도 쉽지 않다. 그러나 이것의 폐해가 상당하므로 수수방관하고 방치할 수도 없는 문제이다. 핫 머니에 대한 정통적 대비책으로 거시경제의 운영이 제대로 되도록 하여 애초부터 핫 머니의 공격대상이 되지 않게 하라는 것이 제안되어 오고 있다. 그러나 이러한 최선책의 실현이 결코 쉽지 않기 때문에 차선책이 강구되게 되는 것이다. 핫 머니를 배제할 수 있게 되기 위해서는 그것의 유출입을 쉽게 식별할 수 있어야 하고, 또 설사 그것의 유출입이 실현된다 하더라도 그로써 환율이 크게 변동하지 않도록 하여 그러한 환율변동을 통해 핫 머니를 이동시키는 투기자가 얻게 되는 자본이득이 핫 머니를 이동시키려는 투기자에게 별로 큰 매력이 되지 않도록 해야 한다.

핫 머니를 규제해야 한다는 생각은 오래 전부터 있어 왔다. 특히 70년대 말 자본 자유화를 했다가 모든 경제자유화노력을 수포로 되돌린 남미의 여러나라들은 단기자본이동을 통제하는 것을 널리 공감하고 있었다. 반면에 선진국, 특히 단기적 자본이동을 가지고 좋은 영업기회를 가지게 되는 선진국으로부터의 금융기관은 어떤 형태의 자본이동제한에도 반대해 왔다. 이들은 동시에 그것을 통제하려고 해도 통제를 회피하는 여러 방도가 있기 때문에 통제는 실효성을 가지지 못한다는 것을 역설해 왔다.

그러나 1992년 영국과 이태리가 상하 2.25%의 제한된 변동폭밖에 가지지 못하는 유럽통화제도의 ERM을 탈퇴하도록 유도한 ERM위기, 1995년의 멕시코 폐소폭락과 일본 고베지진후 자본의 일본회귀 등에 의해 촉발된 미국 달러, 일본 엔, 독일 마르크 등 주요 통화사이의 환율급변은 모두 헛지 펀드 등 투기성 단기자금에 의해 실제화되었다는 점에서 95년에 들어와서는 선진국에서도 단기자본이동을 방지할 수만은 없다는 의견을 불러 일으키게 되었다.

问题是 핫 머니 등 단기투기성 자본을 다른 종류의 거래와 구분하여 효과적으로 통제할 수 있는 방도가 없다는 것이다. 가장 널리 알려져 있는 것이 Tobin稅인바, 이동후 상당한 기간 머물러 있지 않는 단기성 자본이동을 목표

로 하고 자본거래의 기간에 근거하여 과세하도록 함으로써 단기자본이동에 개재된 거래비용을 높이고 그로써 이들의 이동을 한정시키어 보자는 것이다.

자본도피 등 자본유출때문에 고통을 받는 나라에서는 引出猶豫制度가 제안되고 있다. 자본을 유출시키기 위해서는 인출하기 일정한 기간 이전에 인출하겠다는 것을 미리 고지하도록 하여 불의의 유출에 당면하기 이전에 적어도 일정한 정도의 여유시간을 갖고 대처할 수 있도록 하자는 것이다. 이러한 생각은 미구의 연방준비은행 캔서스 씨티의 세미나에서도 지지받은 바 있으며, 이 때의 사전 통지기간을 60-90일로 제안했던 바 있다.

반대로 자본유입때문에 고통을 받는 나라들은 유입을 억제하고자 해외로부터 유입된 자본에 대해서는 이자율을 낮추는 등 불이익을 주어 유입을 저지시키려고 하고 있다. 자유변동환율제를 채택하여 환율이 완전히 가변적이 되게 하고 그로써 환리스크가 커지게 되면 이것이 자본이동에 대한 억제요인이 될 수 있으나 이러한 때 환리스크가 커져 자본유입이 제한되기 이전에 환율이 하락하게 되어 수출등이 어려움에 봉착하게 되기도 한다. 이러한 것을 감내하기 어려운 나라들은 자유변동환율제도를 택하지 못하고 자본이동에 대해 여러가지 부담을 주는 방도를 통하여 그것을 한정시켜 보려고 하게 된다.

자본이동의 통제에 대해 비판적인 입장은 설사 그것을 시도한다고 하더라도 그것이 소기의 성과를 거둘 수 없음을 적시한다. 예컨대, 무역거래를 하는 중에 거래대금을 거래관행상 인정되는 적정시간 이전이나 이후에 지급하거나 수취함으로써 이른바 리드와 랙(lead and lag)을 활용하거나 수출입신용장의 금액을 거짓으로 기재하는 방식(false invoicing)으로 사실상 자본거래를 할 수 있기 때문에 자본거래를 제한하려고 하더라도 결과적으로는 사실상의 자본거래가 있게 마련이라는 것이다. 자본거래를 직접 통제하는 것으로는 소기의 효과를 가져올 수 없으니 오직 거시경제정책을 올바로 하여 급변하는 자본이동이 본원적으로 나타나지 않도록 해야 할 것이라고 한다.

그러나 현재 자본이동을 통제해보려고 하거나 자본자유화를 요구받고 있으면서도 그것을 단행하지 못하는 나라가 거시경제정책을 올바로 하기 싫어서가 아니라 올바로 할 처지가 못되기 때문에 차선책으로서 그렇게 하고 있다고 할 수 있다. 그러할진데 이들은 별도로 거시경제정책을 변경시키지 말고 자본이동에 직접적으로 영향을 줄 수 있는 방도를 찾아내어 장치할 수 있어야 할 필요를 가진다 할 것이다.

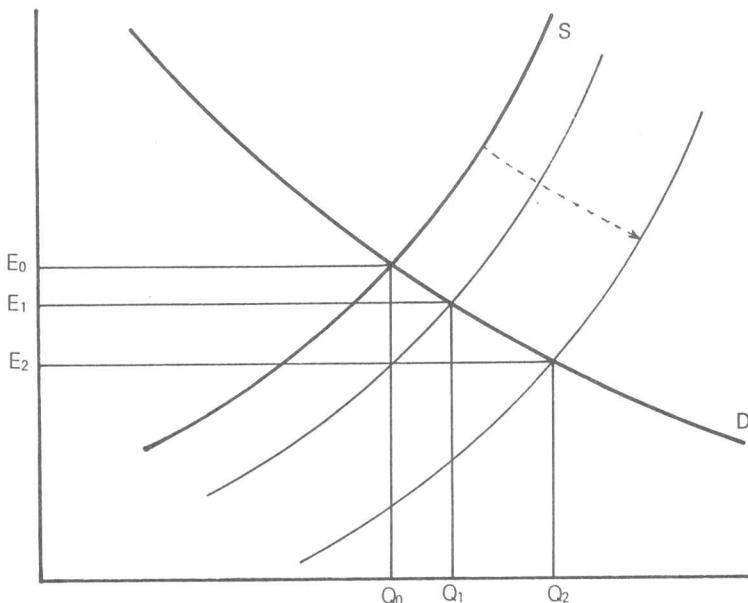
이와 관련하여서는 환율의 1일 변동폭을 제한하는 제도를 가지는 것이 매우 효과적인 방도가 되리라 하겠다. 이렇게 하고 나면 단시일 내에 환율이 크게 변동하는 것을 배제하면서 비정상적인 환율의 변동을 비교적 용이하게 인지할

수 있게 되고 또 어떠한 자본이동이 있더라도 그것의 환율에 대한 영향력을 시간적인 차원에서 제한할 수 있어 단기간내에 발생하는 자본이득의 크기를 절대규모면에서 한정시킬 수 있겠기 때문이다.

그럼에서 시장의 공급곡선을 점선으로 그려진 것처럼 변화시키는 k 만큼의 자본유입이 있을 경우 1일 변동폭이 없는 상태에서 환율이 자유로이 변동할 수 있게 되면 환율은 E_0 으로부터 E_2 의 수준으로 크게 떨어지게 될 것이다. 그러나 1일 변동폭이 $E_0 - E_1$ 인 경우 시장에서 종국적으로 이루어지는 거래는 Q_1 의 수준으로 결정되고 $Q_1 - Q_2$ 만큼의 자본은 자본유입의 대열에서 스스로 이탈해 나가게 된다. 그로써 1일 변동폭을 설정하는 것이 자본유입을 사실상 제한하는 효과를 가지게 된다.

1일 변동폭을 제한해 놓는 것에 부가하여 행정적으로 외환시장에서 이루어지는 거래의 타이밍을 조절하는 장치를 만들어 놓는 것도 유용하겠다. 1일 변동폭때문에 상대적으로 쉽게 식별될 수 있게 된 외환시장에서의 거래가 異常을 보일 때에는 그중 규모가 이상하게 크거나 비정규적인 것에 대해 단기간 동안 거래를 중단시키거나 정지시킴으로써 그것의 영향이 외환시장에서 환율을 급변하게 하는 등 나쁜 것으로 나타나지 않도록 할 수 있겠기 때문이다. 실상 오스트레일리아나 칠레 등은 자본자유화를 시작함에 즈음하여 새로이 이동하는 자본의 외환시장에서의 영향력을 한정시키기 위한 방도로서 자본이동의 시기를 규율하는 조정하는 권한을 행사하는 행정위원회를 운영했던 바 있다. 이러한 위원회는 시기를 단기적으로 규율할 뿐 자본이동 그 자체를 제한하는 것은 아니므로 자본자유화에 역행하는 것으로 심하게 비판되지는 않았다 한다.

외환시장에서 거래의 타이밍을 조절할 수 있도록 하는 구체적 방도로는 자본유입시 최소잔류기간을 약속하는 자본만을 유입될 수 있도록 하는 것이다. 자본의 유출입이 이상을 보일 때에는 최소한의 잔류기간의 요건을 충족시키지 못하는 것에 대해서 임시적인 특별과세나 특별수수료를 부과하는 것을 생각할 수 있겠다. 핫 머니의 유출입이 문제거리가 되는 경제에 다른 종류의 자본유출입은 제외한 채 오로지 핫 머니에 대해서만 유출입의 규제를 하겠다는 것은 충분히 수긍될 수 있는 것이고 외국으로부터도 용인받을 수 있는 일이다. 이러한 경제가 움직이는 자본 중 오로지 핫 머니에 대해서만 대책을 마련한다고 할 경우 그것이 자본이동에 대한 제한으로 여겨져 심하게 비난받도록 되지는 않을 것이다. 요컨대 핫 머니를 크게 걱정하는 경제로 자본이 유입할 때에는 그러한 자본이 매우 짧은 시일후 즉각 유출되는 일이 없도록 일단 유입된 자본의 최소거주기간을 규정해 놓고 그러한 기간면에서의 제한을 지킬 용의가



있는 자본만이 유입할 수 있도록 제도화할 수 있어야 할 것이다. 이렇게 하고 나면 단기유출입을 전제로 하고 있는 자본은 아예 유입되지 않을 것이며, 또 만의 하나 핫 머니가 핫 머니의 유입배제의 제도를 피하면서 유입되었다 하더라도 그것이 단기간내에 유출될 수 없도록 합법적으로 조치하는 것이 가능하게 된다. 이로써 단기적으로 유출입하려는 자본을 식별하여 그것의 부작용을 제한할 수 있게 됨으로써 핫 머니로 인한 폐해를 원칙적으로 배제할 수 있게 된다. 나아가 단기자본의 유출입을 식별할 수 있도록 하기 위하여 모든 외환 거래는 반드시 외국환은행이나 외국환지정기관을 경유하도록 하는 정도의 외환관리는 필수적으로 지속되어야 할 것이다.

상황에 따라서는 최소잔류기간의 요건을 충족시키는 자본유입이나 유출이 과다하여 과다한 환율의 변동을 가져오게 될 수도 있다. 이러한 상황에 대비하여서는 자본유출입에 대한 특별과세나 특별수수료를 부과할 수 있는 장치 내지 법제를 마련해 놓는 것이 필요할 것이다. 그리고 가격을 증감시킬 수 있는 이러한 수단을 통하여 최소한의 거류기간요건을 충족시킨 핫 머니의 양을 증감조절할 수 있게 될 것이다. 이라한 특별과세나 특별수수료는 자본유출을 통제하는 경우에 있어서는 1960년대 말 미국이 사용했던 이자평형세 (interest rate equalization tax)와 상응한다고 할 수 있겠고, 자본유입을 통제하려는 경우에 있어서는 역시 비슷한 시기인 1960년대 말 서독이나 스위스에 의해 사용되었던 방법인 바, 유입된 외국자본에 대해 부정적인 이자율을

부과하거나 특별과세를 하는 것과 대응한다 하겠다.

국제적으로 이동하는 자금은 종국적으로 각국의 중앙은행에 의해 최종결제되어야 한다. 실로 오늘날에도 지급결제제도와 관련하여 국제금융시장에는 상당한 불안이 존재하고 있다고 할 수 있고 이러한 불안요인이 앞에서 본 것처럼 自國投資選好의 偏倚를 가져오고 있는 하나의 요인이라고 할 수 있다. 그러한즉 이러한 지급결제과정에서의 최종결제성을 이용하여서도 자본이동을 다소간 제한시키는 효과를 가져올 수 있다. 오늘날 역외시장을 통해 아무리 자본이동이 자유로이 이루어지고 있다고 하더라도 이러한 자본은 그것의 매개가 되고 있는 통화의 최종결제과정에서의 각국에서의 정책적 개입에 의해 통제될 수 있는 요소를 불가피하게 지니고 있다. 각국이 서로 다른 통화를 쓰고 있고 국제적 자본이동이 이러한 개별국가의 토화를 매개로 하여 이루어지고 있다는 사정에 기인하여 초국가적 현상이라고 할 수 있는 국제적 자본이동이 사실상 제한을 받고 있다는 것이다. 이러한 자본이동에 대한 지급결제과정에서의 사실상의 제약은 특히 자본이동중 단기자본이동과 관련하여 더욱 주요한데, 이는 오늘날의 단기자본이동이란 거액이고 신속한 이동을 요하는 것이어서 대부분 전자이체(electronic fund transfer)의 방법을 통해 결제되고 있기 때문이다. 나아가 이러한 효과를 도모하는 데에는 자국통화가 대외교환성을 지니고 있지 않을 경우에 보다 용이하다. 교환성을 갖지 않은 통화의 공급과 결제에 대해서는 해당 통화당국의 통제력이 상대적으로 크리라고 할 수 있고 이런 사정하에서 일단 유입된 자금의 유출과정에서의 불안감이 거액자금의 이런 경제로의 유입을 억제하는 효과를 가지게 될 것이기 때문이다.

3. 금융자유화의 기타 과제

단계적 자본자유화를 실현해 나가면서 거래 상품의 종류를 확대하고 관련 금융기관과 시장의 경쟁성을 제고하도록 해야 한다는 것은, 자본자유화 이전에 내적인 금융자유화가 이루어 놓아야 자본자유화에 의한 혼란과 충격을 피할 수 있다는 경제 자유화론에서의 교훈으로부터 비롯되는 것이다. 완전한 자본자유화를 단행하기 이전에 확실한 금융자유화, 경쟁적 금융시장을 정비해 놓아야 한다는 것이다.

경쟁적 금융시장이 마련된다면 소위 핫 머니가 창궐하거나 국제적 투기꾼의 재테크행위가 비교적 쉽게 식별될 수 있게 된다. 이에 따라 이들에 대해 대응 수단을 강구할 수 있고, 위급한 때에는 세이프 가드도 동원할 수 있다. 단기 자본이동에 따라 환율이나 이자율이 급변하게 되는 양상을 어느 정도 제한해 볼 수 있고, 그로써 자본자유화의 폐해를 최소화시켜 볼 수 있다.

자본이동이 있고 그로써 환율이나 이자율이 크게 변하게 되는 것을 경계하는 사유는 이들 변화에 따라 실물부문이 파괴될 수 있기 때문이다. 자본유입으로 評價上昇(appreciation)이 이루어지고 그로써 실물부문이 경쟁력을 잃게 되어 생산기반이 파괴된 뒤에 자본유출이 생겨 평가하락과 인플레이션의 소용돌이에 휘말리게 될 염려가 있기 때문이다.

실물부문이 큰 적응력을 갖고 있다면 이러한 염려는 하지 않아도 좋을 것이다. 환율이나 이자율이 다소간 변화하더라도 실물부문이 경쟁력을 잃지 않는다면 자본자유화의 피해를 크게 걱정할 이유가 없다. 그런데 경제자유화론은 경제자유화를 추진해가는 데 있어 실물부문에서의 交易自由化, 금융부문에서의 금융자유화, 그 이후의 자본자유화라는 순서를 권고하고 있다.

실물부문의 적응속도가 가장 느리기 때문에 실물부문이 자유화해 가면서 경쟁체계를 이를 수 있는 정도에 이르기까지는 그것에 대해 교란요인이 될 수 있는 금융자유화나 자본자유화를 지연시키는 것이 좋다는 것이다. 그 이후 자본자유화를 시행할 때 국내의 금융부문이 마멸하지 않게 하기 위하여 또는 금융부문이 경쟁력을 배양해 갈 수 있게 하기 위하여 금융부문의 경쟁력 배양이 전까지는 자본자유화를 역시 한정시키는 것이 바람직스럽다는 것이다.

그러할진대 단계적 자본자유화는 실물부문과 금융부문에서의 특이한 양상을 점검해 가면서, 그리고 이들에서 이상이 보일 경우에는 그것을 보정해 가면서 추진되지 않으면 안되리라 할 수 있다. 이하에서는 단편적이나마 다른 나라에서의 자본자유화 이후의 변화가 어떠했는지를 참고로 해 가면서 성공적인 자본자유화를 위해 정비해 두어야 할 몇 가지 점을 생각해 본다.

1) 質蓄增大努力

영국은 1979년에 완전한 자본자유화를 단행하였다. 단기자본을 포함한 모든 종류의 자본이 자유로이 유입되거나 유출될 수 있도록 조치하였다. 이러한 자본자유화를 한 뒤 영국이 겪은 가장 큰 변화는 소비가 크게 증대하게 되었다는 것이었다. 자본자유화에 따라 流動性이 증대하게 되었고 그로써 민간부문에서 소비가 늘어났던 것이다.

자본자유화 이후 이렇게 소비가 늘어날 수 있다는 점은 자본수지호전과 더불어 경상수지가 약화되어 국제수지의 구성이 달라질 수 있음을 의미한다. 자본자유화는 外債를 늘리는 방향으로 작용할 요인이 되기 쉽다는 것이다.

자본자유화 이후 소비증대의 가능성을 회피하기 위해서는 저축증대를 위한 별도의 노력이 필요하다. 민간부문에서 저축이 늘어나게끔 하는 의도적 노력이 경주되어야 하겠으며, 동시에 정부부문에서도 저축증대가 기도되어야 하겠다. 재정지출을 억제하고 재정수입의 증대를 피하는 등 정부저축을 늘리는 조

치가 취해져야 할 것이다. 이렇게 함으로써 자본자유화와 더불어 경상적자가 커지고 외채가 늘어나게 되는 것을 방지할 수 있겠기 때문이다.

2) 換率과 利子率 變動幅의 制限

자본자유화가 단행된 후 핫 머니가 나타나 국제적 차원의 투기가 심화되거나 실물부문이 가격경쟁력을 잃고 생산기반을 잃을 수 있다는 가능성은 자본의 자유로운 유출입에 따라 환율이나 이자율이 크게 변동하게 된다는 데에서 기인하는 것이다. 따라서 결코 쉽지 않은 과업인 핫 머니를 식별하여 규제하려는 과업이나 실물부문의 적응력을 提高시키려는 努力과 더불어, 불특정한 어떤 충격이 있더라도 환율이나 이자율이 크게 변동하지 않게 하는 것이 소망스럽겠다. 이로써 자본자유화가 가져 올 부작용을 최소화할 수 있겠기 때문이다.

국제적 자본유출이나 유입은 우선적으로 외환시장에서 외환에 대한 수요나 공급으로 나타난다. 외환을 수요하거나 공급하는 것의 배후에 그것과 상응하는 자국통화표시 자금의 공급과 수요가 자리잡고 있기 때문이다. 국제적인 자본의 유출은 외환시장에서는 외환수요의 요인이 되고 자금시장에서는 자금공급의 요인이 되며, 국제적인 자본의 유입은 외환시장에서는 외환공급요인 및 자금시장에서는 자금수요 요인이 된다.

자본유출입과 결부된 이들 시장에서의 수요나 공급요인은 개별적으로도 결코 무시할 수 없는 정도일 수 있겠으나, 시장전체에서의 규모와 비교해 보면 전체가 못되는 부분임에 불과하다. 따라서 수 없이 많은 수요와 공급이 있어 가히 심화된 외환시장이나 자금시장을 지닐 수 있게 되면 어떤 일정한 크기의 자본유출입이 있더라도 그것에 따라 나타나는 환율이나 이자율 변동은 상대적으로 작게 될 수밖에 없다. 그리고 여기에서 자본유출입에 따르는 환율이나 이자율의 과도한 변동을 예방하는 하나의 방도로서 이들이 시현되는 시장인 외환시장이나 자금시장을 심화시키고 활성화시키는 것이 필요함을 알게 된다.

수요곡선과 공급곡선이 그려져 있는 부분균형분석의 그림에서 즉각 알 수 있는 바와 같이, 수요곡선이나 공급곡선의 가격탄력성이 크면 클수록 일정한 크기의 수요의 변화나 공급의 변화에 대응하여 나타나는 가격변동폭이 작다. 극단에 가서 수요곡선이나 공급곡선의 어느 하나가 無限彈力의인 수평선이 된다면 가격변동의 여지가 없어진다.

어떤 시장에서 수요를 구성하는 요인이나 공급을 뒷받침하는 요인이 많다면 관련 수요곡선이나 공급곡선이 보다 탄력적인 것으로 된다. 보다 많은 수의 다기한 수요자와 공급자가 시장에 참여하여 경쟁하면 경쟁할수록 시장수요곡선과 시장공급곡선은 더 탄력적으로 된다. 시장참여자가 많아 보다 경쟁적인 시장이 될수록 시장가격의 변동폭은 상대적으로 작아진다.

이에 따라 환율이나 이자율의 변동폭을 한정시키기 위해서는 외환시장이나 자금시장에 참여하는 공급측 요인과 수요측 요인을 확충하여 이들 시장이 모두 보다 경쟁적이 되도록 해야 하리라고 할 수 있다. 그런데 충분한 금융자유화가 이루어져 있지 않은 상황에서는 이들 시장에서 공급측 인자나 수요측 인자가 다양하게 출현하고 있지 않기 때문에 그곳의 潛在的 경쟁성을 실제화시키지 못하게 되기 쉽다. 여기에서 이들 시장에서 시장참여자가 많아질 수 있게끔 외환을 수요하거나 공급하는 잠재적 요인, 자금을 수요하거나 공급하는 잠재적 요인을 顯在化시키고 활성화시킬 필요가 나타난다.

이하 외환시장과 자금시장을 활성화시킬 수 있는 방도를 찾아보자.

(1) 外換市場

과거 국제수지적자의 상황에서는 외환수입을 가능한 한 최대한으로 확보하고 외환지출을 가능한 한 최대한으로 억제하기 위한 방도로서 외환집중제가 실시되었다. 외환지출은 원칙적으로 금지되었으며 예외적으로만 용인되었는데, 이로써 국제수지적자폭을 가능한 한 줄여보려고 했었던 것이다. 아동든 외환집중제하에서는 외환을 사려고 외환시장에 참여하는 것이 극도로 억제되었다.

그러다가 근년 국제수지사정이 나아지게 됨과 더불어 지나치게 경직적인 외환집중제를 기계적으로 집행해야 할 필요가 없어졌다. 이에 따라 외화를 중앙은행에 집중시키지 않고 자유로이 은행에 예치하는 것을 용인하는 외화예금제도가 생기게 되었고, 일반인이 5,000달러 한도로 외화를 보유해도 좋게끔 외환집중제가 완화되었다. 또 해외에서 외화를 활용할 수 있게끔 하기 위해서 종합상사의 경우는 500만 달러, 증권회사는 3,000만 달러, 보험회사와 투자신탁회사는 1,000만 달러 등의 한도내에서 해외에 외화자산을 보유하는 것도 허용되었다. 특히 1988년 IMF 8條國으로 되고 경상지급을 자유화하고 원화의 교환성을 부여해야 하는 의무를 지게 된 것을 계기로 하여, 여행경비의 한도가 확대되었고 기타 사소한 외환지급이 절차면에서 크게 간소화되었다.

그런데 原則禁止,例外自由의 근본기조 아래에서 이러한 정도로 금지대상을 축소한다고 하여 외환시장에서 수요가 크게 늘어나게 되고 그로써 외환시장이 활성화될 수 있을런지는 의문이다. 이에 따라 일본이 1980년 외화관리법개정을 계기로 하여 그려했던 것처럼 우리도 근본기조를 원칙자유, 예외금지로 바꾸고 그로써 외환집중제를 폐지하게 되어야 한다는 주장이 있었고, 1991년 하반기 중에는 이것을 수용하게끔 외환관리법을 개정하려는 움직임도 나타났었다.

그러나 아직 많은 무역외거래에 대해서 그것의 原因行爲에 상당하는 서비스

교역을 자유화해야 할 지가 아직 결말지어져 있지 않다. 외환지급을 가져올 수 있는 요인이 원인행위에 있어 용인되어 있지 않아 지급의 자유화가 불가능하게 되는 예가 적지않다. 그런데 서비스부문이라는 실물부문의 적응능력에 대한 고려없이 서비스거래와 관련된 지급을 자유화하는 것이 단지 외환시장을 활성화하는 요소가 된다는 것 때문에 원인행위 차원에서의 고려를 무시하고 지급을 무조건 자유화할 수는 없겠다. 따라서 서비스교역의 규칙이 완전히 확정될 때까지는 이러한 어정쩡한 상황을 어찌할 수 없겠다.

외화시장을 활성화시킬 수 있는 다른 방도로서 결제기간을 자유롭게 하자는 방법도 제안되고 있다. 수출선수금을 과거 수출실적의 몇 %로 한정하고 대응 수출이행기간을 120일로 제한하는 것이나, 수입에 대한 연기금을 30일 또는 90일로 제한하고 분할지급도 외화획득용 시설재, 중공업 및 방위산업물자 등에 제한하는 것 등이 모두 관련기업으로 하여금 환리스크를 회피하는 길을 막거나 재량성을 한정시키는 것이라고 비판하고, 이를 시정하기 위해서는 결제 기간을 융통성있게 결정할 수 있도록 허여해야 한다는 제안이 있었다.⁷⁾

決濟期間에 관련된 이러한 제한은 이들을 완화했을 경우 사실상의 자본이동을 그만큼 자유화시키는 실질을 갖는 것이다. 따라서 단계적 자본자유화의 구상에 의거하여 대처되어야 할 문제라 하겠다. 결제기간에 대한 제한을 완화한다면, 한편으로는 수출입과 관련하여 효율성이 제고될 수 있을 것이고 외화시장의 수요요인이나 공급요인도 늘어날 것이나, 다른 한편으로는 점진적 자본자유화의 계획을 무력하게 할 염려도 있고 통화관리상 불안을 초래할 염려도 있다. 그런데 뒤에서 검토하듯이 자본거래가 활발히 이루어지고 있고 범세계화된 금융의 상황에서는 어떤 하나의 總量指標가 가지는 의미나 중요성이 그렇지 않은 상황에서의 그것보다 크게 떨어지게 된다. 따라서 이런 상황에서는 통화관리상의 우려는 다소 작아진다. 나아가 사실상의 자본자유화가 점진적 자본자유화를 교란시킬 수 있는 가능성은 사실상의 자본이동을 초래하는 인자들을 점진적 자본자유화의 내용 또는 금융자유화의 진행과정에서 무리없이 소화할 수 있느냐 여부에 의존한다.

외화시장의 활성화를 위해서는 외환에 대한 수요와 공급이 많아지고 안정적으로 되어야 한다. 외환에 대한 수요와 공급이 많아지도록 하는 데에는 현금으로서의 외환에 대한 수요와 공급만으로는 불충분하다. 그것에 더하여 외화표시 금융자산들에 대한 시장들이 조성되게 하고 차라리 이것들이 현금에 대한 수요와 공급으로 규정되는 외환시장보다 주도적 위치를 점하게 해야 한다.

7) 王然均, “금융국제화와 외환·금융정책”, 한국금융학회 1990년도 정기학술대회 발표논문.

또는, 외환시장이 좀 더 현금인 외화에 대한 수요와 공급으로만 규정되는 데에서 나아가 그것을 보완하는 외화표시인 여러 금융상품의 시장에 의해 넓게 규정되게끔 확장되도록 해야 한다.

금융자유화의 과정에서 자유금리상품으로서 도입할 수 있는 것으로는 BA, CP, CD, MMC, RP 등을 생각할 수 있다. 마찬가지의 맥락에서 외환시장 활성화를 위해 도입할 수 있는 상품으로는 외화표시상품인 BA, CP, CD, RP 등을 생각할 수 있다. 나아가 금융기관간의 단기자금의 융통방도인 콜제도에 상응하는 외화콜시장도 외환시장을 보완하는 시장으로 될 수 있겠다.

외화표시인 이들 상품이 거래되게 되면 현금으로서 외환을 수요하고 공급하는 경우에 한정되던 때보다 외환을 수요하거나 공급해야 할 사유가 많아지고 그로써 외환시장은 심화되고 활성화된다. 외화표시인 가치물들이 각종 외화표시 금융자산에서 거래되게 됨으로써 외환당국 밖에서 외화가 상당히 유통되게 되고, 그로써 종래 여행경비 현실화나 5,000달러까지의 소지를 허용하는 등 지엽적인 방법으로 완화되어 왔던 外換集中制가 본격적으로 완화될 수 있게 된다. 나아가 국민경제 전체에 국제수지흑자에 따라 외환이 많이 유입될 때 이러한 유입외환이 모두 외환당국에 집중되고 그것에 따라(불태화정책이 완전 할 수 없다는 것을 전제로 하여) 통화공급이 늘어나게 되는 상황을 회피할 수 있게 되는 것이다. 외환집중제 아래에서 종래 외환당국이 보유해야만 했던 외환을, 민간이 각종외화표시 금융자산들을 자유로이 보유할 수 있고 거래할 수 있게 된 연후에는, 민간이 상당한 부분 자발적으로 보유하게 되기 때문이다.

이렇게 보아 외화를 대상으로 하는 외환시장을 좁은 의미의 외환시장이라고 인식한다면 그것과 외화표시 금융자산시장을 합해 인식한 전체를 넓은 의미의 외환시장으로 인식해 볼 수 있겠는데, 좁은 의미의 외환시장을 이상의 방법을 통해 넓은 의미의 외환시장으로 확충함으로써, 환율의 상대적 안정, 통화관리 면에서의 부담 감소 등 여러가지 편익을 얻을 수 있고, 또 금융자유화를 보다 용이하게 추진할 수 있게 된다.

이렇게 외환시장이 확충되고 활성화되고 나면 결제기간에 있어 융통성도 용인할 수 있게 된다. 그로써 그것이 제한되어 있었기 때문에 초래되었던 비효율도 피할 수 있다. 또 그렇게 외화시장이 심화되고 나면 先物換市場이나 通貨先物市場 등도 더 활성화될 수 있게 된다. 종래 많은 사람들은 선물환시장이 환위험의 헛지를 위해 필요하다는 점을 인정했다. 그러나 환율의 변동이 커고 어떤 특정 시점에서의 변동의 방향에 대해 사람들 사이에서 큰 異見이 없었기에, 헛지하려는 측과 투기하려는 측이 동시에 시장에 출현하질 않았다. 그로써 선물환시장이 팔목할만한 규모로 실제 형성되질 않았다. 때문에 과거

에 선물환시장은 現物換市場을 보완하면서 환위험회피를 위한 최선의 수단을 제공한다는 그것 본래의 기능을 제대로 수행하질 못했다. 그러나 앞으로 여러 가지 외환표시 금융상품이 나타나 유동성을 지니면서 활발히 거래되게 되고 외환시장이 활성화되게 된다면 선물환시장도 본래의 기능을 수행하게끔 정상화될 수 있을 것이다.

(2) 資金市場

환율이 외환시장에서 수요와 공급에 의해 결정된다고 하면 이자율은 자금시장에서의 수요와 공급에 의해 결정된다고 할 수 있다. 단기이자율은 단기금융시장에서 결정된다고 보면 되겠고, 장기이자율은 장기금융시장에서 결정된다면 되겠으며, 이들 사이에는 이자율의 기간구조에 대한 논의가 적시하는 바 일정한 관계가 성립하게 되리라 하겠다.

자본거래가 활발하게 이루어지게 되면 앞에서 보았듯이 자금시장에서도 수요나 공급이 늘어나거나 줄어들면서 이자율이 변화하게 된다. 그런데 이자율이라는 변수의 성격상 그것에는 사실상의 하한과 상한이 있게 마련이다. 때문에 이자율의 변동은 상대적으로 환율의 변동보다 작으리라고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 이자율의 변동은 투자를 좌우하고 총수요를 변화시키는 요인 이기도 하므로 이것의 변동폭 역시 한정시킬 수 있어야 하겠다.

자본이동이 자유로울 때 이자율과 환율은 장기적으로는 利子平衡(interest parity)의 상황인 $i = i^* + \hat{e}$ 를 유지하게 될 것이다. 단 여기에서 i 는 국내 이자율, i^* 는 해외이자율, \hat{e} 는 평가하락의 예상률이다. 그러나 단기적으로는 여기에 리스크 프레미엄이 개재하게 되므로 국내의 이자율은 외국의 이자율 및 환율의 예상치에 의해 완전히 규정되지 않고, 자금시장에서의 구체적 수급 상황에 의존하게 된다.

이자율의 변동폭을 한정하는 방도도 역시 자금시장에서의 수요와 공급요인을 많게 하여 수요곡선과 공급곡선이 각각 더 탄력적으로 되게 하는 것이 되겠다. 그리고 이렇게 하기 위해서는 역시 자유금리상품을 도입하여 그것들이 경쟁적으로 거래되게 하여야 하겠다. CP, CD, RP 등 뿐 아니라 국채시장도 조성하고 그것들이 각각 서로 경쟁적이면서 그들 시장간에서는 활발한 재정거래(arbitrage)가 작동하도록 해야 하겠다.

입장에 따라서는 이자율과 환율이 안정되어야 자본자유화를 할 수 있다고 한다. 어떠한 자본이동이 있더라도 이자율과 환율이 어떤 안정된 수준에서 변화하지 않을 수 있다면 자본이동의 폐해를 걱정해야 할 이유가 없겠기에 이런 주장은 자명하다고 하겠다. 그러나 충격이 있는 데도 불구하고 이자율이나 환율이 항상 일정하게 유지된다는 것은 가능하지 않은 이야기이다. 이자율이나

환율의 안정은 자본자유화 등의 조치를 취하기 위해 주어져 있어야 하는 전제 조건이라기 보다는 금융자유화노력에 의해 얻어지는 결과라고 보아야 합당하다. 어느 나라에서도 금융자유화노력의 핵심은 자유금리상품의 도입을 통해 가격메카니즘이 작동하고 있는 영역을 점차적으로 확대하는 것이고, 드디어 그것이 금융부문 전체에 대해 적용되도록 하는 것이다. 그리고 이러한 시각에서 보아 자본자유화가 가져올 만일의 충격에 대비하는 길은 금융자유화를 먼저 이룬 후 이자율과 환율이 상대적으로 안정되도록 하는 것과 다르지 않다 하겠다.

3) 通貨金融政策體系의 整備

무제한이고 무조건의 자본자유화가 아니라 점진적인 자본자유화를 위하여 자유화조치후 이동할 수 있는 자본의 성격과 규모를 한정시키고, 점진적 자본자유화의 구도하에서의 자본이동이 가져올 환율이나 이자율의 변동폭을 외환시장과 자금시장을 심화시키어 한정시킨다고 하더라도, 경우에 따라서는 이러한 구도아래에서 이루어지는 자본이동이 상당한 정도가 되어 환율을 너무 크게 변동시키거나 외환보유고를 너무 크게 증감시키어 통화량의 변동을 너무 크게 할 수가 있다. 그리고 이러한 사태가 실제화되지 않도록 하기 위하여 외환당국은 외환시장에 개입하여 外換市場造作(foreign exchange market intervention)을 하기도 하고, 또 외환보유고가 증감하더라도 그것과 정비례하여 변하는 통화량의 변동을 피하기 위하여 不胎化政策(sterilization policy)을 시행하기도 한다.

(1) 外換市場介入

외환시장개입이란 외환당국이 외환시장에 참여하여 외환을 사거나 팔므로써 환율이 올라가거나 내려가게 하는 것이다. 외환시장개입은 원칙적으로 현물환시장에서 행해진다. 따라서 외환시장개입을 위해서는 외환을 수요할 때에는 代金支拂을 위한 원貨를 준비해 놓고 있어야 하고 외환을 공급할 때에는 외환시장에다 팔 외화를 가지고 있어야 한다. 외환당국은 외환시장개입을 위한 원화와 외화를 보통 외화평형기금으로서 준비해 놓고 있다.

외환시장개입은 현물환시장에서 하는 것이 원칙이나 현물환시장 대신 선물환시장에서 할 수도 있다. 외환당국이 선물환시장에서 선물환을 매입하면 그 상대방으로서 외환당국에 선물환을 매각하는 시장참여자는 매각 이전에 비해 매각한 것만큼 적어진 외화자산을 보유하게 되고 그로써 매각 이전보다 커진 환위험을 지니게 된다. 그러고 이러한 환위험으로부터 벗어나고자 하여 매출한 것만큼 현물환을 매입하려고 하게 된다. 따라서 이러한 민간의 선물환매출과 현물환매입을 외환당국에 의한 선물환매입과 함께 고려해 보면, 외환당국

은 직접 현물환시장에서 현물환을 매입하는 대신에 선물환을 매입하는 간접적 방법을 통해 민간에 의한 현물환의 매입을 유도함으로써 현물환을 매입하여 환율을 높이려고 하던 당초의 의도를 실현하고 있는 것임을 알 수가 있다. 이런 때에는 현물환매입 대신에 선물환을 매입함으로써 전자에 대응하여 외환당국 밖으로 통화를 공급해야 했던 것도 피할 수 있다. 단, 선물환매입은 선물환의 기간이 도래한 뒤에는 결제되어야 한다. 따라서 선물환매입은 현물환매입에 비해 통화공급시기를 선물환 결제기간만큼 지연시키는 효과를 갖는 데 지나지 않는다는 점도 看過해서는 안되겠다.

선물환시장이 발달되어 있지 않아 현물환매입 대신 선물환을 매입하려고 하더라도 선물환을 매각할 상대방이 없을 수가 있다. 이러한 때에는 스왑률조작의 방법을 동원하면 되겠다. 외환당국은 스왑의 상대방과 현물환매입과 선물환매출을 雙으로 하는 스왑계약을 체결한다. 이때 현물환매입환율과 선물환매출환율의 차가 利子平衡의 定理(interest parity theorem)가 적시하는 바 현물환율과 선물환율의 차보다 스왑의 상대방에 유리하게 되게끔 스왑률을 결정하면, 스왑상대방은 이러한 스왑계약에 응할 유인을 가지게 되고, 이러한 스왑에 응하다 보니 외환당국에게 팔 현물환을 현물환시장에서 매입하게 된다. 그로써 외환당국은 스스로 현물환을 매입하는 대신 스왑계약의 상대방으로 하여금 현물환을 매입하도록 유도해 낼 수가 있다.

(2) 不胎化政策

외환시장개입을 함에 있어 현물환매입을 하게 하면 그것에 대응하여 외환당국의 외환보유고가 늘어나고 통화가 그만큼 민간부문에 공급된다. 반대로 선물환매출을 하게 되면 외환보유고가 줄어들면서 통화가 그것에 상응하는 만큼 줄어들게 된다. 통화량이 외환시장조작에 대응하여 증감하게 된다.

그러한즉 통화당국이 통화공급의 이러한 종속성을 회피하고 독립적 통화정책을 지니고자 한다면 불태화정책을 써야 한다. 외환시장개입에 의해 市中에 방출된 통화를 다시 회수하기 위하여서는 외환이 아닌 다른 종류의 금융자산을 팔아야 하며, 외환매출로 줄어든 통화량을 원상회복시키기 위하여서는 시중으로부터 다른 금융자산을 사 들여야 한다. 보통 이러한 때 이용되는 다른 금융자산은 국채가 된다. 국채시장은 유동성이 풍부하고 규모도 커서 不胎化政策에도 불구하고 큰 영향을 받지 않는 곳이기 때문이다.

그러나 불태화정책을 위해 쓰이는 금융자산이 국채에 한정될 필요는 없다. 넓은 기반과 풍부한 유동성을 가진 다른 종류의 금융자산이라도 좋으며, 또 이들 여러 개의 금융자산의 조합이어도 좋다. 단 성공적인 불태화정책을 위해서는 이러한 정책수행에도 불구하고 이자율 등 가격변수가 별로 변동하지 않

게 되어야 한다는 것이 중요하다.⁸⁾

(3) 下部構造의 整備

근년 금융산업에 정보통신기술이 도입되게 됨에 따라 금융서비스의 내용이 달라지고 그로써 종래의 금융통화이론의 기본개념도 다시 생각하지 않으면 안 되게 되었다. 현금의 인출과 예입을 위한 CD나 ATM 등 기기가 널리 쓰이게 되었고, 예금, 대출은 물론 경리사무까지를 은행에 직접 가지 않고 컴퓨터를 이용하여 처리할 수 있게 하는, 이른바 흠 뱅킹이나 펌 뱅킹이 가능하게 되었기 때문이다. 이에 따라 다른 무엇보다도 종래의 유동성의 지표였던 통화의 의미가 변질되었다. 정보기술이 깊숙이 개입하게 된 상황에서 종래와 같은 안정적인 통화수요함수를 계속 인정할 수 있는지도 의문시되게 되었다.⁹⁾

금융자유화와 금융의 범세계화에 대응하여 각종 자유금리상품이 도입되어 점유율을 늘여가고 있고 또 관련 2차 시장의 발달에 따라 이를 상품이 가지는 유동성이 크게 높아져서 상당한 通貨다움(moneyness)을 지니게 되었다. 그 결과 이들과 종래의 유동성의 대표격이었던 은행부채들 사이의 차별이 불분명해졌고 비은행금융기관의 부채와 은행부채사이의 차별도 불분명하게 되었다. 이러한 변화의一面에서 은행의 부채로서 정의되던 종래의 통화개념인 M1이나 M2의 유용성이 한정되게 되었다.

전통적으로는 이자율 등 가격변수를 주목하면서 금융정책을 집행해 왔다. 그러다가 1970년대에 들어와 通貨集計值(monetary aggregate)로서 대표되는 수량변수가 도입되었다. 이어 이런 수량변수가 전통적 가격변수보다 더 중시되게 되었는데, 그것은 이러한 통화집계치가 국민소득 등 경제사회의 핵심 변수와 어떤 일정한 관계를 가지고 있다는 사실이 확인되었기 때문이었다. 그러나 이러한 관계의 확인시 쓰였던 자료를 채집한 때보다 현재 모든 경제에서 개방화가 크게 진전되어 있고 대외거래를 많이 하게 되었다. 또 정보통신기술의 개입으로 인한 변화가 여기에 추가되고도 있다. 결국 과거에 확인되었던 관계가 아직도 지탱될 수 있는지를 확신할 수 없게끔 되었다.

이에 따라 통화집계치 등 수량변수와 더불어 이자율 등 가격변수를 함께 보고 정책을 집행해야 하게끔 사정이 달라졌다. 또, 금융자유화에 따라 은행부채와 유사한 상품이 많이 생겼고 겸업주의에 따라 은행업무와 비은행 금융기관의 업무가 모두에 의해 함께 수행되게끔 변화하였다. 이러한 상황에서는 종

8) 물론 이러한 결과는 쉽게 얻어질 수 있는 것이 아니다. 따라서 이론적으로 가능한 불태화정책이 실제로는 매우 어려운 것이 된다.

9) C. Goodhart, "Structural Changes in Banking System and Determination of the Stock of Money", in R. Masera and R. Triffin(eds.), Europe's Money, Clarendon Press, 1984.

래의 통화집계치에만 매달려서는 안될 것이요, 새로운 것 또는 보다 적합한 것을 개발해야 할 것이라고 인식하게 되었다.

특히 지난 1987년 10월 파국(October Crash)이 있은 후 금융시장은 결합된 하나라는 인식이 더욱 확연해졌다. 주식이나 채권 등 현금을 수수하면서 직접거래하는 現金市場(cash market)과 현금시장에서의 거래에 따르는 위험성을 헷지하고 그곳에서 갖게 되는 리스크 및 이율의 구조를 바꾸고자 할 때 이용하는 옵션시장이나 선물시장(future market) 등이 예시하는 파생금융상품시장이 종래 생각했던 것처럼 서로 대립하고 있는 독립적인 것들이 아니고 사실상 하나로 통합되어 있는 것이라는 사실을 알게 되었다.¹⁰⁾

이에 따라 서로 분화되어 있는 종래의 금융감독체계를 재검토하지 않으면 안되게 되었다. 단기적으로 증권시장에 이상이 생기면 은행을 통한 유동성의 지원이 불가피하게 되었고, 이렇게 은행이 비자발적으로 유동성을 지원하다보니 은행의 유동성이나 건전성이 의문받게도 되었다. 그런 때에는 중앙은행에 의한 최후의 대여자로서의 지원이 또한 불가피하게 되었다. 즉 증권시장과 은행시장은 서로 독립된 것이라고 보기 어렵다는 점을 새삼 인식하게 되었다. 더불어 증권감독체계와 은행감독체계를 더 이상 분리된 채 방치해 놓는 것이 위험한 것이라는 점도 알게 되었다.

실무차원에서 보면 자본자유화는 각종 정보기기로 장비된 금융기관에 의해 수행된다. 그런데 이러한 자본자유화는 그것 없이도 불확실성을 갖고 있는 금융부문을 더욱 불확실하게 하였고, 금융감독체계가 적절히 정비되어 있지 않을 경우에는 돌발사태에 의한 금융불안, 경제불안을 더욱 고조시키게 될 여지를 가지고 있다. 여기에서 금융서비스 자유화시대에 임해 자국금융기관으로 하여금 다른 나라의 금융기관들과 경쟁하게 하고, 금융자유화에 따른 경제전체의 효율성 증가를 구체화하게 하되, 만약의 돌발사태에 의해 금융불안이 나타날 경우에 대해서도 충분한 대비를 해야할 필요가 절실했으나 이를 위해서는 금융산업의 각종 하부구조를 정비해 놓아야 한다는 당위성이 나타났다.

하부구조의 정비를 위해서는 개별 금융기관에 의한 정보화에 대한 투자가 늘어나야 할 것이고, 금융부문 전체로서는 안정적 支給決濟制度(stable payment and clearing system)를 마련해 놓아야 하며, 관련 금융인력도 양성해 놓아야 할 것이다. 각개 금융시장이 경쟁시장이 되고 공정거래가 이루 어질 수 있게끔 공정거래의 보장장치가 제도화되도록 해야 할 것이다. 금융시장의 각개 참여자가 건실하게 활동하는 것을 유도하게끔 健全 監督統制機構

10) N. Brady, J. Coffing and others, "Report of the Presidential Task force on Market Mechanisms", 1988(일명 Brady 보고서).

(prudential supervision and control system)도 정비할 수 있어야 할 것이다.

4) 개별기업 자구노력의 장려

마지막으로, 그러나 대단히 강조하면서 언급해야 할 것이 민간부문의 개별 기업으로서 개개 금융기관이나 기업이 변화하는 상황에 능동적으로 적응할 수 있게끔 자구노력을 해야 한다는 것이다. 이자율이 변하고 특히 환율이 급변하는 상황에 임하여 각개 금융기관들과 기업들은 이러한 거시적 가격변수의 변화에 따르는 자본이득이나 자본손실을 경험하게 된다. 그런데 기업에 대해 외생적인 영향이 자본이득을 초래하는 경우라면 좋으나 자본손실을 가져오는 경우에는 중대한 문제가 발생한다. 기업이 정상적인 활동을 통해서는 이익을 냈는 데도 불구하고 이러한 자본손실때문에 총괄적으로는 손실을 보게될 수 있기 때문이다. 이러한 바람직스럽지 않은 사태를 회피하기 위해서는 기업자체로서의 자구노력이 경주되어야 하겠다.

이러한 자구노력은 소극적으로 이자율이나 환율의 변동으로 인한 위험을 회피하려는 성격의 것일 수도 있다. 이를 위해서는 은행등 금융기관들은 자산부채관리(asset-liability management)의 기법을 활용하여 가격위험에 능동적으로 대처할 수 있을 것이고, 생산기업은 그것이 생산하는 데 투입하는 요소와 생산한 결과로서 얻는 생산물의 표시통화, 자금의 조건 등을 상당한 정도 대응성을 갖게 하여 투입과 산출을 함께 생각했을 때에는 자본손실의 정도가 별 것이 되지 않게 할 수 있을 것이다. 나아가 생산기업은 이른바 금융파생상품을 이용하여 가격위험을 헤지하는 방법도 고려할 수 있을 것이다. 이때 이러한 헤지용 금융파생상품을 사기 위해서는 일정한 비용이 든다는 것을 잊지 말아야 한다.

보다 적극적으로는 경영혁신을 피해 동태적 효율성을 도모하려고 할 수 있을 것이다. 금융기관은 이른바 금융혁신을 함으로써 시장점유율을 높이고 이윤도 제고할 수 있을 것이다. 다른 나라에서는 이미 도입되어 거래되고 있으나 우리나라에는 아직 도입되지 않은 부동산담보 증권 (mortgage-backed securities)등 상품을 도입하거나 다른 어느나라에서도 소개되어 있지 않은 신상품을 도입함으로써 금융혁신을 시현하고 높은 이윤율을 올릴 수 있을 것이다. 생산기업들도 정보통신기술을 응용하여 신상품을 생산해 내거나 생산방법과 생산공정을 개선함으로써 경쟁사에 앞서는 큰 이윤을 얻을 수 있을 것이다.

참고문헌

- 금융발전심의위원회**
 1993 『금융제도개편연구』.
- 윤창현**
 1994 “금융시장개방하 신금융상품도입방안.” 한국선물학회발표논문.
- 이천표**
 1992 『한국금융자유화론』. 법문사.
- 정운찬**
 1991 『금융개혁론』.
- 조윤제**
 1993 “금리자유화와 정책금융방향에 관하여.” 한국은행 금융연구소.
- 재무부**
 1993 『제3단계 금융자율화 및 시장개방계획』.
- 한국은행**
 1993 『금융기관 대출상품 개발현황』(자금부).
 『저축총람』. 각호
 『은행경영통계』. 각호
- 금융연구회**
 『금융산업의 업무영역조정』. 1989년 금융정책, 경영워크샵.
- 한국선물학회**
 1995 『신금융상품의 개발전략』(논문집).
- 三輪芳朗**
 1993 『金融行政改革』. 일본경제신문사.
- A. Alesino et al.
 1993 "The Political Economy of Capital Control", NBER Working Paper
 4353.
- S. Arndt and I. Richardson (eds.)
 1987 *Real-Financial Linkage among Open Economies*. MIT Press.
- Bank of England**
 "The Foreign Exchange Market in London". *Quarterly Bulletin*.
 1992. 11, 한국은행 주간해외경제에서 인용
- T. Biersteker
 1993 *Dealing with Debt*. Westview Press.
- J. Bhagwati
 1988 *Protectionism*. The MIT University Press.
- N. Brady, J. Coffing and others
 1988 "Report of the Presidential Task force on Market Mechanisms"(일명 Brady 보고서).
- A. Cainscross
 1976 "International Capital Movements: The Futures of Controls." in A.

- Swoboda (ed.), *Capital Movements and Their Control*. Institut Universitaire de Hantes Etudes Internationales.
- W. Cline
1983 *International Debt and the Stability of the World Economy*. Institute of International Economies.
- V. Corbo and J. de Melo
1986 "What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone." *Economic Development and Cultural Change*.
- W.M. Corden
1993 "Exchange Rate Policy in Developing Countries", M. Guitian, "The Choice of Exchange Regime." in R. Barch and C. Wong(eds.), *Approaches to Exchange Rate Policy*. IMF.
- R. Dornbusch
1993 "Exchange Rate Policy in Economies in Transition." in R. Barch and C. Wong (eds.), *Approaches to Exchange Rate Policy*. IMF.
- R. Dornbusch & A. Reymoso
1989 "Financial Factors in Economic Development." *AER May*.
- R. Dornbusch
1987 "Collapsing Exchange Regime." *Journal of Development Economics*.
- S. Edwards
1984 "The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries." *Essays in International Finance*. No. 156.
1989 "On the Sequence of Structural Reform." *NBER Working Paper*. No. 3138.
- M. Feldstein and C. Horioka
1980 "Domestic Savings and International Capital Flows." *Economic Journal*.
- J. Frenkel & M. Goldstein
1989 "International Monetary System." *Recent Developments and Key Issues in the International Adjustment Process*. D. Fair & C. Boissieu (eds.), Kluwer Academic Publisher.
- C. Goodhart
1984 "Structural Changes in Banking System and Determination of the Stock of Money." in R. Masera and R. Triffin (eds.), *Europe's Money*. Clareudon Press.
- IMF
1993 *Private Market Financing for Developing Countries*.
1993 "Exchange Rate Management and International Capital Flows." *International Capital Market*.
- C. Kindleberger
1987 *International Capital Movements*. Cambridge University Press.
1978 *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*. The

- Macmillan Press.
- Korea Institute of Finance
 1992 *The Banking Industry toward the 21st Century*.
- P. Krugman
 1992 *Currencies and Crisis*. MIT Press.
- P. Krugman and M. Miller (eds.)
 1991 *Exchange Rate Targets and Currency Bands*. NBER.
- P. Krugman
 1992 "Exchange Rates in a Currency Band: a Sketch of New Approach." in P. Krugman and M. Miller (eds.), *Exchange Rate Targets and Currency Band*. Cambridge University Press.
- P. Krugman and M. Miller
 1993 "Why Have a Target Zone?." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 38.
- K. Lewis
 1994 "Puzzles in International Financial Markets." *NBER Working Paper No. 4951*.
- I.M.D. Little et al.
 1993 *Boom, Crisis, and Adjustment*. Oxford University Press.
- S. Magee and R.K.S. Rao
 1980 "Vehicle and Nonvehicle Currencies in International Trade." *American Economic Review*.
- D. Mathieson and L. Rojas-Suarez
 1993 "Liberalization of Capital Account." *IMF Occasional Paper* 103.
- R. McKinnon
 1991 *The Order of Economic Liberalization*. Johns Hopkins University Press.
- M. Miller
 1991 *Financial Liberalization & Market Volatility*. Blackwell.
- M. Michaely
 1986 "The Timing and Sequencing of a Trade Liberalization Policy." in A. Choksi and D. Papageorgiou (eds.), *Economic Liberalization in Developing Countries*. Basil Blackwell.
- R. Mills
 1976 "The Regulation of Short-term Capital Movements in Major Industrial Countries." in A. Swoboda (ed.), *Capital Movements and Their Control*. Institut Universitaire de Hantes Etudes Internationales.
- F. der Ploeg (ed.)
 1994 *The Handbook of International Macroeconomics*. Blackwell.
- R. Prebisch
 1952 *Theoretical and Practical Problems of Economic Growth*. United Nations Economic Commission for Latin America.

1.S. Schadler

1994 "Capital Movements and Surveillance." T. Balino and C. Contanelli (eds.), *Framework for Monetary Stability*. IMF.

L. Sjaastad

1983 "Failure of Economic Liberalization in the Cone of Latin America." *World Economy*, vol. 6.

A. Stockman

1987 "Exchange Controls, Capital Controls, and International Financial Markets." *NBER Working Paper No. 1755*.

J. Williamson and D. Lessard

1987 *Capital Flight: The Problem and Policy Responses*. Institute of International Economics.

World Bank

"Financial Flows to Developing Countries." *Quarterly Review*. various issues.

J. Young

1969 "The Consequences of European Financial integration for the U.K.." in P.V. Bempt and M. Duintyn.

J.G. Solanes

1969 "The Implications of Financial Integration for the Spanish Financial Sector." in P.V. Bempt and M. Duintyn.

P.V. Bempt and M. Duintyn (eds.)

1969 *European Financial Integration and Monetary Cooperation*. IPR Publishing Co. Ltd.