

金融產業構造의 決定要因에 대한 實證分析

左 承 喜

本稿은 金融市場의 規模와 金融產業構造와의 關係에 대한 몇가지의 假說을 美國, 英國, 獨逸, 프랑스, 캐나다, 이탈리아, 스웨덴, 벨기에, 네덜란드, 스페인 등 11개 OECD국가와 韓國의 時系列資料 및 同 資料의 크로스섹션結合資料를 이용하여 검증하였다.

검증결과에 의하면, ① 각국의 直·間接金融比重은 전체 금융시장규모에 의해 유의하게 영향을 받고 있으며, ② 直·間接金融은 市場規模의 擴大에 따라 어느 하나가 압도함이 없이 일정한 균형비율로 수렴해 나가는 것으로 관찰되고 있어 世界金融產業은 일반적으로 專業均衡보다는 專業 및 兼業의 混合均衡으로 이행해 나갈 것으로 기대되며, ③ 최근 진행되고 있는 金融의 世界化 및 開放化 趨勢는 궁극적으로 各國 金融產業組織의 同質化를 촉진시킬 것으로 나타나고 있고, ④ 金融市場規模의 擴大에 따른 混合均衡으로의 이행과정에서는, 兼業主義 銀行制度는 금융시장의 규모가 상대적으로 작은 경제에서, 역으로 專業主義 銀行制度는 금융시장의 규모가 상대적으로 큰 경제에서 주로 형성되는 경향이 있는 것으로 관찰되었다. 부수적으로는, 專業主義 金融制度에 비해 金融業務의 自由를 보다 더 허용하는 兼業主義 金融制度가 均衡金融構造로의 移行을 촉진시키고 있다는 점도 발견되었다.

이상의 검증결과는, 金融產業 및 制度는 이를 받치는 전체 金融의 規模成長에 따라 적절한 均衡構造를 찾아가는 것이기 때문에 전체 금융의 성장과정 및 속도에 부응하지 못하는 均위적인 金融改編政策은 바람직하지 못하다는 시사를 주고 있다.

I. 序 論

최근 世界金融產業은 금융혁신과 금융자유화의 진전 속에서 두가지의 相反되는 새로운

업무양태를 보이고 있는 것으로 관찰되고 있다. 우선은, 전통적인 商業金融業務 중심의 商業銀行이 證券投資業務에 진출하거나 전통적인 證券投資機關인 投資銀行이 예금업무에 진출하는 등 금융업무의 통합을 도모함으로써 궁극적으로는 이들 금융기관들이 종합금융서비스회사 형태로 변신하고 있으며, 이에 따라 소위 兼業主義 銀行制度가 확산되는 추세하에

筆者: 本院 研究委員

* 草稿에 대해 유익한 논평을 해준 白雄基, 崔範樹, 金俊經 박사께 감사를 드리며 實證分析을 도와준 李濬熙 研究員과 원고정리에 애를 쓴 林明姬 研究助員에게도 감사를 드린다.

있다 하겠다. 그러나 다른 한편으로는 금융업무의 分割現象도 관찰되고 있다. 은행대출이 證券化되어 매각되는 등 전통적인 은행고유업무가 분할됨으로써 금융업무들이 專門化되는 경향도 나타나고 있다.

한편 金融規制側面에서 볼 때에는 주요선진국에서는 이미 이러한 金融業務의 재편양상을 적극적으로 수용함으로써 兼業主義로의 이행이 크게 진전되고 있을 뿐만 아니라, 최근 우리나라에서도 金融自律化의 진전과 함께 金融產業의 改編方向에 대한 논의가 활발히 전개되고 있는데, 대체로 이러한 논의의 쟁점 역시 商業銀行業務와 證券業務의 통합(兼業)을 어느 정도로 허용해야 할 것이냐 하는 문제로 나타나고 있다(左承喜 外(1991)의 第三章 및 第五章 참조).

이와 같이 間接金融業務와 直接金融業務의 兼業 및 專業化現象은 금융산업의 자연스런 발전과정으로서뿐만 아니라 금융산업정책의 운용에 있어 무엇보다도 중요한 정책선택의 대상이라는 점에서도 보다 깊이있게 분석되어야 할 연구대상이라 하겠다. 左承喜(1991a)는 이러한 금융업무의 재편현상을 체계적으로 설명할 수 있는 多品目 金融產業組織論의 모색과정에서 金融業務의 兼業과 專業現象을 포함한 금융구조의 변화에 대한 5가지의 가설을 제시하고 있는데, 本稿는 이 가설들을 중심으로 하여 금융구조의 결정요인을 실증적으로 분석해 보고자 하는 데 그 목적이 있다.

第II章에서는 本稿에서 검증하고자 하는 가설들을 간략하게 소개하고 이러한 가설들이 갖는 意義를 논하고자 한다. 第III章에서는 本稿에서 이용한 검증모형을 제시하고, 第IV章에서는 사용자료에 대한 설명과 실제검증결과

를 논의하고자 하며, 第V章에서는 本稿를 요약하고 분석의 政策示唆點을 논함으로써 本稿를 마감하고자 한다.

II. 金融市場規模와 金融構造

1. 金融市場規模와 金融構造에 관한 假說

左承喜(1991a)는 一國의 金融產業組織, 나아가서는 金融構造는 궁극적으로 금융시장의 규모에 의해 결정된다는 시각에서 일국의 金融構造와 金融市場規模間에는 일정한 연관관계가 존재한다고 주장하고, 이 점을 몇개의 가설로 정리하고 있는데, 本稿의 목적이 바로 이 가설들을 검증하는 데 있기 때문에 이하에서는 이를 간략하게 요약하고자 한다.

그에 의해서 논의된 金融產業組織理論에 의하면 금융기업에 의한 금융업무의 專業 및 兼業與否에 대한 선택은 이들 업무 각각이 規模의 經濟性 및 서로간에 範圍의 經濟性을 갖는지 여부와 그 經濟性的의 절대적 및 상대적 크기에 의존하게 되는데, 이 점은 원 논문의 <假說 2>에 의해서 다음과 같이 구체화되고 있다.

<假說 2> 金融企業은 특별한 금융규제가 없다면 規模의 經濟가 상대적으로 크고 동시에 다른 업무들과 範圍의 非經濟下에 있거나 혹은 다른 업무들과의 範圍의 經濟가 상대적으로 약한 업무를 분할하고, 역으로 他業務와 範圍의 經濟가 높으면서 동시에

그 자체로서는 規模의 非經濟下에 있거나 혹은 規模의 經濟가 상대적으로 약한 업무를 추가하게 된다¹⁾.

이에 따르면 일국의 金融產業組織, 나아가 金融構造는 規模 및 範圍의 經濟를 실현할 수 있는 금융시장여건, 즉 금융시장규모에 의해 결정적인 영향을 받게 된다. 金融業務 각각의 규모의 경제 및 서로간의 범위의 경제성의 존재가능성은 금융산업의 技術의 特性 및 金融革新 등에 의해 결정되겠지만, 이러한 經濟性이 현실적으로 실현될 수 있느냐의 여부는 업무의 규모가 이러한 經濟性을 실현시킬 수 있을 정도의 적정수준을 유지할 수 있느냐에 의존하게 된다. 따라서 궁극적으로 金融業務의 규모를 결정하게 되는 금융시장의 전체규모가 가장 중요한 현실 금융구조의 결정요인으로 작용하게 된다. 이러한 시각을 바탕으로 하여 제시된 金融產業組織에 대한 나머지 가설들은 다음과 같다²⁾.

〈假說 1〉 (국가간 金融產業組織의 差異) : 국가간의 金融產業組織上의 차이는 다른 조건이 다 같다면 주로 金融市場의 規模, 즉 금융에 대한 수요의 크기에 의해 결정된다.

〈假說 3〉 (金融產業組織의 均衡) : 구조의 재편과정에 있는 세계은행산업의 최종균형은 완전한 兼業銀行이거나 완전한 專業形態인 고유의 상업은행제도가 배타적으로 압

도하는 형태보다는 기존의 정의에 의한 專業과 兼業이 공존할 뿐만 아니라, 기존 金融業務는 물론 새로운 혁신에 의한 金融業務들을 포함하는 집합 중에서 〈假說 2〉에 의해 새로이 취사선택되는 부분집합의 새로운 金融業務들을 수행하는 금융기관들도 공존하는 混合均衡이 될 것이다.

〈假說 4〉 (金融의 世界化와 金融產業組織의 同質化) : 최근 진행되고 있는 金融의 世界化(globalization) 및 開放化 추세는 궁극적으로 각국 金融產業組織의 同質化를 촉진시킬 것이다.

〈假說 5〉 (兼業主義와 專業主義 銀行制度) : 金融制度에 대한 인위적 규제가 없다면, 兼業主義 銀行制度는 금융시장 및 수요의 규모가 상대적으로 작은 경제에서, 역으로 專業主義 銀行制度는 금융시장의 규모가 상대적으로 큰 경제에서 주로 형성되게 될 것이다.

여기서 〈假說 3〉과 〈假說 4〉, 그리고 〈假說 5〉는 서로간에 상반되는 시사를 주는 것처럼 보일 수 있기 때문에 이들간의 관계에 대해 간단하게 언급하고자 한다. 우선 〈假說 3〉과 〈假說 4〉는 각각 金融產業組織의 장기적 混合均衡과 世界金融產業組織의 궁극적인 同質化를 상정함으로써 장기균형을 묘사하고 있는 반면, 〈假說 5〉는 각국 금융산업이 서로 상이한 金融需要下에서 장기균형을 모색해 나가는 短期 및 中期的 過程으로서의 金融產業組織의 형태를 묘사하고 있다. 따라서 〈假說 5〉에서 상정하는 兼業이나 專業銀行制度는 〈假說 3〉과 〈假說 4〉의 장기균형과 서로 배타되지는 않는다.

1) 이 假說은 Stigler(1951)와 Baumol, Panzar, and Willig(1982)에 기초하여 유도되고 있는데 본 인용은 원 논문의 내용에 약간의 변형을 가 하였음. 원 논문의 p.188 참조.

2) 左承喜(1991a), pp.188~189 참조. 假說의 순번은 원 논문을 따랐음.

2. 金融構造分析의 意義

經濟發展과 金融의 役割에 관한 문헌들은 대체로 전체금융의 심화도와 經濟發展과의 正의 相關關係를 강조함으로써, 금융심화의 내용보다는 전체 金融規模의 확대심화에 보다 관심을 두고 있다. 예컨대, Shaw(1973), McKinnon(1973)과 World Bank(1989) 등은 金融抑壓(financial repression)下的 경제는 金利自由化를 포함하는 金融自律化를 통해 금융의 심화를 도모함으로써 경제발전을 촉진시킬 수 있다고 보고 있는데, 이러한 문헌들은 개발도상국들의 金融自律化와 金融改革을 촉진시키고 나아가서는 경제발전을 도모하는 데 기여해 왔다고 할 수 있을 것이다.

그러나 일국의 金融自律化와 金融改革을 추진함에 있어서는, 金融制度의 改編 등과 같이 구체적으로 금융업무의 領域規制를 통해 금융구조의 내용을 규정해 나가야 하는 微視的 構造調整政策도 같이 추진되지 않으면 안된다. 그런데, 이와 같은 微視金融產業構造調整政策을 추진해 나감에 있어서 가장 중요한 고려사항은 금융제도의 安全性과 금융산업의 效率性を 提高하는 문제라고 할 수 있을 것이다. 예컨대, 금융업무의 내용 및 영역에 대한 規制政策은 금융제도의 안전성을 보장하면서도 금융산업내의 競爭과 效率을 極大化할 수 있도록

촉진되어야 한다.

이러한 시각에서 볼 때 금융구조의 결정요인에 대한 분석은 바로 微視金融產業構造調整政策의 지침이 될 수 있다는 점에서 그 의의가 높다 할 것이다. 최근 활발히 논의되고 있는 銀行業과 證券業의 兼業與否에 대한 정책도 兼業이 은행업무의 安全性 및 健全성에 미칠 효과와 金融業務의 效率성에 미칠 효과를 비교하는 과정을 거치지 않으면 안될 것이다. 그런데 이러한 분석은 우선 業務領域에 대한 金融規制가 없는 경우 자연적으로 시장메커니즘에 의해 생성될, 가장 효율적이라고 볼 수 있는 금융업무의 구조에 대한 이해가 선행되어야 외부적인 金融規制가 초래할 수 있는 긍정적 및 부정적 효과를 보다 체계적으로 논의할 수 있을 것이다. 이런 의미에서, 전체금융의 심화가 가져다 주는 經濟發展에의 기여 측면에 대한 분석과 마찬가지로, 금융구조의 결정요인에 대한 분석 또한 중요한 의미를 갖는다 할 것이다.

그러나 本稿에서의 金融構造決定要因에 대한 실증분석은 <假說 1>, <假說 3>, <假說 4> 및 <假說 5>를 대상으로 하고 있어 <假說 2>가 시사하는 보다 미시적 측면에서의 金融業務의 兼業化與否를 결정하게 될 금융산업의 技術的 生産條件에 대한 분석은 시도되지 않고 있다³⁾. 그리고 金融構造를 直接金融과 間接金融의 비중을 가지고 측정함으로써 실제로는 경제의 直間接金融比重的 결정요인을 분석하고 있다. 따라서 本稿에서의 분석은 주어진 금융산업의 技術的 生産條件, 즉 潛在的 規模 및 範圍의 經濟性下에서 현실적으로 이러한 잠재적 경제성이 실현될 수 있는 여건, 즉 市場規模의 크기가 巨視的 金融構造인 直間接金

3) 微視的 側面에서의 금융산업의 規模 및 範圍의 經濟에 대한 분석은, 은행에 대해서는 左承喜外(1991)의 第VI章에서 일부 분석이 시도되었고, 현재 추가적인 분석이 진행중에 있으며, 相互信用金庫에 대한 분석도 진행되고 있는데 이러한 微視分析에 대한 정보가 필요한 경우에는 필자와 접촉해 주시기 바람.

融의 비중에 미치는 영향을 분석하게 된다. 따라서 이러한 분석은 적어도 현안문제가 되고 있는 兼業主義制度의 도입, 즉 은행업무와 증권업무의 兼業問題에 대한 정책방향을 결정하는 데 필요한 정책시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 판단된다.

III. 假說檢證模型의 設定

〈假說 1〉의 검증을 위한 모형은 다음과 같다.

$$y = \alpha_1 + \beta_1 TF + \gamma_1 MR + \delta_1 DR \dots (1)$$

여기서 변수들의 정의는 다음과 같다.

y : DF/IDF , DF/TF , IDF/TF 등

금융구조측정변수

DF : 직접금융규모

IDF : 간접금융규모

TF : 총금융시장규모

MR : 공개시장금리

DR : 예금금리

式 (1)에서 y 는 直·間接金融比率, 直接金融의 比重, 間接金融의 比重 등 금융구조를 측정하며, TF 는 전체금융시장(및 需要)의 규모를 측정하는 변수이다. 그리고 MR 과 DR 은 각각 直接金融市場과 間接金融市場의 실질수익률 수준을 측정하는 변수이다. α_1 , β_1 , γ_1 그리고 δ_1 은 추정대상이 되는 계수이다.

式 (1)은 金融市場의 規模와 金融構造間의 일정한 관계를 상정하는 식으로 해석할 수 있는데, 가설검증은 주로 TF 의 영향유무에 의

해서 판별하게 된다. 즉 〈假說 1〉의 妥當性與否는 부호에 관계없이 단지 β_1 의 有意性與否에 의해서 검증된다. 경제여건에 따라 국가간에 y 의 값이 다르고 금융시장의 확대에 따른 영향도 상이하겠지만, 어느 경우든 TF 가 유의한 영향을 미친다면, 그 방향에 관계없이 이는 〈假說 1〉을 지지하는 것으로 받아들일 수 있다.

한편 〈假說 1〉을 검증하기 위한 또 한가지 방법으로는 국별 시계열·크로스섹션결합자료를 이용하여 式 (1)을 추정할 수도 있을 것이다. 그러나 이와 같은 결합자료를 사용하는 경우에는 국가간의 金融制度의 차이에 따른 효과를 통제하지 않으면 안될 것이기 때문에 式 (1)을 다소 변형한 다음의 式 (2)를 추정하였다.

$$y = \alpha_2 + \beta_2 TF + \gamma_2 MR + \delta_2 DR + \eta_2 DUM \dots (2)$$

여기서 DUM 은 金融制度가 미치는 효과를 반영하기 위한 더미변수로서 兼業主義國家를 1로, 專業主義國家를 0으로 하고 있으며, 여기서도 α_2 , β_2 , γ_2 , δ_2 그리고 η_2 는 추정대상이 되는 계수이다. 이 경우도 β_2 의 추정치가 유의한 값을 갖는다면 〈假說 1〉을 지지하는 것으로 받아들일 수 있다.

〈假說 3〉은 다양한 금융자산을 포괄하는 金融構造의 장기균형이 존재함을 주장하고 있다. 따라서 이 가설에 따르면, 만일 直接金融과 間接金融 두가지의 금융방식을 상정할 경우, 어느 방식도 배타적으로 압도하지 않고 두 금융방식이 일정한 비율로 공존하는 混合均衡이 존재하게 되며, 이에 대한 검증은 直·間接金融比率이 금융시장규모의 변화에

따라 일정한 均衡比率로 수렴하는가의 여부를 검증하는 작업이 될 것이다. <假說 3>의 검증을 위해서는 式 (2)의 변형된 모형인 다음의 式 (3)을 국별 시계열·크로스섹션결합자료를 이용하여 추정하였다.

$$\left| y-y^* \right| = \alpha_3 + \beta_3 TF + \gamma_3 MR + \delta_3 DR + \eta_3 DUM \dots\dots\dots(3)$$

여기서 y 는 앞서와 마찬가지로 DF/IDF (直·間接金融比率), DF/TF (直接金融比重), IDF/TF (間接金融比重) 등 금융구조변수들을 나타내는 변수이며, y^* 는 시계열·크로스섹션결합자료를 이용해서 계산된 이들 변수들의 표본평균으로서 일종의 표본내 해당변수의 균형수준을 나타내는 것으로 간주할 수 있다. 그리고 $\alpha_3, \beta_3, \gamma_3, \delta_3$ 그리고 η_3 는 추정될 계수이다.

式 (3)에서 $\beta_3 < 0$ 이면, 각국의 y 는 개별적으로는 TF 가 확대됨에 따라 正(式 (1)의 $\beta_1 > 0$)이나 負(式 (1)의 $\beta_1 < 0$)의 영향을 받는다 하더라도 궁극적으로는 모든 나라의 y 는 y^* 로 수렴하게 된다. 이와 같이 $DF/IDF, DF/TF$ 그리고 IDF/TF 모두가 일정한 陽(+)의 數로 수렴한다면 이는 DF 도 IDF 도 일방적으로 압도하지 않고 서로가 一定比率로 공존하게 됨을 시사한다 하겠다. 따라서 이 경우에는 金融市場規模가 확대됨에 따라 金融構造는 直·間接金融이 一定比率로 존재하는 혼합균형수준으로 수렴해 간다고 볼 수 있을 것이다.

<假說 4>의 경우는 <假說 3>이 검증되면 자동적으로 검증된다고 볼 수 있을 것이다. 즉 金融市場의 規模가 확대됨에 따라 각국 금융구조가 공통의 均衡構造를 실현하게 된다면

이는 바로 <假說 4>를 지지하는 결과가 될 것이다. 한편 이와 같이 엄격한 검증방법은 되지 못하지만, 式 (2)의 추정결과가 유의한 β_2 값을 보여준다면, 이 또한 <假說 4>를 지지하는 것으로 받아들일 수 있을 것이다. 즉 모든 나라들이 개별적으로는 서로 상이한 β_1 값을 갖더라도 전체적으로는 유의한 공통의 β_2 값을 가짐으로써 장기적으로는 金融構造와 金融市場規模間의 공통된 관계를 보여준다면, 이 또한 세계금융산업구조의 수렴 가능성을 시사한다 할 것이다.

<假說 5>는 國別 시계열·크로스섹션결합자료를 이용하여 DUM 더미변수를 종속변수로 하는 로짓(logit) 함수를 추정하여 검증하였다.

$$DUM = f(TF) \dots\dots\dots(4)$$

여기서 式 (4)의 로짓함수 예측결과 TF 변수가 負(-)의 계수를 가지면 <假說 5>가 지지되는 것으로 받아들일 수 있다. 즉 이 경우는 金融市場(需要)의 규모가 확대되어 금융발전의 정도가 높은 경제일수록 專業主義制度를 채택할 확률이 높다는 것을 의미하기 때문에, <假說 5>의 가장 직접적인 검증이 될 것이다. 그러나 실제로는 一國의 복잡한 金融制度를 단순히 더미변수에 의해 측정하는 데 따른 지나친 일반화로 인해 동 검증의 신뢰성이 그만큼 낮아질 수도 있을 것이다.

여기서 한가지 주의할 점은 <假說 5>는 정부규제가 없는 경우를 상정하고 있는 반면, 여기서 사용한 DUM 변수는 후술하는 바와 같이 각국의 金融制度를 현실 정부규제의 내용에 의해 분류하고 있다는 점이다. 그런데, 이러한 입장은 각국의 金融規制는 궁극적으로 피규제자인 金融産業 및 市場의 여건변화에

따라 영향을 받는다는 시각을 반영하고 있다.

한편 최근 先進國, 특히 美國, 英國, 日本 등지의 兼業化趨勢는 <假說 5>와는 달리, 금융산업내의 金融革新과 이에 따른 기존의 專業化規制에 대한 회피움직임의 확대에 대한 대응의 결과로서 오히려 金融先進國이 보다 앞장서서 金融業務의 자율성을 확대해 나가는 양상을 보이고 있다. 물론, 이러한 경향은 궁극적으로 이들 금융산업들이 長期混合均衡을 모색해 나가는 과정을 반영하고 있다고 하겠지만, 여기서 이러한 효과를 통제하기 위해서는 최근의 주요국 금융제도변화를 *DUM* 변수

를 통해 감안함과 동시에 金融革新 등 최근의 兼業化를 촉진시키는 요인이라고 판단되는 새로운 변수를 설명변수로 하여 로짓분석을 시도하여야 할 것이다. 여기서의 검증은 이러한 변화들을 통제하지 않고 있기 때문에 그만큼 검증결과가 偏倚될 가능성이 높다고도 볼 수 있겠지만, 이러한 兼業化움직임에도 불구하고 이들 선진국들의 금융구조는 아직은 기존의 金融制度를 그대로 유지하고 있거나 英國 등 완전히 兼業化로 이행한 경우도 자료가 「빅뱅」이전자료를 이용하고 있기 때문에, 이러한 偏倚의 가능성은 거의 없을 것으로 판단된다.

<表 1> 變數內容 및 資料出處

	變數의 內容	資 料 出 處
<i>TF</i>	경제내의 총금융자산의 연간 증가액	<ul style="list-style-type: none"> • OECD, <i>Financial Statistics</i>, PART II. • 한국의 경우 金融資産에 대한 자료는 1990년 『國民計定』을 사용. • 個別國家의 회귀분석에서는 自國通貨 표시, 결합표본에서는 달러로 환산.
<i>DF</i>	경제내의 총보유유가증권(단기채권+장기채권+주식)의 연간 증가액	<ul style="list-style-type: none"> • OECD, <i>Financial Statistics</i>, PART II. • 한국의 경우 金融資産에 대한 자료는 1990년 『國民計定』을 사용. • 個別國家의 회귀분석에서는 自國通貨 표시, 결합표본에서는 달러로 환산.
<i>IDF</i>	<ul style="list-style-type: none"> • 경제내의 총보유대출의 연간 증가액 • 경제내의 총보유예금(현금+예금)의 연간 증가액 	<ul style="list-style-type: none"> • OECD, <i>Financial Statistics</i>, PART II. • 한국의 경우 金融資産에 대한 자료는 1990년 『國民計定』을 사용. • 個別國家의 회귀분석에서는 自國通貨 표시, 결합표본에서는 달러로 환산.
<i>GNP</i>	경상GNP	IMF, <i>International Financial Statistics</i> .
<i>MR</i>	물가(CPI) 및 환율변동률을 감안한 實質市場金利	IMF, <i>International Financial Statistics</i> .
<i>DR</i>	물가(CPI) 및 환율변동률을 감안한 實質預金金利	IMF, <i>International Financial Statistics</i> .
<i>M2</i>	M2 통화량	IMF, <i>International Financial Statistics</i> .
<i>P</i>	소비자물가지수(CPI)	IMF, <i>International Financial Statistics</i> .

出處들에 대해서는 <表 1>에 요약하였다.

가. 金融市場의 規模

金融市場規模(TF)가 갖는 분석적 의의는 금융서비스에 대한 總需要의 크기를 반영하여, 전체금융산업이 시장에 공급할 수 있는 최대 금융서비스생산량을 제한함으로써, 금융산업이 갖는 潛在的 規模 및 範圍의 經濟의 실현여부를 결정하게 된다는 데 있다 하겠다. 따라서 金融市場規模는 금융부문의 총금융서비스 생산규모를 나타내는 經濟의 實質 總金融資產殘額(stock)에 의해서 측정될 수 있을 것이다. 그러나 本稿에서는 國別資料의 제약 때문에, 금융자산잔액에 대한 자료가 가용하지 않아 대신 資金循環表上的 총금융자산잔액의 연간 증가액(flow)을 規模變數로 사용할 수밖에 없었는데, 이를 CPI로 나눈 금융자산의 實質增加額과 그렇지 않은 名目增加額을 모두 사용해 보았다⁴⁾. 그리고 이 경우에는 모두 log를 취한 값을 사용하였다.

한편 기존의 經濟發展과 金融에 대한 문헌에서 제시되고 있는 소위 金融深化(financial deepening)의 측정지표인 金融聯關比率도 規模變數로 이용해 보았는데, 總名目金融資產增加의 對名目GNP比率과 名目M2의 對名目GNP比率이 사용되었다. 그러나 이러한 金融深化와 本稿에서 강조되는 전체금융시장의 규모는 개념상 서로 상이하다는 점을 잊어서는 안될 것이다. 金融深化의 척도는 金融資產規模를 對實物資產(편의상 對GNP) 比重으로 측정함으로써 金融의 實物經濟규모에 대한 상대적 비중을 나타내게 되는데, 이를 통해 금융부문이 實物經濟의 운용을 얼마나 원활히 지원하고 있는지를 가늠할 수 있게 된다⁵⁾.

IV. 實證分析

1. 使用變數의 選擇 및 그 內容에 대한 說明

本稿의 實證分析은 韓國, 美國, 日本, 벨기에, 캐나다, 프랑스, 獨逸, 이탈리아, 英國, 네덜란드, 스페인 그리고 스웨덴 등 12개국의 국별 시계열자료와 이들 자료를 결합한 시계열·크로스섹션결합자료를 이용하였다.

그런데 式(1)~(4)의 검증모형의 추정치는 모형내의 이론상의 변수를 실제로 어떻게 측정하느냐에 따라 그 결과가 크게 영향을 받게 될 것이다. 예컨대, TF, DF, IDF 등 金融의 規模變數들의 가용성여부는 물론 이들을 어떻게 측정하느냐 하는 문제가 아마도 가장 중요한 문제라 할 것이다. 이하에서는 검증모형의 추정에 사용된 實際變數들의 내용을 간략하게 기술하고자 한다. 그리고 변수의 內容 및 그

4) 本稿에서 이용한 OECD, *Financial Statistics*는 國別 資金循環表를 金融資產의 年間 變化額으로 발표하고 있어 금융자산의 증가액에 대한 자료만이 가능하였음. 그러나 한편 Shaw(1973)도 金融深化의 척도를 논함에 있어서 金融資產殘額(stock)은 물론 금융자산의 增減額(flow)과, 심지어는 국가간의 換率變動과 인플레이를 감안한 實質金利水準도 금융심화의 척도로 이용될 수 있다고 보고 있으며, 金融規模의 측정에 있어서는 實質金融規模가 더 유용하다고 주장하고 있음. pp.4~9.

5) Shaw(1973)는 金融深化를 對非金融部門에 대한 金融部門의 상대적 실질성장률과 實質規模(The real rate of growth and the real size of the financial system relative to non-financial magnitudes)로 정의하고 있음. p.3.

그러나 本稿에서 강조되는 금융규모는 이러한 상대적 개념이 아니라 전체 金融規模를 나타내는 절대적 規模를 의미하고 있다. 필자의 판단으로는 對實物部門에 대한 금융의 상대적 비중이 아니라 금융부문 전체의 절대적 규모가 보다 정확하게 本稿에서 강조되는 금융산업의 (實質)生産規模를 반영할 것으로 사료된다. 어쨌든 여기서 시도되는 금융연관비율을 이용한 검증결과는 金融深化(金融聯關比率)가 金融構造決定에 미치는 영향을 파악하는 데 기여할 수 있을 것으로 보인다.

나. 金融構造變數

本稿에서 주의깊게 관찰해 보고자 하는 金融構造의 측면은 최근의 金融制度改編論議나 世界金融產業의 變貌推移와 관련이 되는 금융의 증권화현상이다. 즉 金融市場規模의 변화가 金融의 證券化 정도에 어떠한 영향을 미칠 것인가 하는 문제의 분석을 통해, 일반적으로 金融市場規模와 金融(産業 및 業務) 構造間에 유의한 관계가 존재하는가의 여부를 검증함은 물론, 金融證券化의 결정요인을 추출함으로써 앞으로의 금융산업정책 논의에도 기여할 수 있을 것이다. 따라서 金融構造를 대변하는 변수로는 일국 금융에 있어서의 直接 및 間接 金融比率를 택하였으며, 이 변수의 측정도 金融市場規模變數와 일관되게 이루어졌다.

우선 直接金融規模(DF)는 경제내에 존재하는 단기증권, 채권 그리고 주식의 전체 합이며, 間接金融規模(IDF)는 경제내의 總貸出과 總預金(현금포함)의 두가지. 경우로 나누어 측정하였는데, 이들 변수는 시장규모변수의 경우와 마찬가지로 각각의 연간 증감액(flow)을 가지고 측정하였다. 이에 따라 DF/TF ,

IDF/TF 그리고 DF/IDF 변수도 금융자산잔액비율이 아니라, 각각의 증감액비율로 측정하였다. 따라서 式(1)~(4)는 원래의 가설이 시사하는 殘額(stock)이나 水準(level) 변수간의 관계가 아니라, 變化(flow나 change) 변수간의 관계로 전환되게 되며, 이 경우 수준변수간의 관계에 비해 R^2 는 크게 낮아질 가능성이 높다 하겠다.

다. 金融制度變數

金融規制의 산물인 金融制度가 금융구조에 미치는 효과를 분석함과 동시에 金融市場規模가 금융제도의 선택에 미치는 효과를 분석해 보기 위하여, 각국의 金融制度를 대변할 수 있는 더미변수(dummy variable), DUM 을 구성하였다.

동 더미변수는 은행의 證券業兼業을 허용하고 있는 兼業主義 銀行制度인 국가를 1로 하고, 은행과 증권업을 엄격히 구분하고 있는 專業主義 國家를 0으로 하고 있다. 각국의 은행제도에 대한 정보는 회소할 뿐만 아니라 일부 가용한 정보도 불완전하기 그지없는 형편이다. 예컨대, 같은 兼業主義라 하더라도 은행과 증권업의 통합정도는 국가에 따라 상이한데, 은행이 양 업무를 동시에 수행하는 완전한 통합에서 子會社 형태의 業務兼營, 혹은 동일 持株會社 산하에 은행과 증권회사가 공존하는 형태 등 다양한 통합형태가 존재하고 있으며, 역으로, 표면적으로는 專業主義라 하더라도 여러가지 예외적인 방법 등을 통해 銀行業과 證券業과의 강한 업무연계가 이루어지고 있는 경우도 없지 않다.

우선 은행 자체내의 證券業務가 허용되고 있는 경우는 물론, 非銀行 子會社를 통한 證

〈表 2〉 國別 金融兼業形態와 國別 더미변수(專業 0, 兼業 1)

	銀行의 直接 證券業兼營 ¹⁾	非銀行 子會社를 통한 證券業兼營 ²⁾	持株會社(holding company)를 통한 證券業 兼營 ³⁾	銀行業務와 證券 業務의 통합정도 ⁴⁾	DUM 變數
兼業制度					
프랑스	×			높음	1
독일	×			높음	1
이탈리아	×			높음	1
네덜란드	×			높음	1
스페인	×			높음	1
專業 및 混合制度					
벨기에		×		높음	1
스웨덴		×		높음 ⁵⁾	1
캐나다		×		높음 ⁵⁾	0
영국		×		높음 ⁵⁾	0
일본		×		낮음	0
미국			×	낮음	0
한국		×		낮음	0

註 : 1) 은행이 직접 모든 小賣金融 및 證券業務 수행.

2) 은행이 非銀行 金融子會社 소유.

3) 한 持株會社가 은행과 비은행 금융회사의 지분을 동시에 소유.

4) 直接兼營 및 子會社, 持株會社를 통한 통합정도.

5) 최근 金融規制緩和로 은행 및 증권업의 통합이 증가되고 있음. 그러나 캐나다와 영국은 표본기간중 대체로 專業主義的이었으며 통합정도가 약했음.

資料 : G. Bröker, *Competition in Banking*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 1989, pp. 167~174.

Christine M. Cumming and Lawrence M. Sweet, "Financial Structure of the G-10 Countries: How Does the United States Compare?", *FRBNY Quarterly Review*, Winter 1987~88.

Litan, Robert E., *What Should Banks Do?*, The Brookings Institution, 1987, pp.56~57.

券業進出이 허용되는 경우에 있어서도 그 업무진출정도가 높은 경우는 모두 兼業國家로 분류하였다. 그러나 이 경우에 있어서도 英國이나 캐나다 등 최근에야 子會社를 통한 兼業을 허용한 경우에는 표본기간이 1970년대에서 1986 내지 1988년에 걸치고 있음을 감안하여 專業主義國家로 분류하였으며, 단지 持株會社形態만을 통한 증권업진출을 허용하고 있는 美國은 專業國家로 분류하였다. 韓國의 경우는 일부 은행의 直接證券投資나 子會社에 의한 증권업진출이 다소 예외적으로 허용되고

있기는 하나 아직도 專業主義의 큰 틀을 유지하고 있다는 점에서 專業國家로 분류하였다.

이상과 같은 專業과 兼業國家의 분류와 DUM변수의 구성내용은 〈表 2〉에 요약하였다.

2. 檢證結果에 대한 論議

式 (1)~(3)에 걸친 검증모형의 추정결과를 〈表 3〉에서 〈表 9〉에 걸쳐 요약하였다. 우선 式 (1)의 國家別 推定結果는 〈表 3〉에 제시하

었는데 이 경우에는 間接金融(*IDF*)을 貸出總額으로 측정하고 규모변수는 實質金融資産(*TF/P*)變數만 이용하였다⁶⁾. 그 다음 式 (2)와 (3)의 추정결과를 間接金融(*IDF*)을 貸出總額으로 측정한 경우(表 4~表 6)와 預金總額으로 측정한 경우(表 7~表 9)로 나누어, 규모변수를 기준으로 實質金融資産, 名目金融資産 그리고 金融深化變數의 순서에 따라 <表 4>~<表 9>에 정리하였다. 그런데 實質總金融資産과 名目總金融資産을 시장규모변수로 사용했을 경우에는 추정결과를 완전하게 모두 보고했으나, 金融深化變數를 市場規模變數의 대응변수로 사용했을 경우에는 지면을 절약하기 위해 단지 규모변수와 터미변수에 대한 추정계수 및 그 유의성과 회귀식의 \bar{R}^2 등만을 보고하였다. 그 다음 마지막으로 <假說 5>의 검증모형인 式 (4)의 추정결과는 <表 10>에 보고하였다.

한편 자료가 주로 OECD국가들을 대상으로 하고 있기 때문에 韓國과는 여러가지 측면에서 이질적인 성격을 내포하고 있을 것으로 판단되어, 시계열과 크로스섹션자료결합시에는 韓國을 제외한 경우와 포함한 경우의 결과를 따로 보고하였다. 그리고 표본기간은 국가별로 서로 상이하기는 하지만, 대체적으로 1970~88년간으로 하고 있다. 따라서 시계열

과 크로스섹션자료결합에 있어서는 서로 표본기간이 상이한 국별 시계열자료를 그대로 결합한 경우와 可用性이 낮은 국별자료를 기준으로 모든 나라의 시계열표본기간을 1979~88기간으로 동일하게 하여 결합한 경우의 두가지 결합표본을 사용하였다.

가. <假說 1>에 대한 檢證

式 (1)은 OLS추정방법(오차항의 시계열상관이 높은 경우는 Cochrane-Orcutt方法)을 이용하여 추정하였는데, <表 3>에 제시한 국별 추정결과는 대체로 <假說 1>을 지지하고 있는 것으로 판단된다⁷⁾. 우선 결과를 보면 이미 기대했던 바와 같이 증감액과 비율간의 관계를 추정함으로써 발생하게 되는 낮은 \bar{R}^2 문제와 일부 국가의 경우 規模變數의 有意性이 너무 낮다는 점을 제외하면 표본내의 다수 국가의 경우는, 規模變數의 계수의 부호가 個別國家에 따라 서로 다르기는 하지만, 대체로 規模變數가 金融構造에 대해 유의한 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

國家別로 金融市場規模變數의 효과를 보면 OECD국가들의 경우는 대체로 *DF/TF*에 대해서는 負(-)의 효과를, *IDF/TF*에 대해서는 陽(+)의 효과를, *DF/IDF*에 대해서는 負(-)의 효과를 미치는 것으로 나타나고 있으나 韓國의 경우는 이와는 정반대의 결과를 보이고 있다. 이는 아마도 선진국들의 경우 대체로 直接金融의 비중이 이미 너무 비대화되어 있는 반면, 韓國의 경우는 반대로 直接金融의 비중이 상대적으로 너무 낮은 수준에 있음을 반영하는 것이 아닌가 사료된다.

다음으로 式 (2)를 이용한 <假說 1>의 검증결과를 살펴보기로 하겠다. 여기서 式 (2)도

6) 間接金融(*IDF*)을 預金總額으로 측정한 경우와 名目金融資産(*TF*)과 金融深化變數를 규모변수로 이용한 경우의 式 (1)의 추정결과는 左承喜(1991b)를 참조하기 바람. 이 결과들도 대체로 <表 3>의 결과와 유사함.

7) 그러나 國別分析의 경우 시계열자료가 짧기 때문에 소표본(small sample)의 문제를 야기할 우려가 높기, 이 결과에 의한 統計的 推論에는 한계가 있다는 점에 유의하여야 할 것임.

OLS추정방법을 이용하여 추정하였는데, 오차항의 시계열상관이 높은 경우에는 Cochrane-Orcutt 방법을 이용하여 추정하였다. 결과는 <表 4>~<表 9>에 제시하였는데 <表 4>~<表 6>은 貸出總額을, <表 7>~<表 9>는 預金總額을 間接金融(*IDF*)變數로 이용한 결과들이다. 우선 韓國을 제외한 경우를 먼저 보면, 實質 및 名目金融資產變數는 모든 경우 결합된 표본의 크기에도 관계없이 대체로 유의하게 *DF/TF*에는 負(-)의 효과를, *IDF/TF*에는 陽(+)의 효과를, 그리고 *DF/IDF*에는 *IDF*를 대출과 예금으로 측정한 모두의 경우 負(-)의 효과를 미치고 있다⁸⁾. 그러나 金融深化變數의 경우는 결과가 표본에 따라 그리고 *TF/GNP*와 *M2/GNP*에 따라 차이를 보이고 있다. 한편 韓國을 포함한 경우는 거의 모든 경우 결과가 대체로 악화되고 있지만, 이 중에서는 역시 實質金融資產變數를 사용한 경우가 그런대로 유의성이 상대적으로 양호하며, 부호유형도 대체로 앞의 유형과 유사한 것으로 관찰되고 있다.

이들 경우에 있어, 規模變數 이외의 변수들의 효과를 보면 국별 금융제도더미변수(*DUM*)는 모든 경우에 있어 대단히 유의한 효과를 미치고 있는데, 부호유형이 *DF/TF*에는 負(-)의 효과, *IDF/TF*에는 陽(+)의 효과, 그리고 *DF/IDF*에는 負(-)의 효과를 미치고 있어, 기대했던 대로 兼業主義國家일수록 專業主義國家에 비해 상대적으로 間接金融의 비중이 높고 直接金融의 비중이 낮은 것

8) 間接金融規模(*IDF*)를 預金總額으로 측정한 경우는 지면절약을 위해 *IDF/TF*에 대한 결과보고는 생략하였는데, 이 결과는 貸出總額을 이용한 경우와 대동소이하았음.

으로 나타나고 있다. 다음으로 實質市場金利(*MR*)의 상승은 直接金融比重을 높이고 역으로 預金金利(*DR*)의 상승은 間接金融의 비중을 높이는 것으로 나타나고 있어 이 또한 기대에 부합되는 결과라 할 것이다.

이상의 결과를 종합적으로 평가해 볼 때 金融市場規模의 확대는 각국 金融構造 각각에 대해서 유의한 영향을 미치고 있을 뿐만 아니라, 공통적으로 이들 나라들의 金融構造를 일정한 방향으로 유도해 나가고 있는 것으로 볼 수 있다. 즉, 韓國은 약간 예외적인 것으로 관찰되고 있지만, 표본내의 OECD국가들의 경우 개별적으로는 물론, 공통적으로도 金融市場의 規模擴大는 대체로 直接金融의 비중을 저하시키고 있는 것으로 관찰되고 있다. 이와 같이 式 (1)과 (2)의 추정결과는 대체로 <假說 1>을 지지하는 것으로 받아들일 수 있을 것이다. 그러나 金融深化變數는 일관되게 유의한 영향을 미치지 못하고 있다 하겠다.

나. <假說 3>에 대한 檢證

<假說 3>은 式 (3)의 추정결과를 이용해서 검증할 수 있는데, 추정결과는 <表 4>~<表 9>에 걸쳐 式 (2)의 추정결과와 같이 보고하였다. 式 (3)의 추정도 OLS추정방법을 이용하였는데 오차항의 시계열상관이 높은 경우는 Cochrane-Orcutt방법을 이용하였다. 우선 분석결과에 의하면, 韓國을 제외한 경우 표본에 관계없이 實質 및 名目金融資產規模의 효과가 모든 金融構造測定變數의 $|y-y^*|$ 값에 대해 강력하고 유의한 負(-)의 효과를 미치고 있으며, 여기에 韓國을 포함하더라도 規模變數의 유의성이 다소 떨어질 뿐 전체적인 부호유형에는 변화가 없는 것으로 관찰되고 있다. 따

〈表 3〉 式 (1)의 推定結果：實質金融資産規模와 直・間接(貸出) 金融構造와의 關係

	從屬變數 ¹⁾	說 明 變 數				R^2	DW	AR 1 ρ	標本數 (標本期間)
		Constant	$\log(TF/P)$	MR	DR				
한 국	DF/TF	0.25** (2.81)	0.11 (1.38)	-0.84E-02 (-0.56)	0.98E-02 (0.70)	0.20	1.93		15 (74~88)
	IDF/TF	0.12 (1.63)	-0.12* (-1.81)	0.18E-01 (1.47)	-0.16E-01 (-1.45)	0.12	1.56		
	DF/IDF	1.48** (3.65)	1.06** (2.83)	-0.70E-01 (-1.05)	0.73E-01 (1.17)	0.47	2.03		
미 국	DF/TF	0.50* (1.95)	-0.84E-01 (-0.86)	0.15E-01 (0.73)	-0.91E-03 (-0.74E-01)	0.07	1.55		15 (74~88)
	IDF/TF	-0.37E-01 (-0.18)	0.13 (1.77)	-0.24E-01 (-1.49)	0.10E-01 (1.03)	0.12	1.95		
	DF/IDF	3.60 (1.72)	-1.01 (-1.29)	0.15 (0.93)	-0.57E-01 (-0.57)	-	2.00		
일 본	DF/TF	0.31** (10.57)	-0.69E-01** (-4.61)	-0.77E-02 (-1.75)	0.94E-01** (2.28)	0.60	1.27		15 (74~88)
	IDF/TF	0.34** (10.38)	-0.30E-01* (-1.79)	0.24E-02 (0.48)	-0.34E-02 (-0.74)	0.59	1.41		
	DF/IDF	1.02** (7.15)	-0.19** (-2.79)	-0.28E-01 (-1.35)	0.37E-01* (1.90)	0.50	1.05		
벨 기 에	DF/TF	0.30** (5.68)	-0.18** (-3.89)	-0.56E-02 (-0.65)	0.60E-02 (0.73)	0.54	2.31	0.77** (5.86)	19 (70~88)
	IDF/TF	0.10** (2.30)	0.48E-01 (1.30)	0.59E-02 (0.87)	-0.52E-02 (-0.80)	0.58	1.93	0.80** (5.60)	
	DF/IDF	-0.50E-01 (-0.19E-01)	-5.76 (-1.61)	1.16 (1.06)	-1.14 (-1.10)	-	1.69		
캐 나 다	DF/TF	0.41** (4.54)	-0.13 (-1.19)	0.38E-01 (1.63)	-0.51E-01** (-2.36)	0.41	1.85		17 (70~86)
	IDF/TF	0.36E-01 (0.91)	0.13** (2.60)	-0.11E-01 (-1.07)	0.12E-01 (1.26)	0.52	1.82		
	DF/IDF	-31.50 (-0.89)	44.58 (1.04)	12.03 (1.32)	-9.76 (-1.16)	-	1.31		
프 랑 스	DF/TF	0.77** (5.16)	-0.23** (-4.88)	-0.28E-02 (-0.44)	0.59E-02 (1.02)	0.84	2.27	0.90** (7.39)	19 (70~88)
	IDF/TF	-0.41E-01 (-0.37)	0.20** (3.06)	0.10E-01 (1.22)	-0.15E-01* (-1.83)	0.56	2.13	0.67** (4.13)	
	DF/IDF	4.01** (5.72)	-2.06** (-5.04)	0.30E-01 (0.56)	0.62E-02 (0.12)	0.78	2.62	0.72** (5.34)	
독 일	DF/TF	0.32** (5.86)	-0.10* (-1.79)	0.10** (3.87)	-0.10** (-3.83)	0.46	1.98		16 (73~88)
	IDF/TF	0.23** (3.27)	0.16* (2.12)	-0.12** (-3.42)	0.11** (3.26)	0.63	1.76		
	DF/IDF	1.07** (3.32)	-0.43 (-1.21)	0.54** (3.29)	-0.52** (-3.18)	0.52	1.67		
이탈리아	DF/TF	0.62** (3.36)	-0.20* (-2.24)	-0.96E-02 (-0.50)	0.10E-01 (0.57)	0.72	2.53		11 (78~88)
	IDF/TF	-0.71E-01 (-0.20)	0.19 (1.14)	0.31E-01 (0.91)	-0.32E-01 (-0.98)	0.16	1.79		
	DF/IDF	2.91 (1.50)	-1.09 (-1.13)	-0.75E-01 (-0.38)	0.88E-01 (0.47)	0.44	1.86		

<表 3>의 계속

	從屬變數 ¹⁾	說 明 變 數				\bar{R}^2	DW	AR 1 ρ	標本數 (標本期間)
		Constant	$\log(TF/P)$	MR	DR				
영 국	DF/TF	0.25 ** (3.54)	-0.59E-01 (-1.21)	0.81E-01 (1.75)	-0.76E-02 (-1.47)	0.34	2.56		16 (71~86)
	IDF/TF	0.37E-01 (0.29)	0.16 * (1.88)	-0.57E-02 (-0.69)	0.18E-02 (0.20)	0.31	1.63		
	DF/IDF	1.08 ** (2.75)	-0.26 (-0.99)	0.48E-01 * (1.94)	-0.40E-01 (-1.45)	0.37	2.72		
네덜란드	DF/TF	0.26 ** (3.84)	-0.19E-01 (-0.28)	0.10E-01 (0.49)	-0.98E-02 (-0.47)	-	1.86		11 (78~88)
	IDF/TF	0.27 ** (4.72)	-0.10 (-1.76)	-0.15E-01 (-0.81)	0.16E-01 (0.91)	0.27	2.44		
	DF/IDF	1.02 (1.70)	0.21 (0.34)	0.10 (0.52)	-0.10 (-0.56)	-	2.10		
스페인	DF/TF	0.51 ** (3.42)	-0.17 ** (-2.85)	-0.63E-01 (-1.42)	0.63E-01 (1.45)	0.53	2.13		10 (79~88)
	IDF/TF	0.29 * (2.11)	0.21 ** (3.26)	-0.41E-01 (-1.00)	0.37E-01 (0.92)	0.68	2.82		
	DF/IDF	0.61 ** (2.58)	-0.32 ** (-3.32)	-0.39E-01 (-0.55)	0.41E-1 (0.61)	0.60	2.84		
스웨덴	DF/TF	0.28 ** (11.70)	-0.15 ** (-3.12)	-0.12E-01 (-0.58)	0.10E-01 (0.50)	0.59	2.14		12 (77~88)
	IDF/TF	0.38 ** (8.12)	0.13 (1.38)	0.39E-01 (0.92)	-0.35E-01 (-0.85)	0.22	1.79		
	DF/IDF	0.80 ** (6.33)	-0.68 ** (-2.67)	-0.12 (-1.06)	0.11 (0.99)	0.49	2.43		

註: 1) IDF = 대출총액.

2) () 안은 t값.

3) * 10% 수준에서 有意.

** 5% 수준에서 有意.

라서 이 결과는 <假說 3>을 강하게 지지하고 있다 하겠다. 그러나 金融深化變數를 規模變數로 이용한 경우는 규모변수계수의 유의성이 크게 낮아지는 것으로 나타나고 있다.

그리고 國別金融制度 더미변수도 거의 모든 경우에 표본과 규모변수가 달라짐에 관계없이 負(-)의 유의한 효과를 나타내고 있는데, 이는 아마도 兼業主義 金融制度가 일반적으로 專業制度에 비해 업무영역에 대한 규제가 없는 제도이기 때문에, 個別金融主體들이 보다 자유롭게 均衡金融構造를 지향해 나갈 수 있음으로 해서 일국경제의 均衡金融構造로의 이

행을 보다 용이하게 할 수 있기 때문이 아닌가 판단된다.

한편 金利變數들은 그 유의성은 대체로 낮지만 市場金利(MR)는 陽(+)의 부호를, 그리고 預金金利(DR)는 負(-)의 부호를 나타내고 있는데, 앞의 式 (1)과 式 (2)의 결과에서 金融規模變數가 直接金融比重에 負(-)의 효과를 미치고 있는 결과와 연결해서 보면, 아마도 세계금융은 평균적으로 直接金融比重이 상대적으로 과도한 상황, 즉 과도하게 證券化가 진전되고 있는 상황에 처해 있는 것이 아닌가 사료된다.

〈表 4〉 式 (2)와 (3)의 推定結果 : 實質金融資産規模와 直·間接(貸出) 金融構造와의 關係
(시계열·크로스섹션結合資料)

	從屬變數 ¹⁾	說明變數					\bar{R}^2	DW	AR 1 ρ	標本
		Constant	log(TF/P)	MR	DR	DUM				
結合標本 I ²⁾ : 한국제외	DF/TF $y_1 - y_1^*$	0.39 ** (11.42)	-0.76E-01 ** (-4.75)	0.65E-02 (1.62)	-0.52E-02 (-1.35)	-0.11 ** (-3.50)	0.50	2.12	0.60 ** (9.28)	161
		0.13 ** (5.88)	-0.21E-01 ** (-2.00)	0.50E-02 (1.62)	-0.45E-02 (-1.51)	-0.46E-01 ** (-2.18)	0.20	2.06	0.44 ** (6.07)	
	IDF/TF $y_2 - y_2^*$	0.12 ** (3.29)	0.55E-01 ** (3.30)	-0.36E-02 (-0.98)	0.15E-02 (0.42)	0.17 ** (5.26)	0.62	2.19	0.70 ** (11.52)	
		0.14 ** (6.44)	-0.35E-01 ** (-3.42)	0.17E-02 (0.60)	-0.15E-02 (-0.54)	-0.16E-01 (-0.79)	0.33	2.12	0.48 ** (6.83)	
	DF/IDF $y_3 - y_3^*$	6.95 ** (2.63)	-2.43 * (-1.89)	0.58 (1.21)	-0.53 (-1.16)	-5.74 ** (-2.16)	0.01	1.94		
		8.54 ** (3.33)	-2.87 ** (-2.30)	0.67 (1.45)	-0.63 (-1.41)	-7.15 ** (-2.78)	0.03	1.99		
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	DF/TF $y_1 - y_1^*$	0.30 ** (9.23)	-0.33E-01 ** (-1.32)	0.19E-03 (0.48E-01)	0.80E-03 (0.21)	-0.48E-01 (-1.48)	0.46	2.14	0.69 ** (12.21)	176
		0.11 ** (6.27)	-0.13E-01 (-1.54)	0.37E-02 (1.31)	-0.34E-02 (-1.27)	-0.29E-01 ** (-1.66)	0.19	2.05	0.43 ** (6.27)	
	IDF/TF $y_2 - y_2^*$	0.18 ** (5.32)	0.14E-01 (1.05)	0.39E-03 (0.11)	-0.20E-02 (-0.59)	0.13 ** (4.29)	0.58	2.24	0.75 ** (14.23)	
		0.10 ** (5.60)	-0.20E-01 ** (-2.33)	0.47E-03 (0.17)	-0.26E-03 (-0.10)	0.13E-01 (0.70)	0.32	2.14	0.54 ** (8.21)	
	DF/IDF $y_3 - y_3^*$	3.91 * (1.86)	-0.94 (-0.92)	0.15 (0.36)	-0.12 (-0.31)	-2.46 (-1.20)	-	1.91		
		5.08 ** (2.48)	-1.18 (-1.18)	0.18 (0.44)	-0.16 (-0.42)	-3.42 * (-1.72)	-	1.96		
結合標本 II ³⁾ : 한국제외	DF/TF $y_1 - y_1^*$	0.38 ** (13.22)	-0.87E-01 ** (-5.90)	0.22E-01 ** (4.59)	-0.19E-01 ** (-4.44)	-0.10 ** (-4.22)	0.37	2.03	0.48 ** (4.47)	88
		0.12 ** (6.13)	-0.20E-01 ** (-2.12)	0.75E-02 * (1.90)	-0.63E-02 * (-1.69)	-0.51E-01 ** (-2.53)	10.08	1.59		
	IDF/TF $y_2 - y_2^*$	0.13 ** (4.49)	0.76E-01 ** (5.69)	-0.22E-01 ** (-3.99)	0.19E-01 ** (3.75)	0.17 ** (6.27)	0.38	1.93		
		0.13 ** (6.51)	-0.35E-01 ** (-3.64)	-0.29E-02 (-0.73)	0.29E-02 (0.77)	-0.96E-03 (-0.47E-01)	0.15	1.61		
	DF/IDF $y_3 - y_3^*$	9.58 * (1.85)	-3.46 (-1.45)	0.80 (0.81)	-0.74 (-0.79)	-8.40 * (-1.67)	-	1.98		
		14.20 ** (2.90)	-4.85 ** (-2.14)	0.96 (1.02)	-0.90 (-1.02)	-12.38 ** (-2.60)	0.04	2.01		
結合標本 II ³⁾ : 한국포함	DF/TF $y_1 - y_1^*$	0.31 ** (9.50)	-0.56E-01 ** (-3.71)	0.15E-01 ** (3.24)	-0.13E-01 ** (-3.00)	-0.58E-01 ** (-2.39)	0.20	2.24	0.57 ** (5.88)	96
		0.10 ** (6.06)	-0.11E-01 ** (-1.38)	0.49E-02 (1.39)	-0.39E-02 (-1.18)	-0.31E-01 ** (-1.92)	0.05	1.94		
	IDF/TF $y_2 - y_2^*$	0.21 ** (7.50)	0.32E-01 ** (2.54)	-0.81E-02 (-1.45)	0.63E-02 (1.19)	0.77E-01 ** (3.02)	0.13	1.51		
		0.12 ** (6.70)	-0.24E-01 ** (-2.71)	-0.71E-02 ** (-2.09)	0.71E-02 ** (2.26)	0.13E-01 (0.78)	0.17	1.96	0.25 ** (2.29)	
	DF/IDF $y_3 - y_3^*$	5.56 (1.29)	-1.34 (-0.70)	0.14 (0.17)	-0.11 (-0.13)	-3.60 (-0.93)	-	1.95		
		0.90 ** (2.15)	-2.06 ** (-1.12)	0.10 (0.12)	-0.88E-01 (-0.11)	-6.09 * (-1.64)	-	1.98		

註 : 1) $y_1 = DF/TF$, $y_2 = IDF/TF$, $y_3 = DF/IDF$, $y_1^* = (DF/TF)^*$, $y_2^* = (IDF/TF)^*$, $y_3^* = (DF/IDF)^*$, IDF = 대출총액.

2) 結合標本 I 은 모든 국가의 이용가능한 자료를 모두 결합한 결과.

3) 結合標本 II 는 표본의 공통기간(1979~86) 자료를 결합한 결과.

4) () 안은 t값.

5) * 10% 수준에서 有意.

** 5% 수준에서 有意.

〈表 5〉 式 (2)와 (3)의 推定結果 : 名目金融資産規模와 直・間接(貸出) 金融構造와의 關係
(시계열·크로스섹션結合資料)

	從屬變數 ¹⁾	說 明 變 數					\bar{R}^2	DW	AR 1 ρ	標本
		Constant	log TF	MR	DR	DUM				
結合標本 I ²⁾ : 한국제외	DF/TF	0.38 ** (4.53)	-0.20E-01 ** (-1.37)	0.58E-02 (1.36)	-0.48E-02 (-1.17)	-0.51E-01 (-1.58)	0.43	2.09	0.62 ** (9.65)	161
	$y_1 - y_1^*$	0.18 ** (3.52)	-0.15E-01 * (-1.72)	0.54E-02 * (1.74)	-0.48E-02 (-1.62)	-0.39E-01 ** (-1.99)	0.20	2.05	0.42 ** (5.75)	
	IDF/TF	0.13 (0.61)	0.10E-01 (0.74)	-0.27E-02 (-0.72)	0.85E-03 (0.23)	0.14 ** (4.29)	0.60	2.24	0.76 ** (13.34)	
	$y_2 - y_2^*$	0.23 ** (4.74)	-0.27E-01 ** (-3.19)	0.22E-02 (0.76)	-0.18E-02 (-0.67)	-0.41E-02 (-0.21)	0.32	2.12	0.46 ** (6.39)	
	DF/IDF	11.54 * (1.73)	-1.50 (-1.31)	0.62 (1.26)	-0.55 (-1.19)	-4.53 * (-1.78)	-	1.96		
	$y_3 - y_3^*$	14.09 ** (2.18)	-1.79 (-1.61)	0.72 (1.50)	-0.66 (-1.45)	-5.76 ** (-2.33)	0.01	2.01		
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	DF/TF	0.24 ** (3.65)	0.29E-02 (0.24)	0.16E-02 (0.41)	-0.86E-03 (-0.22)	-0.24E-01 (-0.76)	0.45	2.13	0.68 ** (11.97)	176
	$y_1 - y_1^*$	0.15 ** (3.76)	-0.11E-01 (-1.55)	0.40E-02 (1.45)	-0.37E-02 (-1.38)	-0.26E-01 (-1.59)	0.19	2.04	0.42 ** (6.06)	
	IDF/TF	0.24 ** (3.73)	0.96E-02 (-0.87)	-0.91E-04 (-0.26E-01)	-0.13E-02 (-0.39)	0.13 ** (4.16)	0.58	2.26	0.79 ** (15.87)	
	$y_2 - y_2^*$	0.16 ** (3.95)	-0.16E-01 ** (-2.21)	0.68E-03 (0.25)	-0.42E-03 (-0.16)	0.19 (1.10)	0.32	2.14	0.52 ** (7.86)	
	DF/IDF	4.89 (0.95)	-0.42 (-0.46)	0.20 (0.50)	-0.17 (-0.44)	-2.04 (-1.02)	-	1.92		
	$y_3 - y_3^*$	6.59 (1.31)	0.58 (-0.65)	0.24 (0.61)	-0.22 (-0.58)	-2.92 (-1.50)	-	1.96		
結合標本 II ³⁾ : 한국제외	DF/TF	0.80 ** (8.32)	-0.95E-01 ** (-5.70)	0.21E-01 ** (4.53)	-0.18E-01 ** (-4.29)	-0.10 ** (-4.19)	0.35	2.08	0.48 ** (4.47)	88
	$y_1 - y_1^*$	0.23 ** (3.81)	-0.23E-01 * (-2.33)	0.74E-02 * (1.90)	-0.62E-02 * (-1.67)	-0.55E-01 ** (-2.69)	0.09	1.88		
	IDF/TF	-0.18 ** (-2.12)	0.73E-01 ** (5.08)	-0.21E-01 ** (-3.80)	0.18E-01 ** (3.50)	0.17 ** (5.90)	0.34	1.88		
	$y_2 - y_2^*$	0.30 ** (4.96)	-0.38E-01 ** (-3.77)	-0.30E-02 (-0.77)	0.32E-02 (0.86)	-0.62E-02 (-0.30)	0.16	1.63		
	DF/IDF	22.43 (1.44)	-3.07 (-1.21)	0.77 (0.78)	-0.70 (-0.75)	-8.04 (-1.54)	-	1.97		
	$y_3 - y_3^*$	35.18 ** (2.40)	-4.80 ** (-2.01)	0.92 (0.99)	-0.85 (-0.97)	-12.53 ** (-2.54)	0.03	2.01		
結合標本 II ³⁾ : 한국포함	DF/TF	0.55 ** (6.01)	-0.55E-01 ** (-3.39)	0.14E-01 ** (2.97)	-0.11E-01 ** (-2.63)	-0.54E-01 ** (-2.21)	0.19	2.25	0.57 ** (5.81)	96
	$y_1 - y_1^*$	0.16 ** (3.33)	-0.12E-01 (-1.52)	0.46E-02 (1.31)	-0.36E-02 (-1.08)	-0.32E-01 ** (-2.00)	0.05	1.94		
	IDF/TF	0.10 (1.26)	0.27E-01 ** (2.05)	-0.83E-02 (-1.46)	0.64E-02 (1.19)	0.74E-01 ** (2.84)	0.11	1.48		
	$y_2 - y_2^*$	0.23 ** (4.34)	-0.25E-01 ** (-2.73)	-0.76E-02 ** (-2.22)	0.77E-02 ** (2.42)	0.13E-01 (0.81)	0.17	1.96	0.24 ** (2.18)	
	DF/TF	9.07 (0.75)	-1.93 (-0.47)	0.17 (0.20)	-0.13 (-0.17)	-3.32 (-0.84)	-	1.95		
	$y_3 - y_3^*$	16.66 (1.44)	-1.84 (-0.96)	0.10 (0.13)	-0.85E-01 (-0.11)	-5.99 (-1.59)	-	1.98		

註 : 1) $y_1 = DF/TF$, $y_2 = IDF/TF$, $y_3 = DF/IDF$, $y_1^* = (DF/TF)^*$, $y_2^* = (IDF/TF)^*$, $y_3^* = (DF/IDF)^*$, IDF = 내
출총액.

2) 結合標本 I 은 모든 국가의 이용가능한 자료를 모두 결합한 결과.

3) 結合標本 II 는 표본의 공통기간(1979~86) 자료를 결합한 결과.

4) () 안은 t 값.

5) * 10% 수준에서 有意.

** 5% 수준에서 有意.

〈表 6〉 式 (2)와 (3)의 推定結果 : 金融深化와 直·間接(貸出) 金融構造와의 關係
(시계열·크로스섹션結合資料)

	從屬變數 ¹⁾	說明變數		R^2	DW	$AR\ 1$ ρ	說明變數		R^2	DW	$AR\ 1$ ρ	標本
		TF/GNP	DUM				M2/GNP	DUM				
結合標本 I ²⁾ : 한국계 외	DF/TF	-0.19** (-3.19)	-0.29E-01 (-0.94)	0.46	2.18	0.67** (11.07)	-0.39E-01 (-0.42)	-0.35E-01 (-1.14)	0.43	2.10	0.64** (10.03)	161
	$ y_1 - y_1^* $	-0.99E-01** (-2.14)	-0.22E-01 (-1.27)	0.21	2.05	0.43** (6.03)	-0.62E-01 (-1.23)	-0.24E-01 (-1.43)	0.19	2.03	0.39** (5.36)	
	IDF/TF	0.17E-01 (0.31)	0.13** (4.21)	0.60	2.27	0.78** (15.13)	-0.19* (-1.80)	0.16** (4.77)	0.60	2.27	0.83** (16.98)	
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	DF/IDF	1.35 (0.18)	-2.77 (-1.27)	-	1.93	-	-9.29 (-1.44)	-2.96 (-1.37)	0.17E-01	1.96	-	
	$ y_2 - y_2^* $	-3.89 (-0.54)	-3.71* (-1.75)	-	1.98	-	-8.53 (-1.36)	-3.83* (-1.82)	0.09E-02	2.00	-	
	DF/TF	-0.20** (-3.47)	-0.20E-01 (-0.65)	0.48	2.17	0.68** (12.09)	0.69E-01 (0.87)	-0.32E-01 (-0.99)	0.45	2.14	0.69** (12.47)	176
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	$ y_1 - y_1^* $	-0.92E-01** (-2.08)	-0.22E-01 (-1.38)	0.20	2.04	0.42** (6.11)	-0.52E-01 (-1.16)	-0.18E-01 (-1.11)	0.19	2.03	0.40** (5.73)	
	IDF/TF	-0.49E-05 (-0.89E-04)	0.13** (4.18)	0.58	2.25	0.77** (15.32)	-0.18** (-2.39)	0.16** (4.84)	0.59	2.36	0.82** (17.82)	
	$ y_2 - y_2^* $	-0.19E-01 (-0.45)	0.26E-01 (1.48)	0.30	2.14	0.55** (8.47)	-0.10** (-2.29)	0.34E-01** (1.96)	0.32	2.12	0.52** (7.84)	
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	DF/IDF	-0.84 (-0.12)	-1.80 (-0.93)	-	1.92	-	-5.02 (-0.88)	-1.55 (-0.81)	-	1.93	-	
	$ y_3 - y_3^* $	-5.94 (-0.91)	-2.81 (-1.50)	-	1.97	-	-4.11 (-0.74)	-2.37 (-1.27)	-	1.96	-	

<表 6>의 계속

	從屬變數 ¹⁾	說明變數		R ²	DW	AR 1 ρ	說明變數		R ²	DW	AR 1 ρ	標本
		TF/GNP	DUM				M2/GNP	DUM				
結合標本 II ³⁾ : 한국제외	DF/TF	-0.22** (-2.91)	-0.30E-01 (-1.24)	0.19	1.94	0.38** (3.66)	-0.21** (-2.86)	-0.15E-01 (-0.60)	0.11	1.70		88
	y ₁ -y ₁ *	-0.11** (-2.10)	-0.27E-01* (-1.66)	0.08	1.73		0.63E-01 (-1.32)	-0.24E-01 (-1.50)	0.05	1.91		
	IDF/TF	-0.19** (-2.47)	0.94E-01** (3.73)	0.26	1.95	0.31** (2.84)	0.24** (3.42)	0.78E-01** (3.14)	0.25	1.63		
結合標本 II ³⁾ : 한국포함	DF/IDF	2.15 (0.16)	-4.04 (-0.98)	-	1.94		-13.38 (-1.13)	-3.92 (-0.96)	-	2.01		96
	y ₂ -y ₂ *	-8.40 (-0.65)	-6.43 (-1.63)	-	1.98		-12.76 (-1.12)	-6.18 (-1.58)	0.10	2.06	0.31E-01	
	DF/TF	-0.24** (-3.19)	-0.17E-01 (-0.73)	0.20	1.96	0.43** (4.60)	0.26E-01 (0.32)	-0.15E-01 (-0.57)	0.10	2.18	0.42** (4.33)	
	y ₁ -y ₁ *	-0.10** (-2.02)	-0.26E-01* (-1.77)	0.07	1.81		0.48E-01 (-1.08)	-0.19E-01 (-1.28)	0.04	1.96		
	IDF/TF	-0.18** (-2.38)	0.81E-01** (3.40)	0.20	1.98	0.38** (3.89)	0.99E-01 (1.29)	0.67E-01** (2.59)	0.17	1.92	0.30** (3.03)	
	y ₂ -y ₂ *	-0.88E-01* (-1.66)	0.25E-01 (1.58)	0.12	1.97	0.27** (2.63)	-0.10** (-2.37)	0.56E-01** (3.69)	0.13	1.87		
	DF/IDF	-0.21E-01 (-0.16E-02)	-2.56 (-0.70)	-	1.94		-8.41 (-0.78)	-2.04 (-0.56)	-	1.98		
	y ₂ -y ₂ *	-10.50 (-0.87)	-4.87 (-1.40)	-	1.97		-7.15 (-0.69)	-4.04 (-1.15)	-	2.02		

註: 1) y₁ = DF/TF, y₂ = IDF/TF, y₃ = DF/IDF, y₁* = (DF/TF)*, y₂* = (IDF/TF)*, y₃* = (DF/IDF)*, IDF = 대졸층여.

2) 結合標本 I 은 모든 국가의 이용가능한 자료를 모두 결합한 결과.

3) 結合標本 II 는 표본의 공통기간(1979~86) 자료를 결합한 결과.

4) () 안은 t값.

5) * 10% 수준에서 有意.

** 5% 수준에서 有意.

〈表 7〉 式 (2)와 (3)의 推定結果：實質金融資産規模와 直・間接(預金) 金融構造와의 關係
(시계열・크로스섹션 結合資料)

	從屬變數 ¹⁾	說明 變 數					\bar{R}^2	DW	AR 1 ρ	標本
		Constant	log(TF/P)	MR	DR	DUM				
結合標本 I ²⁾ : 한국제외	DF/IDF	2.45** (5.75)	-0.73** (-3.64)	0.57E-01 (1.06)	-0.52E-01 (-1.02)	-1.20** (-2.96)	0.35	1.91	0.54** (7.97)	161
	y-y*	1.44** (4.16)	-0.43** (-2.58)	0.49E-01 (0.99)	-0.45E-01 (-0.96)	-0.69** (-2.07)	0.22	1.88	0.43** (5.93)	
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	DF/IDF	1.73** (4.99)	-0.39** (-2.37)	0.64E-02 (0.13)	-0.44E-02 (-0.93E-01)	-0.58* (-1.68)	0.31	1.93	0.55** (8.71)	176
	y-y*	1.00** (3.56)	-0.24* (-1.76)	0.13E-01 (0.31)	-0.12E-01 (-0.30)	-0.29 (-1.04)	0.20	1.90	0.45** (6.69)	
結合標本 II ³⁾ : 한국제외	DF/IDF	3.26** (7.05)	-0.98** (-4.58)	0.92E-01 (1.05)	-0.87E-01 (-1.04)	-1.94** (-4.32)	0.19	1.96		88
	y-y*	2.24** (5.48)	-0.66** (-3.53)	0.74E-01 (0.95)	-0.75E-01 (-1.01)	-1.44** (-3.62)	0.12	1.97		
結合標本 II ³⁾ : 한국포함	DF/IDF	2.37** (5.72)	-0.51** (-2.81)	-0.46E-01 (-0.56)	0.46E-01 (0.60)	-0.89** (-2.40)	0.06	1.93		96
	y-y*	1.58** (4.40)	-0.33** (-2.10)	-0.26E-01 (-0.36)	0.22E-01 (0.34)	-0.67** (-2.08)	0.02	1.99		

註：1) $y = DF/IDF$, $y^* = (DF/IDF)^*$, $IDF =$ 예금총액(현금포함).

2) 結合標本 I은 모든 국가의 이용가능한 자료를 모두 결합한 결과.

3) 結合標本 II는 표본의 공통기간(1979~86) 자료를 결합한 결과.

4) () 안은 t 값.

5) * 10% 수준에서 有意, ** 5% 수준에서 有意.

〈表 8〉 式 (2)와 (3)의 推定結果：名目金融資産規模와 直・間接(預金) 金融構造와의 關係
(시계열・크로스섹션 結合資料)

	從屬變數 ¹⁾	說明 變 數					\bar{R}^2	DW	AR 1 ρ	標本
		Constant	log TF	MR	DR	DUM				
結合標本 I ²⁾ : 한국제외	DF/IDF	2.96** (2.89)	-0.29* (-1.69)	0.59E-01 (1.06)	-0.55E-01 (-1.04)	-0.68* (-1.77)	0.31	1.89	0.54** (7.94)	161
	y-y*	2.25** (2.65)	-0.26* (-1.82)	0.54E-01 (1.07)	-0.50E-01 (-1.04)	-0.47 (-1.49)	0.20	1.89	0.43** (6.02)	
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	DF/IDF	1.80** (2.31)	-0.10 (-0.78)	0.21E-01 (0.43)	-0.20E-01 (-0.42)	-0.37 (-1.10)	0.29	1.92	0.55** (8.54)	176
	y-y*	1.43** (2.18)	-0.14 (-1.20)	0.22E-01 (0.49)	-0.20E-01 (-0.48)	-0.20 (-0.73)	0.19	1.90	0.45** (6.68)	
結合標本 II ³⁾ : 한국제외	DF/IDF	7.55** (5.40)	-0.98** (-4.30)	0.88E-01 (0.98)	-0.77E-02 (-0.92)	-1.98** (-4.22)	0.17	1.86		88
	y-y*	5.73** (4.75)	-0.76** (-3.88)	0.73E-01 (0.94)	-0.70E-01 (-0.96)	-1.59** (-3.93)	0.14	1.95		
結合標本 II ³⁾ : 한국포함	DF/IDF	4.44** (3.82)	-0.48** (-2.52)	-0.47E-01 (-0.57)	0.49E-01 (0.63)	-0.89** (-2.34)	0.04	1.88		96
	y-y*	3.26** (3.28)	-0.37** (-2.26)	-0.32E-01 (-0.46)	0.31E-01 (0.46)	-0.71** (-2.19)	0.03	1.98		

註：1) $y = DF/IDF$, $y^* = (DF/IDF)^*$, $IDF =$ 예금총액(현금포함).

2) 結合標本 I은 모든 국가의 이용가능한 자료를 모두 결합한 결과.

3) 結合標本 II는 표본의 공통기간(1979~86) 자료를 결합한 결과.

4) () 안은 t 값.

5) * 10% 수준에서 有意, ** 5% 수준에서 有意.

〈表 9〉 式 (2)와 (3)의 推定結果 : 金融深化와 直·間接(預金) 金融構造와의 關係
(시계열·크로스섹션結合資料)

	從屬變數 ¹⁾	說明變數		\bar{R}^2	DW	AR 1 ρ	說明變數		\bar{R}^2	DW	AR 1 ρ	標本
		TF/GNP	DUM				M2/GNP	DUM				
結合標本 I ²⁾ : 한국제외	DF/IDF	-2.85** (-3.52)	-0.36 (-1.02)	0.34	1.92	0.55** (8.23)	-0.69 (-0.66)	-0.41 (-1.17)	0.29	1.90	0.54** (7.86)	161
	y-y*	-1.68** (-2.25)	-0.19 (-0.67)	0.21	1.89	0.45** (6.36)	-0.21 (-0.25)	-0.21 (-0.74)	0.18	1.89	0.44** (6.11)	
結合標本 I ²⁾ : 한국포함	DF/IDF	-2.84** (-3.79)	-0.33 (-1.05)	0.34	1.92	0.55** (8.56)	-0.75E-01 (-0.84E-01)	-0.31 (-0.93)	0.29	1.92	0.54** (8.46)	176
	y-y*	-1.76** (-2.55)	-0.16 (-0.60)	0.21	1.90	0.46** (6.74)	0.39E-01 (0.52E-01)	-0.12 (-0.47)	0.18	1.90	0.45** (6.64)	
結合標本 II ³⁾ : 한국제외	DF/IDF	-3.88** (-3.11)	-0.77** (-2.00)	0.09	1.71		-1.76 (-1.52)	-0.70* (-1.75)	0.02	2.13		88
	y-y*	-1.96* (-1.79)	-0.63* (-1.88)	0.02	1.82		-0.80 (-0.81)	-0.59* (-1.75)	-	2.07		
結合標本 II ³⁾ : 한국포함	DF/IDF	-4.02** (-3.43)	-0.64* (-1.89)	0.09	1.71		-1.05 (-0.98)	-0.43 (-1.18)	-	2.06		96
	y-y*	-2.19** (-2.12)	-0.49 (-1.64)	0.02	1.83		-0.29 (-0.32)	-0.39 (-1.26)	-	2.04		

註 : 1) $y = DF/IDF$, $y^* = (DF/IDF)^*$, IDF = 예금총액 (현금포함).

2) 結合標本 I 은 모든 국가의 이용가능한 자료를 모두 결합한 결과.

3) 結合標本 II 는 표본의 공통기간(1979~86) 자료를 결합한 결과.

4) () 안은 t값.

5) * 10% 수준에서 有意.

** 5% 수준에서 有意.

다. 〈假說 4〉의 檢證

이미 지적한 바와 같이 式 (2)와 式 (3)의 추정결과는, 세계각국의 금융산업구조는 金融市場規模의 확대에 따라 개별적으로는 물론, 공통적으로 일정한 방향으로 最適構造를 향해 이행해 나가고 있음을 시사하고 있다. 특히 국별 시계열자료의 결합자료가 유의한 金融市場規模效果를 시현하고 있음은, 세계금융시장의 통합에 따른 金融構造의 同質化 可能性을 강력하게 지지하고 있는 것으로 볼 수 있다.

라. 〈假說 5〉의 檢證

式 (4)의 로짓함수는 最尤度推定方法

(maximum likelihood estimation)을 이용하여 추정하였으며, 추정결과는 〈表 10〉에 간략하게 요약하였다. 이 결과에 의하면 놀랍게도 금융시장규모가 커질수록 이 經濟가 兼業主義 金融制度를 채택할 확률은 낮아지고 專業主義 金融制度를 채택할 확률은 높아지는 것으로 관찰되고 있다. 여기서도 金融深化變數는 그 유의성이 낮을 뿐만 아니라 부호도 일관성이 없는 것으로 관찰되고 있다. 그러나 한가지 이 결과를 해석함에 있어 주의해야 할 점은, 式 (4)의 추정결과가 반드시 因果關係 (causation)까지를 검증하지는 못한다는 점이다. 이 점은 물론 앞의 式 (1)~(3)에 대해서도 모두 적용될 수 있겠지만, 특히 式 (4)의

<表 10> 金融規模와 金融制度間 關係에 대한 式(4)의 LOGIT分析結果

回歸式別 說明變數	結合標本 I ¹⁾		結合標本 II ²⁾	
	한국포함(176)	한국제외(161)	한국포함(96)	한국제외(88)
常數項	3.13(3.97) **	6.60(5.70) **	5.29(3.99) **	11.75(4.72) **
log(TF)	-0.58(-3.77) **	-1.20(-5.42) **	-0.96(-3.80) **	-2.11(-4.56) **
常數項	0.91(4.12) **	2.22(6.01) **	1.02(3.39) **	2.40(4.65) **
log(TF/P)	-0.83(-4.69) **	-1.73(-6.08) **	-0.86(-3.56) **	-1.83(-4.58) **
常數項	1.29(2.32) **	0.84(1.48)	0.96(1.29)	0.59(0.76)
TF/GNP	-2.17(-1.99) **	-0.83(-0.73)	-1.27(-0.87)	-0.80E-01(-0.52E-01)
常數項	-0.62(-1.15)	0.47(0.76)	-0.88(-1.11)	0.32(0.37)
M2/GNP	1.52(1.63)	-0.26E-01 (-0.26E-01)	2.09(1.58)	0.39(0.28)

註: 1) 모든 국가의 이용가능한 자료를 모두 결합한 표본.
 2) 표본의 공통기간(1979~86)의 자료를 결합한 표본.
 3) () 안은 t 값.
 4) * 10% 수준에서 有意.
 ** 5% 수준에서 有意.

경우는 兼業主義 金融制度를 채택한 나라는 상대적으로 金融發展이 저해되고, 專業主義 金融制度를 채택한 나라는 금융발전이 촉진될 수 있다는 정반대의 명제를 지지하는 것으로 해석될 소지도 없지 않다 할 것이다. 그러나 筆者의 판단으로는, 다른 조건이 다 같은 경우 보다 더 규제적인 專業主義制度가 보다 더 業務의 自由를 허용하는 兼業主義制度보다 金融發展을 더 촉진시킬 수 있을 것으로 보이지는 않는다.

V. 結 論

本稿에서의 실증분석결과를 대체로 檢證對象假說들을 지지하는 것으로 관찰되고 있다. 그러나 本稿에서 제시한 실증분석은 앞으로의

보다 많은 검증작업의 시작에 불과하다. 특히, 本稿에서 시도한 巨視的 金融產業構造分析과는 달리 앞으로 좀더 微視的 資料를 이용한 검증이 필요할 것으로 보이는데, 예컨대, 은행의 資產構成을 결정하는 요인에 대한 분석이 이루어진다면 좀더 微視的 차원에서 가설검증이 가능해질 뿐만 아니라 앞으로 銀行에 대한 규제 및 제도 선택방향의 설정에 필요한 지침도 제공해 줄 수 있을 것으로 판단된다.

이하에서는 분석결과를 간략하게 요약하고 이들 결과의 정책시사점을 논함으로써 本稿를 마감하고자 한다.

우선, 金融市場規模變數가 金融深化變數(금융연관비율)보다 더 일관되게, 그리고 유의하게 金融構造決定에 영향을 미치고 있다. 아마도 金融深化變數는 Shaw(1973)나 McKinnon(1973) 등의 주장과 같이 實物經濟의 성장에

는 유의한 영향을 미치지 모르지만, 金融構造의 형성에는 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 보인다.

둘째로, 대부분의 OECD內의 선진국들은 金融의 과도한 증권화현상(excessive securitization)을 경험하고 있는 것으로 보인다. 따라서 金融市場規模의 확대나 세계금융의 통합이 진전됨에 따라 각국 金融構造는 점차 전체 금융 중에서 차지하는 直接金融과 間接金融의 상대적 비중이 각각 감소 및 증대되는 방향으로 변모해 나갈 것으로 기대된다.

셋째로, 각국의 전체금융 중에서의 直接金融 및 間接金融比重과 直接金融과 間接金融의 相對的 比重은 장기적으로 金融市場規模의 擴大와 世界金融의 統合에 따라 각각 공통의 일정한 균형비율로 수렴해 갈 것으로 기대된다.

넷째로, 金融構造의 長期均衡으로의 수렴과정은 각국이 선택하는 금융제도에 따라 영향을 받는데, 兼業主義 金融制度가 專業主義 金融制度보다 이러한 수렴과정을 보다 더 촉진시키는 것으로 관찰된다.

다섯째로, 兼業主義 金融制度는 直接金融의 비중을 낮추는 반면, 間接金融의 비중을 높이는 역할을 하는 것으로 관찰되고 있다. 이는 兼業主義制度下에서는 대체로 은행의 비중이 상대적으로 커지는 경향이 있기 때문에, 은행에 의한 證券業務兼營에 따른 直接金融活性化 가능성에도 불구하고 결과적으로는 直接金融 比重을 낮추고 間接金融(貸出 및 預金)의 比重을 높이는 역할을 하는 것으로 판단된다.

마지막으로, 金融制度의 선택은 각국이 처한 金融與件에 의해 크게 영향을 받는 것으로 관찰되고 있는데, 지금까지는 금융시장의 規模 및 金融部門의 크기가 클수록 專業主義 金

融制度를 채택할 확률이 높았던 것으로 관찰되고 있다. 그러나 최근 世界金融의 통합이 진전됨에 따라 앞으로의 世界金融產業構造는 점차 同質化되어 갈 것으로 기대된다. 즉, 이들 각국이 앞으로 직면할 金融市場은 단일의 統合世界金融市場으로서 모든 나라가 동일한 규모의 金融市場을 가지게 될 것이기 때문에 金融制度도 점차 유사한 제도로 귀일해 갈 것으로 기대된다. 여기서의 분석은 이 공통의 제도가 어떠한 제도가 될지 하는 문제에 대한 답을 제공해 주지는 못하지만, 앞의 <假說 3>에 의할 경우 앞으로의 金融制度는 실제 제도적 규제가 어떠한 專業과 兼業이 공존하는 제도가 될 것으로 판단된다.

다음으로, 이상의 결과가 앞으로 우리나라 金融制度 및 金融產業構造改善方向과 관련하여 시사하는 바를 정리해 보기로 하겠다.

우선, 金融構造는 궁극적으로 일국의 경제 규모확대와 그에 따른 金融需要 및 市場의 확대에 부응하여 형성될 것이기 때문에, 인위적인 제도적 규제를 통해 원하는 金融構造의 달성을 도모하는 정책은 오히려 金融의 效率性을 저하시키고, 金融의 발전을 저해할 가능성도 없지 않다. 예컨대, 금융시장의 규모가 아직도 直·間接金融의 분화와 일정 비중 이상의 直接金融의 活性化를 도모하기에는 미흡한 상황에서 인위적으로 金融需要規模가 지지할 수 있는 수준 이상으로 直接金融의 비중을 확대하고자 하는 정책은 실패할 가능성이 높다 할 것이다. 우리나라의 경우 金融發達이 저위에 있던 개발초기부터 專業主義 金融制度를 도입하였으나 지난 30여년의 기간동안 작은 金融市場規模를 반영하여 子會社形態는 물론 직접진출을 통한 은행의 비은행진출이 확

대되어 金融制度는 오히려 兼業主義的 경향을 강하게 띠어 왔으며, 개발초기부터 活性化를 위한 많은 노력이 경주되어 온 直接金融市場도 그동안 혼란과 부침을 계속해 오다 80년대 후반 이후가 되어서야, 큰 폭의 國際收支赤字 시현에 따른 金融需要의 확대로, 어느 정도 순조로운 기능을 수행하게 되었다. 따라서 일국의 金融制度 및 金融構造改善政策은 궁극적으로 일국경제의 금융수요가 지탱할 수 있는 수준 및 범위를 크게 벗어나지 않도록 신중히 추진되는 것이 바람직하다 할 것이다.

다음으로, 금융시장의 절대규모가 金融構造形成의 절대적 한계를 제공하기는 하지만, 또한 인위적으로 채택된 金融制度도 均衡金融構造達成에 영향을 미치고 있는 것으로 관찰된다. 특히 專業主義 金融制度가 균형금융구조 달성을 저해하는 요인으로 작용하고 있음에

비추어, 앞으로의 金融產業改編에 대한 논의에 있어서는 이 점 또한 감안되어야 할 것으로 판단된다. 兼業主義 金融制度는 동 제도가 갖는 은행의 안전성 저해 가능성이나 불공정 금융거래의 촉발 가능성 등의 문제점에 대한 보완조치가 마련된다면, 效率性 측면에서 볼 때에는 專業主義 金融制度보다 더 바람직한 제도라고 볼 수 있는 측면도 없지 않다 할 것이다.

마지막으로, 本稿는 현재 논의되고 있는 우리나라 金融產業改編論議와 관련해서 볼 때 金融產業 및 制度는 이를 받치는 전체금융의 규모성장에 따라 적절한 제도와 구조를 찾아가는 것이기 때문에, 전체 금융의 성장과정 및 속도에 부응하지 못하는 너무 급격한 改編政策은 바람직하지 못하다는 시사를 주고 있음에 유념하여야 할 것이다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

左承喜, 「金融의 專業 및 兼業化 理論: 金融產業組織論의 摸索」, 『韓國開發研究』, 1991 봄호(1991a).
 _____, 「金融產業構造의 決定要因에 대한 實證分析」, 政策研究資料 91-19, 韓國開發研究院, 1991. 9(1991b).
 左承喜·李善愛·劉載均·盧載烈, 「兼業主義 銀行制度和 우리나라 金融產業의 效率化를 위한 制度改善方案」, 政策研究資料 91-12, 韓國開發研究院, 1991. 3.
 Baumol, William J., John C. Panzar, and Robert D. Willig, *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt Brace Jovanovich, Inc., New York, 1982.

Bröker, G., *Competition in Banking, Organisation for Economic Co-operation and Development*, 1989.
 Cumming, Christine M. and Lawrence M. Sweet, "Financial Structure of the G-10 Countries: How Does the United State Compare?," *FRBNY Quarterly Review*, Winter 1987~88.
 Litan, Robert E., *What Should Banks Do?*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1987.
 McKinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973.
 Shaw, Edward S., *Financial Deepening in*

Economic Development, Oxford University Press, 1973.

Stigler, George J., "The Division of Labor is Limited by the Extent of the Market",

Journal of Political Economy, Vol.LIX, No.3, June 1951.

World Bank, *World Development Report 1989*, Oxford University Press, 1989.