

# 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰\*

소 재 환\*\*

## An Empirical Investigation of the Changes in the Korean Financial System in the Wake of the 1997 Currency Crisis

< 목 차 >

개 요	V. 실증분석
I. 서 론	VI. 결 론
II. 연구방법 및 범위	참고문헌
III. 은행 및 시장중심금융체제에 관한 기존연구	ABSTRACT
IV. 외환위기 이후의 금융체제 변화분석모형의 설정	

### 개 요

본고에서는 1997년 외환위기가 우리 기업에 대한 금융체제에 미친 영향을 파악하고자 1971년 - 2001년 사이의 기간을 대상으로 각 금융중개발전도가 국민 경제성장률에 대해 미친 영향에 대해 분석을 시도하되 외환위기 이후인 1998년 - 2001년 사이의 기간에 대해 계수 터미를 적용한 회귀분석방법을 통하여 비교·분석하였다. 분석결과 첫째, 우리 경제의 성장에 대하여 은행중개발전도는 지속적 부의 연관성을 보이는 중에 외환위기 이후에는 부의 연관성이 답습 내지 더욱 심화된 것으로 나타나는 등 은행중개기능의 뚜렷한 개선 징후는 보여 주지 못한 것으로 드러났다. 둘째, 증권시장중개발전도는 지속적인 정의 기여도를 보이는 가운데 외환위기 이후에 정의 기여도가 더욱 높아진 것으로 나타났다. 셋째, 이러한 증시중개발전도의 정의 기여도는 1971년 - 1997년 사이에는 채권시장 주도에 의한 것으로 판단되는 데 반해, 외환위기 이후에는 주식시장 주도에 의한 것으로 나타났다. 넷째, 외환위기 이

\* 본 논문의 심사과정에서 유익한 논평과 지적을 해주신 익명의 심사위원들께 깊은 감사를 드립니다. 또한, 본 논문이 있기까지 유익한 지적과 개선안 토의에 성의를 다해주시 호주 Griffith대학교의 O. Yul Kwon석좌교수와 명지대학교의 최창규교수께 깊은 감사를 드립니다. 본 연구는 2002년도 덕성여자대학교 사회과학연구소 연구비지원으로 이루어 졌음.

\*\* 덕성여자대학교 경영학과 조교수(E-mail: jhsoh@center.duksung.ac.kr)

접수일자 : 2003-4-20 게재확정일자 : 2003-7-10

## 소 제 한

후의 각 금융증개도의 성장에 대한 억관성 크기는 주식시장증개발전도>증권시장증개발전도>채권시장증개발전도>은행증개발전도의 순으로 나타났다.

이와 같은 분석결과들을 종합하면, 전통적인 은행중심금융체제(bank-oriented financing system)를 탈피, 채권시장 주도의 시장중심금융체제로의 전이를 시도하던 종전의 우리 금융체제가 외환위기 이후에는 은행중개기능은 답습 내지 오히려 저하되는 등 뚜렷한 개선 징후가 아직 나타나지 않고 있는 속에서 주식시장주도의 시장중심금융체제(market-oriented financing system)로 정착, 향진을 지속하고 있는 것으로 판단된다.

주제어 : 금융체제, 시장중심금융, 은행증개발전도, 시장증개발전도, 외환위기

## I. 서 론

1980년대 들어 개방정책을 선언, 장기적인 개방화 과정을 추구해 오던 우리 증시는 1994년 OECD가입 이후 개방에 적극성을 더해오다가 1997년 외환위기 시 IMF 지원금융을 계기로 완전 개방의 문턱을 넘은 이래, 금융혁신 노력과 더불어 21세기 새로운 패러다임<sup>2)</sup>의 경제환경 속에서의 효율적인 경제성장을 지원하기 위한 장기안정적 산업자금의 동원과 공급에 매진하고 있다.

이러한 추이에 편승하여, 우리 기업부분의 자금조달 구조는 주식과 회사채 등 증시를 통한 직접금융에 의한 조달 비중이 1990년대 후반 은행 등의 간접금융에 의한 조달비중을 추월, 계속 우위를 보여 주고 있다. 특히, 외환위기의 충격이 엄습한 1998년에는 주식과 회사채 등 증시를 통한 기업부분의 자금조달이 폭증함으로써, 은행 등 간접금융부분의 유례없는 자금회수와 해외부분의 인출 러시의 충격을 상쇄하고도 기업재무구조 혁신을 주도하는 등 근래 들어 증시는 재무구조 혁신과 건전한 기업자금공급의 선도적 역할을 담당하고 있다<sup>3)</sup>. 이러한 정황을 고려하면 우리 금융체제는 종전의 은행중심금융체제(bank-oriented financing structure)를 탈피, 증권시장을 통한 자금조달기능이 강화된 시장중심금융체제(market-oriented financing structure)<sup>4)</sup>로 내세워 전환하는 초기에 이미 접어든 것으로 인지되고 있다<sup>5)</sup>.

1) Kwon, O. Yul(2001b), "Korea's international business environment before and after the financial crisis," *Korea's economic prospects from financial crisis to prosperity*, (Ed. by Kwon, O. Yul and William Shepherd), Edward Elgar, Cheltenham, UK, 245-265. 참조.

3) 한국은행(2001b), 2000년 자금순환동향과 시사점, 조사통계월보, (5월), 55.

4) 이는 은행을 중심 축으로 하여 국가 산업자금을 동원하고, 중개·배분하는, 종전까지의 은행중심금융체제(또는 제도)와는 달리, 넓게는 자본시장 또는 증권시장, 좁게는 주식시장을 중심으로 대의적으로 개방된 시장을 통하여 국내외로부터 널리 산업자금을 동원, 중개, 배분하는 금융시스템(제도 또는 제도)을 의미하며, 상대적으로 은행보다 이들 시장이 중심 축이 된 국가금융시스템을 지칭한다<(한국금융연구원 1999) 참조>. 이하에서는 시장중심체제(또는 제도)로도 사용하되 증권시장중심체제도 같은 의미로 사용함.

5) Demirguic and Levine(1999), 소재환(2001), 재정경제부(2002), 노회진(2002)은 우리 금융체제가 시장중심체제 국가에 진입한 것으로 분류하고 있다.

## 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

그러나 이 같은 금융체제의 선택이나 전환은 원래 국민경제에 중대한 영향을 미치는 장기 복합적인 대정책과제라는 측면에서, 뿐만 아니라, 대외적으로 개방을 통하여 성장자금의 국제적 동원 네트워크를 도모하려는 우리 증시의 완전개방이 1997년 당시 긴박했던 IMF의 외재적 압력에 의해 원래의 순차적 일정을 긴급히 앞당김<sup>6)</sup>으로써 그 최종 마무리가 졸속하게 이루어지지 않았느냐 하는 비판적 자성의 측면에서 이들 양대 금융체제의 우리 기업과 산업 및 국민경제의 성장에 대한 기여도를 다각적인 측면에서 평가, 비교하는 작업들이 긴요할 것이다. 다행히 근래 들어 이러한 취지와 맥을 같이 하는 주요 연구들<sup>7)</sup>이 많이 이루어지고 있으나 외환위기 이후의 우리 금융체제의 변환정황에 관한 실증적 고찰<sup>8)</sup>은 아직 거의 이루어지지 않고 있다. 이는 아마도 관찰대상 기간의 일천함에 기인한 바 적지 않을 것으로 사료된다. 그러나 그럼에도 불구하고 우리 금융체제가 전환점을 맞이하고 있는 것이라면 우선 이러한 변화를 확인하고, 이 시기의 성장에 대한 증시의 역할을 평가해 두는 작업은 이러한 장기적 대형 정책과제가 갖는 우리 기업과 산업 경제에 대한 중요성에 비추어 그 의미나 용도가 적지 않을 것이다<sup>9)</sup>. 이에 본고는 과거 1971년 - 2001년 사이의 자료를 이용하여 외환위기 이후의 우리 경제의 성장에 대한 이들 두 체제의 기여도 변화를 규명하기 위한 통계적 실증분석을 실시하였다. 이러한 연구는 우리 기업과 산업 경제의 성장을 위해 보다 효율적인 금융체제를 선택하고, 선택한 체제를 제평가, 판단함으로써 확신하거나 점검·보완 내지 재검토하는 데 긴요하게 일조할 수 있을 것이다.

## II. 연구방법 및 범위

외환위기 이후의 금융체제 변화를 파악하기 위하여 본고는 경제성장률에 대한 은행중심금융체제와 시장중심금융체제의 기여도를 간명하게 비교하는 데 매우 효과적이었던 것으로 알려

6) Kwon, O. Yul(2001a), "Paradigm shift in Korean economic policy in the wake of the 1997 financial crisis," *Beyond the Asian Crisis: Pathway to sustainable growth*, (Ed. by Chowdhury, Anis and Iyanatul Islam), Edward Elgar, Cheltenham, UK, 85. 참조.

7) 양대 금융체제의 비교연구로는 한국금융연구원(1999), 한국은행(2001a), 한국개발연구원(2001), 한국증권연구원(2001), 소재환(2001), 노회진(2002)의 예, 짧은 관찰기간에도 불구하고 외환이후의 상황 변화에 대한 연구로는 신용등급의 질이 오히려 하락한 것을 확인해 준 오희장(2003), 자기회귀모형을 사용하여 새로운 경제구조와 증권시장구조 하에 시장의 새로운 운동법칙을 확인한 이일균(2002)의 예를 들 수 있음.

8) 장기에 걸친 우리 금융체제에 대한 실증분석은 Chai and Choi(2000)와 소재환(2001)에 의해 이루어진 바 있지만 외환위기 이후의 변화를 분석한 고찰은 아직 이루어지지 않고 있다.

9) 본 연구가 외환위기 이후의 3-4년간의 짧은 연간 자료 분석을 통하여 정확한 결과를 가져올 수 있을 것인가에 대한 우려 즉, 단기분석의 한계를 지님은 사실임. 그러나 그럼에도 불구하고 외환위기 이후의 급변하는 상황 속에서도 우리 금융체제의 현황과 지향을 객관적으로 파악하고자 하는 본 연구는, 금융실무 및 정책당국의 긴급 현안에 대한 정확한 인식과 시의 적절한 대응에도 긴요히 참조될 것으로 판단되었기 때문임. 본 연구와 같이 단기분석의 한계를 지님에도 불구하고 외환위기 이후의 변화를 규명하고자 한 연구들이 이일균(2002)과 오희장(2003)의 연구 사례와 같이 최근들어 빈번히 시도되고 있음.

진 Atje-Jovanovic모형과 이를 보정한 소재환(2001)의 비교모형들을 원용하였다. 즉, 소재환(2001)의 금융체제 비교모형에다 외환위기 이후 기간의 각 금융중개발전도의 경제성장애 대한 기여도를 반영토록 한 계수더미를 설정, 투입한 금융체제 변화분석모형을 설정하고, 이를 중심으로 통계적 실증분석과 상관관계 분석을 실시하였다.

모형 종속변수로서의 경제성장률은 일인당 실질GDP성장률을 대용변수로 사용하고, 독립변수로서의 금융체제는 은행중심금융체제, 증권시장중심금융체제, 주식시장중심금융체제, 채권시장중심체제의 넷으로 나누어 각각 분석하되, 은행중심금융체제는 은행중개발전도를 대용변수로, 시장중심금융체제는 주식시장, 채권시장 그리고 이 둘을 합한 증권시장중심체제로 나누어, 주식시장중개발전도, 채권시장중개발전도, 그리고 이 둘을 합한 증권시장중개발전도를 대용변수로 각각 사용하였다. 한편, 분석 대상기간은 증권시장이 활성화되기 시작한 1971년부터 최근 2001년 사이의 31년간으로 하되, 외환위기 이후인 1998년 - 2001년 사이의 기간의 각 시장중개발전도 변수의 계수들에 대하여 각각의 계수더미변수를 도입, 설정함으로써 외환위기 이후의 각 금융시장중개발전도의 변화를 추출하고자 하였다. 이와 아울러, 1980년의 광주사태에 따른 경제외적인 충격을 반영하여 1980년, 88올림픽에 편승한 증시 버블현상의 붕괴라는 경제외적 충격을 고려하여 1989년, 1997년 외환 및 금융위기의 충격에 따른 경제 내외적인 요인에 의한 성장사표의 비정상적 급등락을 고려하여 1998년 - 1999년을 각각 연도별 더미변수로 채택함으로써 경제 외적 요인에 따른 경제성장률의 예외적 급변사항을 분석대상 시계열 상에서 적절히 분리, 소화시키도록 하였다.

### III. 은행 및 시장중심금융체제에 관한 기존연구

최근 우리 금융체제에 관한 논의는 종전까지의 은행중심금융체제(bank-oriented financial structure: 일명 Continental형 금융제도)의 유사인가 아니면 새로운 시장중심금융체제(market-oriented financial structure: 일명 Anglo-Saxon형 금융제도)로의 전환인가에 그 초점을 맞추고 있다. 전자는 감시비용(monitoring costs)을 포함한 대리비용(agency costs)의 절감<sup>10)</sup>과 은행과 기업간의 장기 결속관계(relationship lending) 형성을 통한 정보비대칭 문제의 해결, 및 과거 우리 나라와 같은 후진국의 경우 국내 저축의 전략적 투입을 통한 자금공급의 효율성 제고 등에 장점<sup>11)</sup>을 가진 것으로 평가되고 있다. 반면에, 후자는 자유로운 시장기구와 시장원리에 입각한 세련된 가격결정기능, 투자 및 기업정보의 수집·평가에 의한 효율적 자원배분의 실현, 기업경영의 감시·감독과 투자위험의 분산 도모의 장점 뿐만

10) Gerschenkron, Alexander(1962), *Economic backwardness in historical perspective: A book of essays*, Cambridge, Harvard U. Press; Hoshi, Takeo, Anil K. Kashya and Davis S. Sharfstein(1991), "Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese panel Data," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 1, 33-60 참조..

11) 시장중심형과 은행중심형 금융시스템의 장단점 비교(노회진, 2002, 13) 표와 한국은행(1998; 1999) 참조.

아니라<sup>12)</sup> 지식기반경제사회를 대비한 신기술, R&D를 위한 벤처자금의 원활한 공급(Chai and Choi, 2000; 소재환, 2001) 등의 장점이 지적될 수 있을 것이다<sup>13)</sup>. 따라서 양대 금융체제의 선택은 우리 경제의 성장에 미치는 긍정적 역할의 비교·평가 결과에 따라 결론이 내려지게 될 것이다.

경제 성장에 대한 증권시장의 역할에 관한 근래의 연구들은 주로 긍정적 결과를 보고하였는데, Levine과 Zervos(1996, 1998)는 주식시장 유동성(stock market liquidity)이 '경제성장, 자본축적 그리고 생산성 향상에 대한 강건한 예측변수(robust predictor)'인 동시에 '긍정적 관련성'을 나타내는 것으로 보고하였다. 이와 맥을 같이 하여 Levine(1996), Demirguic-Kunt와 Levine(1996), Demirguic-Kunt와 Maksimovic(1996), Levine(1997), Levine과 Zervos(1998), Levine, Loayza와 Beck(2000), Rousseau와 Shilla(2001)<sup>14)</sup>는 다양한 방법론에 입각하여 크기(size), 유동성(liquidity), 통합정도(integration), 회계제도 등 주식 및 금융시장의 여러 가지 속성변수와 경제성장 변수들 간의 관련성을 파악하기 위한 연구를 수행하고 대체적으로 긍정적 결과를 보고하였다. 반면에, Zuh, Ash와 Pollin(2002)는 이러한 긍정론에 대하여, 상기 Levine과 Zervos(1998) 류의 분석 결과가 극단치의 영향으로 왜곡되었음을 지적하면서 비판적 입장을 견지하였다. 그러나 이는 또한 그 극단치에 속하는 대만, 한국, 홍콩, 싱가포르 그리고 태국의 소위 Asian tiger economies 5개국 경우에는 경제성장에 대하여 주식시장이 강한 정의 연관성을 가진 것으로 보고<sup>15)</sup>하였는데, 비판론자들의 이러한 보고는, 일반적 긍정론자들에 이어, 우리 경제성장에 대한 시장중심금융체제의 유용성을 더욱 강력하게 시사해 주고 있다. 또한 Edison, Klein, Ricci 와 Sloek(2002, 34-35, 37)도 최근 종합적인 문헌연구를 통하여 자본자유화와 더불어 주식시장자유화가 동아시아국가의 경제성장에 대해 유의적 영향을 미친 것으로 간접적으로 정리·보고한 바 있다<sup>16)</sup>.

증시와 성장간의 정의 관련성에 관한 이와 같은 영·미 중심의 연구들의 진전과 함께 성장을 적절히 지원하기 위한 효율적 금융체제에 관한 연구 또한 근래 들어 국내외 학계나 경

12) 시장중심성과 은행중심형 금융시스템의 장단점 비교(노회진, 2002, 13) 표와 한국은행(1998; 1999) 참조.

13) 노회진(2001)에 의하면, 후자인 시장중심금융체제는 최근 세계적 추이로 인식되고 있는 데, 1980년 대 중반 이후의 프랑스, 유럽연합, 브라질뿐만 아니라 일본에까지도 도입을 시도하고 있다.

14) Rousseau and Shilla(2001)는 1850년 - 1997년 사이의 3세기에 걸친 17개국의 횡단면패널(cross-country panel)분석을 통하여 금융변수가 경제성장에 대하여 강건한 정의 상관관계(a robust correlation)를 나타내고 있음을 밝히고 발전된 금융체제가 무역과 국제화를 촉진시킴으로써 금융주도에 의한 경제성장과 세계화의 진전이 있을 수 있었음을 시사하였다.

15) Zuh, Andong, Michael Ash and Robert Pollin(2002), "Stock market liquidity and economic growth: A critical appraisal of the Levine/Zervos model," Working Paper Series, Number 47, PERI, University of Massachusetts, Amherst 참조.

16) 아래의 Klein and Olivei(2000)과 Edwards(2001)의 연구결과를 섭렵, 종합(survey and synthesis) 하여, 간접 소개하는 형식으로 밝힘.

Klein, Michael W., and Giovanni Olibci(2000), "Capital account liberalization, financial depth and economic growth," unpublished, Fletcher School of and Diplomacy, Boston, MA, USA;

Edwards, Sebastian(2001), "Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different?," NBER Working Paper, No. 8070, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA, USA.

제 정책입안자들의 관심의 대상이 되었다. 즉, 경제성장을 효율적으로 지원하기 위한 금융체제로서, 은행중심금융체제와 시장중심금융체제의 성장에 대한 기여도 비교에 초점을 맞춘 일련의 연구로서, Greenwood와 Jovanovic(1990)의 초기연구를 계승, 자신들의 비교모형을 개발하고, 검증한 Atje와 Jovanovic(1993)는 시장금융체제에 대하여 적극적 지지론<sup>17)</sup>을 정리하고 있고, 이들의 모형을 보완적으로 재검증한 Harris(1997)의 연구는 시장금융체제에 대한 제한적 동조<sup>18)</sup>의 결론을 보고하고 있다.

국내에서는 1997년 이후, 이들 양대 체제의 비교, 선택에 관하여 금융 실무계와 학계 양자 모두 관심을 고조시키고 있다. 전자는 외환위기 이후의 개방, 자유화된 환경 속에서 우리 금융의 진로를 모색·운동하고자 했던 금융 당국으로서 실무적 정책대안 마련에 관심을 가지고 있었던 바, 은행과의 역할분담적 공존을 중시하는 방향으로 시장중심금융체제로의 진입을 모색한 한국은행(1999)의 연구<sup>19)</sup>와 중시역할을 중시한 자본시장 중심의 금융체제에 관한 한국금융연구원(1999) 연구와 재정경제부(2002)의 중장기적 정책대안 토의를 그 예로 들 수 있다. 후자는 시장중심금융체제를 지향하는 직접금융체제 선택에 적극적인 관심을 보인 학계 및 연구소로서 정희석(1999), 한국은행(2001a), 한국개발원(2001), 한국증권연구원(2001), 노회진(2002)의 연구를 각각 그 적극적 관심의 예로 들 수 있을 것이다.

이러한 과정에서도 Chai and Choi(2000, 24)와 소재환(2001)은 시장중심금융체제를 지지하면서도 은행중개기능과의 효율적 균형을 강조하고 있다. 즉, 이미 잘 발전해 있는 전통산업에는 은행금융이 강점을 활용하는 반면, 신생기업 특히 21세기 들어 새로운 패러다임의 경제 환경 하에서 지식기반경제시대(Kwon, 2001b)를 열어 가고 있는 벤치기업은 KOSDAQ과 같은 주식시장을 통한 자금조달이 필연적인 점을 들어, 각각 장단점을 갖는 양대 체제에 대한 배타적 선택 보다 상호보완적(complementary)으로 조화 또는 효율적인 균형을 유지해야 할 것으로 결론 짓고 있다. 아울러, 시장중심금융체제로의 완만한 진입을 지지하는 입장을 취하는 차이점을 보이기 하지만 중소기업은 은행, 대기업은 자본시장 중심금융에 의존도록 하는 상호보완적 관계를 주장한 한국은행(2001a)의 역할상보론이나 일국의 금융중심체제는 국가별 경제환경에 가장 효율적으로 석용한 산물로 보는 노회진(2002)의 진화론적 산물론 또한 궁극적으로는 이와 맥을 같이 하는 견해로 판단된다.

한편, 양대 체제에 관한 이러한 이론적 장단점에 대한 실증적 비교를 위해 소재환(2001)은 Greenwood와 Jovanovic(1990), Atje와 Jovanovic(1993), Harris(1997)로 이어져 다듬어진

17) Atje와 Jovanovic(1993, 636)은 그들의 연구결과, 연속적 경제발전에 대한 주식시장의 커다란 효과(a large effect of stock markets on subsequent development)와 은행대출의 비슷한 효과규명에 실패(failed to find a similar effect of bank lending)를 보고하면서, 경제발전을 위한다면 가능한 한 더 빨리 주식시장을 발전시켜야 할 것이라고 정리하고 있다.

18) Harris(1997, 145)는 후진국에서는 아주 미약하게(at best very weak) 기여하고 있지만 선진국에서는 긍정적으로 기여하는 것으로 정리한 제한적 긍정론의 결론을 보고하였다.

19) 시장중심금융체제로의 진입에 관한 한국은행(2001a)과 한국개발원(2001)의 연구는, 장기적으로는 이에 대해 적극적 입장을 보인 한국금융연구원(1999), 재정경제부(2002), 한국증권연구원(2001), 노회진(2002)의 연구와 인식용 같이 하나, 단기적으로는 현 금융체제의 기업감시기능의 부재로 인한 비효율적인 자원배분 분배에 대하여 은행에 의한 기업감시체제 강화를 통해 해결하고자 하는 방안을 제시하는 등 신중한 소극론을 개진하는 차이점을 보이고 있다.

## 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

Atje-Jovanovic의 금융증개발전도 비교모형(1993)을 발전적으로 보정하여 우리 나라의 금융체제의 비교를 위한 실증분석을 시도하였는데 이는 동 모형이 은행증개발전도나 증권시장증개발전도 등의 금융증개가능 대응변수들의 경제성장에 대한 효과를 간명하게 비교·분석케 하는 장점을 갖고 있기 때문이었다. 소재환(2001)은 자신의 모형분석 결과 첫째, 은행증개발전도가 우리 나라 경제성장에 대하여 명료한 부의 관계를 보여주고 둘째, 주식시장과 채권시장의 증개발전도는 정의 관계를 보여주며, 적절한 시차독립변수 적용 시 각각 더욱 뚜렷한 정의 효과를 가지며 셋째, 주식시장과 채권시장을 통합한 전체 증권시장증개발전도는 채권시장증개발전도의 주도적 역할을 바탕으로 뚜렷한 정의 영향력을 행사하고 있는 것을 밝힘으로써, 우리 금융체제를 위해서는 시장중심금융체제가 더 효율적일 것으로 추단하였다.

### IV. 외환위기 이후의 금융체제 변화 분석모형의 설정

Atje와 Jovanovic(1993)<sup>20)</sup>과 소재환(2001)의 금융체제분석모형이 갖는 이와 같은 장점과 분석결과의 유용성을 감안하여 본 연구에서는 이들 모형<sup>21)</sup>을 원용, 우리 은행과 증시 금융증개발전도의 경제성장에 대한 기여도의 외환위기 이후 변화양태를 규명하고자 하였다. 이에 따라 본고에서는 일인당실질GDP성장률로 표시한 우리 경제성장률에 대하여 은행증개발전도  $iB$ 와 시장증개발전도  $iS$ , 그리고 시장증개발전도는 다시 주식시장증개발전도와 채권시장증개발전도의 4가지 금융체제 대응독립변수가 갖는 각 연관성의 외환위기 이후 변화를 점검하는 비교모형들을 다음의 식 (9) - (20)에 걸쳐 설정하였다.

#### 1. 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화 분석모형의 설정<sup>22)</sup>

20) 물론 경제성장률에 대한 주식시장증개발전도의 기여에 대한 Atje와 Jovanovic의 적극적 확신과 지지는 일반적으로 계량분석모형이 갖는 한계점을 감안할 때 그 조급성과 이분법적 단순성을 지적할 수도 있겠지만 다른 한편 그 결언이 갖는 단순·명쾌함으로 인하여 금융체제 비교연구에 가치 있는 하나의 방법론으로 간주된다.

21) 이들 모형은 [부록] Atje-Jovanovic의 금융체제 평가모형에서 도출과정이 소개된 식 (7)과 식 (8)을 참조.

22) 본 연구가 우리 경제성장률에 대해 현실적으로 영향을 미치고 있는 은행증개발전도와 증권(주식+채권)시장증개발전도 양대 변수 서로 간의 실증적 비교를 주목적으로 시도되었지만, 이 과정에서 과다한 변수에 따른 다중공선성 문제가 제기될 수 있는 바, 이는 다음과 같은 점을 고려할 때 우려할 만한 수준은 아닌 것으로 판단됨.

- ① 이는 "타당한 경제이론에 따라서 설명변수가 모형에 포함된 경우, 단지 다중공선성만을 이유로 제외시키는 것은 이에 따른 모형설정 오류라는 새로운 문제를 고려할 때 주의해야 한다(남준우·이원식, 홍문사, 2003, 193 참조)"는 해석에 기반하여 설명변수를 제외시키는 것 보다 상관관계분석을 통하여 세검·보완하는 편이 바람직한 것으로 사료됨.
- ② 따라서, 성장률과 은행증개발전도, 성장률과 증권시장, 성장률과 주식시장, 성장률과 채권시장 간의 상관관계분석 즉, 각 개별변수 간의 단순상관관계분석을 병행하였으며 그 결과 은행증개발전도가 유의적 부 또는 무의 연관성에서 정의 연관성으로 개선된 것으로 나타난 점을 제외하고는 위래 모형들의 분석결과와 동일하게 나타났다. 이런 점들을 감안하면 본 연구의 분석결과에 다중공선성이 그다지 영향을 미치지 않은 것으로 사료됨.
- ③ 참고로 본 연구와 같이 경제성장률에 대한 은행과 주식시장 각각의 증개도의 연관성을 동시 비교

## 소 제 한

먼저, [부 록] Atje-Jovanovic의 금융체제 평가모형 식 (7)과 식 (8)의 g1과 i에 대응하여 우리 나라 경제활동인구증가율(POPRE)과 총투자율(TIRT)을 각각 투입하고, 또한 은행중개발전도 iB와 시장중개발전도 iS를 위한 대응변수로서 총투자율\*민간신용률(TIRT\*CREDITP)로 산정되는 은행중개발전도 변수와 총투자율\*증권거래대금비율(TIRT\*SEC)로 산정되는 증권시장중개발전도 변수를 동시에 투입하여 식 (9)을 설정함으로써, 종속변수인 우리 나라 일인당 실질GDP성장률(GDPR)에 대한 이들 두 중개발전도 변수의 관련성을 서로 비교, 분석할 수 있도록 하였다. 다음, 식 (9)의 증권시장중개발전도(TIRT\*SEC) 대신에 주식시장중개발전도(TIRT\*STOCK)와 채권시장중개발전도(TIRT\*BOND)를 대체·투입함으로써 경제성장률에 대한 증권시장중개발전도 연관성을 주식시장과 채권시장의 중개발전도 연관성으로 분리하여 고찰할 수 있도록 식 (10)을 설정하였다.

$$GDPR = a \cdot POPRE + b \cdot TIRT + c \cdot TIRT \cdot CREDITP + d \cdot TIRT \cdot SEC + e \cdot DUM80 + f \cdot DUM89 + g \cdot DUM9899 + CONSTANT \quad (9)$$

단, GDPR : 일인당 실질GDP성장

POPRE : 경제활동인구 증가율

TIRT : 총투자율

TIRT\*CREDITP:총투자율(TIRT)과 민간신용률(CREDITP)이용한 은행중개발전도

TIRT\*SEC : 총투자율(TIRT)과 증권거래대금비율(이하 SEC로 표기) 이용한

증권(=주식+채권)시장중개발전도

DUM80 : 더미변수 1980년도

DUM89 : 더미변수 1989년도

DUM9899 : 더미변수 1998·1999년도

$$GDPR = a \cdot POPRE + b \cdot TIRT + c \cdot TIRT \cdot CREDITP + d \cdot TIRT \cdot STOCK + e \cdot TIRT \cdot BOND + f \cdot DUM80 + g \cdot DUM89 + h \cdot DUM9899 + CONSTANT \quad (10)$$

단, TIRT\*STOCK : 총투자율(TIRT)과 주식거래대금비율(이하 STOCK으로 표기) 이용한  
주식시장중개발전도

TIRT\*BOND : 총투자율(TIRT)과 채권거래대금비율(이하 BOND로 표기) 이용한  
채권시장중개발전도

한편, IMF 구제금융 이후의 대폭적 패러다임의 변화를 겪고 있는 우리 기업경영과 경제환경 하에서 은행중심금융체제로부터 시장금융체제로의 대전환을 진행하고 있는 우리 금융체제의 실제 변화의 양상이 어떻게 나타나고 있는지를 실증적으로 분석을 위하여, 외환위기 이후 4년여에 걸쳐 각 금융중개발전도 변수의 계수들이 전체 대상기간에 비하여 유의적인 계수변화를 보였는지를 확인하고자 하였다. 이를 위하여 1998년 - 2001년 사이의 각 금

---

한 연구 사례는 Levine and Zervos(1998), Rajan and Zingale(1998) 등에서도 찾아 볼 수 있음.

## 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

융증개발전도 변수들에 대하여 계수더미를 설정, 식 (9)와 식 (10)에 각각 추가투입한 소위, 계수더미모형을 설정하여, 분석토록 하였는데, 식 (9)에 은행증개발전도 계수더미(DUM9801\*TIRT\*CREDITP)와 증권시장증개발전도 계수더미(DUM\*TIRT\*SEC)를 추가투입, 식 (11)를 설정하고, 식 (10)에 은행증개발전도 계수더미(DUM9801\*TIRT\*CREDITP)와 주식시장증개발전도 계수더미(DUM\*TIRT\*STOCK), 그리고 채권시장증개발전도 계수더미(DUM\*TIRT\*BOND)를 추가투입, 식 (12)을 설정하여 분석토록 하였다. 한편, 이 과정에서 우리 나라 경제성장률 시계열 자료 중 경제 외적인 요인에 크게 영향을 받았던 성장률 이상 변동기들, 즉 광주사태의 1980년도, 올림픽 직후의 비불경기 정점인 1989년도, IMF 구제금융 직후의 경제위기기간이었던 1998년 - 1999년을 각각 DUM80, DUM89, DUM9899로 설정<sup>23)</sup>, 일단 식 (9) - 식 (12)의 모든 모형에 추가함으로써 이들 이상 성장률에 의한 분석 상의 교란을 해당 모형 내에서 분리, 소화토록 하였다.

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRES} + b \cdot \text{TIRT} + c \cdot \text{TIRT} \cdot \text{CREDITP} + d \cdot \text{TIRT} \cdot \text{SEC} \\ & + e \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRT} \cdot \text{CREDITP} + f \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRT} \cdot \text{SEC} + g \cdot \text{DUM80} \\ & + h \cdot \text{DUM89} + i \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \end{aligned} \quad (11)$$

단, DUM9801\*TIRT\*CREDITP: 1998년 - 2001년 사이의 은행증개발전도의 계수더미  
DUM9801\*TIRT\*SEC : 1998년 - 2001년 사이의 증권시장증개발전도의 계수더미

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRES} + b \cdot \text{TIRT} + c \cdot \text{TIRT} \cdot \text{CREDITP} + d \cdot \text{TIRT} \cdot \text{STOCK} \\ & + e \cdot \text{TIRT} \cdot \text{BOND} + f \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRT} \cdot \text{CREDITP} \\ & + g \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRT} \cdot \text{STOCK} + h \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRT} \cdot \text{BOND} + i \cdot \text{DUM80} \\ & + j \cdot \text{DUM89} + k \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \end{aligned} \quad (12)$$

단, DUM9801\*TIRT\*STOCK: 1998년 - 2001년 사이의 주식시장증개발전도의 계수더미  
DUM9801\*TIRT\*BOND : 1998년 - 2001년 사이의 채권시장증개발전도의 계수더미

### 2. 식 (9) - 식 (12) 분석결과와 강건성(robustness) 점검모형의 설정

한편, 식 (9) - 식 (12)의 분석결과에 대한 강건성(robustness)을 점검하고자, 동 분석결과에서 유의도가 불안정한 경우가 나타난 바 있던 DUM89 더미변수를 제외한 식 (13) - 식 (16)을 설정·분석토록 하였다.

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRES} + b \cdot \text{TIRT} + c \cdot \text{TIRT} \cdot \text{CREDITP} + d \cdot \text{TIRT} \cdot \text{SEC} \\ & + e \cdot \text{DUM80} + f \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \end{aligned} \quad (13)$$

23) 이러한 더미변수는 여러 차례의 시행착오적 시산을 거쳐, 유효성이 확보될 수 있는 변수들을 선택하여 설정한 것임.

## 소 재 환

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRES} + b \cdot \text{TIRTS} + c \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{CREDITPS} + d \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{STOCKS} \\ & + e \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{BONDS} + f \cdot \text{DUM80} + g \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \quad (14) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRES} + b \cdot \text{TIRTS} + c \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{CREDITPS} + d \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{SECS} \\ & + e \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{CREDITPS} + f \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{SECS} \\ & + g \cdot \text{DUM80} + h \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \quad (15) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRES} + b \cdot \text{TIRTS} + c \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{CREDITPS} + d \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{STOCKS} \\ & + e \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{BONDS} + f \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{CREDITPS} \\ & + g \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{STOCKS} + h \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRTS} \cdot \text{BONDS} \\ & + i \cdot \text{DUM80} + j \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \quad (16) \end{aligned}$$

끝으로, 식 (9) - 식 (12)의 분석결과에 대한 강건성(robustness)을 재검점·확인하는 의미에서 동 식들에 대하여 총인구증가율(POPRT)을 경제활동인구증가율(POPRES)로, 총투자율(TIRT)을 총고정자본형성률(TIRF)로, 민간신용(CREDITP)을 국내신용(CREDITD)으로 대체·투입함으로써, 유사 대응변수에 투입에 의한 분석결과를 비교해 보고자 식 (17) - 식 (20)을 설정·분석토록 하였다.

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRT} + b \cdot \text{TIRF} + c \cdot \text{TIRF} \cdot \text{CREDITD} + d \cdot \text{TIRF} \cdot \text{SEC} \\ & + e \cdot \text{DUM80} + f \cdot \text{DUM89} + g \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \quad (17) \end{aligned}$$

단, POPRT : 총인구 증가율

TIRF : 총고정자본형성률

TIRF·CREDITD: 총고정자본형성률(TIRF)과 국내신용(CREDITD) 이용한 은행중개발전도

TIRF·SEC: 총고정자본형성률(TIRF)과 증권거래대금비율(SEC) 이용한 증권(=주식+채권)시장중개발전도

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRT} + b \cdot \text{TIRF} + c \cdot \text{TIRF} \cdot \text{CREDITD} + d \cdot \text{TIRF} \cdot \text{STOCK} \\ & + e \cdot \text{TIRF} \cdot \text{BOND} + f \cdot \text{DUM80} + g \cdot \text{DUM89} + h \cdot \text{DUM9899} \\ & + \text{CONSTANT} \quad (18) \end{aligned}$$

단, TIRF·STOCK: 총고정자본형성률(TIRF)과 주식거래대금비율(STOCK) 이용한 주식시장중개발전도

TIRF·BOND: 총고정자본형성률(TIRF)과 채권거래대금비율(BOND) 이용한 채권시장중개발전도

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRT} + b \cdot \text{TIRF} + c \cdot \text{TIRF} \cdot \text{CREDITD} + d \cdot \text{TIRF} \cdot \text{SEC} \\ & + e \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{CREDITD} + f \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{SEC} \end{aligned}$$

## 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

$$+ g \cdot \text{DUM80} + h \cdot \text{DUM89} + i \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \quad (19)$$

단,  $\text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{CREDITD}$ : 1998년 - 2001년 사이의 은행중개발전도의 계수터미

$\text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{SEC}$ : 1998년 - 2001년 사이의 증권시장중개발전도의 계수터미

$$\begin{aligned} \text{GDPR} = & a \cdot \text{POPRT} + b \cdot \text{TIRF} + c \cdot \text{TIRF} \cdot \text{CREDITD} + d \cdot \text{TIRF} \cdot \text{STOCK} \\ & + e \cdot \text{TIRF} \cdot \text{BOND} + f \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{CREDITD} \\ & + g \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{STOCK} + h \cdot \text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{BOND} \\ & + i \cdot \text{DUM80} + j \cdot \text{DUM89} + k \cdot \text{DUM9899} + \text{CONSTANT} \quad (20) \end{aligned}$$

단,  $\text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{STOCK}$ : 1998년 - 2001년 사이의 주식시장중개발전도의 계수터미

$\text{DUM9801} \cdot \text{TIRF} \cdot \text{BOND}$ : 1998년 - 2001년 사이의 채권시장중개발전도의 계수터미

## V. 실증분석

### 1. 분석자료

분석은 1971년 - 2001년 사이의 31년간의 연간 시계열자료를 바탕으로 실시토록 하였으며, 모형의 종속변수인 경제성장률 변수는 우리 나라 일인당 실질GDP성장률(GDPR)을 사용하였고, 독립변수인 인구증가율변수, 투자율변수 및 금융시장중개발전도의 3가지 변수를 사용하였다. 독립변수들 가운데 첫 번째 인구증가율변수는 경제활동인구증가율(POPRE)과 총인구증가율(POPRT), 두 번째 투자율변수는 총투자율(TIRT)과 총고정자본형성률(TIRF)을 각각 사용하였으며, 세 번째 금융시장중개발전도변수는 은행, 주식시장, 채권시장, 증권시장의 4가지 금융시장중개발전도변수로 나누어 사용하였다. 이들 4가지 금융시장중개발전도변수들 중 첫 번째 변수인 은행중개발전도는 민간신용(CREDITP)를 바탕으로 총투자율(TIRT)을 도입한  $\text{TIRT} \cdot \text{CREDITP}$ 와 총고정자본형성률(TIRF)를 도입한  $\text{TIRF} \cdot \text{CREDITP}$ , 그리고 국내신용(CREDITD)를 바탕으로 총투자율(TIRT)을 도입한  $\text{TIRT} \cdot \text{CREDITD}$ 와 총고정자본형성률(TIRF)을 도입한  $\text{TIRF} \cdot \text{CREDITD}$ 를 각각 산정, 은행중개발전도 대용변수로 설정, 사용하였다. 두 번째 변수인 주식시장중개발전도는  $\text{TIRT} \cdot \text{STOCK}$ 와  $\text{TIRF} \cdot \text{STOCK}$ , 세 번째 변수인 채권시장중개발전도는  $\text{TIRT} \cdot \text{BOND}$ 와  $\text{TIRF} \cdot \text{BOND}$ , 그리고 네 번째 변수인 주식과 채권을 합한 증권시장중개발전도는  $\text{TIRT} \cdot \text{SEC}$ 와  $\text{TIRF} \cdot \text{SEC}$ 를 각각 산정, 각 시장중개발전도 대용변수로 설정, 사용하였다. 한편, 이 과정에서 은행중개발전도 계산에 필요한 민간신용률(CREDITP)은 연간민간신용/경상GDP, 국내신용률(CREDITD)은 연간국내신용/경상GDP, 주식시장중개발전도 계산에 필요한 주식거래대금비율(STOCK)은 연간주식거래대금/경상GDP, 채권시장중개발전도 계산에 필요한 채권거래대금비율(BOND)은 연간채권거래대금/경상GDP로 각각 산정 하였으며, 증권시장중개발전도 계산에 필요한 증권거래대금비율(SEC)은 연간주식거래대금과 연간채권거래대금을 합한 연간증권거래대금/경상GDP로

산정 하였다.<sup>24)</sup> 이들 모든 변수들의 명칭과 산정 방식은 [부표 1] 대용변수명 및 대용변수 산식에 정리되어 있는 바와 같다.

이들 자료는 한국은행 홈페이지<sup>25)</sup> 상에 공개된 경제통계데이터 베이스, 한국은행에서 제공한 한국의 금융·경제연표(1945-2000) CD ROM, 국민계정(1999) CD ROM 및 경제통계 연보와 조사통계월보를 종합적으로 이용·작성하였으며, 경제활동인구나 총인구 증가율 통계, 연간 총주식거래대금, 연간 총채권거래대금 및 연간 총유가증권거래내역은 통계청홈페이지<sup>26)</sup> 상에 공개된 자료와 한국증권거래소의 증권통계연보를 상보적으로 이용, 작성하였다.

관련 주요 변수들의 시계열 안정성 테스트는 이들의 검증결과 유용한 것으로 판단한 선행 연구인 소재환(2001)의 단위근 검증결과를 그대로 수용토록 하였으며, 본고에서는 각 금융시장중개발전도 변수들의 1997년 경제위기 이후의 유의적 변화 여부의 규명에 집중하였다. 아울러 이들 독립변수와 주요 종속 변수들의 상관관계는 각각 [부표 2] 일인당실질GDP성장률과 관련 주요비율 간의 상관관계에 분석·제시하였다.

## 2. 분석결과

### 1) 외환위기 이후의 금융체제 변화에 관한 식 (9) - 식 (12) 분석결과

1971년 - 2001년 사이의 기간을 대상으로 하되, 1980년도의 광주사태와 1989년도의 올림픽 버블경제 붕괴 그리고 1998년 - 1999년 사이의 외환위기에 따른 성장률의 급등락을 더미변수로 분리·소화하면서, 외환위기 이후의 우리 경제의 성장과 각 금융중개기능간의 연관성 변화를 분석토록 한 [표 1] 식 (9) - 식 (12) 분석결과에 의하면 첫째, 식 (9) 분석결과에서 1971년 - 2001년 사이의 전기간에 걸쳐 일인당실질GDP성장률(GDPR)에 대하여 은행중개발전도(TIRT\*CREDITP)가 부(-0.007), 증권시장중개발전도(TIRT\*SEC)가 정(0.002)의 유의적인 연관성을 각각 나타내고 있다. 이는 우리 경제성장률에 대해 은행중개발전도가 부정적 기여도를 보인 반면 증시중개발전도는 긍정적 기여도를 보인 것으로 해석되며, 아울러 증권시장중심금융체제가 은행중심금융체제 보다 더 효율적임을 시사하고 있는 데 이러한 점들은 기존의 연구결과(소재환, 2001)와도 합치하고 있다. 이는 1971년 - 2001년 사이의 우리 경제성장률에 대해 은행은 전략산업에 대한 정책금융을 포함한 그간의 헌신적인 금융지원에도 불구하고, 1997년 금융위기를 전후하여 한보철강, 기아자동차, 대우그룹 등의 도산<sup>27)</sup>에서 보여주었던 이관치금융의 그늘 하에서 기업정보의 분석을 통한 적시·적소의 효율적 자금배분에 중대한 실패를 되풀이해 온 반면, 상대적으로 정부의 개입이 덜 하고 자유로운 시장에서

24) 지금까지 언급된 대용변수들의 산식은, 이들을 요약·정리한 [부표 1] 대용변수명 및 대용변수 산식 참조.

25) <http://www.bok.or.kr> 참조.

26) <http://www.nso.go.kr> 참조.

27) 정희석(1999), "증권시장이 거시경제에 미친 영향에 관한 고찰," 춘계학술연구발표회 발표논문, 한국증권학회 위, (5), 504-505 참조.

## 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

성장해은 증시는 투자프로젝트 정보의 수집과 분석을 통한 기업의 성장 자금 공급에 은행보다 효율적이었던 실 사정을 반영하고 있는 것으로 사료된다. 둘째, 식 (11) 분석결과에서 1998년 - 2001년 사이의 은행중개발전도 변화를 나타내는 계수터미변수(DUM9801\*TIRT\*CREDITP)가 부(-0.003)의 유의적인 값을 나타냄으로써 1997년 외환위기 이후 4년간에 걸쳐 은행중심금융체제가 우리 경제성장에 대해 계속 부의 연관성을 심화한 것으로 나타났다. 그러나 이와는 대조적으로, 식 (12) 분석결과에서는 외환위기 이후에 은행중개발전도의 유의적 변화가 나타나지 않았다. 따라서 종합하면 은행중개발전도 변화는 부의 변화가 관찰되기도 하나 경우에 따라서는 변화가 없는 것으로 나타나 결론적으로 은행중개발전도의 뚜렷한 개선의 징후는 외환위기 이후에도 여전히 나타나지 않고 있는 것으로 정리되었다. 셋째, 식 (11) 분석결과에서 증권시장중개발전도 변화를 나타내는 계수터미변수(DUM9801\*TIRT\*SEC)가 정(0.004)의 유의적인 계수 값을 가진으로써, 외환위기 이후 증권시장중개발전도는 우리 경제성장에 대하여 지속적인 정의 연관성을 심화해 가고 있는 것으로 나타났다. 넷째, 식 (10) 분석결과에서 은행중개발전도(TIRT\*CREDITP)가 부(-0.003), 채권시장중개발전도(TIRT\*BOND)가 정(0.008)의 유의적인 값을 나타내고 있는 데 이는 1971년 - 2001년 사이의 우리 경제성장에 대하여 은행중심금융체제보다 증권시장중심금융체제가 채권시장주도를 통하여 더 적극적인 기여를 하고 있음을 나타내고 있는 바 이 또한 기존의 연구결과(소재환, 2001)와 맥을 같이 하고 있다.

다섯째, 이에 반하여, 식 (12) 분석결과에서 1998년 - 2001년 사이의 채권시장중개발전도 변화를 나타내는 계수터미변수(DUM9801\*TIRT\*BOND)가 부(-0.003)의 비유의적인 값을 가진 데 비해 주식시장중개발전도 변화를 나타내는 계수터미변수(DUM9801\*TIRT\*STOCK)는 정(0.005)의 유의적인 값을 가진으로써 외환위기이후 4년간에 걸쳐 채권시장중개발전도는 적어도 긍정적 기여도에 개선이 없었던 반면, 주식시장중개발전도는 긍정적 역할이 증대되었음을 시사하는 바 이는 상기 셋째의 증권시장중개발전도의 긍정적 기여도의 증대(0.004) 변화가 종전 채권시장중개발전도 주도에서 외환위기 이후 주식시장중개발전도 주도에 의한 것으로 변화하였음을 시사하고 있다. 외환위기 이후의 채권시장중개발전도의 停滯에 관한 이러한 결과보고는, 채권시장중개발전도 관련과업의 하나로 볼 수 있는 우리 신용평가기관의 신용등급의 질이 동 위기 이후 향상되지 않고 오히려 낙후된 것으로 보고한 오회창(2003, 541)의 최근 연구결과와도 그 외연을 같이 하고 있다.

소 재 환

[표 1] 외환위기 이후의 금융체제 변화에 관한 식 (9) - 식 (12) 분석결과

POPRE	0.33(0.89)	0.35(1.14)	0.28(0.98)	0.31(1.06)
TIRT	0.34** (2.75)	0.27** (2.57)	0.45*** (3.15)	0.40** (2.64)
TIRT*CREDITP	-0.007*** (-3.18)	-0.003* (-1.77)	-0.004* (-1.73)	-0.04 (-1.60)
TIRT*SEC	0.002*** (4.50)		-0.001 (-1.24)	
TIRT*STOCK		0.0004 (0.65)		-0.0008 (-0.917)
TIRT*BOND		0.008*** (4.65)		0.004 (0.77)
DUM9801*TIRT*CREDITP			-0.003** (-2.70)	-0.004 (-1.27)
DUM9801*TIRT*SEC			0.004*** (4.31)	
DUM9801*TIRT*STOCK				0.005* (1.77)
DUM9801*TIRT*BOND				-0.003 (-0.41)
DUM80	-8.98*** (-3.68)	-9.39*** (-4.72)	-9.412*** (-5.06)	-9.43*** (-4.96)
DUM89	-4.86* (-1.95)	-3.79* (-1.84)	-2.12 (-1.06)	-2.51 (-1.20)
DUM9899	-9.32*** (-3.94)	-12.45*** (-5.86)	-10.83*** (-5.06)	-9.07* (-2.01)
CONSTANT	2.98(1.14)	1.69(0.78)	-1.16 (-0.49)	-0.58 (-0.23)
$\overline{R^2}$	0.63	0.75	0.78	0.77
관찰치	31	31	31	31

1) ( ) 내는 t값

2)  $\overline{R^2}$  는 수정결정계수

3) \* 유의수준 10%, \*\* 유의수준 5%, \*\*\* 유의수준 1%

4) POPRE: 경제활동인구증가율

TIRT: 총투자율

CREDITP: 민간신용/경상GDP 비율

SEC: 증권(주식+채권)거래대금/경상GDP 비율

STOCK: 주식거래대금/경상GDP 비율

BOND: 채권거래대금/경상GDP 비율

TIRT\*CREDITP: 은행중개발전도

TIRT\*SEC: 증권(주식+채권)시장중개발전도

TIRT\*STOCK: 주식시장중개발전도

TIRT\*BOND: 채권시장중개발전도

DUM9801\*TIRT\*CREDITP: 외환위기이후(1998-2001)의 은행중개발전도 계수더미

DUM9801\*TIRT\*SEC: 외환위기이후(1998-2001)의 증권(주식+채권)시장중개발전도 계수더미

DUM9801\*TIRT\*STOCK: 외환위기이후(1998-2001)의 주식시장중개발전도 계수더미

DUM9801\*TIRT\*BOND: 외환위기이후(1998-2001)의 채권시장중개발전도 계수더미

DUM80: 더미변수 1980년도

DUM89: 더미변수 1989년도

DUM9899: 더미변수 1998·1999년도

2) 식 (9) - 식 (12) 분석결과에 대한 강건성(robustness) 점검<sup>28)</sup>결과

상기 [표 1]의 식 (9) - 식 (12) 분석결과에 대한 강건성 점검을 위하여 기간더미 변수 DUM89를 제외하고 시도한 [표 2]의 식 (13) - 식 (16) 분석결과에 의하면, 외환위기 이후의 금융체제 변화는 첫째, 1971년 - 2001년 전기간에 걸쳐, 일인당실질GDP성장률을 대용종속변수로 사용한 우리 경제성장에 대하여 은행중개발전도의 부(-0.007)의 유의적 연관과 채권시장 주도(0.008)에 의한 증권시장중개발전도의 정(0.002)의 유의적 연관을 나타내고 있는 바 이는 [표 1]의 결과와 합치할 뿐만 아니라 기존의 연구결과(소재환, 2001)와 맥을 같이 하고 있다. 둘째, 1998년 - 2001년 사이의 4년간에 걸쳐 은행중개발전도의 유의적인 약화(-0.004) 변화와 주식시장 주도(0.005)에 의한 증권시장중개발전도의 긍정적 기여도(0.004)의 유의적 증대 변화를 더욱 명료하게 보고함으로써, 상기 [표 1]의 분석결과와 합치하고 있다. 이러한 [표 2]의 분석결과들은 [표 1]의 분석결과가 강건(robust)함을 뒷받침해 주고 있는 것이다.

[표 1]의 분석결과에 대한 강건성 점검을 위한 또 다른 시도로서, 식 (9) - 식 (12)의 경제활동인구증가율(POPRE), 총투자율(TIRT), 민간여신율(CREDITP) 변수들을 총인구증가율(POPRT), 총고정자본형성률(TIRF), 국내신용율(CREDITD)로 대체·분석한 [표 3]의 식 (17) - 식 (20) 분석결과에 의하면 첫째, 1971년 - 2001년 전기간에 걸쳐 은행중개발전도가 부(-0.009)의 유의적 연관, 증권시장중개발전도가 채권시장 주도(0.009)에 힘입어 정(0.002)의 유의적 연관을 각각 나타내고 있는 바 이는 [표 1]의 분석결과와 합치할 뿐만 아니라 기존 연구결과(소재환, 2001)와 맥을 같이 하고 있다. 둘째, 주식시장

주도(0.006)에 의한 증권시장중개발전도의 긍정적 기여 증가(0.004)의 유의적 변화가 보고됨으로써 상기 [표 1]과 [표 2]의 분석결과와 합치하고 있다. 이러한 [표 3]의 분석결과들은 [표 1]의 분석결과가 강건(robust)함을 시사해 주고 있는 것이다. 이러한 강건한(robust) 분석결과는 외환위기 이후의 경제구조 및 증권시장구조의 변화와 이에 입각한 새로운 운동법칙의 전개를 확인해 준 이일근(2003, 16-17)의 최근 연구결과와도 외연을 같이 하는 것이다.

28) 증시가 성숙되지 않은 1971년 - 1979년의 기간을 제외한, 1980년 - 2001년 사이의 기간을 대상으로, 1997년 외환위기가 우리 기업에 대한 금융체제에 미친 영향을 파악하기 위하여 각 금융중개발전도와 국민 경제성장 간의 관계를 계수더미를 적용한 회귀분석방법을 통하여 별도로 비교·분석하였다. 그 결과는 1971년 - 2001년을 대상으로 한 주요 분석결과와 거의 모든 면에서 일치하였으며, 구체적으로는 다음과 같다. 첫째, 우리 경제의 성장에 대하여 은행중개발전도는 지속적부의 연관성을 보이는 중에 외환위기 이후에도 부의 연관성 내지 비유의적인 것으로 나타나 유의적인 정의 은행중개기능으로의 개선 징후는 나타나지 않고 있다. 둘째, 증권시장중개발전도는 지속적인 정의 연관성을 보이는 중에 외환위기 이후에 정의 연관성이 더욱 높아진 것으로 나타났다. 셋째, 이러한 증시중개발전도의 정의 연관성은 1980년 - 1997년 사이의 채권시장 주도에서 외환 위기 이후인 1998년 - 2001년 사이에는 주식시장 주도에 의한 것으로 나타났다. 넷째, 외환 위기 이후의 각 금융중개도의 성장에 대한 연관성의 크기는 주식시장중개발전도>증권시장중개발전도>채권시장중개발전도>은행중개발전도의 순으로 나타났다.

소 제 환

[표 2] 외환위기 이후의 금융체제 변화에 관한 식 (13) - 식 (16) 분석결과

POPPE	0.19(0.50)	0.25(0.78)	0.22(0.79)	0.24(0.82)
TIRT	0.31**(2.39)	0.24**(2.21)	0.45*** (3.18)	0.41** (2.71)
TIRT*CREDITP	-0.007***(-2.97)	-0.003(-1.53)	-0.004*(-1.68)	-0.004(-1.53)
TIRT*SEC	0.002*** (4.09)		-0.001*(-1.68)	
TIRT*STOCK		0.0002(0.32)		-0.001(-1.44)
TIRT*BOND		0.008*** (4.68)		0.002(0.49)
DUM9801*TIRT*CREDITP			-0.004***(-2.85)	-0.005(-1.31)
DUM9801*TIRT*SEC			0.004*** (4.89)	
DUM9801*TIRT*STOCK				0.005*(1.90)
DUM9801*TIRT*BOND				-0.002(-0.21)
DUM80	-9.14***(-3.55)	-9.55***(-4.57)	-9.50***(-5.10)	-9.53***(-4.96)
DUM9899	-9.12***(-3.65)	-12.55***(-5.62)	-10.97***(-5.12)	-9.34*(-2.05)
CONSTANT	4.06(1.51)	2.41(1.08)	-1.14(-0.48)	-0.67(-0.26)
$\overline{R^2}$	0.58	0.73	0.78	0.77
관찰치	31	31	31	31

1) ( ) 내는 t값

2)  $\overline{R^2}$  는 수정결정계수

3) \* 유의수준 10%, \*\* 유의수준 5%, \*\*\* 유의수준 1%

4) POPPE: 경제활동인구증가율

TIRT: 총투자율

CREDITP: 민간신용/경상GDP 비율

SEC: 증권(주식+채권)거래대금/경상GDP 비율

STOCK: 주식거래대금/경상GDP 비율

BOND: 채권거래대금/경상GDP 비율

TIRT\*CREDITP: 은행중개발전도

TIRT\*SEC: 증권(-주식+채권)시장중개발전도

TIRT\*STOCK: 주식시장중개발전도

TIRT\*BOND: 채권시장중개발전도

DUM9801\*TIRT\*CREDITP: 외환위기이후(1998-2001)의 은행중개발전도 계수터미

DUM9801\*TIRT\*SEC: 외환위기이후(1998-2001)의 증권(-주식+채권)시장중개발전도 계수터미

DUM9801\*TIRT\*STOCK: 외환위기이후(1998-2001)의 주식시장중개발전도 계수터미

DUM9801\*TIRT\*BOND: 외환위기이후(1998-2001)의 채권시장중개발전도 계수터미

DUM80: 터미변수 1980년도

DUM9899: 터미변수 1998·1999년도

외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

[표 3] 외환위기 이후의 금융체제 변화에 관한 식 (17) - 식 (20) 분석결과

POPRT	-5.24*(-1.82)	-4.71*(-1.93)	-6.47*(-2.64)	-5.95*(-2.30)
TIRF	0.16(1.19)	0.15(1.36)	0.17(0.89)	0.20(0.97)
TIRF*CREDITD	-0.009***(-3.84)	-0.006***(-2.98)	-0.006**(-2.21)	-0.006**(-2.21)
TIRF*SEC	0.002***(-4.64)		-0.0003(-0.33)	
TIRF*STOCK		0.0009(1.35)		-0.0001(-0.10)
TIRF*BOND		0.009***(-4.32)		0.005(0.80)
DUM9801*TIRF*CREDITD			-0.004**(-2.48)	-0.005(-1.39)
DUM9801*TIRF*SEC			0.004***(-3.57)	
DUM9801*TIRF*STOCK				0.006*(1.71)
DUM9801*TIRF*BOND				-0.006(-0.65)
DUM80	-8.33***(-3.25)	-9.40***(-4.29)	-9.50***(-4.45)	-9.64***(-4.40)
DUM89	-4.55*(-1.79)	-3.58(-1.65)	-2.39(-1.09)	-2.66(-1.18)
DUM9899	-10.46***(-4.57)	-13.52***(-6.26)	-11.34***(-5.18)	-8.64*(-1.82)
CONSTANT	23.00**(2.70)	16.38**(2.57)	19.38***(-3.13)	17.65**(2.59)
$\overline{R^2}$	0.60	0.72	0.73	0.72
관찰치	31	31	31	31

1) ( ) 내는 t값

2)  $\overline{R^2}$  는 수정결정계수

3) \* 유의수준 10%, \*\* 유의수준 5%, \*\*\* 유의수준 1%

4) POPRT: 총인구증가율

TIRF: 총고정자본형성률

CREDITD: 국내신용/정상GDP 비율

SEC: 증권(주식+채권)거래내급/정상GDP 비율

STOCK: 주식거래내급/정상GDP 비율

BOND: 채권거래내급/정상GDP 비율

TIRF\*CREDITD: 은행중개발전도

TIRF\*SEC: 증권(=주식+채권)시장중개발전도

TIRF\*STOCK: 주식시장중개발전도

TIRF\*BOND: 채권시장중개발전도

DUM9801\*TIRF\*CREDITD: 외환위기이후(1998-2001)의 은행중개발전도 계수터미

DUM9801\*TIRF\*SEC: 외환위기이후(1998-2001)의 증권(=주식+채권)시장중개발전도 계수터미

DUM9801\*TIRF\*STOCK: 외환위기이후(1998-2001)의 주식시장중개발전도 계수터미

DUM9801\*TIRF\*BOND: 외환위기이후(1998-2001)의 채권시장중개발전도 계수터미

DUM80: 대비변수 1980년도

DUM89: 대비변수 1989년도

DUM9899: 대비변수 1998-1999년도

### 3) 경제성장과 각 금융중개발전도 간의 상관관계 분석결과<sup>29)</sup>

경제성장과 각 금융중개발전도 간의 상관관계를 분석한 결과 [부표 2]에 의하면 외환위기를 거치면서 주식시장중개발전도의 상관성이 가장 도약적 진진을 보인 위에 여타의 제 금융중개발전도 모두가 외환위기 이전 보다 나아진 것으로 나타났다. 즉, 외환위기 이후인 1998년 - 2001년 사이의 상관성은 주식시장중개발전도>증권시장중개발전도>채권시장중개발전도>은행중개발전도의 순으로 나타나 외환위기 이전기간, 1971년 - 1997년 사이의 채권시장중개발전도>증권시장중개발전도>주식시장중개발전도>은행중개발전도의 순에 비해 주식시장이 채권시장과 자리를 바꾸면서 선두로 나선 것으로 나타났다. 이러한 상관관계 분석결과는 외환위기 이후 은행이 정의 상관성을 보이는 것으로 개선된 점을 제외하면 상기 [표 1] - [표 3]의 분석결과와도 맥을 같이 하고 있다.

## VI. 결 론

본 연구는 1971년 - 2001년 사이의 기간을 대상으로, 1980년도의 광주사태와 1989년도의 올림픽 버블경제 붕괴 그리고 1998년 - 1999년 사이의 경제시련에 따른 성장률의 급변을 더미변수로 분리·소화하면서, 1998년 - 2001년 사이의 우리 경제 성장에 대한 각 금융중개발전도의 연관성에 관한 더미계수를 도입·활용한 금융체제 변화분석을 통하여 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화를 규명하고자 하였다. 본 연구결과에 의하면, 외환위기 이후 1998년 - 2001년 사이의 4년간에 걸쳐 은행중개발전도는 우리 경제 성장에 대하여 지속적인 부의 연관을 나타내면서도 그 기여도에 유의적인 변화가 없거나 경우에 따라선 더 악화 증임을 보여줌으로써 뚜렷한 정의 연관성으로의 개선을 보여 주지 못하고 있으며, 증권시장중개발전도는 경제 성장에 대하여 더 높아진 정의 기여도를 보여 주고 있는 가운데 세부적으로는 종전의 채권시장 주도의 기여에서 외환위기 이후에는 주식시장 주도의 더욱 강해진 정의 기여를 보여 주고 있는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 1971년 - 2001년 사이의 경제 성장을 위해 은행은 전락산업에 대해 대규모의 정책금융지원을 포함 진폭적이고 헌신적인 금융자원지원 노력에도 불구하고, 한보철강, 기아자동차, 대우그룹 등의 도산 예에서 표출된 바와 같이 기업정보의 분석을 통한 적시·적소의 효율적 자금배분에 크게 실패해왔을 뿐만 아니라, 외환위기 직후에는 무리한 고금리와 은행금융경색에 따라 자금공급기능이 거의 마비되었던 전례가 있고, 채권시장은 대우그룹 도산에 따른 대우채 파동에 따라 급랭한 적이 있었던 반면 주식시장은 이를 보완하여 오히려 자금공급의 대체적 주역을 담당한 실사정을 그대로 반영하고 있는 것으로 사료된다. 또한 외환위기 이후 기업부채비율의 혁신적 개선과징에서도 은행의 기업금융 축소와 이를

29) 한편, 우리 증시가 성숙기로 접어든 1980년 - 2001년 사이를 대상으로 한 별도의 상관관계 분석 결과([부표 2] 참조)에 의할 경우에도, 1997년 - 2001년 사이를 대상으로 한 아래의 분석결과들과 전반적으로 동일하게 나타났다.

## 외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

보완한 주식시장의 기업자금조달역할 확대가 불가피하였을 뿐만 아니라, 이와 같이 자기자본비율이 강화된 자본조달구조는 향후 기업자금조달에서도 지속적으로 요청되고 있는 바, 이를 감안하면 장래의 우리 금융체제는 주식시장 주도의 시장중심금융체제를 지향해야 할 것으로 예단 된다. 더욱이 보다 개방되고 투명하며 자유로운 경쟁이 강조되는 소위 21세기 새로운 패러다임<sup>30)</sup> 하의 경제환경 속에서 등지를 틀고 우리 경제의 미래를 주도해야 할 벤처기업들의 벤처자금조달원으로서의 KOSDAQ시장의 역할까지 고려한다면 향후 우리 금융체제로서 주식시장 주도의 시장금융체제가 갖는 강점을 부인하기는 어려울 것이다.

따라서 이러한 상황을 종합하면 우리 경제의 성장을 위한 기업금융체제는 외환위기 이전까지 은행중개기능 부진에 따른 은행중심금융체제의 퇴조와 더불어 채권시장 주도로 한 시장중심금융체제로의 진입 양상을 보여 왔으나 외환위기 이후에는 회복의 기미를 보이지 않고 침체해 가는 은행중심금융체제로부터의 이탈을 계속하면서, 주식시장 주도의 시장중심금융체제로 선회, 운항을 지속하고 있는 것으로 정리된다. 이러한 결론은 외환위기 이후 우리 신용평가기관의 신용등급의 질이 오히려 낙후해짐을 보고한 오희장(2003, 541)의 연구 결과와 동 위기 이후 우리 경제구조 및 증권시장구조에 분명한 변화가 있었음을 확인해 준 이일균(2002, 16-17)의 최근 연구결과와도 그 외연을 같이 하고 있다. 더욱이 현실적으로 우리 금융체제가 이미 주식시장 주도하에 시장중심금융체제를 지향, 진입하는 장기적 대국이 지속되고 있음을 시사해 주는 제성경제부(2002)나 한국은행(2001a)의 실제 정책대응이나, 싱크탱크로서 이를 지원하는 금융경제연구원(1999) 및 증권연구원(2001)의 연구결과들 또한 본 연구결과와 그 맥을 같이하고 있는 것이다.

마지막으로, 이와 같은 주식시장 주도의 시장중심금융체제 지향이란 결론도, 여타의 유사 연구들의 지적<sup>31)</sup>과 마찬가지로, 은행을 대체한 증권시장의 배타적 선택이 아니라 양자간에 최선의 상보적 균형관계를 모색해 나가는 역동적 과정으로 이해되어야 할 것이다.

30) Kwon, O. Yul(2001b), *op. cit.*, 245-265 참조.

31) 은행과 증권시장 양자가 모두 경제성장과 유익적으로 연관되어 있다고 본 Levine and Zervos(1998)의 연구결과나 양자를 포함한 다양한 금융시스템의 중요성을 강조한 Alan Greenspan(The Economist, 1999)의 연설, 담보가 부족하고 위험성이 높은 중소기업은 증시로, 전통적 대기업은 은행에서 자금 조달하는 것이 바람직한 것으로 제시한 바 있는 한국은행(2001) 및 여타의 연구결과(금융연구원, 1999; Chai and Choi 2000, KDI, 2001; 한국증권연구원, 2001; 소재환, 2001; 노회진, 2002)들의 지적을 의미.

참고 문헌

- 노회진(2002), "금융시스템 분석과 향후 나아갈 방향," 「증권예탁」, II, 예탁42호, 증권예탁원, 3-39.
- 소재환(2001), "은행중심금융체제 대 증권중심금융체제의 비교연구," 「경영연구」, 제16권 제3호, 한국산업경영학회, (8월), 219-239.
- 오희장(2003), "IMF 이후 신용등급의 질이 향상되었는가?," 「경영학연구」, 제32권 제2호, 한국경영학회, 4월, 523-549.
- 이일근(2002), "자본시장과 구조변화," 「재무관리연구」, 제19권 제1호, 한국재무관리학회, 6월, 1-32.
- 재정경제부(2002), 금융정책의 새로운 패러다임-주식시장중심의 자금순환체계구축, 정책토의자료(7월).
- 정희석(1999), "증권시장이 거시경제에 미친 영향에 관한 고찰," 춘계학술연구발표회 발표논문, 한국증권학회 외, (5), 489-506.
- 한국개발연구원(2001), "금융산업 발전방안: 금융시스템 개혁을 위한 부문별 주요과제," (2월).
- 한국금융연구원(1999), "한국금융시스템의 재구축," 토론회 자료, (11. 2).
- 한국은행(1998), "미국자본시장의 발달요인과 시사점," (6월).
- \_\_\_\_\_ (1999), "구조조정 이후 은행·기업간의 새로운 관계: 은행 역할 정립을 중심으로," (3월).
- \_\_\_\_\_ (2001a), "은행·기업간의 바람직한 관계 정립방향: 은행·기업간 결합관계를 중심으로," 「금융시스템 리뷰」, 제5호, 7월 30일.
- \_\_\_\_\_ (2001b), "2000년 자금순환동향과 시사점," 조사통계월보, (5월).
- \_\_\_\_\_ (2002a), 경제통계연보.
- \_\_\_\_\_ (2002b), 조사통계월보.
- 한국증권거래소(2001), 증권통계연보.
- 한국증권연구원(2001), 「증권산업 발전방안」, (6월).
- Atje, Raymond and Boyan Jovanovic(1993), "Stock markets and development," *European Economic Review*, 37, 632-640.
- Beck, Thorsten and Ross Levine(2002), "Stock markets, banks and growth: panel evidence," Working paper No. 9082, NBER, Cambridge, MA, USA, (July).
- Chai, Hee-Yul and Changkyu Choi(2000), "Financial system towards a knowledge-based economy: A Korean viewpoint," Paper presented at a conference titled 'Asia and

외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

EU under the globalized economy' hosted by Korean Economic Association Meeting, (September. 1).

Demirguic-Kunt Asli and Ross Levine(1996), "Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts," *The World Bank Economic Review*, 10 (2), 291-321.

---

(1999), "Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons," Policy Research Working Paper No. 2143, World Bank, July.

Demirguic-Kunt Asli, and Vojislav Maksimovic(1996), "Stock market development and financing choices and firms," *The World Bank Economic Review*, 10 (2), 341-369.

Edison, Hali J, Michael W. Klein, Luca Ricci and Torsten Sloek(2002), "Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis," NBER Workingpaper, No. 9100, Cambridge, MA, USA, (August).

Edwards, Sebastian(2001), "Capital mobility and economic performance: Are emerging economics different?," NBER Working Paper, No. 8076, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA, USA

Fry, maxwell J.(1997), "In favor of financial liberalization," *Economic Journal*, 107, May, 754-770.

Gerschenkron, Alexander(1962), *Economic backwardness in historical perspective: A book of essay*, Cambridge, Harvard U. Press.

Greenwood, Jeremy and Boyan Jovanovic(1990), "Financial development, growth and the distribution of income," *Journal of Political Economy*, 98, no. 5, 1076-1107.

Harris, Richard D. F.(1997), "Stock markets and development," *European Economic Review*, 41, 139-146.

Hoshi, Takeo, Anil K. Kashya and Davis S. Sharfstein(1991), "Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese panel Data," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 1, 33-60.

Klein, Michael W., and Giovanni Olibei(2000), "Capital account liberlization, financial depth and economic growth," unpublished, Fletcher School of and Diplomacy, Boston, MA, USA.

Kwon, O. Yul(2001a), "Paradigm shift in Korean economic policy in the wake of the 1997 financial crisis," *Beyond the Asian Crisis: Pathway to sustainable growth*,

- (Ed. by Chowdhury, Anis and Iyanatul Islam), Edward Elgar, Cheltenham, UK, 75-100.
- \_\_\_\_\_ (2001b), "Korea's international business environment before and after the financial crisis," *Korea's economic prospects from financial crisis to prosperity*, (Ed. by Kwon, O. Yul and William Shepherd), Edward Elgar, Cheltenham, UK, 245-265.
- Levine, Ross(1996), "Stock markets; A spur to economic growth," *Finance and Development*, (March), 7-10.
- \_\_\_\_\_ (1997), "Financial development and economic growth: View and agenda," *Journal of Economic Literature*, XXXV Number 2, (June), 688-726.
- Levine, Ross and Sara Zervos(1996), "Stock market development and longrun growth," *The world bank Economic Review*, 10 (2), (May), 322-39.
- \_\_\_\_\_ (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," *American Economic Review*, vol. 88, Number 3, (June), 537-558.
- Levine, Ross, Norman Loayza and Thorsten Beck(2000), "Financial intermediation and growth: Causality and causes," *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, 31-77.
- McKinnon, Ronald I.(1973), *Money and capital in economic development*, Blookings Institution, Washington, DC.
- Rousseau, Peter L. and Richard Shilla(2001), "Financial systems, economic growth and globalization," Working paper No. 01-w19, Department of economics, Vanderbilt University, (August).
- The Economist(1999). "Finance: trick or treat?," 23rd., (October), 101-102.
- Zuh, Andong, Michael Ash and Robert Pollin(2002), "*Stock market liquidity and economic growth: A critical appraisal of the Levine/Zervos model*," Working Paper Series, Number 47, PERI, University of Massachusetts, Amherst.

[부 록] Atje-Jovanovic의 금융체제 평가모형<sup>32)</sup>

재생가능요소의 수익률이 체감하지 않는 것으로 전제할 경우 금융체제(financial structure) 상의 영속적이고 외생적인 발전이 경제성장률의 지속적인 상승을 가져다주는 것으로 보고 있는 Greenwood-Jovanovic모형은 첫째, 금융체제가 기업 개별적 위험(idiosyncratic risk)에 대한 보험(insure)기능을 담당해 줄으로써 고수익-고위험 투자가 종진보다 더욱 늘어날 수 있다는 점과 둘째, 금융체제가 발전할수록 투자프로젝트에 대한 더 많은 정보를 창출·제공해 줄 수 있기 때문에 보다 효율적인 투자가 가능해 진다는 점의 두 가지 이유에서 한 국가 경제가 금융체제를 발전시킬수록 자체 경제 전반의 투자수익률을 제고시킬 수 있는 것으로 믿고 있었다. Atje와 Jovanovic은 이를 모형화하기 위하여 Greenwood-Jovanovic모형에 노동(L)변수를 투입하여, 기업의 자본(K)과 노동(L)에 의한 생산(Y)을 설명하는 생산함수를 구성하되 규모에 따라 수익률이 증가하는 상태 하에서의 경쟁을 고려하여 기업고용에 대한 생산능력 제약요인  $\bar{L}$ 를 추가하여 식 (1)을 설정하였다.

$$Y = K \min(L, \bar{L})^\theta, \theta > 0 \quad (1)$$

그리고 어느 한 시점의 자본(kt+1)은 투자(I), 금융중개발전도(level of intermediation: F), 그리고 금융중개의 두 가지 기능인 기업개별위험에 대한 보험기능과 투자프로젝트에 대한 정보수집 및 분석기능을 반영하는 증가함수(R)의 세 요소와 前期의 자본(kt)에 의하여 결정되는 점을 반영하여 다음 식 (2)를 설정하였다.

$$K_{t+1} = (1-\delta)K_t + R(F_t)I_t \quad (2)$$

만약  $m \equiv (\bar{L})^\theta$ 이라 두면 기업은 최대 생산능력까지 생산하여  $Y = mK$  에 이를 것이며, 이 때문에  $m$ 은 자본-생산 비율의 역수( $Y/K$ )가 될 것이다. 그리고 만약 어떤 변수 X의 증가율을  $g_x$ 로 표시하기로 한다면, 기업의 생산능력이 시간에 따라 변하지 않는다는 가정 하에  $g_y = g_k$ , 그리고 일인당 국민소득의 성장은,  $g_y - g_l = g_k - g_l$  이 된다. 이런 점들을 고려하여, 식 (2)는 다음의 식 (3)과 같이 전환시킬 수 있다.

$$g_k = -\delta + R(F_t) \frac{I_t}{K_t} = -\delta + R(F_t) \left( \frac{Y_t}{K_t} \right) \left( \frac{I_t}{Y_t} \right) = -\delta + mR(F_t)i_t \quad (3)$$

여기서  $i_t$ 는 생산에 대한 투자의 비율 즉, 총투자율( $i$ )이 된다. 따라서, 일인당 GDP 성장률은 식 (4)와 같이 표시될 수 있다.

$$g_y - g_l = -\delta - g_l + mR(F_t)i_t \quad (4)$$

F에 관하여 식 R을 1차 Taylor 전개(first-order Taylor expansion of R in F)하면 다음 식 (5)를

32) Atje and Jovanovic, *op. cit.*와 소재원, 전계논문을 참고로 일부 수정·정리 후, 인용한 것임.

## 소 재 환

연계 되는데

$$mR(F)_i_t \approx m[R(0)_i_t + R'(0)_i_t F_t] \quad (5)$$

기업들이 동일한 생산능력 세약을 받아  $m$ 이 동일한 것으로 가정하면 다음 식 (6)이 성립된다.

$$g_y - g_1 \approx -\delta - g_1 + mR(0)_i_t + mR'(0)_i_t F_t \quad (6)$$

여기서 Atje와 Jovanovic은  $F$  및  $iF$  각각을 경제성장률에 대한 금융중개발전도<sup>33)</sup> 대응변수로 간주, 자산을 모형의 실증분석에서 은행중개발전도나 시장중개발전도의 대응변수로 사용하였다. 예를 들어,  $B$ 를 GDP에 대한 민간은행 및 정부은행의 여신 비율(ratio of credit extended by private and government banks to GDP),  $S$ 를 GDP에 대한 연간 주식 거래대금 비율(ratio of annual value of all stock market trades to GDP)로 정의한다면, 이들  $iB$ 와  $iS$ 를 각각 은행중개발전도와 시장중개발전도 대응변수로 간주, 식 (6)에 각각 투입하여 식 (7)과 식 (8)과 같은 실증분석모형을 설정, 사용하였다<sup>34)</sup>.

$$g_y - g_1 = a - b \cdot g_1 + c \cdot i + d \cdot iB \quad (7)$$

$$g_y - g_1 = a - b \cdot g_1 + c \cdot i + d \cdot iS \quad (8)$$

33) F(level of financial intermediation)는 금융중개발전도 또는 금융중개도로 명명하며 Atje-Jovanovic 모형에서는  $B$  와  $S$ 의 개념을 정의한 다음 이들을 측정, 모형추정작업에 사용하였다. 이하 본고에서는 이들 각각에  $i$ 를 곱한  $iB$ 와  $iS$ 를 각각 은행중개발전도와 시장중개발전도라 칭하기로 한다. 총투자율  $i$ 가 양측 모두에 공히 적용되며, 사실상 언제나 정의 수값임을 고려하면  $B$ 와  $S$ 도 실질적으로는 은행중개발전도와 시장중개발전도를 의미하는 것으로 보아야 할 것이다.

34) 동 모형의 실증분석 결과, Atje와 Jovanovic(1993, 636)은 '경제발전의 대한 주식시장의 커다란 효과'와 '은행대출을 통한 비슷한 효과규명에 실패'를 확인하고 '경제발전을 위한다면 더 빨리 주식시장을 발전시켜야 할 것'을 권고하였다. (소재환, 전제논문 참조)

외환위기 이후의 우리 금융체제 변화에 관한 실증적 고찰

[부표 1] 대용변수명 및 대용변수 산식

	대용변수명	산 식
GDPR	우리나라일인명실질GDP성장률(%)	우리나라일인명(금년도실질GDP증가액/전년도실질GDP)
POPPE	경제활동인구증가율(%)	(금년도-전년도)경제활동인구/전년도경제활동인구
POPRT	총인구증가율(%)	(금년도-전년도)총인구/전년도총인구
TIRT	총투자율(%)	총투자/경상GDP
TIRF	총고정자본형성률(%)	총고정자본형성/경상GDP
CREDITP	민간신용률(%)	민간신용/경상GDP
CREDITD	국내신용률(%)	국내신용/경상GDP
STOCK	주식거래대금비율(%)	주식거래대금/경상GDP
BOND	채권거래대금비율(%)	채권거래대금/경상GDP
SEC	증권거래대금비율(%) (SEC=STOCK+BOND)	증권거래대금/경상GDP (증권거래대금+주식거래대금+채권거래대금)
TIRT*CREDITP	은행증개발전도*	총투자율*민간신용률
TIRF*CREDITP	"	총고정자본형성률*민간신용률
TIRT*CREDITD	"	총투자율*국내신용률
TIRF*CREDITD	"	총고정자본형성률*국내신용률
TIRT*SEC	증권시장증개발전도*	총투자율*증권거래대금비율
TIRF*SEC	"	총고정자본형성*증권거래대금비율
TIRT*STOCK	주식시장증개발전도*	총투자율*주식거래대금비율
TIRF*STOCK	"	총고정자본형성*주식거래대금비율
TIRT*BOND	채권시장증개발전도*	총투자율*채권거래대금비율
TIRF*BOND	"	총고정자본형성*채권거래대금비율
DUM9801*TIRT*CREDITP	은행증개발전도 계수더미*	1998년-2001년 은행증개발전도 계수더미
DUM9801*TIRF*CREDITP	"	"
DUM9801*TIRT*CREDITD	"	"
DUM9810*TIRF*CREDITD	"	"
DUM9801*TIRT*SEC	증권시장증개발전도 계수더미*	1998년-2001년 증권시장증개발전도 계수더미
DUM9801*TIRF*SEC	"	"
DUM9801*TIRT*STOCK	주식시장증개발전도 계수더미*	1998년-2001년 주식시장증개발전도 계수더미
DUM9801*TIRF*STOCK	"	"
DUM9801*TIRT*BOND	채권시장증개발전도 계수더미*	1998년-2001년 채권시장증개발전도 계수더미
DUM9801*TIRF*BOND	"	"

[부 표]

\* : (과측 란의 식으로 산정·표현된) 각 증개발전도 또는 각 계수더미를 의미함.

소 재 환

[부 표 2] 일인당실질GDP성장률과 각 금융중개발전도  
간의 상관관계

	GDPR (71-01)	GDPR (80-01)	GDPR (98-01)	GDPR (71-97)	GDPR (80-97)
TIRT*CREDITP	-0.05	0.05	0.55	0.14	0.38
TIRF*CREDITP	-0.18	-0.13	0.26	-0.12	-0.08
TIRT*CREDITD	-0.07	0.02	0.61	0.16	0.43
TIRF*CREDITD	-0.18	-0.14	0.27	-0.08	-0.01
TIRT*SEC	0.13	0.21	0.81	0.07	0.16
TIRF*SEC	0.11	0.2	0.84	0.03	0.1
TIRT*STOCK	0.09	0.17	0.89	0.05	0.12
TIRF*STOCK	0.08	0.16	0.93	0.01	0.07
TIRT*BOND	0.22	0.27	0.58	0.22	0.34
TIRF*BOND	0.21	0.26	0.58	0.12	0.22

ABSTRACT

**An Empirical Investigation of the Changes in the Korean Financial System in the Wake of the 1997 Currency Crisis**

Soh, Jae-Hwan<sup>\*</sup>

A regression analysis investigation is conducted using empirical data between 1971 and 2001, and adopting coefficient dummy variables to determine changes in the Korean financial system post 1997 Currency Crisis.

The results show a further positive, descending intermediation relationships: stock market > securities market > bond market, and a negative intermediation relationship of traditional bank financing sector to the post-1997 Currency Crisis Korean economic growth.

This suggests that there have been development of positive securities market intermediation, led by stock market, and no change in negative bank intermediation in comparison to pre-1997 Currency Crisis.

In conclusion, post 1997 Currency Crisis, Korea keeps on turning towards the market-oriented from the traditional bank-oriented financial system, which still requires further reforms if it is to achieve a positive intermediation in the economic growth of Korea.

**Keyword** : *financial system, market-oriented financial system, bank intermediation, market intermediation, currency crisis*

---

\* Assistant Professor, Department of Business Administration, Duksung Women's University