선진적 금융세계화를 위한 전제조건 분석

2008. 2.

김희식*

* 한국은행 금융경제연구원 국제경제연구실 차장 (02-759-5396, hkims@bok.or.kr)
본 연구과정에서 귀중한 논평을 해주신 한국은행 금융경제연구원 홍승제 국제경제연구실장, 강종구 금융연구실장, 정형권 과장, 조사국 서정의 차장, 금융감독원 홍영기 수석조사역, 원내세미나 참석자 여러분 그리고 자료 정리에 도움을 준 김현 연구원께 감사드린다.

< 차 례 >

Ⅰ. 문제 제기 ····· 1

Ⅱ. 금융세계화의 진전 상황 ····· 4

Ⅲ. 선진적 금융세계화를 위한 전제조건 ····· 7

1. 금융세계화의 메커니즘 ····· 7

2. 전제조건 ····· 12

Ⅳ. 실증분석 ····· 16

1. 주요 논점 ····· 16

2. 분석 방법 ····· 16

3. 분석 결과 ····· 19

Ⅴ. 맺음말 ····· 35

<참고문헌> ····· 38

선진적 금융세계화를 위한 전제조건 분석

<요 약>

국가간 금융시스템이 연결 통합되어 가는 금융세계화는 1990년대 중반이후 급속한 정보통신기술 발달에 따른 거래비용 감소, 자본거래에 대한 규제 완화, 인구고령화 등에 따른 개인자산 축적 등으로 선진국을 주축으로 한층 더 빠르게 진전되고 있다.

본고에서는 금융세계화에 따른 시스템리스크를 최소화하면서 편익을 향유하기 위한 전제조건을 금융발전론적 시각에서 조명하였다. 아울러 Arellano and Bond(1991)의 동태적 패널분석기법을 이용하여 1988~2001년중 우리나라를 포함한 OECD 16개 회원국의 금융세계화 결정요인들간의 연계성을 실증분석하고 시사점을 도출하였다. 분석 결과 자금 조달비용의 절감과 자산운용 기회의 확대 등 선진적 금융세계화의 이점을 활용하기 위해서는 국내 금융의 발전 정도와 기관투자가의 초기 자산이 일정 수준을 넘어서야 하는 것(규모조건)으로 분석되었다. 또한 축적된 자본의 효율적 운용 등을 위해 시장경쟁구조, 소비자보호 등 금융시스템을 지속적으로 개선해 나가야 하는 것(제도조건)으로 확인되었다. 뿐만 아니라 이들 규모조건과 제도조건은 상호 의존적인 것으로 나타났다. 그리고 기관투자가의 비중이 커지고 탈은행중개화, 증권화에 의한 신상품 출현 등으로 금융불안이 심화될 우려가 있어 규제감독체제의 선진화가 선행되어야 하는 것으로 지적되었다.

현재 우리나라의 GDP대비 금융자산 비중 등 금융발전정도는 선진국들의 금융세계화가 본격적으로 나타나기 시작했던 당시의 평균적인 수준을 이미 넘어섰다. 그러나 연기금 등 기관투자가의 비중이 낮고 투자행태 또한 위험에 소극적이어서 금융세계화 정도는 선진국에 비해 크게 못 미친다고 할 수 있다.

이러한 점을 감안해 볼 때 우리나라가 선진적 금융세계화의 이점을 적극적으로 향유할 전제조건을 충족하기 위해서는 먼저 연기금제도 개선 등을 통해 장기투자자금을 확충해 나가는 동시에 효율적인 자금운용을 위한 금융제도의 선진화 계획을 차질 없이 추진해 나가야 할 것이다. 둘째, 이를 토대로 자본시장과 은행산업의 비대칭적 성장을 시정하고 상호 보완적인 발전을 도모하기 위해 증권·자산운용사 등은 규모 확대나 전문화를 통해 경쟁력을 더욱 제고하고 은행은 국내외 자본시장과 관련한 복합금융업무 등을 확대해 나갈 필요가 있다. 셋째, 금융세계화가 진전되면서 기존 은행중심의 금융규제감독의 틀 밖에서 운용되는 연기금이나 펀드 등 기관투자가의 역할이 점차 증대될 경우 잠재 시스템리스크가 커질 것으로 예상됨에 따라 이에 대비하여 시장모니터링 및 금융감독기관간 국제협조 등을 강화해 나가야 할 것이다. 끝으로, 금융세계화에 따라 증대되는 외환부문의 충격이 시장에서 흡수될 수 있도록 국채시장과 외환시장을 연계 발전시켜 나가야 할 것이다.

핵심주제어 : 금융세계화(financial globalization), 기관화(institutionalization)

JEL 분류 : G23, O16, H55

I. 문제 제기

1990년대 중반 이후부터 본격화된 국제자본의 이동은 최근 들어 더욱 빠르게 확대되고 있다. 이는 세계 각국의 금융시스템이 글로벌금융시장에 급속히 통합되어가는 금융세계화에 따른 결과이다. 이와 같은 금융세계화의 진전에는 정보통신기술 발달에 따른 거래비용 감소, 자본거래에 대한 규제 완화, 개인 부문의 자산 축적에 따른 포트폴리오투자 수요 증가 및 다국적 금융회사의 증가 등이 크게 기여한 것으로 분석되고 있다.

그러나 금융세계화는 양면성을 가지고 있는데 먼저 자금조달 기회의 확대와 비용 감소, 투자자산다변화, 경쟁 제고에 따른 금융산업내 새로운 비교우위 창출 등의 편익을 가져다준다. 하지만 금융세계화는 금융불안정의 심화와 국가간 위기확산 가능성을 높이고 외국인투자비중 증대로 인한 국내 자본이득의 유출 등의 비용도 초래한다.

이같은 금융세계화에 따른 편익과 비용은 그 나라의 금융발전단계에 따라 다르게 나타날 수 있다. 예컨대 선진국의 경우 이미 높은 경제통합을 이루어 비교우위에 따라 해외자본조달을 통해 자본비용 절감이 가능하거나 축적된 대규모의 자산을 국내외에 다양한 방법으로 분산투자함으로써 이익을 극대화할 수 있다. 그 결과 선진국의 경우 대외자산과 대외부채가 동시에 크게 느는 경향을 보인다.

이와는 대조적으로 금융후진국의 경우 금융세계화로 부족한 국내 자본을 해외에서 보다 용이하게 조달함으로써 자본조달 비용 절감 효과를 누릴 수 있다. 하지만 해외투자역량의 부족으로 해외로의 투자다변화 이익을 누리기는 어렵다. 또한 국내 금융시장이 협소한 상황에서 국가간 자본의 유출입이 빈번해지면서 환율불안정이나 자산가격 버블 등을 야기할 위험이 커지게 된다. 이와 함께 국내 금융시장의 자산운용능력의 부족으로 국내 여유자금이 특정 자산에만 집중되어 시장의 쏠림현상이 심화될 수도 있다. 게다가 국내 투자재원을 주로 외국인투자를 통해 조달할 경우 국내 금융이 배제될 우려도 없지 않다. 그 결과 금융후진국의 경우 선진국과 달리 금융세계화가 진전되면서 대외자산보다 대외부채가 빠르게 늘어날 가능성이 있다.

따라서 금융세계화유형에는 대외자산·부채가 대칭적으로 증가하는 '선진적 금융세계화'와 대외부채가 대외자산보다 더 빠르게 증가하는 '후발 금융세계화'의 두 유형으로 나눠볼 수 있다.

금융발전메커니즘에 관한 이론적 논의에 따르면 금융시장이 발달된 국가가 자국 금융산업을 개방할 경우 세계자본이 국내로 유입되어 규모의 경제가 실현된다고 한다. 반면에 금융산업의 발전이 더딘 국가의 경우 금융산업을 대외 개방할 경우 시장메커니즘이 위험투자에 내재된 규모의 경제 특성과 양립할 수 없다고 한다. 따라서 우리나라를 비롯한 대다수 신흥시장국이 선진적 금융세계화의 편익을 극대화하고 비용을 극소화하기 위해서는 금융산업의 선진화·국제화를 통해 국내 금융시스템의 질적·양적 개선을 도모해나가야 할 것이다.

외환위기 이후 우리나라는 금융산업의 구조조정과 함께 자본시장 개방을 더욱 확대하고 있다. 특히 2003년에는 금융산업을 새로운 성장동력 산업으로 키우기 위해 금융 선진화·국제화를 추진하였으며 2007년 7월에는 「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(자통법)」의 제정을 통해 자본시장선진화를 위한 제도적 기반을 마련하였다. 금융투자업에 대한 진입자유화를 통해 증권·선물·자산운용업을 함께 영위할 수 있도록 하여 금융회사의 대형화 등 규모 여건을 마련하였다.

그러나 민간부문에 장기저축이 대규모로 축적되어 있지 않는 상태에서 이같은 제도조건의 확충만으로 금융세계화의 편익을 극대화하기는 어렵다. 그 이유는 세계경영의 경험이 일천한 데다 자금력과 전문인력도 부족한 국내 금융회사가 시행착오 과정에 소요되는 대규모의 초기 자본을 국내에서 조달할 수조차 없다면 글로벌 금융회사의 경쟁상대가 되기 어려울 것이기 때문이다.

더욱이 대규모의 공적 또는 사적 연금기금과 같은 장기 기관투자가가 출현하더라도 이를 효율적으로 운용할 수 있는 제도 여건이 불비하다면 역시 국내 금융산업이 새로운 비교우위를 창출하기 쉽지 않을 것이다. 왜냐하면 기관투자가 산업내 경쟁이 부족할 경우 기관투자가들이 안전성 위주로 자산을 운용함에 따라 혁신적 사업이 발굴되기 어렵기 때문이다. 또한 이와 반대로 국내 금융시스템이 건전성을 확보하기 위한 제도조건의 충족 없이 세계 금융시장에 통합된다면 최근 미국발 서브프라임 모기지 사태에서 보듯이 외부충격에 더욱 취약해질 수도 있기 때문이다.

이러한 인식하에서 본고는 금융세계화메커니즘에 관한 선행연구를 검토함으로써 선진적 금융세계화에 도달하기 위한 전제조건으로 금융세계화 초기에 국내 금융시스템이 일정 수준 이상의 자산 축적이 필요하다는 '규모조건'과 동 자산이 효율적으로 운용될 수 있는 금융시스템이 갖추어져 있어야 한다는 '제도조건'을 제시한다.[1] 아울러 이에 대해 실증적으로 분석한다.

본고는 모두 5장으로 구성되어 있다. 먼저 제II장에서는 먼저 금융세계화의 최근 진전 상황에 대해 살펴본다. 이어 제III장에서는 금융세계화의 메커니즘과 전제조건에 관해 이론적 측면에서 논의한다. 제IV장에서 우리나라를 포함한 OECD 16개 회원국을 대상으로 이 전제조건들과 관련된 논점들을 실증 분석한 후 제V장에서 결론을 맺고 시사점을 도출한다.

Ⅱ. 금융세계화의 진전 상황

1990년대 중반이후 본격화된 금융세계화는 국가마다 서로 다른 자본거래통제방식과 금융시장 발전정도 등에 영향을 받으면서 진전되었다[2]. 특히 국내금융시장이 상대적으로 덜 선진화된 신흥시장국의 경우 금융세계화는 선진국에 종속적(dependent financial integration)으로 이루어지고 있다. 다시 말해 신흥시장국 금융부문은 글로벌시장을 상대로 금융서비스를 공급하기보다는 선진국 금융회사가 제공하는 서비스를 단순히 소비하고 판매하는 채널 역할을 하고 있다.

IMF가 최근 조사한 바에 따르면 전세계 국가의 GDP대비 대외자산·부채비율을 통해 본 국가간 금융세계화는 1975년 이후 최근 30년 동안 약 3배나 진전되었으며 특히 1990년대 중반이후부터 급속히 진행되고 있다. 소득수준별로 보면 고소득국가의 진전속도가 중간소득국가에 비해 훨씬 커 최근의 글로벌 금융세계화는 주로 선진국에 의해 주도되고 있는 것으로 나타났다

1) 이 두 조건은 민간연금의 자본시장 발전효과 실현을 위한 전제조건(김희식 2007b)을 금융세계화메커니즘에 적용하여 도출한 것이다.

2) 금융세계화의 진전도는 GDP대비 대외자산과 대외부채 합계액의 규모와 같은 양적지표뿐 아니라 교역국가간 저축·투자 상관관계(saving-investment correlation)및 실질투자수익률 차이 등의 질적 지표를 통해 파악이 가능하다(IMF 2007).

최근 주요국의 대외자산·부채가 GDP에서 차지하는 비율은 영국, 미국, 일본 및 한국이 각각 760.1%, 198.3%, 155.0% 및 123.5%를 기록하고 있다. 10여년 전인 1995년과 비교하면 영국, 미국, 일본의 동 비율은 모두 약 80%나 증가하였다.

그러나 금융세계화는 선·후진국간에 대칭적으로 이루어지지 않고 있다. 세계유수의 국제금융센터를 보유한 영국과 미국에서는 대외자산과 대외부채가 비슷한 비율로 늘어나고 있으나 자본이 풍부하게 축적된 일본은 대외자산이 대외부채를 크게 상회하였다. 반면에 신흥시장국인 한국에서는 경상수지가 흑자를 유지한 기간에서도 대외부채가 대외자산을 초과한 데다 더 빠르게 늘고 있다. 우리나라의 GDP대비 대외자산과 부채비중은 '90년대 중반이후 매년 증가하여 2006년에는 각각 49.8%, 73.7%로 2001년에 비해 각각 11.4%p 22.1%p나 확대되었다.[3] 민간부문에 국한해서 살펴보면 대외부채가 대외자산보다 더욱 급속히 늘어나 2006년말 현재 민간 대외투자잔액은 외국인투자잔액의 2/3에 불과하다.

<표 1> 주요국의 대외자산·부채[1]추이

(십억달러, %)

		1995	2001	2006[2]
미 국	대외자산	3,965 (53.6)	6,931	11,079 (88.9)
	대외부채	4,270 (57.7)	9,270	13,625 (109.4)
영 국	대외자산	2,391 (210.5)	4,554	8,282 (371.7)
	대외부채	2,427 (213.6)	4,658	8,653 (388.4)
일 본	대외자산	2,633 (50.2)	2,882	4,291 (94.3)
	대외부채	1,815 (34.6)	1,521	2,759 (60.7)
한 국	대외자산	..	185 (38.4)	442 (49.8)
	대외부채	..	249 (51.6)	654 (73.7)

주 : 1) 직접투자, 포트폴리오투자, 파생상품투자 등
2) 한국 이외는 2005년말 기준, ( ) 내는 명목GDP 대비 비중

자료 : International Financial Statistics, 한국은행 국제투자대조표(IIP)

Ⅲ. 선진적 금융세계화를 위한 전제조건

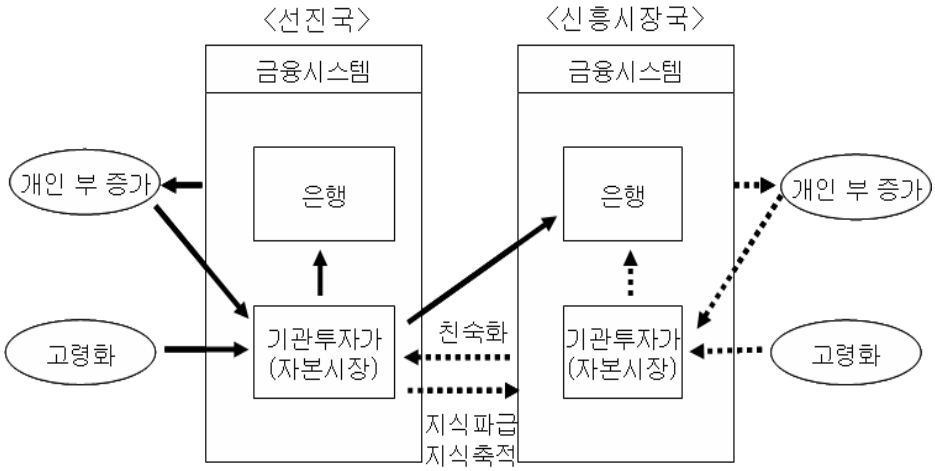
1. 금융세계화의 메커니즘

금융세계화가 선진국과 신흥시장국에서 상이한 양상으로 전개되고 있는 배경에는 <그림 1>과 같은 금융시스템 발전메커니즘이 작용하고 있는 것으로 이해할 수 있다. 여기서 실선 화살표는 선진국 금융시스템의 발전 메커니즘과 영향을 나타낸다. 먼저 고령화에서 기관화로의 실선 화살표는 선진국이 인구 고령화에 대응하여 생명보험이나 적립식 기업연금제도를 강화함에

3) 이 기간중 대외부채가 대외자산보다 더 크게 증가한 것은 단기외채의 증가 외에 국내 주가 상승에 따른 외국인 보유주식의 평가이익에 주로 기인한다.

따라[4] 기관투자가 부문이 성장함을 나타낸다. 다음으로 기관투자가에서 은행으로의 실선 화살표는 기관투자가부문의 발전과 금융혁신이 은행에 미치는 영향을 나타낸다. 기관투자가의 성장과 기관화(institutionalization)[5]에 따라 은행에 대한 경쟁압력이 커져 은행은 기관투자가와 보완적인 자본시장 관련 업무를 확대하게 된다. 은행과 기관투자가의 공동 발전은 개인 부의 증대와 자본시장 발전의 요인으로 작용한다. 또한 다른 나라 기관투자가들이 유동성이 풍부한 국내 자본시장의 매력에 이끌려 투자를 증대하게 된다. 반면에 일부 국내 기관투자가는 국내 자산 가격이 지나치게 높다고 판단하여 일정 위험을 안고 수익성을 추구하기 위해 신흥시장국에 직접 및 포트폴리오 투자를 증대시킨다. 이때 국내 국채시장과 외환시장이 해외투자와 관련된 위험을 다변화·헤지하는 기능을 수행한다. 또한 선진국 기관투자가에서 신흥시장국 은행으로의 실선 화살표는 선진국 기관투자가의 해외투자가 상대적으로 안정적이면서 높은 수익이 보장되는 신흥시장국의 은행[6] 산업 등에 주로 집중됨을 나타낸다. 결국 선진국 금융시스템이 신흥시장으로 외연을 확장하면서 경제주체들의 비교우위에 따른 양방향 자본이동을 활성화함에 따라 경제의 수확체증이 실현된다.

<그림 1> 금융세계화 진전하의 금융시스템 발전 메커니즘



주 : 실선화살표(⟶)는 선진국 금융시스템의 기관화 메커니즘과 영향,
점선화살표(⇢)는 금융세계화에 따른 신흥시장 금융시스템 선진화 전략 표시

선진국에서 신흥시장국으로의 일방향 실선 화살표는 선진자본을 유치하여 비용절감 효과나

4) 미국의 1974년 ERISA 입법, 1981년 401(k) 제도 도입 등이 여기에 해당된다.
5) 기관화(institutionalization)는 자본시장의 운영, 가계의 저축, 기업의 자금조달에 있어서 기관투자가가 지배적 역할을 수행하는 것을 지칭한다. 기관투자가는 소규모 투자자들을 대리하여 대규모 펀드를 조성하여 운용하는 전문금융중개기관을 지칭한다(Davis and Steil 2001). 이 범주에는 연금기금(pension funds), 투자회사로서의 뮤추얼 펀드 및 생명보험회사가 포함된다(OECD 2003). 한편 우리나라 법인세법 시행령 제 17조 제1항에 따르면 자산운용회사, 증권금융회사, 법정 기금의 관리·운용을 맡은 법인, 군인공제회 등 공제조합 외에 은행도 기관투자자에 포함된다. 그러나 본고에서는 투자대리인으로서의 특성에 초점을 맞추어 은행을 기관투자가에 포함시키지 않는 OECD의 정의를 채택하였다.
6) 2006년말 현재 11개 은행에 대한 외국인의 소유지분 비율은 평균 61%에 달한다(자료 : KOSCOM).

기술전수 효과는 누리되 글로벌시장에서 투자를 다변화함에 따른 이익은 누리지 못하는 후발 금융세계화의 특성을 나타내는 것으로도 해석된다. 이와 같이 자본을 주로 받기만하는 신흥시장국이 금융세계화의 이익을 계속 누릴 수 있을 것인가? 외자유치를 통한 자본조달 비용절감 효과는 국내 투자기회가 희소해짐에 따라 점차 줄어들 것이다. 반면에 자산을 해외로 다변화함으로써 이익을 얻을 수 있는 기회는 점점 더 확대된다. 따라서 신흥시장국이 장기로 투자할 수 있는 자본을 축적하고 해외투자역량을 함양한다면 선진적 금융세계화에 따른 이익을 향유하는 것도 불가능한 것은 아니다.

그러나 자본시장이 미발달한 신흥시장국의 여건하에서 선진적 금융세계화에 필요한 투자역량을 함양하는 것은 용이한 일이 아니다. 금융세계화가 성장과 소비변동성에 미친 영향을 분석한 Kose, Prasad, Rogoff, and Wei(2006)에 따르면 금융세계화 초기에 금융시스템의 발전정도[7]가 일정 수준(문지방) 이상이 되어야 선진적 금융세계화에 따른 이익을 향유할 수 있다고 한다. 즉 이 조건이 충족된 상태에서 금융세계화가 실시되는 경우 경제의 성장과 안정이 촉진되지만 그렇지 못한 상태에서 실시되는 경우에는 성장이 둔화되거나 소비변동성이 확대된다는 것이다. 이같은 금융발전의 문지방효과는 금융시스템의 발전메커니즘에 내재된 수확체증[8] 특성에 기인하는 현상이다.

한편 투자다변화 효과에 초점을 맞추어 개방경제하에서의 금융발전메커니즘을 분석한 Acemoglu and Zilibotti(1997)에 따르면 자본의 축적이 미미한 상황에서는 수확체증의 특성과 시장메커니즘이 양립하기 어렵다고 주장한다. 즉 경제내 축적자본규모가 일정 수준을 초과하지 못하면 투자자들이 규모의 경제 특성을 가진 위험투자에 소극적이어서 금전적 외부효과가 내부화되기 어렵다[9]는 것이다. 실제로 선진국들이 산업화 초기 단계에서는 경제성장이 지속되지 못하고 높은 변동성을 보이지만 자본축적이 일정 수준을 상회한 단계에서는 성장세를 지속한 점이 이것을 나타내는 것으로 해석한다. 게다가 국내 금융시스템이 발전되지 않은 상태에서의 금융세계화는 단기적으로 금융 발전의 후퇴를 초래한다고 한다. 왜냐하면 신흥시장국 투자자들은 국내 금융시스템의 발전을 위해 국내에 투자하기보다는 수익성 제고와 위험 다변화를 위해 선진국 시장에 대한 투자를 선호하여 국내 금융시장이 위축되기 때문이다.[10] 자본자유화에 따른 금융발전 효과에 관한 Klein and Olivei(1999)의 실증분석결과도 이와 같은 금융발전의 문지방 효과를 지지한다.[11] 금융세계화를 주도하는 선진국들의 금융시스템이 기관화[12]와 더불어

---

7) 이는 금융시장 및 금융제도의 발전정도가 일정 수준을 초과할 뿐만 아니라 거시경제의 건전성도 일정 수준 이상 확보되어 있어야 한다는 조건을 포함한다.

8) 통상 규모의 경제 특성을 갖는 위험투자가 다수 존재하거나 지식의 확산이 중요한 역할을 하는 경우 외부효과가 발생한다. 전자의 경우 외부효과는 개인의 위험투자가 다른 투자자의 성공가능성을 높이지만 이에 대해 보상이 주어지지 않는 것을 지칭한다. 후자의 경우 외부효과는 지식의 무보상 확산에 따른 기술진보 효과를 지칭한다. 이 외부효과들이 금융시스템과 같은 제도에 의해 경제주체들의 투자에 관한 의사결정에 내부화되면 경제주체들이 서로 긍정적 피드백을 주고받게 된다. 이로써 경제 전체적으로 생산성이 향상되는 것을 수확체증이라고 지칭한다.

9) 이들의 모형에서 위험투자에 내재된 외부효과란 성공가능성은 낮지만 일단 성공하면 큰 이익을 거둘 수 있는 기업(주식)의 수 증가가 경제내 포트폴리오다변화 기회를 확충하는 효과를 지칭한다. 그런데 개인은 통상 대규모의 초기 고정자본의 투자를 요구하는 사업에 대한 투자에 따르는 외부효과에서 이익을 실현할 수 없다. 이에 따라 개인은 다른 개인들이 동시에 투자하지 않는 한 자신도 투자를 꺼리게 된다. 그 결과 경제 전체적으로 위험사업에 대한 투자가 과소하게 될 수 있다.

10) 자본자유화 초기에 Bhagwati가 말하는 '궁핍화 성장'이 초래될 또 다른 이유로는 외국인직접투자가 주로 독점산업에 집중되어 독점이익이 유출될 가능성을 들 수 있다(Brecher and Alejandro 1997).

11) Klein and Olivei는 자본자유화는 선진국에서는 금융발전을 촉진하지만 신흥시장국에서는 그렇지 못한 것으로 나타났다고 주장하였는데 이와 같은 분석결과에 따라 신흥시장국이 자본계정자유화를 여타 금융개혁보다 늦게 실시할 필요가 있

투자다변화의 이익을 실현하고 있는 점도 이와 같은 금융발전의 문지방 효과를 반영하고 있다 (Davis and Steil 2001).

이와 같이 금융세계화의 이익과 금융발전이 문지방을 넘어서야 본격적으로 실현되는 것이라면 자본축적이 전반적으로 저조하고 금융시스템의 발전정도가 낮은 대부분의 신흥시장국은 어떤 방법으로 선진적 금융세계화로 나아갈 수 있을 것인가? Martin and Rey (2004)는 위험투자에 대한 보조금 지급을 방안으로 제시하였다. 소규모 개방경제가 주식 등 위험자산에 대한 투자에 보조금을 지급하면 경제주체들이 보다 더 적극적으로 위험투자에 나섬에 따라 자본시장 발전이 가능하다는 것이다. 이는 위험투자가 증가하면 혁신 기업의 수와 투자다변화 기회가 확대되어 자본시장 수요저변이 더욱 더 확충되기 때문이다. 아울러 수요의 확충에 따라 실물 및 금융 부문의 전문화 정도가 제고되어 투자의 성공가능성이 높아진다. 이것이 자본시장 수요저변을 더욱 확충하는 요인으로 작용하면서 금융발전이 가능하게 된다는 것이다. 개방경제하에서의 금융발전은 바로 선진적 금융세계화를 위한 여건이 성숙됨을 의미한다. 그러나 이 주장은 신흥시장국이 직면하는 장애물에는 왜소한 자본시장 수요기반 외에 여러 가지 제도와 여건의 미발달도 포함된다는 점을 간과하고 있다. 예컨대 투자자 보호를 위한 제도가 미비한 자본시장에서 주식투자에 대한 보조금이 주어지더라도 이것이 버블의 형성과 붕괴를 조장할 가능성이 높다. 따라서 금융세계화에 의해 확대된 투자기회를 활용할 역량을 함양하는 데는 위험투자에 대한 보조금 정책만으로는 부족하다.

이러한 관점에서 주목되는 정책이 Goodfriend and McDermott(1998)가 제시한 '친숙화(unilateral familiarization)'[13] 정책이다. 이는 언어, 문화 및 제도 측면에서 선진국에 친숙해짐으로써 선진국 전문 인력이 국내에서 활동하기에 적합한 환경을 조성할 뿐만 아니라 국내 인력이 해외의 전문지식을 흡수하고 해외에서 전문 업무를 영위할 역량을 함양하는 데 유리한 여건을 조성하는 전략이다. 우리나라가 추진하고 있는 국제금융허브 추진정책과 금융국제화·선진화 정책이 대표적 친숙화 정책의 예로 볼 수 있다. 이와 같은 조치가 선진 지식의 국내 파급을 촉진하여 지역내에 학습시스템(localized learning-by-doing)이 구축된다면 금융세계화에 따른 투자다변화 이익을 제대로 향유할 역량을 키워갈 수 있다.

이들이 제시한 글로벌성장모형에 따르면 특화된 중간재 산업이 집중적으로 발전한 선진국에서 산업간 기술 파급효과가 크고 생산성이 높다. 그런데 신흥시장국의 친숙화 정책으로 기업환경이 개선되고 경제주체들의 '학습생산성(learning productivity)'이 향상된다면 입지매력도 높아져 특화된 중간재 산업을 자국에 유치할 수 있다. 이때 자국 경제주체들의 선진국 문화, 언

다는 시사점을 도출하고 있다.

12) 기관화 지표 (기관투자가자산/금융부문자산 비율) 추이

	영국	미국	캐나다	호주	독일	일본	프랑스	이태리	한국
1970	0.28	0.31	0.23	..	0.10	0.10	0.05	0.06	..
1980	0.26	0.31	0.19	..	0.12	0.10	0.04	0.05	0.11
1990	0.32	0.40	0.25	0.30	0.17	0.16	0.19	0.11	0.24
2000	0.38	0.44	0.35	0.39	0.23	0.17	0.33	0.31	0.21
2005	0.42	0.45	..	0.35	0.29	0.29	0.33	0.33	0.22

주 : 기관투자가는 민간연금, 뮤추얼펀드 및 보험회사를 지칭함
자료 : 각국 자금순환표. 단 1970~2000년은 Davis(2005).

13) 여기서 선진국 경제와의 친숙화정도가 높다는 것은 국내 거주자가 설명서나 개인경험을 통해 수입 중간재의 작동방식과 제조방법을 잘 이해할 수 있음을 의미한다. 친숙화 정도를 결정하는 요인으로는 지리적 근접성, 상거래의 활성화 정도, 공통의 언어 및 문화 등이 있는 것으로 지적되고 있다.

어 및 제도에 대한 친숙화 수준이 선진국 거주자들의 자국에 대한 친숙화 수준보다 높다면 자국으로의 지식파급효과가 상대적으로 더 커 선진국보다 더 높은 생산성 향상을 달성할 수도 있다.

앞의 <그림 1>에서 점선 화살표가 신흥시장국이 친숙화 정책을 통해 금융세계화의 이익을 향유하는 메커니즘을 나타내고 있다. 신흥시장국의 인구고령화와 개인부 증가에서 기관투자가로의 점선 화살표는 신흥시장국이 산업화를 통해 개인 부를 축적하는 한편 장차 가속화될 인구고령화에 대비하여 장기 기관투자가를 육성할 경우 국내 금융시스템이 기관화와 함께 발전하게 됨을 나타낸다. 이와 함께 신흥시장국 금융시스템과 선진국 금융시스템간 양 방향 점선 화살표는 친숙화 정책의 추진에 의해 호혜적 보완성[14]을 구축할 경우 선진 금융시스템과의 거래 증대와 함께 국내 금융전문인력이 양성되는 등 학습효과가 축적됨을 나타낸다. 결국 신흥시장국의 경제주체들이 글로벌환경속에서 선진국 경제주체들과 함께 위험투자에 내재된 외부효과를 내부화하는 역할을 수행할 수 있을 때 선진적 금융세계화의 이익을 향유하게 된다고 볼 수 있다.

2. 전제조건

가. 규모조건

이상의 논의결과를 종합하면 금융시스템이 선진적 금융세계화를 달성하기 위한 전제조건으로 '규모조건'과 '제도조건'이 도출된다. 먼저 '규모조건'은 금융시스템의 발전수준이 임계수준을 상회한 상태에서 금융세계화를 실시해야만 금융세계화의 편익을 충분히 실현할 수 있다는 것이다. 여기서 말하는 '규모'란 사전적으로는 개별 투자 사업이나 펀드의 규모를 지칭하지만 사후적으로는 규모의 경제 특성을 가진 투자사업의 추진에 따른 외부효과를 내부화한 거시경제차원의 규모를 지칭한다.

이 '규모조건'은 공적연금의 민영화를 통해 자본시장을 발전시키기 위해서는 먼저 자본시장 대비 민간연금의 기금 규모가 임계수준 이상으로 확보되어야 한다는 Vittas(1999)의 주장을 금융세계화 메커니즘에 적용한 것으로 볼 수 있다.[15]

나. 제도조건

금융시스템의 발전메커니즘에 관한 논의에서는 완전한 자본시장의 존재를 전제하였다. 그러나 현실에서는 투자자의 위험기피에 따라 경제전체적으로 위험투자가 과소하게 이루어질 가능성뿐만 아니라 투자자 자산을 맡아 운용하는 기관투자가가 투자자의 이익과 배치되게 행동할 가능성도 존재한다. 특히 자산 운용을 맡은 펀드매니저가 단기업적주의에 따라 행동한다면 쏠림현상이 초래되어 금융시장의 변동성이 커질 수 있다. 이같은 행태를 보이는 기관투자가가 금

14) 국내에 진출하는 선진 금융회사가 '적군'이 아니라 '친구'가 되며 역으로 해외에 진출하는 국내 금융회사도 해당국가 금융회사의 '친구'가 될 수 있는 상태를 말한다.

15) 영국과 미국에서는 민간연금의 기금규모가 주식시가총액의 50%를 상회한 점이 주식시장이 발전한 주요 요인으로 작용한 바 있다고 한다.

융세계화를 주도할 경우 다른 나라에서 발생한 금융 불안이 자국으로 신속히 파급되어올 수도 있다.

따라서 성공적인 금융시스템의 기관화와 세계화를 위해서는 기관투자가 부문이 '규모조건'을 충족해야 할 뿐만 아니라 장기자본을 효율적으로 운용할 제도를 갖추어야 한다는 '제도조건'도 함께 충족하여야 한다. 이는 Vittas(1999)가 민간연금의 자본시장 발전 효과를 위한 전제조건의 하나로 제시한 '민간연금 친화적 규제(conducive regulation)' 조건과 유사한 것으로 기관투자가들이 세계화된 금융환경 속에서 위험투자에 대한 적극적 태도를 가질 수 있도록 제반 제도여건이 구비되어야 한다는 조건이다. 이 조건은 '경쟁촉진 조건,' '해외투자위험 다변화·헤지 시장 존재 조건' 및 '금융시스템 안정조건'으로 세분될 수 있다.

먼저 '경쟁촉진 조건'을 충족하기 위해서는 자산운용 및 펀드판매업 등에서 투자 제약이나 독과점에 따른 비효율이 발생하지 않도록 기금운용에 관한 자율 보장, 자유로운 진입과 엄격한 퇴출제도 등을 갖추는 것이 중요하다. 또한 수수료와 수익률에 관한 투명한 정보공개, 확실한 투자자 보호 및 선진화된 투자자 교육체제 구축, 소비자가 다양한 금융상품가운데서 자유롭게 선택할 뿐만 아니라 저렴한 비용으로 동일 금융상품을 타 금융회사로 계정 이전할 수 있는 여건 조성이 필요하다. 이와 더불어 잠재적 인수합병 위협 등을 통해 금융회사 의사결정에 대한 외부통제가 가능하도록 자본시장 및 기업지배권시장의 활성화가 필요하다(Fama and Jensen 1983).

다음으로 '해외투자위험 다변화·헤지 시장의 존재 조건'을 충족하기 위해서는 국채시장이나 주식시장과 더불어 외환시장이 발전되어야 한다. 예컨대 거주자가 국제 신용도가 높은 금융회사의 참여를 통해 간접적으로 해외에서 자국통화표시의 채권을 발행할 수 있기 위해서는 국내 장기채 시장과 통화스왑시장이 잘 발달되어 있어야 한다. 그런데 장기채 시장과 통화스왑시장은 환매조건부채권(RP)시장이 국내에 잘 발달되어 있을 때에 활성화될 수 있다. 따라서 유동성이 풍부한 채권시장과 외환시장이 함께 발달되어야만 해외투자위험의 다변화·헤지가 가능하게 되어 해외투자가 활성화될 수 있다.

이밖에 '금융시스템 안정 조건'을 충족하기 위해서는 먼저 금융세계화로 인해 해외 금융시장 충격이 국내로 확산되는 것을 최소화할 수 있어야 한다. 이를 위해서는 국가간 자본유출입에 대한 모니터링 강화와 더불어 금융감독 및 규제체제를 선진화해나가는 한편 해외투자펀드 등에 대한 효과적인 감시를 위해 감독기관간 국제협조도 필요하다. 또한 국내적으로 은행시스템에 주로 적용되는 기존의 금융규제감독의 범주 밖에서 운용되는 연기금 및 펀드투자가 기관투자가에 의해 더욱 활성화되는 경우 금융불안정과 투기조장이 심화될 수 있다. 왜냐하면 기관투자가들은 은행과 달리 지준적립이나 유동성관리를 위한 최소한의 의무가 없는 데다 자산의 가치변동에 영향을 많이 받는 2차 시장(secondary market)에서 활동하기 때문이다(UN 2007).

Schmidt, *et al.*(2001)에 따르면 은행중심 금융시스템이 이미 수확체증을 실현하며 발전하고 있는 상황에서 기술혁신 등 외부충격으로 금융시스템의 전환이 요구될 때 조정은 점진적이기보다 급격하게 이루어질 가능성이 높다고 주장한다. 이는 금융시스템이 기존의 기업지배구조와 금융행태 등과 이루고 있는 상호 보완성[16]이 붕괴되어야만 이들 사이에 새로운 보완성이 조성

16) 일반적으로 2개 정책분야가 존재할 때 어느 한 분야의 개혁이 다른 분야의 개혁이 실시된 상태에서 시행될 경우에 성과가 더 높아진다면 양 분야의 개혁정책 사이에는 정책보완성(policy complementarity)이 존재한다고 말한다(Rocha 2007). 이 경우 두 정책은 동시에 추진할 필요가 있다.

될 수 있기 때문이다. 그러나 기존 제도와 새로운 금융시스템 사이에 보완성이 붕괴될 경우 금융불안이 초래될 수 있다.[17]

Ⅳ. 실증분석

1. 주요 논점

본 장에서는 선진적 금융세계화의 전제조건들에 관한 주요 논점을 실증 분석한다. 주요 논점은 첫째, 전반적 금융발전이 금융세계화를 촉발할 수 있는 것인지 하는 점이다. 또한 금융발전정도가 일정 수준 이하일 때는 금융세계화를 촉진하지 못하지만 일정 수준을 초과하면 가속적으로 금융세계화를 촉진하느냐는 점이다. 이 질문들에 대한 긍정적 답변이 도출된다면 신흥시장국이 금융세계화에 따른 편익을 극대화하고 비용을 극소화하기 위해서는 우선 국내 금융시스템을 발전시켜야 한다는 시사점이 도출된다.

둘째, 금융세계화 초기 시점에서 자국 기관투자가가 세계 기관투자가자산에서 차지하는 비중이 클수록 기관화에 따른 금융세계화 촉진효과가 더욱 커지느냐는 점이다. 이에 대한 긍정적 답변이 도출된다면 기관투자가부문이 미발달된 상태에서 금융세계화를 추진하는 신흥시장국은 금융시스템내 기관투자가의 역할을 일정 수준 이상으로 발달시키기 전까지는 금융세계화를 원활히 추진하기 어려울 것으로 볼 수 있다.

셋째 논점은 기관투자가의 자산 비중이 커지면 경제 전체의 위험투자에 대한 적극성이 촉진될 수 있느냐는 점이다.[18] 이는 기관화가 '경쟁촉진 조건'을 충족하면서 이루어지고 있는지를 가늠해볼 수 있는 논점이다.

넷째 국내 채권시장이 발전될수록 해외투자에 대한 적극성이 촉진되고 외환시장이 발전할 수 있느냐는 점이다. 이는 '위험헤지시장 존재조건'이 충족되고 있는지 가늠해볼 수 있는 논점이다.

다섯째 '금융시스템안정 조건'이 충족되지 않은 상태에서 기관화가 진전될 경우 자본시장의 불안정이 초래될 수 있느냐는 점이다.

2. 분석 방법

본 절에서는 패널 VAR모형과 부분조정 모형을 각각 이용하여 OECD 16개국을 대상으로 기관화와 금융세계화, 기관화와 위험투자 적극성, 기관화와 주식시장변동성 등 2 변수간 Granger-인과성을 분석함과 더불어 금융세계화의 규모조건 및 제도조건을 검정한다.

먼저 2 내생변수(y, x)간 Granger 인과성을 검정하기 위해 먼저 다음과 같은 패널 VAR 모형을 설정한다.

---

17) 일본이 1980년대 후반 금융 및 자본 자유화를 실시한 이후 탈은행중개화가 진전되면서 금융불안이 초래되었는데 이는 시장중심 금융세계화가 은행중심 금융시스템과 서로 마찰을 일으킨 결과로 해석할 수 있다(Davis 2005).

18) 이 가설은 Vittas(1999)의 '기관투자가 친화적 규제조건(conducive regulation condition)'가설에서 도출된 것이다.

$$y_{i,t} = \alpha_1 y_{i,t-1} + \beta_1 x_{i,t-1} + f_{1i} + \epsilon_{1i,t} \qquad (1)$$

$$x_{i,t} = \alpha_2 y_{i,t-1} + \beta_2 x_{i,t-1} + f_{2i} + \epsilon_{2i,t} \qquad (2)$$

다만, 여기서 f_i는 i국 특유의 비관측 고정효과를 포착하며 $\varepsilon_{i,t}$는 오차항을 의미

추정방법으로는 동태패널모형에 관한 Arellano and Bond(1991)의 일반화적률법(Generalized Method of Moments, GMM)을 이용한다. 이 방법에 따를 경우 모든 변수가 차분된 형태로 변형되기 때문에 국별로 상이한 비관측 고정효과 f_i의 영향이 제거된다. 아울러 시차종속변수가 설명변수에 포함됨에 따른 내생성 문제를 고려하여 수단변수를 사용한다. 식(1)의 β_1와 식(2)의 α_2의 유의성 검정을 통해 (*y, x*)간 Granger 인과성을 분석할 수 있다.

다음으로 '규모조건'의 추정을 위해 금융세계화 정도를 종속변수로, 기관투자가 규모를 설명변수로 하는 회귀모형 (3)을 설정한다. 추정방법은 위와 같이 GMM방법을 사용한다. 모형 (3)에서 교차항 계수 b_2의 값이 정(+)이라는 것은 "초기 기관투자가 규모가 클수록 해당 국가의 금융기관화에 따른 금융세계화 효과가 큼"을 의미한다. 이는 금융세계화 메커니즘이 수확체증 특성에 의해 지배받음과 금융세계화에 있어 '규모조건'의 충족이 중요함을 시사한다.

$$(fgeq)_{i,t} = a(fgeq)_{i,t-1} + b_1(inst)_{i,t} + b_2 w_{0,i}{}^*(inst)_{i,t} + f_i + \epsilon_{i,t} \qquad (3)$$

단, $w_{0,i}$는 i국의 초기 기관투자가 자산이 세계기관투자가자산 합계액에서 차지하는 비중을 의미

그리고 '제도조건'이 '규모조건'과 독립적으로 금융세계화를 설명하는 데 독자적 유의성을 갖는지를 검정하기 위해 금융세계화 정도를 종속변수로, 기관투자가 규모와 기관투자가의 위험투자에 대한 적극성을 설명변수로 하는 회귀모형 (4)를 설정한다. 추정방법은 위와 같이 GMM방법을 사용한다.

$$(fgeq)_{i,t} = a(fgeq)_{i,t-1} + b_1(inst)_{i,t} + b_2{}^*(eqinst)_{i,t} + f_i + \epsilon_{i,t} \qquad (4)$$

실증분석에 사용한 변수의 의미와 산출방법은 <표 2>와 같다. 분석대상은 시계열 자료를 이용할 수 있는 16개 OECD회원국이다. 아울러 전체 표본국가를 앵글로색슨 4개국(미국, 영국, 캐나다, 호주)과 유럽대륙형 12개국(벨기에, 덴마크, 프랑스, 독일, 아이슬란드, 이탈리아, 일본, 한국, 네델란드, 노르웨이, 포르투갈, 스웨덴)으로 각각 나누어 분석하였다.[19] 분석기간은 1988년부터 2001년까지이다.

금융발전지표로는 금융기관민간신용/GDP 비율 (*PRB*), 기관투자가 자산/GDP 비율 (*INST),* 민간연금기금/GDP 비율 (*PF*), 국공채시가총액/GDP 비율 (*PUB),* 주식시가총액/GDP 비율 (*MC*), 회사채시가총액/GDP 비율(*PRC*), 전체금융자산/GDP 비율 (*FD=PRB+PUB+PRC+MC*)을 사용하였다. 이와는 별도로 BIS가 1995년 이후 매 3년마다 발표하는 전통적 외환거래액의

19) 이는 앵글로색슨국가의 금융시스템이 시장중심인 반면 유럽대륙국가의 금융시스템은 은행중심이어서 양 국가집단간 금융발전메커니즘이 상이할 가능성을 고려한 것이다.

연평균 환산액을 GDP로 나눈 비율(*TEX*)을 추정하여 외환시장 발전지표로 사용하였다.

금융세계화의 정도를 나타내는 지표로는 Abiad, *et al.*(2007)에서 제시된 GDP대비 대외자산과 대외부채 합계의 비율(*FG*)외에 GDP대비 해외주식투자잔액과 외국인주식투자잔액 합계의 비율(*FGEQ*)을 사용하였다. 아울러 해외투자에 대한 능동성 혹은 해외투자와 외국인투자의 비대칭성을 포착하기 위해 해외주식투자잔액과 외국인주식투자잔액 합계대비 순해외주식투자 비율(*FGASY*)을 사용하였다. 또 외국인투자자대비 국내투자자의 해외위험투자에 대한 적극성을 나타내는 변수로도 *FGASY*를 사용하였다.

이밖에 기관투자가의 위험투자에 대한 적극성을 나타내는 지표로는 기관투자가의 자산배분에서 주식이 차지하는 비중(*EQINST*)을 사용하였다. 또한 자본시장 불안정성을 포착하기 위한 지표로 *MC*차분변수의 3개년 이동평균값(*STDDMC*)을 이용하였다.

<표 2> 변수설명 및 산출방법

유형	변수명	의미	산출방법	자료
금융발전지표	*FD*	금융발전	*PRC+MC+PRB+PUB*	Beck, Demirguc-Kunt and Levine, (2000)
	PRC	금융중개의 발전	금융기관 민간신용/ GDP	Beck, Demirguc-Kunt and Levine, (2000)
	INST	기관투자가부문의 발전	기관투자자 자산/GDP	OECD(2003)
	PF	민간연금발전	연금기금자산/GDP	OECD(2003)
	MC	주식시장 발전	주식시가총액/ GDP	Beck, Demirguc-Kunt and Levine, (2000)
	PUB	국채시장 발전	국공채시가총액/ GDP	Beck, Demirguc-Kunt and Levine, (2000)
	TEX	외환시장 발전	12(달)*20(영업일)*일중 전통적 외환거래액/ GDP	BIS(2007)
	PRB	회사채시장 발전	사채시가총액/ GDP	Beck, Demirguc-Kunt and Levine, (2000)
금융세계화지표	*FG*	금융세계화	(대외자산+대외부채)/GDP	*IFS*(IMF) 국제투자대조표
	FGASY	순해외주식투자(자본유출입의 비대칭성)	(*PEIA-PEIL*)/(*PEIA+PEIL*), *PEIA*는 해외주식투자, *PEIL*은 외국인주식투자	*IFS*(IMF) 국제투자대조표
	FGEQ	주식시장세계화	(*PEIA+PEIL*)/*GDP*, *PEIA*는 해외주식투자, *PEIL*은 외국인주식투자	*IFS*(IMF) 국제투자대조표
기타지표	*EQINST*	기관투자가의 위험투자 적극성	기관투자자 총자산 중 주식비중	OECD(2003)
	STDDMC	주식시장의 불안정성	*MC* 차분변수의 3개년 이동평균표준편차	Beck, Demirguc-Kunt and Levine, (2000)

3. 분석 결과

각 변수의 전기간 평균값을 살펴보면 앵글로색슨국가와 유럽대륙형 국가의 금융중개기관의 발전정도(*PRC*), 전반적 금융발전정도(*FD*), 주식시장세계화 정도(*FGEQ*), 자본유출입의 비대칭성(*FGASY*)에는 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.[20] 이중 해외주식투자와 외국인주식투자의 비

20) 특히 해외주식투자와 외국인주식투자의 비대칭성으로 나타낸 자본유출입의 비대칭성(*FGASY*)의 평균값이 모든

대칭성으로 나타낸 순해외주식투자(*FGASY*)의 평균값이 양 집단 모두에서 정(+)으로 나타났다. 이는 선진국의 경우 대부분 선진적 금융세계화에 적극적임으로 시사한다.

이 변수들과는 달리 금융시스템의 구조특성을 나타내는 기관화 정도(*INST*), 민간연금 발전정도(*PF*), 주식시장 발전정도(*MC*), 기관투자가의 위험투자에 대한 적극성(*EQINST*)은 유럽대륙형 국가보다 앵글로색슨국가에서 현저히 높게 나타났다.

<표 3> 주요 변수 평균(1988~2001년중)

(%)

	금융발전지표(GDP대비)							투자적극성	금융세계화지표			GDP
	회채 (*PRB*)	기관투자가 (*INST*)	민간연금 (*PF*)	국채 (*PUB*)	주식 (*MC*)	금융중개 (*PRC*)	*FD*	*EQINST*	주식시장 (*FGEQ*)	순해외투자 (*FGASY*)	*FG*	(십억$)
전체	38.4	85.3	28.2	44.1	70.1	109.4	242.9	21.9	26.9	7.1	202.4	1224.0
앵글로색슨	33.1	121.2	50.4	44.7	92.1	107.1	259.2	43.1	28.9	5.5	208.5	2385.5
유럽대륙형	41.5	73.3	19.7	43.7	57.7	110.8	233.5	21.5	26.0	7.8	200.1	836.9
한국	39.7	53.5	2.5	10.8	41.2	113.0	199.0	12.2	5.7	..(-96.8)	..(90.0)	451.4

주 : 1) 앵글로색슨국가(호주, 캐나다, 영국, 미국), 유럽대륙형 국가(벨기에, 덴마크, 프랑스, 독일, 아이슬란드, 이탈리아, 일본, 한국, 네델란드, 노르웨이, 포르투갈, 스웨덴)

2) *FG*변수는 벨기에,덴마크,아이슬란드,노르웨이, 포르투갈을 제외한 11개국

3) 한국은 1988년~2005년 평균값(자료: 자금순환표, 국민계정 및 국제수지표)

4) ( )안은 *FGASY*와 *FG*의 2001년말 값(자료: *IFS* 국제투자대조표, 1994~2000년 수치 누락)

가. 금융발전과 세계화의 관계

16개국의 전 기간표본에서 금융발전 지표와 금융세계화 지표간 단순상관계수를 산출해보면 금융세계화수준(*FG, FGEQ*)이 높은 국가일수록 기관화수준(*INST, PF*) 및 주식시장발전정도(*MC*)도 높게 나타났다. 이는 각국의 금융세계화가 기관투자가의 적극적 투자활동과 자본시장의 발전과 밀접한 관련하에 전개된 것임을 의미한다. 한편 기관화(*INST*)와 주식시장발전정도(*MC*)가 기관투자자의 위험투자에 대한 적극성(*EQINST*)과 높은 상관관계를 보이고 있는 점도 이와 같은 가능성을 뒷받침하고 있다.

이와 대조적으로 금융세계화수준(*FG, FGEQ*)은 국내 금융중개부문의 발전정도(*PRC*)나 국내 채권시장발전정도(*PRB, PUB*)와는 상관관계가 낮은 것으로 나타났다. 이는 최근의 금융세계화가 개별 국가의 국내 은행부문이나 채권시장의 발전보다는 미국채 시장 등 글로벌자산시장의 발전과 밀접하게 관련된 데 따른 것으로 보인다.

그런데 해외주식투자에의 적극성(*FGASY*)이 여타 금융발전지표와는 상관관계가 낮으나 국내 국공채시장의 발전정도(*PUB*)와는 0.42 정도의 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 국내 국채시장이 발전된 국가일수록 투자포트폴리오 및 위험헤지 수단이 풍부해짐에 따라 투자자들이 해외위험투자에 적극적일 수 있음을 암시한다.

표본에서 정(+)으로 나타난 것은 분석대상국가가 모두 선진적 금융세계화에 적극적으로 나서고 있음을 시사한다.

<표 4> 금융발전지표와 금융세계화지표의 상관관계

		금융발전지표							투자적극성	금융세계화지표		
		PRB	*INST*	*PF*	*PUB*	*MC*	*PRC*	*FD*	*EQINST*	*FGEQ*	*FGASY*	*FG*
금융발전지표	*PRB*	1										
	INST	0.22	1									
	PF	-0.09	**0.79**	1								
	PUB	0.02	-0.15	-0.15	1							
	MC	0.14	**0.92**	0.67	-0.16	1						
	PRC	0.60	0.53	0.38	-0.17	0.41	1					
	FD	0.65	**0.77**	0.47	0.13	0.73	0.81	1				
투자적극성	*EQINST*	-0.11	**0.70**	0.51	-0.37	0.76	0.11	0.33	1			
금융세계화지표	*FGEQ*	-0.03	**0.78**	**0.63**	-0.18	**0.80**	0.18	**0.46**	**0.58**	1		
	FGASY	0.01	0.00	0.01	**0.42**	0.04	-0.08	0.11	0.08	-0.05	1	
	FG	-0.20	**0.73**	**0.62**	-0.18	**0.73**	0.15	0.36	**0.65**	0.91	0.08	1

한편 전반적 금융발전정도가 임계수준을 초과할 경우에 금융세계화가 진전된다고 한다면 금융발전지표(*FD*)가 일정 수준을 하회한 낮은 상태에서는 금융세계화지표(*FG*)가 정체된 모습을 보이나 국내 금융발전지표(*FD*)가 일정 수준이상이 되면 금융세계화지표(*FG*)가 급속히 상승하는 모습을 보일 것이다.

금융발전과 금융세계화 사이의 이와 같은 비선형 관계를 다음 모형 (5)의 추정을 통해 확인해 보았다.

$$FG_{i,t} = aFD_{i,t}{}^{*}FD_{i,t} + bFD_{i,t} + cFG_{i,t-1} + f_i + \epsilon_{i,t} \qquad (5)$$

전체 표본국가를 대상으로 Arellano and Bonds(1991)의 GMM 방법을 이용하여 추정해본 결과 금융발전(*FD*)의 2차항이 금융세계화에 대해 비선형적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다(<표 5> 전체국가 참조).[21] 특히 *FD*값이 150.6%[22]를 초과할 경우 금융발전에 따른 금융세계화 효과가 급속히 확대되는 것으로 나타났다. 이는 전반적 금융발전정도가 임계수준을 초과한 이후부터 금융세계화가 본격적으로 진전된다고 하는 가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

21) 모형 (5)의 금융발전지표 *FD* 대신 *INST*를 사용할 경우에는 2차항이 유의적으로 나타나는 표본이 존재하지 않았다. 다만 앵글로색슨국가 표본에서는 *INST*의 부호가 유의적으로 플러스로 나타났다.

22) 모형 (5)의 추정결과에서 구한 $-\hat{b}/(2\hat{a})$의 값이다. *FD*에 관한 2차 방정식의 값을 최소화하는 *FD*의 값으로 해석된다. 참고로 표본기간중 한국의 FD 평균값은 184.4%였다.

<표 5> 금융발전과 금융세계화의 비선형 관계(모형 5) 추정결과

	전체국가	앵글로색슨	유럽대륙형
	금융세계화지표(FG_t)		
FG_{t-1}	0.83 ***	0.64 ***	1.02 ***
	(7.04)	(6.12)	(12.70)
FD	-48.20 **	-36.60	-31.90
	(-2.51)	(-1.18)	(-1.64)
$FD*FD$	16.40 **	15.10	9.66
	(2.35)	(1.32)	(1.41)
J-Statistic	62.8	33.4	58.2
자유도	25	25	25
FG를 최소화하는 FD값(-b/(2a))	150.6	-	-

주 : 1) ( )안은 t 값, ***는 1% 유의수준을 나타냄

한편 우리나라의 경우[23] <표 3>에서와 같이 1988~2005년중 금융발전(*FD*)의 평균값은 199%, 2001년말 금융세계화지표(*FG*)의 평균값은 90%이다. 모형 (5)의 추정결과(<표 5> 참조)를 이용하여 금융발전정도가 임계수준을 초과할 경우에 금융세계화가 진전된다고 하는 가설을 우리나라에 적용해볼 수 있다. 이때 우리나라의 금융발전수준(*FD*) 199%는 OECD 국가가 평균적으로 금융세계화의 체증적 확대를 실현하기 시작하는 금융발전의 전환점 수준(150.6%)을 상회함이 확인된다. 이는 우리나라가 금융발전수준을 현재보다 높인다면 금융세계화가 진전되어 선진국 수준의 금융세계화도 달성할 수 있을 것임을 시사한다.

앞서 선진국 금융시스템의 선진화와 세계화 메커니즘에 관한 논의에서는 기관화(*INST*)와 금융세계화(*FG*)가 동시에 진행된 것으로 시사되었다. 이하에서는 양자 사이의 동태적 관계를 살펴보기 위해 2변수(*inst, fg*) 패널 VAR[24] 모형을 설정하고 양 변수간 Granger 인과성을 검정하였다(<표 6> 참조). 식(1)과 식(2) 추정 결과 앵글로색슨국가와 유럽대륙형 국가 모두에서 가설 "$inst_{t-1} \Rightarrow fg_t$"와 "$fg_{t-1} \Rightarrow inst_t$"가 기각되었다. 이는 기관화와 금융세계화 사이에 양방향 Granger-인과성이 성립함을 의미한다. 다만 전자의 추정계수는 정(+)으로 나타난 데 반해 후자의 추정계수 부호가 부(-)로 나타났는데 이는 기관화가 금융세계화를 촉진하는 반면 주가변동성 확대에 따른 금융세계화의 일시적 퇴보는 기관화의 진행을 억제하지 못함을 암시한다.

이와 대조적으로 금융세계화지표로 주식투자자금유출입(*fgeq*)을 사용할 경우 앵글로색슨 국가에서는 Granger 인과성이 있는 반면 유럽대륙형 국가에서는 Granger 인과성이 없는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 앵글로색슨국가의 경우 금융시스템의 기관화는 주식투자에 적극적인 민간연금 등의 성장에 의해 촉진되었음을 시사한다. 아울러 이 기관투자자들이 투자다변화를 위해 해외주식투자를 확대한 결과 금융세계화가 촉진되었다는 주장도 지지될 수 있다. 또한 유럽대륙형 국가에서는 금융세계화가 주식투자에 상대적으로 소극적인 겸업은행산하의 자산운용사나 생명보험 등에 의해 주도됨에 따라 넓은 의미의 금융세계화지표(*fg*)와 주식시장세계화지표(*fgeq*)에 관한 추정결과가 상이하게 나타난 것으로 보인다. 이와 같은 분석결과는 금융세계화

23) 우리나라에 관해서는 별도로 자금순환표, 국민계정 및 국제수지표를 이용하여 *INST, PF, EQINST, FG, FGEQ*에 관한 자료를 도출하였다. 분석대상기간은 1988~2005년이다.
24) 이하 변수명을 소문자로 표시한 것은 각 변수의 대수값을 나타낸다.

를 촉진하는 데 있어서 기관투자가가 은행이나 생명보험회사보다 적극적이고 중요한 역할을 수행하였음을 시사한다.

<표 6> 금융기관화와 금융세계화 사이의 Granger 인과성 검정 결과[1)]

	세계화지표: *fg*				세계화지표: *fgeq*			
	$inst_{t-1} \Rightarrow fg_t$		$fg_{t-1} \Rightarrow inst_t$		$inst_{t-1} \Rightarrow fgeq_t$		$fgeq_{t-1} \Rightarrow inst_t$	
	계수[1)]	p값[2)]	계수[1)]	p값[2)]	계수[1)]	p값[2)]	계수[1)]	p값[2)]
전체	0.39	0.00	-0.30	0.00	0.79	0.07	-0.06	0.15
앵글로색슨국가	0.53	0.00	-0.29	0.00	1.67	0.00	-0.11	0.00
유럽대륙형국가	0.34	0.00	-0.13	0.05	0.65	0.18	0.03	0.20

주 : 1) 2변수 VAR 모형(시차수=1)에서 좌측설명변수(시차 로그함수값) 변동에 대한 우측종속변수(당기 로그함수값) 변동의 반응을 나타내는 추정탄성계수

2) t-검정의 p값

한편 우리나라의 기관화와 금융세계화 사이의 Granger 인과성을 2변수 VAR 모형과 1988~2005년의 시계열 자료를 이용하여 검정한 결과에서도 기관화가 금융세계화에 대해 일방적 인과성을 갖는 것으로 나타났다. 그러나 기관화시차변수의 계수값이 앵글로색슨국가나 유럽대륙형국가에 비해 매우 작았다. 이는 기관화에 따른 금융세계화 촉진효과가 존재하였지만 그 크기는 상대적으로 작았음을 의미한다.

<표 7> 한국금융의 기관화와 세계화 사이의 Granger 인과성 검정 결과[1)]

세계화지표: *fg*				세계화지표: *fgeq*			
$inst_{t-1} \Rightarrow fg_t$		$fg_{t-1} \Rightarrow inst_t$		$inst_{t-1} \Rightarrow fgeq_t$		$fgeq_{t-1} \Rightarrow inst_t$	
계수[1)]	p값[2)]	계수[1)]	p값[2)]	계수[1)]	p값[2)]	계수[1)]	p값[2)]
0.11	0.07	1.15	0.16	0.07	0.04	0.49	0.64

주 : 1) 2변수 VAR 모형(시차수=1)에서 좌측설명변수(시차 로그함수값) 변동에 대한 우측종속변수(당기 로그함수값) 변동의 반응을 나타내는 추정탄성계수

2) χ^2-검정의 p값

나. 규모조건 검정

OECD 16개국을 대상으로 기관투자가의 자산규모 확대에 따른 금융세계화 촉진 효과('규모조건')를 검정하기 위해 VAR(*fg, inst*)와 VAR(*fgeq, inst*)를 식(3)의 모형으로 추정하였다(<표 8> 참조). ω_{i0}의 지표로는 분석대상기간 시작시점인 1988년말 현재 해당국가 기관투자가 자산이 전세계 기관투자가 자산에서 차지하는 비중을 사용하였다.

추정 결과 전체 표본에서는 기관화지표(*inst*)의 계수 b_1은 유의적이었으나 교차항의 계수 b_2가 유의적이지 않았다. 그러나 분석대상을 앵글로색슨국가와 유럽대륙국가로 나누어보면 앵글로색슨국가에서는 광의(*fg*)와 협의(*fgeq*)의 금융세계화 지표를 사용할 때 b_1과 b_2가 모두 유

의적으로 나타났다. 이와 대조적으로 유럽대륙·일본의 경우 fg를 사용할 때 b_1은 유의적이지 않았지만 b_2가 유의적이면서 정(+)으로 추정되었다. 또한 $fgeq$를 사용할 때에는 b_1은 유의적이나 b_2가 유의적이지 않았다.

이와 같이 추정결과가 앵글로색슨국가와 유럽대륙형국가 사이에 상이한 것은 기관화에 따른 금융세계화 효과가 앵글로색슨국가에서는 주로 주식시장을 통해 실현된 반면 유럽대륙·일본에서는 은행업무의 증권화나 채권시장을 통해 실현된 것으로 해석될 수 있다. 특히 앵글로색슨국가의 추정결과에서 금융세계화 초기 기관화 수준이 높을수록 차후 기관화에 따른 금융세계화 효과가 크게 나타난 것은 선진적 금융세계화를 위한 '규모조건' 가설을 지지하고 있다. <표 6>의 Granger 인과성 검정결과와 함께 <표 8>의 추정결과가 금융세계화의 초기 단계에 있는 신흥시장국에 대해 시사하는 바는 금융시스템의 기관화가 어느 정도 이루어지지 않고서는 선진적 금융세계화를 달성하기엔 어렵다는 점이다.

<표 8> 기관화에 따른 금융세계화 촉진효과(모형 3) 추정결과[1)2)]

	전체국가		앵글로색슨		유럽대륙형	
	fg_t	$fgeq_t$	fg_t	$fgeq_t$	fg_t	$fgeq_t$
fg_{t-1}	0.65 *** (12.54)		0.52 *** (11.81)		0.56 *** (6.75)	
$fgeq_{t-1}$		0.51 *** (5.03)		0.31 *** (3.56)		0.51 *** (5.71)
$inst_t$	0.28 *** (3.70)	1.39 ** (2.45)	0.34 *** (13.34)	0.89 *** (7.33)	0.08 (0.82)	2.33 * (1.84)
w_{i0}*$inst_t$	1.52 (0.94)	-6.69 (-0.71)	0.47 ** (2.18)	2.04 *** (3.81)	21.26 ** (2.26)	-60.24 (-1.14)
J-Statistic	63.9	63.5	31.1	34.5	53.0	39.1
df	23	23	23	23	23	23

주 : 1) ( )안은 t 값, ***(**)는 1%(5%) 유의수준

2) 모형(3): $(\text{세계화})_{i,t} = a(\text{세계화})_{i,t-1} + b_1(\text{기관화})_{i,t} + b_2(\text{초기기관화수준})_i * (\text{기관화})_{i,t}$

3) ω_{i0}는 전세계 기관투자가 자산에서 해당국가 기관투자가 자산이 차지하는 비중

앞에서 우리나라의 금융발전수준(FD)이 OECD 국가가 평균적으로 금융세계화의 체증적 확대를 실현하기 시작하는 금융발전의 전환점 수준을 이미 상회하고 있음을 지적한 바 있다. 그러나 우리나라의 금융세계화정도(FG)가 2001년말 90%로 1988~2001년중 전체국가 평균값 202.4%의 절반에도 미치지 못하고 있는 점(<표 3> 참조)은 금융시스템이 은행산업을 중심으로 발전되어온 데다 기관화가 진전되지 않은 데 따른 것으로 판단된다.

우리나라 기관화의 수준은 53.5%로 앵글로색슨국가(121%)뿐만 아니라 유럽대륙형 국가 평균(73.3%)에도 크게 미달하고 있다. 이같은 기관화의 낙후성은 특히 민간연금의 미발달에서 두드러지게 나타나는데 선진국의 민간연금발전지표는 앵글로색슨국가 50.4%, 유럽대륙형국가 19.7%에 달하나 우리나라는 2.5%에 불과하다. 이는 민간연금 등 기관투자가의 미발달이 우리나라가 선진적 금융세계화를 달성하는 데 주된 걸림돌로 작용하고 있음을 시사한다.

다. 제도조건 검정

금융시스템이 수확체증을 실현하면서 발전할 경우 사후적으로 관측된 '규모'에는 '제도조건'의 충족여부에 관한 정보가 반영되어 있다. 즉 사후적으로 관측된 기관투자가의 규모가 큰 경제에서는 기관투자가에게 우호적인 제도가 있었을 것으로 짐작할 수 있다. 이와 같은 관점을 확인하기 위해 모형 (4)를 추정하였다. 여기서 '규모조건'의 대리변수는 기관화지표(*inst*)이고 '제도조건'의 대리변수는 기관투자가의 위험투자 적극성(*eqinst*)이다.

추정 결과 광의의 금융세계화(*fg*)에 대해서는 기관화지표(*inst*)의 유의성이 앵글로색슨국가에서만 나타나고 유럽대륙형국가에서는 나타나지 않았으며 기관투자가의 위험투자 적극성(*eqinst*)은 두 집단 모두에서 유의적 설명력을 보이지 않았다. 이는 금융세계화가 기관투자가에 의해 주도된 앵글로색슨국가에서조차 '제도조건'이 독자적 설명력을 갖지는 못함을 의미한다. 이와 대조적으로 협의의 금융세계화(*fgeq*)에 대해서는 위험투자 적극성(*eqinst*)이 어느 정도 독자적 유의성을 갖는 것으로 보이나 통계적 유의성은 낮다(<표 9> 참조). 이는 주식시장 세계화에 있어서는 기관투자가의 규모('규모조건')가 큰 국가라고해서 반드시 위험투자에 대한 적극성('제도조건')이 더 높은 것은 아닌 점을 반영한다.

이와 같은 '규모조건'과 '제도조건'의 관계를 고려하여 이하에서는 기관화(*inst*)의 확대가 '제도조건'을 충족하는 데 실질적으로 기여하는지를 '제도조건'의 세부항목별로 살펴본다.

<표 9 > '제도조건'의 독자 유의성(모형 4) 검정결과

	전체국가		앵글로색슨		유럽대륙형	
	fg_t	$fgeq_t$	fg_t	$fgeq_t$	fg_t	$fgeq_t$
fg_{t-1}	0.64 *** (8.41)		0.57 *** (7.46)		0.62 *** (7.20)	
$fgeq_{t-1}$		0.40 *** (3.00)		0.29 *** (3.29)		0.44 *** (2.94)
$inst_t$	0.22 ** (2.30)	0.75 *** (3.03)	0.36 *** (7.61)	1.03 *** (4.00)	0.20 (1.36)	0.66 * (1.87)
$eqinst_t$	0.15 (1.57)	0.49 * (1.96)	0.02 (0.10)	0.68 * (1.94)	0.17 (1.65)	0.43 * (1.78)
J-Statistic	70.1	82.1	30.8	33.2	65.3	64.2
df	25	25	25	25	25	25

주 : 1) ( )안은 t 값, ***(**)는 1%(5%) 유의수준

(경쟁촉진 조건)

기관화가 제도조건중 '경쟁촉진 조건'을 성립시키는지를 살펴보기 위해 금융기관화(*inst*)와 위험투자에 대한 적극성(*eqinst)* 사이의 Granger 인과성 검정을 실시하였다. <표 10>에 나타난 추정결과에 따르면 앵글로색슨 국가과 유럽대륙형 국가 모두에서 기관화(*inst*)가 위험투자 적극성(*eqinst)*에 대해 일방적인 Granger 인과성을 갖는 것으로 나타났다.

이와 같은 추정결과는 금융시스템의 기관화가 자본시장에 대한 규제완화유도 등을 통해 기관투자자간 혹은 기관투자자와 은행간 경쟁을 심화시켜 기관투자가의 위험투자에 대한 적극성을

촉진한 데 따른 것으로 볼 수 있다. 이에 따라 선진적 금융세계화를 위한 '제도조건'중 '경쟁촉진 조건'이 앵글로색슨국가와 유럽대륙형국가 모두에서 어느 정도 충족되고 있다고 해석할 수 있다.

<표 10> 금융기관화와 대내외위험투자 적극성 사이의 Granger 인과성검정 결과

	위험투자에 대한 적극성			
	inst≠>eqinst		*eqinst≠>inst*	
	계수[1]	p값[2]	계수[1]	p값[2]
전체	0.32	0.00	0.00	0.96
앵글로색슨국가	0.20	0.02	0.06	0.22
유럽대륙형국가	0.34	0.01	0.04	0.43

주 : 1) 2변수 VAR 모형(시차수=1)에서 좌측설명변수(시차 로그함수값) 변동에 대한 우측종속변수(당기 로그함수값) 변동을 추정탄성계수
2) t-검정의 p값

한편 우리나라의 경우 '경쟁촉진 조건'과 관련하여 위험투자에 대한 적극성(*EQINST*)의 값이 선진국에 비해 크게 낮게 나타났다(<표 3> 참조). 또한 기관화 정도(*INST*)와 위험투자에 대한 적극성(*EQINST*)의 상관관계가 선진국에서와 반대로 마이너스(−) 값을 갖는 것으로 나타났다(<표 11> 참조).

<표 11> 한국의 금융발전지표와 금융세계화지표의 상관관계

	금융발전지표					투자 적극성	금융세계화	
	INST	*PF*	*MC*	*PRC*	*FD*	*EQINST*	*FG_KOR*	*FGEQ_KOR*
INST	1.00							
PF	0.96	1.00						
MC	0.34	0.17	1.00					
PRC	0.97	0.93	0.22	1.00				
FD	0.95	0.89	0.54	0.91	1.00			
EQINST	**-0.83**	-0.82	0.04	-0.84	-0.70	1.00		
FG_KOR	**0.96**	0.93	0.24	0.95	0.90	**-0.89**	1.00	
FGEQ_KOR	**0.93**	0.87	0.44	0.88	0.92	**-0.83**	0.95	1.00

주 : 1) FG_KOR은 총자본유출과 총자본유입 합계액/GDP 비율, FGEQ_KOR은 외국인 주식투자와 해외주식투자 합계액/GDP 비율
2) 표본기간은 1988~2005년
자료 : 한국은행 「자금순환표」, 「국민계정」, Beck, *et al.* (2000).

우리나라의 기관화 정도(*INST*)와 위험투자에 대한 적극성(*EQINST*)간 Granger 인과성을 단순 VAR 모형 추정을 통해 검정한 결과에서도 단순상관관계 분석에서와 유사한 패턴이 나타났다. 즉 기관화가 위험투자에 대한 적극성에 대해 일방적 인과성을 갖지만 그 부호가 기대와 반대로 마이너스(−)로 나타났다(<표 12> 참조). 이와 같이 우리나라에서 기관화가 기대와 달리 위험투자에 대한 적극성을 촉진하기 못한 것으로 나타난 것은 우리나라의 연기금 및 보험사 등

기관투자가 부문에서 '경쟁촉진 조건'이 충족되지 못하고 있음을 시사하고 있다.[25]

<표 12> 기관화와 위험투자에 대한 적극성간 Granger 인과성 검정결과[1]

$inst_{t-1} \nRightarrow eqinst_t$		$eqinst_{t-1} \nRightarrow inst_t$	
계수[1]	p값[2]	계수[1]	p값[2]
-0.57	0.01	-0.09	0.24

주 : 1) 2변수 VAR 모형(시차수=1)에서 좌측설명변수(시차 로그함수값)에 대한 우측종속변수(당기 로그함수값) 반응의 탄성치를 나타내는 추정계수

2) χ^2-검정의 p값

(해외투자위험 다변화·헤지 시장 존재조건)

기관화가 제도조건중 '해외투자위험 다변화·헤지 시장 존재조건'을 성립시키는지를 검정하기 위해 국채시장 발전수준(*PUB*)과 해외주식투자에 대한 적극성(*FGASY*)간 상관관계와 외환시장 발전정도(*TEX*)와 국채시장(*PUB*) 사이의 상관관계를 점검하였다. 먼저 *PUB*와 *FGASY* 사이의 상관관계는 국채시장이 발전할수록 해외투자위험의 다변화가 용이하여 해외주식투자에 대한 적극성이 높아질 것이므로 정(+)으로 기대된다. 이를 검정하기 위해 해외주식투자에 대한 적극성(*FGASY*)에 국채시장 발전수준변수의 차분변수(d*PUB*)가 영향을 미친다는 부분조정 모형을 설정하고 GMM 방법을 통해 추정하였다.[26]

추정결과 앵글로색슨국가에서는 d(*PUB*)의 계수가 유의적으로 정(+)으로 추정되었으나 유럽대륙형국가에서는 유의적이지 않았다. 이에 따라 앵글로색슨국가에서는 국채시장과 해외주식투자가 해외투자위험의 다변화·헤지를 통해 서로 선순환을 이루고 있는 것으로 볼 수 있다. 이와 대조적으로 유럽대륙형국가에서는 국내 국채시장이 규모는 크지만 해외투자위험의 다변화나 헤지 기능을 수행하지는 않고 있는 것으로 볼 수 있다. 이는 앵글로색슨국가의 금융시스템이 증권화 단계에 가까운 상태에서 금융세계화에 나선 반면 유럽대륙국가의 경우 아직 은행중심 금융시스템의 특징이 많은 상태에서 금융세계화에 나섬에 따라 채권시장과 금융세계화 사이의 선순환이 부족함을 시사한다.

25) 우리나라 금융산업이 '경쟁촉진 조건'을 충족하지 못하는 이유는 생명보험회사의 보수적 자산운용, 고객에 대한 독점적 영향력을 행사할 수 있는 은행에 의한 펀드판매비중의 증가 때문으로 볼 수 있다. 이밖에 2006년말 현재 GDP의 22.4%에 달하는 기금을 강제 적립하여 이중 87.2%를 채권으로 운용하고 있는 국민연금기금의 기금 운용 행태도 간접적으로 금융산업의 위험투자 기피 성향을 촉진한 것으로 보인다.

26) 이와 같은 모형을 통해 동 조건을 검정하기로 한 것은 <표 4>에서 *FGASY*변수는 *PUB* 이외 여타 변수와 거의 0에 가까운 상관관계를 보이고 있는 점을 고려한 것이다.

<표 13> 해외투자에 대한 적극성에 관한 회귀모형 추정결과

	전체국가	앵글로색슨	유럽대륙형
	(*FGASY*)		
$FGASY_{t-1}$	0.27 **	0.67 ***	0.21 **
	(2.60)	(3.18)	(2.12)
$dPUB_t$	-0.37	0.56 **	-0.85
	(-0.87)	(2.14)	(-1.48)
J-Statistic	25.6	11.1	15.0
자유도	18	18	18

주 : 1) ( )안은 t 값, ***와 **는 각각 1%와 5% 유의수준을 나타냄

다음으로 국채시장의 발전정도(*PUB*)와 외환시장 발전정도(*TEX*) 사이에도 정(+)의 상관관계가 기대된다. 이는 국채시장이 발전할수록 환위험 헤지가 용이해지기 때문이다. 이를 살펴보기 위해 외환시장 발전정도의 차분변수(d*tex*)를 국채시장발전정도(d*pub*)·주식시장발전정도(d*mc*)·은행민간신용시장발전정도(d*prc*)의 차변변수에 회귀하는 모형을 설정하고 1995년, 1998년, 2001년 및 2004년의 국별 패널자료에 대해 추정하였다.[27] 그 결과 <표 14>에서 국채시장발전지표와 주식시장 발전지표가 모두 유의적이었으나 전자의 탄력성이 후자의 약 4배에 달하였다. 이는 외환시장의 발전을 위해 자본시장 특히 국채시장의 발전이 매우 중요한 요소임을 나타낸다.

따라서 중장기적으로 국채시장의 발전이 해외주식투자의 적극성 강화와 외환시장의 발전에 중요한 요소라고 할 수 있다. 이는 국채유통시장을 발전시키는 것이 '해외투자위험 다변화·헤지시장 존재조건'을 충족하는 데도 중요함을 의미한다.

<표 14> 외환시장발전정도와 금융발전정도의 관계 추정 결과[1)]

$$d tex = -0.08 + 1.58 d pub + 0.05 d prc + 0.36 d mc, \quad 조정R^2 : 0.54$$
$$(-1.92*)\ (3.18***)\quad (0.27)\quad (3.72***)$$

1) 표본국가 : 호주, 캐나다, 영국, 미국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 한국, 네델란드, 스웨덴
2) 기간 : 1995, 1998, 2001, 2004년
3) 추정방법 : 패널회귀분석(고정효과 고려, 횡단면 가중치 부여)
4) ( ) 안은 t-값
5) *, **, *** 은 각각 10, 5, 1%에서 유의함을 뜻함.

한편 우리나라의 경우 해외주식투자에 대한 적극성(*FGASY*)의 값은 2001년말 현재 -96.8%로 1988~2001년중 선진국 평균값(7.1%)에 비해 크게 낮은 데다 마이너스(-) 값을 나타내고 있다(<표 3> 참조). 이는 국내 투자자가 해외주식투자에 대해 외국인주식투자자보다 소극적임을 의미

27) Hausman 검정결과 임의효과와 설명변수간 상관관계가 존재한다는 가설이 기각되지 않아 고정효과 모형을 선택하였다. 그리고 이분산성을 고려하여 횡단면가중치를 사용하여 추정하였다.

한다. 그러나 일반적으로 국채시장의 발전이 외환시장의 발전에 긍정적인 효과를 미치는 것으로 나타나기 때문에 향후에도 이러한 추세와 함께 기관화와 기관투자가의 위험투자에 대한 적극성이 강화된다면 국채시장과 해외위험투자 사이에 보완성이 강화될 수 있을 것이다.

(금융시스템 안정 조건)

기관화가 제도조건중 '금융시스템 안정 조건'을 해치지 않는지[28]를 확인하기 위해 앵글로색슨국가와 유럽대륙형국가에서 기관화에 따른 주식시장 불안효과가 어떻게 나타나는지를 살펴보았다. 이를 위해 먼저 기관투자가의 발전정도(*inst*)와 주식시장변동성(*stddmc*) 사이의 Granger 인과성을 검정하였다. 그 결과 앵글로색슨국가에서는 Granger 인과성이 없는 것으로 나타난 반면 유럽대륙형 국가에서는 양방향 Granger 인과성이 나타났다(<표 15> 참조).

<표 15> 기관화와 주식시장변동성간 Granger 인과성 검정결과

	stddmc			
	$inst_{t-1} \Rightarrow stddmc_t$		$stddmc_{t-1} \Rightarrow inst_t$	
	계수[1]	p값[2]	계수[1]	p값[2]
전체	1.17	0.01	-0.09	0.00
앵글로색슨국가	0.11	0.87	-0.01	0.81
유럽대륙형국가	1.40	0.00	-0.06	0.02

주 : 1) 2변수 VAR 모형(시차수=1)에서 좌측설명변수(시차 로그함수값) 변동에 대한 우측종속변수(당기 로그함수값) 변동을 나타내는 추정탄성계수
2) t-검정의 p값

또한 부분조정모형을 통해 기관화 진전과 주식시장변동성간 동시상관관계를 살펴본 결과에서도 유사한 패턴이 관측되었다. 즉 앵글로색슨국가에서는 양 변수간 조건부 동시 상관관계가 유의하지 않은 반면 유럽대륙형 국가에서는 유의적인 것으로 나타났다(<표 16> 참조).

<표 16> 기관화와 주식시장변동성간 동시 상관관계 검정결과

	전체국가	앵글로색슨	유럽대륙형국가
	$stddmc_t$		
$stddmc_{t-1}$	0.20 (0.82)	-0.04 (-0.09)	0.25 (1.24)
$inst_t$	0.84 ** (2.00)	-0.20 (-0.35)	0.99 ** (2.66)
J-Statistic df	62.5 18	24.9 13	49.9 18

주: 1) ( )안은 t 값, ***는 1% 유의수준을 나타낸다.

이와 같은 추정결과는 앵글로색슨국가에서는 금융시스템의 발전을 위한 '제도조건'이 충족

28) 금융시스템이 기관화를 통해 금전적 외부효과를 내부화한다면 기관화에 따른 자본시장 발전효과가 경기순행성(pro-cyclicality)을 가질 수 있다. 기관화에 따라 자본시장 변동성이 증폭되는 효과가 존재한다면 금융세계화를 위한 '제도조건'이 충족되지 않았다고 볼 수 있다.

된 상태에서 기관화가 진전됨에 따라 기관화에 따른 금융시장불안은 큰 문제가 되지 않는 것으로 해석할 수 있다. 반면에 유럽대륙형국가에서는 은행중심 금융시스템에서 시장중심 금융시스템으로의 전환이 불완전한 상태에서 기관화가 진전됨에 따라 기존 금융시스템과 새로 등장하는 기관투자가 사이에 부조화(dissonance)가 빚어져 시장불안이 증폭된 측면이 있는 것으로 풀이할 수 있다.

분석대상기간이 1999~2001년의 글로벌주식시장 불안정 시기를 포함하고 있음을 고려할 때 이와 같은 분석결과는 '규모조건'과 '제도조건'을 모두 갖춘 상태에서 금융세계화에 나설 경우 적어도 기관화에 따른 금융시스템 불안정 증폭 효과는 발생하지 않을 것임을 시사한다. 금융세계화에 이미 착수한 신흥시장국의 입장에서 볼 때 '규모조건'과 '제도조건'을 증권화 단계에 맞게 충족시켜나가는 것이 금융안정 관점에서도 유리할 것임을 시사한다.

한편 한국의 기관화와 주식시장 변동성간 Granger 인과성을 검정해본 결과 기관화에 따른 주식시장 변동성 확대 효과는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이것은 기관투자가의 규모가 작은 데다 위험투자에 소극적인 데 따른 것으로 보인다. 이와 같은 분석결과가 우리나라 기관투자가들이 '금융시스템 안정조건'을 충족하고 있음을 뒷받침하는 증거로 해석하기는 어렵다.

<표 17> 한국의 기관화와 주식시장 변동성간 Granger 인과성 검정결과[1)]

$inst_{t-1} \nRightarrow stdmc_t$		$stdmc_{tt-1} \nRightarrow inst_t$	
계수[1)]	p값[2)]	계수[1)]	p값[2)]
0.04	0.90	-0.07	0.08

주 : 1) 2변수 VAR 모형(시차수=1)에서 좌측설명변수(시차 로그함수값)에 대한 우측종속변수(당기 로그함수값) 반응의 탄성치를 나타내는 추정계수

2) χ^2-검정의 p값

Ⅴ. 맺음말

국가간 금융시스템이 연결 통합되어 가는 금융세계화는 1990년대 중반이후 급속한 정보통신기술 발달에 따른 거래비용 감소, 자본거래에 대한 규제 완화, 인구고령화 등에 따른 개인자산 축적 등으로 선진국을 주축으로 한층 더 빠르게 진전되고 있다.

금융세계화는 자금조달비용의 절감 및 투자의 다변화 편익과 함께 국내 금융시장이 글로벌 충격에 노출되는 등 위험성도 동반한다. 이같은 금융세계화에 따른 편익과 비용은 각국의 금융경제여건에 따라 상이하다. 국제투자대조표와 국제수지표를 통해 대내외 투자수익률을 추정해 보면 선진국의 경우 실제로 대외자산·부채가 동시에 증가하면서 국가간 금융통합에 따른 편익이 큰 것으로 나타난다. 반면에 자본시장 개방이후 대외자산보다 대외부채가 빠른 속도로 증가하고 있는 신흥시장국의 경우는 금융세계화에 따른 편익을 충분히 향유하지 못하고 있는 것으로 보인다.[29)] 특히 신흥시장국이 이같은 상황을 극복하기 위해서는 선진적 금융세계화의 메커니즘을 밝히고 이를 작동시키는 데 필요한 전제조건을 충족해나갈 필요가 있다.

29) 2002~2005년중 한국의 해외투자수익률과 외국인투자수익률을 추정한 결과 전자가 6.1%로 후자(16.7%)보다 10.7%p 낮게 나타났다.

이러한 인식하에 본고는 금융세계화에 따른 시스템리스크를 최소화하면서 편익을 향유하기 위한 전제조건을 금융발전론적 시각에서 조명하였다. 아울러 Arellano and Bond(1991)의 동태적 패널분석기법을 이용하여 1988~2001년중 우리나라를 포함한 OECD 16개 회원국의 금융세계화 결정요인들간 연계성을 실증분석하고 시사점을 도출하였다. 분석 결과 자금 조달비용의 절감과 자산운용 기회의 확대 등 선진적 금융세계화의 이점을 활용하기 위해서는 국내 금융의 발전 정도와 기관투자가의 초기 자산이 일정 수준을 넘어서야 하는 것(규모조건)으로 분석되었다. 또한 축적된 자본의 효율적 운용 등을 위해 시장경쟁구조, 소비자보호 등 금융시스템을 지속적으로 개선해 나가야 하는 것(제도조건)으로 확인되었다. 뿐만 아니라 이들 규모조건과 제도조건은 상호 의존적인 것으로 나타났다. 그리고 기관투자가의 비중이 커지고 탈은행중개화, 증권화에 의한 신상품 출현 등으로 금융불안이 심화될 우려가 있어 규제감독체제의 선진화가 선행되어야 하는 것으로 지적되었다.

현재 우리나라의 GDP대비 금융자산 비중 등 금융발전정도는 선진국들의 금융세계화가 본격적으로 나타나기 시작했던 당시의 평균적인 수준을 이미 넘어섰다. 아울러 기관화가 금융세계화를 촉진하는 현상도 나타나기 시작하였다. 그러나 연기금 등 기관투자가의 비중이 낮고 투자행태 또한 위험에 소극적이어서 금융세계화 정도는 선진국에 비해 크게 못 미친다고 할 수 있다. 또한 자산운용에 보수적인 생명보험, 은행 및 공적 기관투자가의 펀드산업에 대한 영향력이 커 '경쟁촉진 조건'이 충족되지 않고 있는 것으로 나타났다. 게다가 해외투자위험을 헤지할 수 있는 채권시장과 외환시장 등이 미발달되어 해외투자에 대한 적극성이 매우 저조한 것으로 나타났다. 다만 기관화에 따른 주식시장 변동성 확대효과는 존재하지 않는 것으로 나타났으나 이것이 기관화가 크게 진전된 상황에서도 유지될 수 있는지는 불확실하다.

이러한 점을 감안해 볼 때 우리나라가 선진적 금융세계화의 이익을 적극적으로 향유할 전제조건을 충족하기 위해서는 먼저 연기금제도의 개선 등을 통해 장기 투자자금을 확충해 나가는 동시에 효율적인 자금운용을 위한 금융제도의 선진화계획을 차질 없이 추진해 나가야 할 것이다. 둘째, 이를 토대로 자본시장과 은행산업의 비대칭적 성장을 시정하고 상호 보완적인 발전을 도모하기 위해 증권사 및 자산운용사 등은 규모 확대나 전문화를 통해 경쟁력을 더욱 제고하고 은행은 국내외 자본시장과 관련한 복합금융업무 등을 확대해 나갈 필요가 있다. 셋째, 국내 투자자들이 해외투자에 따른 위험을 저렴하게 헤지할 여건을 조성할 뿐만 아니라 금융세계화에 따라 증대되는 외환부문의 충격이 시장에서 흡수될 수 있도록 국채시장과 외환시장을 연계 발전시켜나가야 한다. 동 시장이 발달되면 국내 투자자의 해외투자가 촉진되고 해외충격이 시장에 의해 흡수되겠지만 미발달될 경우 외환부문의 불균형이 자국통화와 외화간 거래를 통해 국내금융시장에 큰 영향을 미치게 되며, 개방화가 진전될수록 그 정도는 더욱 커질 것이기 때문이다. 넷째, 금융세계화에 따른 금융시스템위험에 대비하여 시장모니터링을 강화해나가야 할 것이다. 금융세계화가 진전되면서 기존 은행중심의 금융규제감독의 틀 밖에서 운용되는 연기금이나 펀드 등 기관투자가의 역할이 점차 증대될 경우 잠재 시스템리스크가 커질 수 있기 때문이다. 아울러 신흥시장국은 국제금융시장의 자금흐름에 대한 정보가 선진국에 비해 부족하여 정부 또는 중앙은행이 국제금융시장으로부터 파급되는 위험을 사전에 방지하기 위해 취할 수 있는 대책이 제한되고 그 효과에는 불확실성이 클 수밖에 없어 금융감독기관간 국제협조를 강화해나갈 필요가 있다.

<참 고 문 헌>

김희식, "민간연금의 자본시장 발전효과 분석 : 메커니즘과 전제조건을 중심으로," 경제분석 제13권 제2호, pp110-155, 한국은행, 2007b.

Abiad, A., D. Leigh, and A. Mody, "International Finance and Income Convergence:Europe is Different," Working Paper, IMF, 2007.

Acemoglu, D., and F. Zilibotti, "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth," *Journal of Political Economy*, vol. 105, 1997, pp.709-775.

Arellano, M. and S. Bond, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and and Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, vol. 58, 1991, pp. 277 ~ 297.

Beck, Thorsten., Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, "A New Database on Financial Development and Structure," World Bank Economic Review 14, 2000, pp.597-605.

Brecher, Richard A., and Carlos F. Diaz Alejandro, "Tariffs, Foreign Capital and Immiserizing Growth," *Journal of International Economics* no. 7, 1977, pp. 317-322.

BIS, Monetary and Economic Department, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007 : Preliminary global results," September 2007.

Davis, E. Phillip, and B. Steil, *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge, 2001.

Davis, E. Philip, "The Role of Pension Funds as Institutional investors in Emerging Markets," KDI conference on " Population Aging in Korea:Economic Impacts and Policy issues," Seoul, March 2005.

Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* vol. 26, 1983, pp. 301 ~ 325.

Goodfriend, M. and John McDermott, "Industrial Development and the Convergence Question," *The American Economic Review*, Vol.88, No.5, 1998, pp.1277 ~ 1289.

IMF Research Department, "Reaping the Benefit of Financial Globalization," a discussion paper, 2007.

Klein, M. and G. Olivei, "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth," NBER Working Paper 7384, 1999.

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper WP/06/189, 2006.

Martin, P. and H. Rey, "Financial Super-markets: Size Matters for Asset Trade," *Journal of International Economics*, vol.64, 2004.

OECD, *Institutional Investors*: Statistical Yearbook 1992-2001, 2003.

Schmidt, Reinhard H., Andreas Hackethal and Marcel Tyrell, "The Convergence of Financial Systems in Europe," Johann Wolfgang Ghethe Unversity Working Paper

Series No.75, 2001.

Rocha, Bruno, "At Different Speeds: Recovering from the Asian Crisis – On the Importance of Policy Complementarities for Growth," ADB Institute Discussion Paper No. 60, February 2007.

United Nations, *World Economic and Social Survey 2007 : Development in an Ageing World,* Department of Economic and Social Affairs, E/2007/Rev.1 St/ESA/314, New York, 2007.

Vittas, Dimitri, "Pension Reform and Financial Markets," Development Discussion Paper No.697, Harvard Institute for International Development, April 1999.