연구보고서 2010-03

# 금융산업과 규제의 새로운 패러다임 정립

연 태 훈 · 허 석 균 편

KDI

# 발 간 사

2007년 7월 미국 금융시장으로부터 촉발된 글로벌 금융시스템의 혼란은 세계경제를 총체적 위기상황으로 몰아넣었다. 더구나 세계적 금융기관들의 몰락은 시장 상황과 전망에 대한 불확실성을 유발하였고, 그 과정에서 드러난 금융시장의 불투명성은 시장에 대한 근본적 신뢰를 손상시켰다. 한편, 선진국 금융시장의 붕괴로 급격한 외환시장 경색 또는 이자율과 환율의 급등을 경험한 개도국 경제는 직접적인 손실의 발생 여부와는 무관하게 심각한 타격을 입을 수밖에 없는 상황에 직면하게 되었다.

금융위기가 가져올 수 있는 파괴적 효과를 몸소 체험한 각국의 정부와 학계는 이미 위기의 발생과 확산과정에서 드러난 금융기관, 금융시장, 규제, 정책, 인프라 등의 약점을 보완하기 위한 논의를 다양하게 진행해 오고 있다. 이러한 맥락에서 본 보고서에서는 새로운 금융규제 패러다임에 관한 국제적 논의의 흐름을 정리하는 한편, 선진 금융시장 중심의 논의를 통해 도출된 새로운 금융규제 패러다임의 함의를 살펴보고, 우리의 시각에서 이에 대한 개선방안을 모색해 보고자 한다.

돌이켜 보면, 지금으로부터 십여 년 전인 1997년 한국경제는 동아시아 금융위기의 중심에 서 있었다. 이를 기점으로 한국은 급속한 경제환경의 변화에 직면하였고 그에 따른 구조개혁을 감내하지 않으면 안 되는 상황에 처하게 되었다. 아마도 1997년  외환위기 이후 한국경제의 구조 변화를 한 단어로 정리한다면 '탈규제(deregulation)'로 정리될 수 있을 것이다. 특히 금융시장에서는 세계화(globalization)의 조류 속에서 미국, 영국 및 EU 국가들의 사례를 좇아 탈규제화를 시도하려는 움직임이 두드러졌다. 이와 같은 탈규제화의 조류는 금융 시장 내 정보 불균형이 대응 가능한 수준이라는 믿음에 기초한 것이다. 그러나 1990년대 이후 추진된 급속한 세계화(globalization), 이를 통한 전 세계 금융시장의 통합(integration), 그리고 금융상품의 복잡화는 기대와는 달리 정보비대칭성

의 문제를 첨예화시키는 계기가 되었던 것이다.

한편, 1997년의 위기와 비교하여 2007년의 위기는 전적으로 경제 외부로부터 발생하였다는 점에서 차이를 갖는다. 더불어 선진국 금융시장의 붕괴는 안전자산 선호현상(flight to quality)을 통해 개발도상국의 신용경색(credit crunch)을 야기하고 금리 및 환율의 급격한 상승을 초래하는 등 연쇄반응을 일으켰다는 점에서 국제 금융채널의 안정성에 대한 경각심을 환기시켜 주는 계기가 된 점도 부인할 수 없는 사실이다. 또한 금융부문의 충격은 교역채널을 통하여 선진국으로부터 개발도상국으로 확산되면서 실물부문으로 전이되었으며, 실업률의 상승 등으로 가시화되는 모습을 보였다.

이와 같이 거대한 글로벌 금융위기의 파장을 경험한 각국의 정부 및 학계는 금융기관, 금융시장, 그리고 금융규제를 망라한 기존 금융시스템의 취약점을 보완하는 차원에서 '재규제(re-regulation)'를 기조로 한 금융감독체계 개편안을 논의해 오고 있다. 하지만 이와 같은 현재의 논의들이 선진국의 경험에 기초한 것이라는 점에서 개도국 입장에서는 그 성과물을 수용함에 있어 선별적인 태도를 취할 필요가 있다. 이러한 맥락에서 본 보고서가 위기 이후 금융규제 개혁과 관련한 선진국의 경험과 정책으로부터 교훈을 얻고, 우리의 상황을 정확히 인식하며, 향후의 정책방향을 모색하는 계기가 되기를 기원한다.

본 보고서는 모두 10개의 장으로 구성되어 있다. 제1장은 총괄 부분으로 본 연구의 배경을 보다 구체적으로 설명하고 이후 소개될 9개의 개별 연구들이 시사하는 바를 정리하였다. 먼저 제2장, 제3장 및 제4장에서는 체계적 위험(systemic risk) 관리 차원에서 거시건전성 감독체계 내의 원활한 정보 유통 및 공유의 중요성을 살펴보고 대형 금융기관(SIFI)으로 인한 위기 발생 시 처리방안에 관한 구체적인 논의를 진행한다. 다음으로 제5장과 제6장에서는 은행대출의 경기순응성을 제어하기 위한 여러 금융규제수단들을 검토하고 각각의 장단점을 이론적 혹은 실증적으로 검토한다. 세 번째로 제7장과 제8장에서는 금융산업의 구조개혁 측면에서 신용평가기능의 개선방향을 제시하고 금융기관 임원의 과다한 위험추구행위를 제어할 수 있는 보수체계를 모색해 본다. 그리고 제9장 및 제10장에서는 금융안정성과 국제화라는 주제하에 외환시장의

불안정성에 자국의 금융시장이 노출된 소규모 개방경제의 입장에서 국제금융질서의 개편과 관련한 논의를 정리해 본다.

본 연구에는 본원의 허석균, 김현욱, 조성빈, 윤경수, 이호준 박사가 참여하였으며, 한국금융연구원의 연태훈, 송민규 박사, 중앙대학교의 박창균, 여은정 교수, 이화여자대학교의 김세완 교수, NYU Stern school의 Viral Acharya, Matthew Richardson, Nouriel Roubini, Ingo Walter 교수, Bruegel 연구소의 Garry Schinasi 박사, Peterson 국제경제연구소의 Edwin Truman 박사 등이 외부 집필진으로 참여하였다. 또한 본원의 임경묵, 정대희 두 박사는 초고 단계에서부터 많은 논평과 제언을 통해 본 보고서가 현재의 모습을 갖추는데 큰 도움을 주었다.

아홉 편의 논문으로 구성된 본 보고서가 최근 금융위기 이후 논의되고 있는 금융감독체계의 개편 논의에 대한 포괄적이고 균형 잡힌 분석 및 평가를 제시하기는 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고 본 연구가 금융위기 이후 금융감독체계 개편이라는 거대한 주제에 대해 여러 연구자의 공동노력을 통해 나름대로 의미 있는 분석 결과를 제시하고 있다고 평가한다. 본 연구에서 다루어지지 않은 세부 주제에 대하여 후속 연구가 이어지길 기대한다.

본 보고서의 완성을 위해서 많은 분들이 수고하셨다. 본 보고서의 집필진뿐 아니라 본 보고서의 초고를 읽고 유익한 논평을 해준 원내외 많은 검토자들, 그리고 집필진을 도와 성실히 연구를 수행한 김정인, 김현아, 허수경, 김용미 연구원들에게 진심으로 사의를 표한다. 그리고 여기에 명시적으로 언급되지 않았지만 본 보고서의 출판에 직간접적으로 기여한 KDI의 많은 분들께 감사드린다.

2010년 12월

한국개발연구원 원장

**현 오 석**

# 목 차


**발간사**

**제1장 총론 및 요약** ····· 1

제1절 연구의 배경 및 목적 ····· 1

제2절 개별 연구의 요약 ····· 4

1. 거대복합금융기관의 도산에 대한 대응방안 ····· 4
2. 거시건전성 감독의 정치경제: 한국의 경우 ····· 5
3. 금융기관의 구조와 금융체제 ····· 6
4. 은행대출의 경기순응성과 경기대응적 금융규제 ····· 7
5. 정보비대칭하에서 은행대출의 경기순응성에 대한 분석 ····· 7
6. 신용평가기능 개선을 위한 과제 ····· 8
7. 은행의 임원 보수체계와 위험추구 ····· 9
8. 우리나라 기업의 환노출 측정 및 결정요인에 대한 분석 ····· 10
9. 글로벌 금융시스템설계 개혁 ····· 11

**제2장 거대복합금융기관의 도산에 대한 대응방안** ····· 13

제1절 서 론 ····· 13

제2절 부실 및 도산 금융기관 문제의 해결전략 ····· 17

1. 자유방임(Laissez Faire) ····· 17
2. 규제유예(Forbearance) ····· 18
3. 관리제도(Receivership) ····· 23
4. 채무재조정(Distressed Exchange) ····· 32

제3절 결 론 ····· 34
참 고 문 헌 ····· 36
【부 록】 ····· 37

**제3장 거시건전성 감독의 정치경제: 한국의 경우** ····· 38
제1절 서 론 ····· 38
제2절 금융안정성과 거시건전성 규제 ····· 41
1. 거시건전성 규제와 미시건전성 규제 ····· 41
2. 금융안정과 거시건전성 규제에 대한 이론적 논의 ····· 44
3. 거시건전성 규제의 중요성 ····· 47
4. 글로벌 금융위기 이후 제기된 주요 이슈와 규제체계 재정립 50
제3절 한국의 금융안정시스템 ····· 56
1. 금융안정에 대한 시스템적 접근방식 ····· 56
2. 한국의 금융안정시스템 ····· 58
3. 평 가 ····· 63
제4절 거시건전성 규제의 정치경제학: 한국의 경우 ····· 68
1. 한국은행의 금융감독 정보 접근을 둘러싼 논란 ····· 68
2. 위기대응에 대한 한국은행의 방어적 태도 ····· 71
3. 평 가 ····· 73
제5절 결론 및 제안 ····· 77
참 고 문 헌 ····· 79

**제4장 금융기관의 구조와 금융체제** ····· 81
제1절 서 론 ····· 81
제2절 금융중개의 역학관계 ····· 82
제3절 기관의 경쟁우위 ····· 86

제4절 단순한 전략적 도해 ····· 89
1. 규모의 경제와 규모의 비경제 ····· 90
2. 경영효율성 ····· 92
3. 범위의 비용경제 ····· 93
4. 범위의 수익경제 ····· 94
5. 시장집중과 리더십 ····· 97
6. 사유정보와 내재 인적자원 ····· 99
7. 다각화, 금융안정성, 시스템 리스크 보장 ····· 99
8. 대기업 디스카운트 ····· 101
제5절 규제지표와 조직구조 ····· 103
1. 체계적인 성과지표 ····· 105
2. 지표에 따라 구조적 옵션 조율 ····· 110
제6절 요약 및 결론 ····· 115
참 고 문 헌 ····· 119

**제5장 은행대출의 경기순응성과 경기대응적 금융규제** ····· 121
제1절 서 론 ····· 121
제2절 은행대출의 경기순응성과 금융규제 ····· 124
제3절 우리나라 금융시스템에서의 경기순응성 ····· 133
1. 개 관 ····· 133
2. 회귀분석 ····· 137
제4절 결론 및 시사점 ····· 147
참 고 문 헌 ····· 152

**제6장 정보비대칭하에서 은행대출의 경기순응성에 대한 분석** · 154
제1절 서 론 ····· 154

제2절 선행연구 ····· 156
제3절 모형의 설정과 기본 해(解) ····· 160
1. 모형의 설정 ····· 161
2. 모형의 기본 해 ····· 163
제4절 규제당국의 자본규제 결정: 경기순응 대 경기역행 ····· 173
제5절 모형의 확장: 복수(multiple) 대출의 도입 ····· 179
제6절 결 론 ····· 183
참 고 문 헌 ····· 186
【부록 A】 이자율정책과 대출공급 ····· 189
【부록 B】 ····· 193

**제7장 신용평가기능 개선을 위한 과제** ····· 196
제1절 서 론 ····· 196
1. 관련 연구 ····· 199
제2절 기본모형 ····· 202
1. 모 형 ····· 202
2. 분 석 ····· 206
제3절 모형의 확장 ····· 210
1. 부가서비스와 이해상충 ····· 210
2. 경 쟁 ····· 214
3. 평판(Reputation) ····· 216
4. 규제와 책임성 부여 ····· 218
제4절 분석의 종합 및 결론 ····· 222
참 고 문 헌 ····· 223
【부 록】 ····· 226

**제8장 은행의 임원 보수체계와 위험추구** ····· 228
제1절 문제의 제기 ····· 228
제2절 선행연구 ····· 230
제3절 보수체계와 유인구조: 이론적 검토 ····· 234
1. 모 형 ····· 234
2. 주주의 위험추구 유인 ····· 237
3. 임금계약과 임원의 유인 ····· 241
4. 소 결 ····· 246
제4절 국내 은행의 실증분석 ····· 247
1. 분석 자료 ····· 248
2. 분석모형 ····· 251
3. 분석 결과 ····· 254
제5절 결 론 ····· 261
참 고 문 헌 ····· 263

**제9장 우리나라 기업의 환노출 측정 및 결정요인에 대한 분석** ····· 266
제1절 서 론 ····· 266
제2절 관련 문헌 ····· 269
제3절 환노출의 개념 ····· 271
제4절 환노출의 측정 및 분석 ····· 274
1. 자료의 구성 ····· 274
2. 환노출의 측정 ····· 274
제5절 환노출의 결정요인 분석 ····· 281
1. 기업특성의 환노출에 대한 가설 ····· 283
2. 환노출의 결정요인 분석 ····· 284

제6절 결론 및 시사점 ····· 287
참 고 문 헌 ····· 289
【부 록】 산업분류표 ····· 291

**제10장 글로벌 금융시스템설계 개혁** ····· 293
제1절 서 론 ····· 293
제2절 위기로 노출된 글로벌 금융시스템 관련 쟁점 ····· 298
1. 글로벌 금융안정 보장을 위한 위기 전 협력체계 ····· 298
2. 최근 금융위기를 통해 드러난 여러 문제점 ····· 304
3. 개혁이 필요한 주요 영역 ····· 306
제3절 국제통화기금(IMF)과 금융안정위원회(FSB) ····· 320
1. 국제통화기금(IMF) ····· 320
2. 금융안정위원회(FSB) ····· 327
제4절 국제금융시스템설계에 대한 함의 ····· 343
1. 중추적인 국제기구 ····· 344
제5절 IMF, FSB 그리고 국제금융시스템상 주요 쟁점 ····· 346
1. 자본, 유동성, 레버리지에 대한 규제요건 및
'시스템 리스크'세 부과의 잠재적 이익과 비용 ····· 348
2. 금융 규제, 감독, 인프라의 한계 또는 경계 ····· 350
3. 글로벌 머니와 금융시장의 규제와 감독 ····· 350
4. 시스템적으로 중요한 금융기관 혹은
'대마불사' 기업의 문제 ····· 351
5. 위기 관리, 구제 그리고 정리절차 ····· 351
6. 변동성이 큰 자본흐름의 효과적인 관리 ····· 352
제6절 결론 및 제언 ····· 353
참 고 문 헌 ····· 359

# 표 목 차


<표 3-1> 거시건전성 규제와 미시건전성 규제 ····· 44

<표 4-1> 대안적 중개구조의 사례 ····· 117

<표 5-1> 국내 은행의 대출에 대한 추정 결과 ····· 140
<표 5-2> 국내 은행의 자기자본비율에 대한 추정 결과 I ····· 144
<표 5-3> 국내 은행의 자기자본비율에 대한 추정 결과 II ····· 146

<표 8-1> 주요 변수 요약통계량(관측 수=50) ····· 251
<표 8-2> 가격기준 위험지표 사용 시 선형회귀분석 결과(은행더미 제외) 256
<표 8-3> 가격기준 위험지표 사용 시 고정효과 회귀분석 결과 ····· 257
<표 8-4> 투자기준 위험지표 사용 시 회귀분석 결과 ····· 259
<표 8-5> 투자기준 위험지표 사용 시 고정효과모형 회귀분석 결과 ····· 260

<표 9-1> 통화별 상관계수 ····· 275
<표 9-2> 환노출 추정 결과 ····· 277
<표 9-3> 수출 및 수입 여부에 따른 환노출의 비교 ····· 279
<표 9-4> 수출 및 수입의 유형별 환노출의 비교 ····· 279
<표 9-5> 외화순자산의 포지션과 환노출의 비교 ····· 280
<표 9-6> 기업집단 소속 여부에 따른 환노출의 비교 ····· 281
<표 9-7> 주요 변수 요약통계량 ····· 282
<표 9-8> 규모가설에 따른 기업규모와 환노출의 상관관계 ····· 283
<표 9-9> 환노출의 결정요인 ····· 286

<표 10-1> IMF와 FSB의 정책 초점, 수단, 지배구조 ····· 297
<표 10-2> 글로벌 금융안정성 보장을 위한 위기 이전의 협력체계 ····· 300
<표 10-3> 금융안정포럼(FSF)과 금융안정위원회(FSB)의
회원 및 대표의 변화 ····· 331

# 그 림 목 차

[그림 3-1] 금융안정시스템 ····· 57

[그림 4-1] 금융중개 로드맵 ····· 84
[그림 4-2] 다기능 금융 링크 ····· 88
[그림 4-3] 상품특유, 고객특유, 지리적 전략 링크 ····· 90

[그림 5-1] 비금융 민간부분에 대한 금융부문의 자산 ····· 133
[그림 5-2] 예금취급기관의 대출증가율과 GDP성장률 ····· 134
[그림 5-3] GDP와 은행대출 간 시차상관계수(4Q 1999~4Q 2004) ····· 135
[그림 5-4] GDP와 은행대출 간 시차상관계수(4Q 2004~4Q 2009) ····· 135
[그림 5-5] 은행규모별 GDP와 대출 간 시차상관계수
(4Q 1999~4Q 2004) ····· 136
[그림 5-6] 은행규모별 GDP와 대출 간 시차상관계수
(4Q 2004~4Q 2009) ····· 136

[그림 6-1] 경기변동과 부채조달 비율 ····· 167
[그림 6-2] 경기변동과 대출공급 ····· 170
[그림 6-3] 경기변동과 신용공여의 효율성 기준 ····· 172
[그림 6-4] 자기자본비율이 일정한 경우의 경기변동과 신용공여 I ····· 175
[그림 6-5] 자기자본비율이 일정한 경우의 경기변동과 신용공여 II ····· 175
[그림 6-6] $k_t^*$, $k_t^{**}$와 $k_t^{***}$의 비교 ····· 177

[그림 7-1] 기업 및 구조와 상품 신용등급 분포 ····· 211
[그림 7-2] ABX 지수에 의한 MBS의 가치 ····· 211

[그림 8-1] 최적(First Best)의 위험수준 ····· 237
[그림 8-2] 주주의 수익구조와 주주 입장에서의 최적 위험수준 ····· 239
[그림 8-3] 위험 기피적인 주주와 최적의 위험수준 ····· 240
[그림 8-4] 경영자의 최적 위험수준 ····· 242

[그림 8-5] 주식형태의 임금구조와 최적의 위험수준 ····· 243
[그림 8-6] 스톡옵션형태의 임금구조와 최적 위험수준 ····· 244
[그림 8-7] 보너스 형태의 임금구조와 최적 위험수준 ····· 246

[그림 9-1] KOSPI 지수의 수익률과 외환리스크 프리미엄의 상관관계 ····· 276

제1장

# 총론 및 요약

## 제1절 연구의 배경 및 목적

2007년 7월 미국의 금융시장으로부터 촉발된 혼란은 빠르게 전 세계로 확산되었고, 이로 인해 글로벌 금융시스템이 혼란에 빠져들었을 뿐 아니라, 모든 국가들이 정도의 차이는 있을지언정 공히 경기침체나 실업률 상승과 같은 총체적 경제위기 상황을 경험하게 되었다.

무엇보다, 세계적 금융기관들의 몰락은 시장상황 및 이에 대한 전망의 불확실성을 유발하였으며, 위기의 전개과정에서 드러난 금융시장의 불투명성은 시장에 대한 근본적 신뢰마저 손상시키는 결과를 초래하고 말았다. 특히 개발도상국들의 경우 선진국 금융시장의 붕괴로 대두된 안전자산 선호현상이 급격한 (외환)신용경색으로 이어지게 되었다. 이와 같은 현상은 다시 미래에 대한 암울한 전망과 결합하여 주가의 폭락과 이자율 및 환율의 급등을 유발하였으며, 그 결과 개도국 경제는 금융거래에 따른 직접적인 손실의 발생 여부나 규모와는 무관하게 심각한 타격을 입을 수밖에 없었다. 게다가 선진국 실물경제의 침체에 따른 급속한 수출감소가 1차적 금융충격의 뒤를 이으면서 거의 모든 국가들이 국내 경기의 침체와 고용조정을 경험할 수밖에 없게 되었다.

이처럼 금융위기가 가져올 수 있는 파괴적 효과를 몸소 체험한 각국의 정부와 규제당국 및 학계는 위기의 발생과 확산 과정에서 드러난 금융기관, 금융시장, 규제, 정책, 인프라 등의 약점을 보완하기 위해 다양

한 수준과 범위에 걸쳐 관련 논의를 진행시키고 있다. 이러한 논의의 중심에는 그동안 무비판적으로 수용되어온 바 있는 탈규제 혹은 친규제 완화 기조의 근본적인 전환이 필요하다는 공감대가 자리하고 있다.

위기 이전까지는 경쟁(competition)과 위험분산(risk-sharing)이 금융의 본질이며, 따라서 개별 금융기관에 대한 최소한의 규제만으로도 금융시스템의 안정성이 달성될 수 있다는 것이 일반적인 인식이었다. 그러나 이번의 위기를 겪으며 금융시장에는 경쟁으로도 해소되지 않는 정보의 비대칭성(information asymmetry)과 더 이상 분산이 가능하지 않는 총체적 위험(aggregate or systemic risk)이 여전히 존재하며, 이에 대한 추가적 관리가 필요하다는 데 대한 공감대가 형성되기에 이르렀다. 다시 말해 최근의 논의는 금융기관에 대한 필요하고 적절한 수준의 감독이 이루어지지 못하였기 때문에 이러한 위기상황이 초래되었으며, 따라서 지금까지의 규제완화 기조는 반전될 필요가 있다는 쪽에 초점이 맞추어져 있다고 하겠다. 본 보고서는 이러한 맥락에서 새로운 금융규제 패러다임에 관한 국제적 논의의 흐름을 정리하는 것을 일차적인 목표로 삼는다.

현 금융위기 상황은 주지하다시피 비대칭적인 정보배분으로 인한 시장의 실패가 극명하게 드러난 사례이다. 일단은 현 국면을 극복하는 차원에서 각국 정부는 최대한의 재량을 발휘하여 통화, 금융 및 재정 정책을 집행하고 있다. 더불어 동일한 상황이 반복될 가능성을 최소화하기 위하여 금융시스템의 개혁에 대해 논의하고 있는데, 금융위기 이전 금융시스템에 대한 최소한의 규제를 추구하던 분위기에 반하여 최근의 논의는 적절한 규제가 필요하다는 쪽으로 흐르고 있다. 따라서 이와 같이 급격한 시류의 변화를 이해할 개념적 도구를 확보하는 차원에서 금융규제의 목적/대상, 당위성 및 바람직한 형태에 대한 고찰을 통해 현재의 규제체계를 바꾸어 나갈 방향을 모색하고, 이 새로운 체제하에서 다루어지게 될 규제/감독의 대상 및 수단에 대한 논의를 일반론적 관점에서 전개하는 노력이 필요한 것이다.

하지만 이러한 논의들이 적어도 아직까지는 개별 국가가 처한 특수성이 새로운 금융규제체제하에서 구체적으로 어떻게 구현되어야 하는지를 모색하는 수준에는 이르지 못하고 있음에 대해서도 주목할 필요가

있다. 특히 금융 선진국을 뒤쫓는 신흥 개발도상국의 입장에서 보면 자국 내 자본시장이 크게 발달하지 못한 관계로 자본축적을 위한 상당한 재원을 해외로부터 조달해야 한다는 제약을 안고 있다. 따라서 국제금융시장의 참여를 위해서는 일정 부분 선진국 중심의 금융관행을 따를 수밖에 없다. 그러나 다른 한편으로는, 상대적으로 경제, 사회, 문화적 동질성이 강한 선진국들(예: EU 국가)과는 달리 이들 개발도상국은 정치, 사회, 문화적 배경 및 경제환경이 매우 다양한 양태를 띠고 있으며, 자국의 고유한 상황을 금융시장 규제에 반영할 수밖에 없는 처지임도 부인할 수 없는 현실이다.

또한 최근의 금융위기 사태 직후 변동환율제를 채택하고 있는 많은 개발도상국가에서 관측된 큰 환율변동과 이로부터 촉발된 각국 금융시장의 불안감은 적어도 개발도상국에 있어 위험전달경로로서 외환시장이 가지는 역할에 주목해야 할 필요성을 강력히 시사한다. 더불어 개도국 외환시장 변동의 많은 부분이 해당 국가 내 외국기관투자자들이 레버리지를 축소하는 과정에 기인한 것이라는 분석은 비단 외환거래에 대한 규제뿐 아니라 개도국에서 활동하고 있는 다양한 해외 금융기관에 대한 감독 및 규제 이슈로 논의를 확대시키는 것이 불가피함을 시사한다.

글로벌 금융시스템의 안정을 위해서는 모두가 공유하는 보편타당한 원칙과 함께 나라별 특수성에 따른 맞춤형 접근이 가능한 신금융규제체계를 확립하는 것이 필수적이다. 이는 금융시장의 재편 및 관련 규제의 개편이 이루어지더라도 금융시장의 통합은 거스를 수 없는 대세이며, 이에 각국의 금융제도가 일정 부분 수렴(convergence)하는 현상은 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 하지만 금융규제 및 규제체계 구성에 있어서의 최적 형태란 개별 금융시장의 발전경로에 따라 여전히 상이한 모습을 나타내고 있을 가능성이 높다. 따라서 우리나라가 처한 특수 환경 및 역사적 경험을 제약요인으로 놓고, 금융시장 통합 및 국제화라는 큰 흐름 속에서 행해지고 있는 우리의 금융규제 정비 및 규제수준 제고 노력을 강화하는 것이 바람직한 접근법일 것이다.

## 제2절 개별 연구의 요약

본 보고서는 총 10개의 장으로 구성되어 있다. 제1장은 총괄 부분으로 본 연구의 배경을 보다 구체적으로 설명하고 이후 소개될 9개의 개별 연구들의 사사점을 요약하였다. 먼저 제2장, 제3장 및 제4장에서는 체계적 위험(systemic risk) 관리 차원에서 거시건전성 감독체계 내의 원활한 정보 유통 및 공유의 중요성을 살펴보고, 대형 금융기관(SIFI)으로 인한 위기 발생 시 처리방안에 관한 구체적인 논의를 진행한다. 다음으로 제5장과 제6장에서는 은행대출의 경기순응성을 제어하기 위한 여러 금융규제수단들을 검토하고 장단점을 비교한다. 특히 이 두 장은 각각 실증적, 이론적 분석방법을 취하여 같은 주제에 대하여 상호 보완적인 논의를 진행한다. 세 번째로 제7장과 제8장에서는 금융산업의 구조개혁 측면에서 신용평가기능을 개선하고 금융기관 임원의 과다한 위험추구 행위를 제어할 수 있는 보수체계를 모색해 본다. 그리고 제9장 및 제10장에서는 금융안정성과 국제화라는 주제하에 외환시장의 불안정성에 자국의 금융시장이 노출된 소규모 개방경제의 입장에서 국제금융질서의 개편과 관련한 논의를 정리해 본다. 이하에서는 제1장을 제외한 9개 장의 주요 연구 결과를 간략히 정리한다.

### 1. 거대복합금융기관의 도산에 대한 대응방안

본 장에서는 거대복합금융기관(LCFI)의 부실 혹은 파산 문제를 해결하기 위한 방식으로 ① 자유방임주의나 시장기반 접근법(laissez-faire or market-based), ② 감독당국의 규제유예(forbearance), ③ 정부나 정부가 지정한 규제당국의 책임하에 실시되는 관리제도(receivership), ④ 채무재조정(distressed exchange) 등의 네 가지 정책수단을 살펴보고 각각의 장·단점을 논의한다. 이를 위해 다양한 기준을 선정하였는바, 여기에는 유동성 위기와 지불불능사태하에서의 상대적 혹은 절대적 효과성, 파산 금융기관 관리의 어려움과 그 결과 발생하는 시스템 리스크의 크기, 도덕적 해이의 문제 및 그로 인한 위기발생 가능성 그리고 납세자에 대한

영향 등이 포함된다.

먼저 시장기반 접근법은 파산기관을 정리하고 시장규율을 세울 수 있다는 장점이 있지만, 위기 진행 중의 유동성문제와 시스템 리스크의 해결에 있어서는 잘 작동하지 않을 가능성이 높다. 반면, 포괄적 규제유예의 경우에는 위기기간 동안 위험이 시스템 전체로 파급되는 것을 막아준다는 측면에서는 바람직하지만, 지급불능문제를 해결하지 못할 뿐더러 심각한 도덕적 해이를 조장할 가능성이 높다. 이런 점에서 포괄적 규제유예는 시장기반 접근법과는 거의 정반대의 성격을 지닌다. 다음으로 채무재조정은 도덕적 해이를 방지하는 시장기반 해결책의 일종이긴 하지만, 거대복합금융기관을 상대로 신속히 이행되기 어려우며, 다른 거대복합금융기관의 연쇄적 인출사태를 촉발할 수도 있다는 점에서 부족해 보인다. 따라서 정리절차를 주관하는 당국에 소유권을 일시적으로 이전하고, 당국이 체계적인 구조조정과 (필요하다면) 부실 거대복합금융기관의 청산(liquidation)을 추진하는 관리제도 접근법이 가장 바람직한 것으로 보인다.

## 2. 거시건전성 감독의 정치경제: 한국의 경우

본 연구에서는 신흥경제국의 거시건전성 금융규제를 정치경제적 측면에서 검토하였다. 최근 금융위기 시 한국의 규제기관 간의 불일치와 관련한 사례들을 검토하여 두 가지 특성을 식별하였으며, 이 특성들은 거시건전성 강화에 대한 규제시스템의 향후 방안을 논의하는 데 유용한 함의를 제공할 것으로 기대된다. 첫째, 한국의 규제·감독 기관들은 치열한 영역권 다툼을 보였다. 시스템 위험에 대한 관리는 재정부, 중앙은행 및 금융감독기관 등 여러 규제기관 간의 협조가 요구된다. 그러나 각 기관들은 '그들만의' 영역을 침해한다고 생각하는 어떤 시도에 대해 매우 민감하게 반응하였고, 이와 같은 행동은 대부분의 경우에는 금융안정시스템에 심각한 문제를 초래할 가능성이 높다. 둘째, 정부 소속이 아닌 규제기관, 특히 한국은행은 금융시스템의 안정성 유지를 위한 조치를 취하는 데 매우 수동적인 입장을 취하였다. 이와 같은 행동은 과거 적절한 견제와 균형의 부족으로 인해 생겨난 금융규제시스템의 관료적

지배라는 부정적인 유산이 초래한 오래된 부작용이다. 본 연구에서는 한국과 같은 신흥경제국의 거시건전성 규제방안에 대한 충분한 논의는 금융기관 및 금융시장 발전을 위해 반드시 필요하다고 제안한다.

## 3. 금융기관의 구조와 금융체제

2007~09년에 걸친 금융위기 이후 체계적 위험(systematic risk)에 대한 논의는 '시스템적으로 중요한 금융회사(SIFI)'로 집중되었다. 이들 회사는 대규모, 복잡성, 높은 상호연관성을 특징으로 하는 금융대기업들 위주로 구성된 금융회사 집단을 의미한다. 본 장에서는 이들 SIFI가 보여주는 경제적 및 전략적 행태의 근원을 살펴본다. 만약 이들 기관이 체계적 위험의 핵심 원인이라면, 그렇게 된 과정과 원인을 이해하는 일은 중요하기 때문이다. 다음으로 정태적 및 동태적 효율성, 안전성과 견고성, 경쟁력을 금융시스템의 주요 성과지표로 설정함과 아울러 금융시스템 내에서의 공공이익이라는 관점을 반영하여, 이들 지표 간에 존재하는 상충관계를 살펴서 SIFI가 과연 이 지표들을 개선 혹은 악화시키는지를 살펴본다. 더불어 SIFI에 대한 건전성 규제가 이와 같은 체계적 성과지표에 맞추어 조율될 필요성을 제기하고자 한다. 끝으로, 금융위기 이후의 일부 주요 규제 이니셔티브, 특히 2010년에 제정된 미국의 도드-프랭크법에 관해, 이들이 SIFI의 비즈니스 모델에 미칠 수 있는 영향을 검토해 본다.

위와 같은 논의를 통하여 궁극적으로 본 장에서는, 공공의 이익에 대한 확고한 자세로, 국제적 합의에 근거하여 일관되게 규율화된 지속성을 지닌 금융체계를 지향하는 것이 필요하며, 여기에는 궁극적으로는 시장규율이 중심이 되어야 한다는 결론을 내리고 있다. 보다 구체적으로는, SIFI가 초래하는 부정적 외부성(체계적 위험의 형태로 시현되는)에 상응하는 비용을 지불할 수밖에 없다는 인식을 공유하면서, 해당 기관의 경영진과 이사회가 글로벌 금융중개의 거시경제 및 산업조직의 맥락에서 최적화된 기관전략과 구조에 대한 자체적인 결론을 마련하는 방식으로 진행되어야 할 것이다.

## 4. 은행대출의 경기순응성과 경기대응적 금융규제

본 연구는 국내 은행대출의 경기순응성 여부를 실증분석을 통해 살펴보고자 한 것이다. 실증분석은 일반적인 패널추정모형을 이용하여 실시되었는데, 먼저 은행규모의 차이에 따른 경기순응성의 차이는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 또한 국내 은행의 경우 이미 경기순응적 방식으로 완충자본을 축적하고 있음을 발견하였는데, 이는 은행대출의 경기순응성이 이미 은행의 자발적인 완충자본 적립으로 통제되고 있을 가능성을 시사한다. 이러한 결과는 대형은행 등 일부의 은행그룹을 대상으로 하는 자본규제는 적합하지 않으며, 경기순응성을 완화하기 위해서는 감독당국이 매우 강한 규제를 시행해야 함을 시사한다. 또한 감독당국의 재량적 개입이 규제의 불확실성을 높이고 금융기관에 과중한 부담을 지우는 등 사회적 비용을 야기할 수 있으므로 재량적 접근을 합리적으로 제한할 준칙을 확립하는 것이 바람직하다.

## 5. 정보비대칭하에서 은행대출의 경기순응성에 대한 분석

2007년부터 시작된 글로벌 금융위기는 금융시장에 단순히 경쟁으로 해소할 수 없는 정보의 비대칭이 존재할 뿐 아니라, 이러한 정보비대칭성이 시장의 실패를 통해 너무나도 쉽게 은행대출의 경기순응성을 유발하고, 금융시스템의 불안정성을 초래할 수 있다는 점을 극명히 보여주었다. 이러한 맥락에서 본 연구는 최대한 단순화된 모형을 활용하여 은행과 채권 소유자 간에 그리고 은행의 기존 주주와 신규 주주 간에 정보비대칭성이 존재할 경우 발생할 수 있는 은행대출 및 자금조달 결정의 왜곡과 그 원인을 살펴보고, 이러한 왜곡에 대한 완화방안으로서 자본규제가 가지는 기능과 한계에 대해 논의하였다.

첫째, 본 연구는 은행이 직면한 대출신청 승인 여부 및 자금조달방식에 대한 선택문제를 분석함으로써 자기자본비율 요건이 없는 경제에서의 자원배분은 비효율적이라는 것을 보였다.

둘째, 본 연구는 경기변동에 따라 대출의 공급이 달라지는지를 분석

하고, 대출의 품질이 저하되는 호황 말기 직전단계에서 대출공급이 경기순응적 성향을 가진다는 점을 보였다. 이러한 맥락에서 본 연구는, 기존 연구들과 마찬가지로, 최소 자기자본비율 규칙에는 바람직하지 않은 시장상황에 대처하는 기능이 도입되는 것이 타당하다는 점을 확인하고 있다.

셋째, 본 연구는 복수의 차별적 자기자본비율 규칙 간 비교를 수행하고, 은행대출의 경기순응성을 완화시키거나 프로젝트의 정확한 기대수익률에 따라 대출을 승인 및 기각할 확률을 제고시킴에 있어 각 규칙들이 가지는 상대적 성능에 대한 비교도 시도하였다. 분석 결과, 경기변동주기의 장·단에 따라 경기역행적 자기자본비율과 경기순응적 자기자본비율이 가져올 수 있는 성과가 달라질 수 있다는 점을 확인할 수 있었다.

넷째, 복수 대출이 가능한 경우, 시장 효율성을 제고하기 위하여 금융규제당국이 은행의 포트폴리오 위험에 대해 우려하는 이유를 보이고, 심지어 경제에 위험 중립적 대리인이 가득한 상황에서도 규제당국이 전통적 자본규제 외에 추가로 가중평가된 위험 노출 수준에 한도를 부과하고 있는 이유가 무엇인지를 살펴보았다.

## 6. 신용평가기능 개선을 위한 과제

신용평가회사는 정보의 획득과 처리가 용이하지 않은 자본시장에서 회사채 및 회사채를 발행하는 회사들에 대한 정보를 수집하고 분석하여 채무상환능력 및 부도위험 등에 대한 정보를 투자자에게 제공하여 신용정보의 부족 또는 정보비대칭성(information asymmetry)에서 발생할 수 있는 시장의 부재(missing market) 문제를 완화하고 기업의 자금조달을 용이하게 하는 기능을 수행한다. 신용평가회사가 제공하는 정보는 단지 투자자의 의사결정에만 영향을 미치는 것이 아니라 금융기관의 신용위험을 규제하기 위한 기초자료로 이용된다.

투자자에게 정보전달 기능과 금융규제의 기초자료로서의 기능 등 자본시장에서 신용평가의 중요성을 고려하면 신용등급이 정보를 공정하고 정확하게 반영하는 것이 필요하다. 신용평가회사가 제공하는 정보는 단지 투자자의 의사결정에만 영향을 미치는 것이 아니라 금융기관의 신

용위험을 규제하기 위한 기초자료로 이용된다. 그러나 최근 금융위기과정에서 서브프라임 모기지 등에 대한 부정확한 신용등급은 위험을 적절하게 반영하지 못하여 금융위기 확산의 주요 요인으로 지적되면서 신용평가기능 개선을 위한 논의가 진행되고 있다.

본 연구는 신용평가 노력에 대한 관찰이 불가능한 모형(hidden action model)을 통해 신용평가회사의 행태 및 규제에 대하여 분석을 시도함으로써 현재 논의되고 있는 신용평가기능 개선을 위한 논의에 보완적인 기여를 하고자 한다. 기본 모형으로 신용평가회사의 도덕적 해이를 반영하는 모형을 분석한 후 모형을 확장하여 신용평가 관련 개선방안들에 대한 이론적 분석을 실시한다. 먼저 컨설팅, 구조화 상품의 개발 등과 관련된 부가서비스(ancillary services) 존재와 그로 인한 이해상충의 문제 그리고 경쟁과 평판 효과에 대한 분석을 시도한다. 그리고 신용평가회사의 규제와 관련하여 법적 책임의 부여에 대하여 논의한다.

모형 분석 결과, 신용평가회사는 추출된 신호를 정직하게 보고하지만, 신용평가 노력이 관찰 가능하지 않음으로 인해 사회적으로 최적인 수준보다 낮은 수준의 신용평가 노력을 기울임을 확인하였다. 경쟁 및 평판 효과를 고려한 확장된 모형의 경우에도 신용평가회사에 사회적으로 최적의 유인을 제공하는 데는 한계가 있으며, 이러한 문제는 부수업무가 약화된다는 사실을 통해 확인할 수 있었다. 따라서 경쟁과 평판에 의한 규율이 불완전한 경우 신용평가회사에 대한 감독 및 잘못된 정보의 제공에 따른 책임의 부과가 필요함을 확인하였다.

## 7. 은행의 임원 보수체계와 위험추구

최근 글로벌 금융위기의 원인 중 하나로 과도한 위험을 추구하는 유인을 제공하는 금융기관 임원의 보상체계가 제시되고 있다. 이는 단기적인 보상계약이 단기실적주의를 유도함과 동시에, 스톡옵션·보너스 등의 성과급이 성과에 대해 볼록한(convex) 성격을 가지므로 임원의 실질적 선호체계를 위험추구적으로 전환시키기 때문이다.

경영자가 대출자산 포트폴리오의 범위를 결정할 수 있고, 자산의 관리 비용이 이 범위에 의존하는 이론 모형의 분석 결과, 범위 확대에 따

른 기대수익 증가가 수익 변동성의 폭 증가보다 크지 않을 경우, 주주는 유한책임(limited liability)의 특성으로 인해 사회적으로 최적인 수준보다 더 위험한 포트폴리오의 범위를 선택하게 된다. 이 경우 주주는 주식 부여·스톡옵션·보너스 등을 통해 경영자의 선택을 자신의 선호에 상응하도록 유도할 수 있다. 다만, 이러한 문제는 건전성 규제하에서 다소 완화될 수 있다.

보상체계와 위험추구 간의 관계를 실증적으로 살펴보기 위해 국내 은행의 자료를 사용하여 분석해 본 결과, 이론적 예측 및 미국에서의 선행연구 결과와는 달리 국내 은행에서는 스톡옵션의 부여가 은행 위험을 증가시켰다는 증거를 찾을 수 없었다. 가격기반 위험지표에 대한 회귀분석 결과, 임원보수 중 스톡옵션의 비중과 스톡옵션 누적잔액 모두 위험지표를 감소시키는 것으로 나타났으며, 고정효과 회귀분석에서는 양자 모두 위험에 유의한 영향을 미치지 못하였다. 투자기반 위험지표에 대한 분석에서도 유사한 결과를 얻었다. 다만, 이러한 결론은 현 공시제도상 스톡옵션을 제외한 성과급이나 임원별 보수에 대한 정보가 존재하지 않으므로, 여타 성과급의 영향을 고려하지 못했다는 점에서 한계를 가진다.

이론적·실증적 분석의 정책적 시사점으로 우선 보상체계에 대한 유인 규제 시에 성과보상의 다양성과 각각의 효과에 대한 엄밀한 분석이 요구되며, 동시에 여타 건전성 규제와의 보완성을 고려할 필요가 있다는 점을 제시할 수 있다. 또한 우리나라의 경우 감독당국 및 투자자·예금주가 은행 임원의 유인구조를 파악하기에는 공시되는 자료가 부족하므로, 공시제도의 개선을 전향적으로 검토할 필요가 있다.

## 8. 우리나라 기업의 환노출 측정 및 결정요인에 대한 분석

본 연구는 환노출(foreign exchange exposure)을 '예상하지 못한 환율의 변동에 대한 기업가치의 변화 정도'로 정의하고, 2007~08년 우리나라 상장기업 중 비금융회사를 대상으로 환노출을 측정하고, 환노출에 영향을 미치는 요인에 대한 분석을 통해 기업의 외환위험 관리에 대한 시사

점을 도출하고자 하였다.

분석 결과를 볼 때, 환율 상승으로 기업가치의 혜택을 입는 기업은 소수에 불과하며, 상당수의 기업들은 환율 상승으로 기업가치가 하락하는 것으로 보인다. 비록 한국경제가 수출 위주의 경제일지라도 환율 상승의 혜택은 소수의 기업들에만 집중하는 경향이 나타난다. 산업별로 보면, 수출 위주의 자동차, 전자부품・컴퓨터 산업이 환율 상승의 혜택을 받으며, 건설, 의료정밀・기타 기계 등 내수산업은 환율이 상승할 경우 손실을 입고 있다.

그리고 음(-)의 환노출 기업들의 경우 기업규모가 작을수록 환노출의 절댓값이 커지는 현상을 볼 수 있었다. 이는 음(-)의 환노출을 보이는 중소 내수기업 또는 수입기업들이 환위험 관리에 더욱 신경써야 함을 암시한다. 한편, 실증적으로는 외환헤지 여부와 환노출 사이의 관계가 강건하게 나타나지는 않고 있다. 그러나 이를 토대로 외환헤지가 환노출을 줄이는 효과와 관계가 작다고 판단하는 것은 곤란할 것이다. 오히려, 이러한 결과를 나타나게 한 요인으로 보이는 다양한 내부적 환위험 관리기법들에 대해 관심을 기울일 것을 권고한다. 즉, 보통 기업들의 환위험 관리 능력을 제고하자고 할 때, 금융 헤지상품에만 초점을 두는 경향이 있는데, 다양한 내부적 기법들에 대해서도 관심을 기울여야 할 것이다.

마지막으로 환율 관련 정책은 산업 및 기업의 특성에 따라 차별적인 효과를 발생시키는 것을 염두에 두어야 할 것을 강조한다. 환율의 변동성을 축소하는 정책은 환율의 불확실성을 줄인다는 측면에서 바람직하지만, 환율수준의 방향에 영향을 주는 정책은 기업들에 차별적으로 영향을 미치므로 경제 전반에 대한 효과는 일의적이지 않을 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 특히 수출 지향적인 고환율정책의 경우 소수의 대규모 기업에 혜택이 집중될 가능성이 있으며, 내수 및 수입 위주의 기업으로부터 수출 위주의 기업으로 부의 이전이 발생할 수 있음을 시사한다.

## 9. 글로벌 금융시스템설계 개혁

본 연구는 글로벌 금융위기가 글로벌 금융시스템설계(Global Financial

Architecture, 이하 GFA)의 개혁에 미친 영향을 검토하며, 특히 IMF와 FSB의 개혁을 통해 글로벌 금융시스템의 기능과 지배구조(governance)를 개선할 수 있는 영역에 초점을 맞추었다.

글로벌 현대금융의 효율성을 유지하는 측면에서 그리고 국민이 낸 혈세 측면에서, 미래의 위기를 비용 대비 효과적으로 관리하고 해결하려 한다면, GFA를 개혁해서 글로벌 위기를 통해 드러난 금융구조의 취약점을 국가 차원에서의 개혁을 통해 극복해야 한다. 그러나 이러한 개혁이 글로벌 금융시스템의 안정성 강화에 기여할 가능성을 극대화시키기 위해서는 관련 국제기구, 특히 IMF와 FSB의 금융안정화 역할을 개별적으로 그리고 집단적으로 강화시켜야 한다. 이를 위해 IMF와 FSB는 다양한 부문에서 중첩된 위임 임무를 수행하기 위해 글로벌 금융시스템의 운용과 개혁에 있어 긴밀하게 협력하고 공동연구를 진행하고, 각 기관의 지배구조를 개혁하고, 현재 사실상 존재하는 FSB의 보고체계를 형식화할 것을 권고한다. 장기적으로는 FSB 사무국이 IMF의 후원을 받도록 하는 방안을 고려할 수 있다. 이를 위해서는 G20이나 IMF 상임이사회, G20 대표들의 상호작용과 운영방식 등에 대한 명확한 이해가 필요할 것이다. 더불어 IMF가 FSB의 회원으로서 FSB의 활동에 기여하는 수준을 넘어서, FSB가 기관 활동을 위해 IMF의 인적자원을 어느 정도로 활용할 것인지에 대한 지침과 이해가 필요할 것이다.

한편, GFA를 구성하는 기관과 국가들 내에서는 정책적 과제가 국제정책 결정과 조정, 운영을 결정짓기도 한다. 단체 행동의 잠재적 이득을 달성할 수 있는 유일한 방법은 보다 긴밀하게 조율된 정책 개발·실행을 위한 환경을 구축하는 일이다. 이를 위해서는 국가 간 상호 협력(give-and-take)이 대폭 확대되고 GFA 내에서 IMF와 FSB의 역할이 강화되어야 할 것이다. 이러한 방향 재정립을 통해 집단적으로 그리고 공평하게 글로벌 금융시스템을 위한 글로벌 공공재라는 이득을 창출하고 관리하며 획득하기 위해 애쓰게 될 것이다. 금융안정화를 보장하려는 국제적 차원의 집단행동은 금융안정화라는 목표를 공유하는 것에서 시작되어야 한다.

제 2 장

# 거대복합금융기관의 도산에 대한 대응방안

Viral V. Acharya (NYU Stern School)
Matthew Richardson (NYU Stern School)
Nouriel Roubini (NYU Stern School)

## 제1절 서 론

향후 몇 년 내에 거대복합금융기관(Large Complex Financial Institution, 이하 LCFI)들이 또다시 도산될 가능성을 배제할 수 없다는 주장의 근거는 의외로 단순하다. 당장 손실을 기록하고 있는 것은 아니라 하더라도, 현재 많은 금융회사들의 레버리지 수준과 이들로부터 돈을 빌린 기업 및 가계의 레버리지 수준을 고려해 보면, 이들 금융회사의 재무상태는 다분히 위험한 상태라는 것이다. 이미 지난 2년간 수많은 거대복합금융기관이 파산했거나 혹은 정부의 대규모 자금지원을 통해 겨우 파산을 면했는데, 그 예로 베어스턴스(Bear Stearns), 리먼브라더스(Lehman Brothers), 패니메이(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac), AIG, 시티그룹(Citigroup), 뱅크오브아메리카(Bank of America), 메릴린치(Merrill Lynch) 등을 들 수 있다.

이 시점에서 우리는 이들 금융기관이 도대체 어떻게 이러한 상황에 빠지게 되었는지를 상기해 볼 필요가 있다. 금번의 금융위기는 대규모 금융기관들이 자본요건 규제의 허점을 악용하여 향후 경제상황에 대해 비대칭적으로 한쪽에만 2조~3조달러에 달하는 투기를 하였다는 점 그리고 이러한 투기가 특히 주거용 부동산, 상업용 부동산 및 기타 가계대출

과 연계하여 이루어진 결과라고 요약될 수 있다. 대략 다음의 세 가지 방식을 통해 금융기관들이 이러한 투기를 벌일 수 있었다.

첫째, 금융기관들은 부외거래수단(구조화투자기구(SIV)와 자산유동화전문 특수목적법인(conduit))을 통해 위험대출 포트폴리오에 자금을 공급했다. 이러한 부외거래수단을 활용하면 기존 자본요건의 약 1/10 정도의 자본만이 필요할 뿐이지만, 실제로는 이 경우의 95%가 신용위험이 되어 금융기관들에게 다시 돌아와 잔류되는 형식이었다(Acharya, Schnabl, and Suarez[2009]).

둘째, 금융기관들은 신용위험이 낮고 유동성 및 자금조달 위험이 없는 것으로 취급되던 비우량증권의 AAA 트란쉐(tranche)를 단순매입(outright purchase)하였다. 증권중개회사와 정부보증기업 그리고 은행들은 합하여 1조 8,000억달러에 이르는 이러한 유통증권의 절반을 보유하고 있었다(Acharya and Richardson[2009]). 이러한 상황은 신용위험의 가장 안전한 부분은 금융부문에서 자본시장 전반으로 이전되어야 한다는 증권화 이론의 정반대에 해당하는 것이다.

셋째, 금융기관들은 은행들이 이러한 AAA 트란쉐의 스프레드와 모노라인(monoline, 채권보증전문회사)의 프리미엄 간의 차익을 실현할 수 있다고 생각하고, 모노라인과 AIG로부터 '제값보다 낮은' 보험을 구매했다. AIG와 모노라인 모두 이러한 보험에 대한 기초자본이 충분치 않았으며, 당연히 시스템 리스크에 대비할 자본은 확보하지 못하고 있었다. 때문에 보험회사들의 거래상대방 위험(counterparty risk)을 통한 위험은 사실상 또다시 금융기관들에게로 돌아오게 되었다.

이러한 투기에 요구되는 자본이 상대적으로 적었기(일반적으로 통상적 신용공여의 10% 내지 20% 미만) 때문에 레버리지가 높은 거래가 이루어졌다. 외가격(Out of The Money) 풋옵션을 매도하면 기대수익이 매우 크다는 사실은 잘 알려져 있는데, 바로 이 때문에 금융기관들이 과도한 외가격의 풋옵션을 매도하는 류의 '캐리트레이드(carry trade)'에 참여한 것이다. 그러나 높은 기대수익은 높은 시스템 리스크를 수반한다. 바로 이러한 이유로, 부동산시장에 부정적인 총체적 충격이 발생했을 때 금융기관들이 그토록 큰 곤경에 처하게 된 것이다. 경기침체기에 비우량채권을 보호하기 위한 금융부문의 완충자본이 거의 순식간에 소진되

어버림에 따라 금융부문은 매우 취약한 대출 포트폴리오를 보호할 자본이 남아 있지 않게 되었다.

은행들의 대출 포트폴리오에는 신용카드 대출, 상업용 부동산 대출, 주거용 부동산 대출, 특히 그중에서도 서브프라임과 알트에이(Alt-A) 그리고 기업대출이 포함된다. 이러한 대출이 실시되었을 때 대부가액은 기초자산의 가치 변화에 그리 민감하지 않았으며, 주요 관심사는 이자율 위험이었다. 이러한 대출의 기저에는 자기자본 조달이나 메자닌 파이낸싱(mezzanine financing)과 같이 가치가 큰 청구권이 있었기 때문이다. 그러나 부동산, 기업, 가계 수입과 재산 등 자산의 가치가 큰 폭으로 감소하자 우발채권의 가격 책정에 대한 재무이론이 제시하고 있는 바[1]가 그대로 맞아떨어졌다. 대출 중에서 심지어 자본구조상 최상위에 있는 대출들까지도 기초자산의 가치 변화에 훨씬 더 민감해지게 된 것이다. 사실상 우량대출건도 자기자본이나 부실채권 같은 하위청구권의 위험 특성을 띠기 시작했다.

그 결과, (불확실성의 증가에 기인하는) 자산 변동성의 증가 그리고 자산 간 상관관계의 증가와 함께, 은행의 대차대조표는 자신들의 레버리지 수준을 감안할 때 경제 전반에 걸친 충격으로부터 유발될 것으로 기대되는 영향력의 정도에 비해 훨씬 더 민감해지게 되는 상황이 바로 현재 금융부문이 직면하고 있는 현실이다.

바로 이러한 이유로 미국정부가 최근(2009년 2/4분기) 대형은행들에 대해 스트레스 테스트를 실시하게 된 것이다. 향후 몇 년 내에 주요 금융기관이 도산할 가능성이 얼마인가를 이해하기 위해서는, 스트레스 테스트의 설계를 평가해 보는 것이 중요하다. 언뜻 보기에는 스트레스 테스트의 기반이 되는 시나리오가 충분히 '스트레스'적이지 않다. 테스트에서 채택한 세 가지 요인 중에서 우선 실업률은 현재 최악의 시나리오를 훨씬 웃돌고 있고 주택가격은 불리한 시나리오 수준이며, GDP성장률은 불리한 시나리오와 기준 시나리오 사이에 위치한다. 그러나 정말 중요한 것은 스트레스 테스트에 사용된 시나리오들이 예측하는 채무불이행과 손실의 수준이다. 이 점에서 이들 시나리오는 매우 심각해서,

1) 특히 Robert Merton의 초창기 기고문인 Merton(1974) 참조.

1930년대 이후 한 번도 경험하지 못한 최악의 손실로 이어질 수 있음을 보여주고 있다. 한때 이번 스트레스 테스트가 여론 무마용 눈속임은 아닌가 하고 우려하는 목소리도 있었지만, 그렇지는 않았던 듯하다.

그럼에도 불구하고 여전히 걱정을 멈출 수 있는 상황은 아니다. 막대한 손실이 예상되는 이유가 시스템에 반영시킨 미래의 부정적 충격의 규모보다는 은행들이 보유하는 대출의 특성에 기인하는 측면이 보다 강하기 때문이다. 대출의 상당수는 향후 몇 년 내에 만기가 도래하도록 되어 있어 대출자들에 대한 부담이 증가될 것이다. 게다가 일부 대출, 특히 주거용 부동산 알트에이 옵션 ARM(변동금리모기지) 대출과 상업용 부동산 이자상환대출의 경우, 지불해야 할 원금은 증가하고 있는데 담보가치는 하락하고 있다는 점이 상황을 보다 악화시킨다. 이러한 대출은 경제상황과는 무관하게 상환불능상태에 직면하게 될 것이다. 남은 문제는 은행이 회수가치를 어느 정도 끌어낼 수 있느냐 하는 것이다.

이 뿐만이 아니다. 첫째, 금융시스템은 사실상 (미국이나 그 외 국가의) 경제적 측면 혹은 심지어 지정학적 사건의 측면에서 추가적인 부정적 충격이 가해지는 경우를 고려한 시나리오가 아니다. 앞서 언급한 바와 같이 자산가치 변화에 대한 대출 포트폴리오의 민감도는 사상 최고치를 기록하고 있다. 둘째, 스트레스 분석은 2010년 말까지 발생할 기대손실에 대해서만 살펴보았다.[2] 이자율 재조정, 균등분할상환에서의 최종상환금(balloon payment), 완화된 중간점검 조항(light covenant) 등 은행과 대출자들 간 계약의 특성들로 인해 2010년 이후가 되면 많은 대출에서 문제가 발생할 것으로 보인다. 경제적 시나리오가 대대적으로 개선되지 않는다면 향후 상황은 은행의 미래 수익과 이들 대출로부터 발생할 미래 기대손실 간의 힘겨룸이 될 것이다. 또한 불리한 시나리오상에서 2010년 실업률은 평균 10.3%에 이를 것으로 추측되었지만, 최근 노동시장의 추세를 고려하면, 2010년의 최고 실업률은 11% 가까이 상승할 가능성도 있다.

따라서 다시금 일부 거대복합금융기관이 부실화될 가능성은 실재한

2) 스트레스 테스트는 2011년까지의 대손충당금을 요구했기 때문에 스트레스 테스트가 사실은 2011년 말까지의 상황을 포함하는 것이라고 주장할 수도 있다. 그러나 공개된 내용에는 정확한 세부사항이 명확하지 않다.

다고 하겠다. 그러므로 실행 가능한 해결방안들을 분류하고 각각의 상대적 장점을 분석해 볼 필요가 있다. 금융부문에 대한 현재 위험을 고려하지 않더라도 거대복합금융기관 문제의 효율적 해결책을 설계하는 것은 향후 위기가 도래할 경우 규제당국이 택할 수 있는 핵심 정책도구가 될 것이다.

## 제2절 부실 및 도산 금융기관 문제의 해결전략

은행, 더 일반적으로는 거대복합금융기관이 문제에 봉착할 때, 이러한 문제에 대처할 수 있는 일반적인 방법 네 가지(자유방임주의, 규제유예, 관리제도나 국유화, 채무재조정)와 각각의 장점에 대해 합리적인 경제적 기준에 기반하여 논의해 보기로 한다. 부록의 <부표 2-1>에는 우리의 전반적인 평가가 간략하게 요약되어 있다.

### 1. 자유방임(Laissez Faire)

첫 번째 방법은 무조건적인 자유시장 자본주의이다. 우리는 이 관점에 동의하는 측면이 있다. 어떻게든 시장이 알아서 작동하게 할 방법을 찾아내고 부실 기관들은 알아서 스스로 위험을 피하게 두는 것이다. 주주와 채권자, 거래상대방들은 어떤 위험을 무릅쓰고 있는지 알고 있었다. 더 정확히 말하자면, 도박의 크기를 고려해 보면 당연히 알고 있어야만 했다. 그게 아니라면 왜 어떤 부채에는 담보가 있고 어떤 부채에는 담보가 없는가 그리고 왜 담보대출이 이루어지고, 더 위험한 자산의 차감률(haircut)이 더 커야 하는 이유는 무엇이란 말인가?

하지만 리먼브라더스가 파산하고 AIG가 파산위기에 처하자, 우리는 그 심연을 들여다보게 되었다. (리먼브라더스보다 훨씬 더 크고 연관 정도가 높은) AIG 같은 기관이 파산하는 것은 금융시스템에 대한 최후의 핵전쟁이나 마찬가지이다. 경제에 영화 '매드맥스(Mad Max)'식의 종말론적 시나리오가 펼쳐지는 것이나 마찬가지이다. 사실 2008년 가을에 발생한 리먼브라더스의 갑작스런 파산으로 시작된 글로벌 금융시스템

의 붕괴는 시스템적으로 중요한 금융기관(systemically important financial institution)에 있어서는 자유방임주의적 접근법이 제대로 작동하지 않을 수 있다는 점을 시사한다. 또한 그러한 거대복합금융기관 하나를 파산하게 두면 다른 기관들도 연속적으로 파산할 위험이 상당히 크다.[3]

## 2. 규제유예(Forbearance)

두 번째 옵션은 지급불능상태에 빠진 은행에 공적자금을 투입하여, 다시 말해 잃은 돈을 건지려다 오히려 더 손해를 보는 식으로라도, 은행에 보조금을 지급하고는 은행이 어떻게든 알아서 문제 해결법을 찾아내길 기대하는 것이다. 이는 위험을 사회화시킴으로써 민간의 이윤추구행위를 찬조해 주는 것이나 마찬가지이다. 2008년 10월 이래 각국 정부는 이 전략을 따라왔다고 주장할 수도 있다.[4] 은행을 겨우겨우 살려두고 연명시키기 위하여 일반적으로 시가보다 훨씬 더 낮은 가격에 여기저기 돈을 버리다시피 투입하는데, 이 과정에서 납세자들에게는 높은 사전적 비용이 전가된다.[5]

---

3) 금융경제학자들은 특정 기업이 동종업계의 다른 기업들과 동시에 위기에 빠지면 해당 기업의 정리과정은 순조롭게 추진되기 어렵고 일반적으로 투매와 구조조정 지연 등이 수반된다고 주장해 왔다(특히 Shleifer and Vishny[1992]).

4) 사실 금융기관에 대한 정부의 보조금 지급은 훨씬 더 오래 전에 시작되었다. 연방기금금리를 제로금리까지 낮추고 은행들이 순이자 마진을 두둑하게 챙길 수 있도록 하며, TAF와 TSLF, PDCF 등의 지원방안을 통해 은행과 주요 거래자들에게 최종 대부자로서의 지원을 제공했다. 또한 FASB 회계규칙 변경을 통해 은행들이 비유동성 자산의 가치 측정에 있어 시가평가 회계에 대한 의존성을 줄일 수 있도록 하는 조치도 있었다.

5) 본 보고서에서는 규제유예 접근법이 보다 효율적으로 시행될 수 있었는지 여부에 대해서는 다루지 않는다. 예컨대 우리를 포함한 많은 경제학자들은 정부가 아무런 조건 없이 자본, 신용보증, 재원조달 등을 제공하는 것을 중지해야 한다고 주장해 왔다. 은행들은 이 문제를 잘 이해하고 있을 것이다. 위기에 빠진 기업에 대출을 제공할 때 은행은 계약이라는 미명하에 이들 기업의 업무와 관련한 수많은 제약조건을 부과한다. 이 계약은 일반적으로 자산의 사용, 위험 감수 행위, 미래의 채무관계를 제한한다. 예를 들어 정부가 은행에 자금을 지원하면서도 은행의 배당금 지급을 제한하지 않았다는 점을 생각해 보자. 은행들은 위기가 시작되고 처음 15개월간 배당금을 거의 줄이지 않았고, 은행의 구제금융 자금은 말 그대로 한쪽으로 들어가 다른 쪽으로 그대로 나온 셈이었다(Acharya, Gujral, and Shin[2009]). 또한 최근 은행들의 위험감수 경향도 생각해 보라. 최근 언론은 시티그룹과 뱅크오브아메리카가 비우량 모기지담보증권의 AAA 트랑셰(tranche)를 사들이고 있다고 보도했다. 정부는

정부 구제금융으로 도덕적 해이에 따른 왜곡이 잠재적으로 악화되었다고는 하더라도 규제유예가 아주 터무니없는 해결책은 아니다. 세금을 동원하여 소수의 시스템적 금융기관들을 구해냄으로써, 시스템 전체를 살려내는 과정에서 긍정적인 외부효과가 발생할 수도 있다. 이 접근법 덕분에 2008년 9월과 10월에 금융과 경제적 대재앙을 막을 수 있었다고 주장하는 사람들도 많다. 뿐만 아니라 규제유예라는 접근법은 2009년에 각종 경제문제를 헤쳐나가는 과정에서 시스템 안정성을 유지하는 데에도 도움이 되었다.

이처럼 규제유예 접근법에 대한 찬반 주장을 하나하나 살펴보면, 경제적 효율성이라는 견지에서뿐만 아니라 정치경제적 고려라는 측면에서도 약간의 규제유예는 불가피하다는 점을 인정할 수밖에 없다.

## 가. 유동성 대(對) 펀더멘털

관리제도나 청산처럼 보다 급진적인 조치와 규제유예 간 논쟁의 중심에는 이 위기가 '순전한' 패닉, 즉 공포감과 유동성 부족에 대한 것인지, 아니면 펀더멘털과 지급불능에 대한 것인지에 대한 의문이 자리한다. 속성상 공포감과 비유동성은 일시적인 현상이다. 위험회피가 보다 정상적인 수준으로 회복되고 시장이 다시 작동하면 은행의 일반적 상태는 개선될 가능성이 크다. 이는 규제유예가 자연스러운 전략이라는 점을 시사한다. 규제유예는 은행도산의 급격한 충격으로 인한 시스템 리스크 발생 그리고 은행도산 그 자체로 인한 사중손실(deadweight loss)을 모두 피할 수 있게 해준다.

이번 금융위기 동안 평상시에는 잘 기능하던 시장에서 패닉 및 극도의 유동성 부족이 발생할 때 심각한 혼란이 일어났다는 것은 분명하다.

---

바로 이들 기관이 소유한 증권 3,000억달러와 1,180억달러에 대해 보험을 제공한 바 있다. 끝으로 한시적 유동성 보장 프로그램(TLGP)이라는 정부 프로그램을 통해 은행들은 미국정부가 보증하는 채권을 75bp의 수수료로 발행할 수 있게 된다. 이 프로그램은 규제유예전략의 일부이긴 하지만 은행 간에 차별을 두지는 않기 때문에 상대적 가격책정에 있어 왜곡을 발생시킨다. 또한 정부보증이 사실상 은행에 대한 보조금이나 마찬가지이기 때문에, 은행들로 하여금 애초에 위기를 초래한 바로 동일한 행위를 반복하도록 조장함으로써 향후 문제를 일으킬 단초를 제공한다는 주장도 제기되어 왔다.

그러나 이번 위기는 2007년 7월 말부터 시작되어 지금 이 순간까지도 계속되고 있다. 레버리지가 높은 기관들을 필두로 여러 대형기관들이 파산하였음을 감안하면, 이는 단순히 유동성 위기에 그치는 것이 아니라 신용과 지급능력의 위기이기도 하다. 현재 시가가 장기적 가치보다 낮은 일부 증권과 대출들은 일부 피해를 회복할 시간이 주어진다고 해도 원래의 가치를 회복할 것 같지는 않다.

단적인 예로, 마운틴스 엣지(Mountain's Edge)는 한때 미국에서 가장 빠른 속도로 성장하던 대규모 주택단지로서 라스베가스 남서쪽으로 차로 불과 20분 거리에 위치하고 있다. 12,000호가 넘는 주택과 함께 상품과 서비스 시설을 수용할 예정이었던 이 단지는 라스베가스의 성장모델이었다. 주택 '버블'이 최고조였던 2006년에 팔렸던 주택들 중 57채는 2009년 2월에 다시 팔렸다. 평균(중앙값) 가격하락률은 47.9%(49.8%)였다. 손실은 대부분 채권자, 이 경우에는 은행들이 떠안았다. 이는 이번 금융위기 동안 주택버블의 붕괴로 인해 은행들이 얼마나 심각한 신용위기에 맞닥뜨려야만 했는가를 보여주는 한 가지 예에 불과하다.

## 나. 잃어버린 10년

은행업분야를 전공한 경제학자들에게 규제유예 접근법은 매우 익숙한 개념이다. 1990년대 일본의 '잃어버린 10년' 동안 일본의 은행들은 손실을 상각하지 않기 위해서 파산한 기업에 자금을 계속 대출했고, 그 결과 정부는 좀비기업을 지원하고 있는 좀비은행들을 지원해야 했다. 이 악순환이 제로 성장률을 기록한 일본의 잃어버린 10년의 주범으로 지목되곤 한다.

현재의 위기가 1990년대 일본이 겪은 위기와 어느 정도 닮아 있는지에 대해서는 경제학자들 사이에서도 논란이 있다. 그러나 이들도 은행들이 대출 포트폴리오와 신용연계증권의 손실을 제대로 상각하지 않았다는 데에는 의견을 같이한다. 은행은 이들 대출과 증권이 경제와 함께 회복되기를 기원하고 있었으며, 만약 이들이 회복되지 못한다 하더라도 이들의 뒤에는 언제든 재정자금을 지원할 태세를 갖추고 있는 정부가 존재하고 있었다. 일단 그대로 기다려보자는 이러한 전략 때문에 은행

들은 위험한 신규 대출을 해줄 입장이 못 된다. 은행들로 하여금 이들 자산을 계속 보유하도록 허용하는 규제유예로 인해 이러한 문제는 영속화된다. 이러한 문제는 은행들을 미국정부의 민관합동투자프로그램(PPIP)에 참여시킴에 따라 발생하는 문제들의 한 예라고 할 수 있다.

다른 한편으로는, 건실한 은행도 많이 존재하고, 자금시장을 통한 자금조달도 가능하며, 필요시 개입할 수 있는 헤지펀드와 사모펀드 등 그림자금융부문(shadow banking sector)도 있다. 증권화 시장은 2007년 8월 이후로는 거의 빈사상태를 유지하고 있지만, 일부 대형은행들이 추가로 실패한다고 해서 신용도가 높은 개인과 기업의 자본조달능력에 추가적이고 영속적인 악영향을 미치리라고 믿는 것은 무리일 것이다. 현재의 낮은 대출수준은 아마도 대출 공급물량의 부족보다는 대출 수요 쪽의 부족에 기인하는 것으로 보인다.

이와 같이 규제유예에도 나름의 단점은 있지만, 미국의 잃어버린 10년을 유발하는 주범이 될 것 같지는 않다. 무엇보다도 일본이 최소한 1989년의 버블붕괴부터 1997년까지 수년간 규제유예를 허용하였다는 점에 주목해야 한다. 이때 많은 은행과 증권사의 파산으로 인해 일본정부는 일부 기관의 문을 닫고 일부 기관은 자본구성을 재편할 수밖에 없었다. 그러나 미국의 경우, 금융기관의 민-관 자본확충작업은 위기가 발생함과 거의 동시에 시작되었다.

## 다. 도덕적 해이

아마도 규제유예에 대한 가장 강력한 반대의 근거는 도덕적 해이일 것이다. 규제유예 그리고 이에 대한 좋았던 기억들로 인해 금융부문은 앞으로도 작은 스프레드(spread)를 제공하는 비대칭형 일방적 투기, 소위 '캐리트레이드'를 지속할 가능성이 높다. 물론 이러한 거래가 스프레드를 제공하는 이유는 이번 금융위기 동안 나타났던 신용리스크, 유동성리스크 그리고 자금조달 리스크 때문이다. 그러나 도덕적 해이는 은행이 이러한 거래를 '앞면이 나오면 내가 이기고, 뒷면이 나오면 당신이 진다(Heads I win, tails you lose.)'라는 식으로 본다는 점을 시사한다.

'대마불사'라는 기대하에 관리운용펀드가 이들 금융기관들의 부채를

사들이는 것 역시 원칙적으로 부적절한 행태이다. 이론상으로는 이들 펀드가 금융기관들의 행동에 시장규율을 부과하는 역할을 담당하여야 하는데, 이들은 오히려 금융기관이 더 커지고 더 통제하기 힘들어지도록 부추기는 형국이다. 규제유예로 인해 도덕적 해이가 나타나는 궁극적 원인은 금융부문 채권자들로부터의 충분한 시장규율과 리스크에 민감한 가격결정이 이루어지고 있지 못하다는 점이다.

지금은 도덕적 해이에 대해 생각할 때가 아니라고 말하는 사람들도 많다. 그러나 채권자들을 구제하고, 미래에 발생할 구제금융에 대해 제약을 두겠다는 신호를 보내지 않는 것은 암묵적으로 앞으로 발생할 금융기관들의 모든 채무를 보증하는 것이나 마찬가지이다. 사실상 민간 금융시스템을 국유화하는 셈이 된다.

거대복합금융기관의 행동을 억제하기 위한 규제개혁을 나중에라도 시도할 수 있다는 것은 분명 사실이다. 그러나 대마불사에 대한 암묵적인 보증에 맞서서 이를 실행하기란 복잡하고 어려운 일이 될 것이다. 그런데 역설적이게도 금융위기를 해결하는 과정에서 이루어진 합병을 통해 오히려 대마불사의 문제는 더욱 악화되었다. 실제로 제이피모건(JP Morgan)은 베어스턴스와 워싱턴뮤추얼(Washington Mutual)을 인수했고, 뱅크오브아메리카는 컨트리와이드(Countrywide)와 메릴린치를, 웰스파고(Wells Fargo)는 와코비아(Wachovia)를 인수했다. 시티그룹이 위기에 빠진 와코비아를 인수하고 싶어했던 이유는 대마불사의 강화를 통해 더 큰 규모의 구제금융을 받으려고 했다는 것 외에는 달리 해석할 방법이 없다.

다음에 다룰 관리제도와 같은 규제수단은 장래에 가장 큰 규제 사안이 될 문제, 즉 시스템적으로 중요한 위치를 차지하는 은행들의 대마불사 문제를 해결해 줄 것이다. 그리고 은행이 구조조정이나 청산 목적으로 (일시적으로) 국유화되었을 때 은행의 무보증 선순위채권자들이 손해를 보게 되면, 시장규율은 단번에 금융부문 전체에 다시 적용될 수 있을 것이다. 그렇게 되면 금융기관들은 사전에 시스템적인 위험부담 활동들을 유기적으로 줄이기 시작할 것이다.

## 3. 관리제도(Receivership)

도산문제를 해결하는 세 번째 방법은 정부 관리제도나 '국유화'를 통한 방법이다. 이번 금융위기를 겪으면서 국유화가 과연 적절한 단어인지에 대한 논쟁이 있었다. 표준적인 사전의 정의에 따르면 국유화란 소유권을 민간부문으로부터 공공부문으로 이전하는 행위이다. 특정 은행에 대해서는 문자 그대로 바로 그러한 행위가 일어날 것임에도 불구하고, 거의 모든 사람들은 현재 일어나게 될 국유화는 일시적인 것이라고 생각한다. 따라서 모든 일이 계획대로 진행된다면 은행에 대한 관리에 있어서 정부가 신탁관리자의 역할을 한다고 하는 편이 더 나은 비유가 될 것이다.

그렇다고 해도 우리는 여전히 국유화라는 용어가 적절한 표현이라고 생각한다. 많은 전문가들의 이야기처럼 '연방예금보험공사(FDIC)를 통해 은행을 국유화해 본 경험이 있지 않은가'라고 믿는 것은 매우 잘못된 생각이다. 일례로 가장 최근에 규제당국에 의해 문을 닫게 될 은행(올해 95개) 가운데 하나인 미네소타주(州)의 브릭웰커뮤니티뱅크오브우드베리(Brickwell Community Bank of Woodbury) 사례를 들어보자. 이 은행에는 단 하나의 지점만 있고 자산규모는 대략 7,200만달러이다. 이러한 브릭웰커뮤니티뱅크가 시티그룹이나 뱅크오브아메리카, 웰스파고 혹은 제이피모건 등과는 속한 차원이 다르다는 것은 두말할 필요도 없다. 후자에 속하는 금융기관들의 복잡성과 규모, 시스템적 특성을 이해하기 위해서는 전혀 다른 차원의 깊은 분석이 요구된다.

관리제도에 찬성하는 측의 기본주장은 거대복합금융기관의 재편을 도모하는 동시에 거대복합금융기관이 현재 그리고 진행 중에 있는 모든 거래에 대하여 신뢰할 만한 거래상대방이 되어줄 조직이 필요하다는 것이다. 시스템적 위기가 일어나도 재무상태에 이상이 없을 조직은 오직 미국정부뿐이다. 하지만 다음 사항은 분명히 할 필요가 있다. 거대복합금융기관의 관리에 있어 최소한 단기간에라도 정부는 소유주이자 최종 잔여청구권자이다. 거대복합금융기관이 결국 청산되면 상황을 돌이킬 수 있는 방법이 없다.

정부 관리제도에 있어 해결되어야만 하는 주요 이슈로는 다음의 세

가지를 들 수 있다.

## 가. 도산제도

현재로서는, 파산한 대형 금융기관이 은행지주회사이든 증권중개회사나 보험회사나 헤지펀드이든 이들 기관을 처리할 분명한 법률체계가 존재하지 않는다. 우리에게 필요한 것은 버냉키(Ben Bernanke) 연준위 의장과 가이트너(Timothy Geithner) 재무장관이 제안한 바와 같은, 시스템적으로 중요한 대형 금융기관들에 대한 특별한 도산제도이다.[6] 그들의 계획은 금융기관 스스로가 실패한 기관을 해체할 계획을 수립하여 사실상 '존엄사를 원한다는 사망선택유서(living will)를 작성해야 한다'고 역설한다. 복합적인 다국적 기관들과 관련하여 법적으로 복잡한 문제가 엄청나게 많다는 점을 고려해 보면 기관들 스스로 계획을 세우게 하는 것은 적절해 보인다. 다만, 그 계획의 타당성을 담보하기 위해서는 변호사와 감독관이 시행하는 충분한 외부적 검토 역시 필요할 것으로 보인다. 짐작컨대 해당 계획이 수립되면 국제공조 및 질서정연한 정리절차도 개시될 수 있을 것이다.

이러한 지적이 중요한 것은 이제까지는 대형기관이 위기에 빠지는 경우 그다지 유쾌하지 않은 두 가지 옵션 외에는 다른 선택의 여지가 없었다는 이유 때문이다. 하나는 베어스턴스, 패니메이와 프레디맥, AIG, 시티그룹의 사례에서처럼 거래상대방과 채권자를 완전히 구제해 주는 것이고, 또 다른 옵션은 리먼브라더스의 사례에서처럼 어수선한 파산절차에 들어가는 것이다. 이 두 가지 옵션의 중간지대가 필요하다. 인디맥(IndyMac)과 같은 대형 예금기관에 대하여 연방예금보험공사가 수행했던 것 같은 체계적인 도산제도가 필요한 것이다.

연방예금보험공사가 대형 상업(예금)은행을 폐쇄할 수는 있지만 사실 이들 은행은 은행지주회사의 일부인 경우가 많다. 해당 은행지주회사는 해당 은행의 폐쇄를 막기 위해 자본의 비효율적인 내부이전을 시

6) 우리는 그러한 정부 관리제도의 기능에 초점을 맞추는 것이지, 관리제도가 연방준비제도위원회나 FDIC 또는 별도 조직의 원조를 받아야 하는지의 여부에 초점을 맞추는 것이 아니다. 연준위가 그 역할을 하기에 가장 적합한 규제당국일지도 모르지만 연준위가 독립성을 계속 유지하려고 한다면 후자의 문제도 중요하다.

도하면서 시간끌기에 들어갈 수도 있다. 이와 동시에 통상의 은행지주회사는 많은 채권을 발행하고, 신용부도스와프(CDS)나 기타 장외(OTC) 파생상품처럼 시스템적으로 위험한 자산도 거래한다. 또한 해당 은행의 폐쇄로 인해 증권중개회사나 보험회사 등 비은행 계열사까지 연쇄적으로 어려움에 빠지게 되면, 이들 계열사 역시 지불불능상황에 몰려서 금융기관 전체가 실패할 수도 있다.

바로 이러한 이유 때문에 현재 FDIC 소관에 해당되지 않는 은행지주회사나(AIG 등) 보험회사 같은 시스템적 기관들을 다루기 위해 새로 발의된 법안이 필요한 것이다. 사실, 그러한 법안이라면 베어스턴스의 구제금융 이후에 바로 통과되었어야 했던 것 아니냐고 주장할 수도 있을 것이다. 만일 그랬다면 규제당국은 리먼브라더스에 대한 워크아웃을 차분하게 진행할 수도 있었을 것이고, AIG의 거래당사자들을 완전히 구제하지 않아도 되었을 것이며, 시티그룹과 뱅크오브아메리카 같이 위기에 빠진 기업들에 대해 재정부담이 보다 적은 워크아웃안을 제시할 수도 있었을 것이다. 적시에 이러한 법안을 통과시키지 못한 탓에 수많은 거대복합금융기관이 대규모 구제금융을 받게 되었던 것이고, 또 다른 거대복합금융기관들은 마구잡이로 파산하게 된 것이다.

따라서 관리제도를 지지하는 가장 강력한 동기 가운데 하나는 금융기관들이 사업을 지속하는 가운데 위기에서 헤어나올 수 있는 방법을 제공할 수 있다는 점이라고 하겠다. 건전한 경제에는 건전한 금융시스템이 필요하며, 건전한 금융시스템이 되려면 대차대조표에서 부실자산을 털어내야만 한다. 그렇지 않으면 지급능력이 있는 기업과 기관들이 필요한 자본에 접근하지 못하게 되고, 결국 경기침체를 야기하거나 기발생한 경기침체를 연장시키는 상황이 발생하게 된다.

바로 여기에서 일부 거대복합금융기관의 국유화가 가지는 주요 이점을 찾아볼 수 있다. 관리제도하에서는 은행의 우량자산과 부실자산을 구분하고, 독성자산(toxic asset)과 부실대출을 처분하는 것이 훨씬 용이하다. 그 이유는 파산기관 스스로 이러한 행동을 할 유인이 없기 때문이다. 만약 그들이 이러한 유인을 가지고 있다면, 그 자체로서 결국은 파산에 이를 수밖에 없는 구조인 것이다.

보다 구체적으로 말하자면, 우량자산 그리고 은행이 수행하고 있는

고부가가치 영업의 대부분은 예금과 마찬가지로 '굿뱅크(good bank)'로 가게 된다. 이 예금의 일부는 예금보장을 받지만, 그렇지 않은 것들(예컨대 사업체와 외국인 보유 자산)도 있다. 그러나 굿뱅크는 이제 자본확충이 충분하여 예금인출사태(bank run)의 위협은 발생하지 않을 가능성이 높다. 자산에서 예금을 뺀 순자산은 은행의 다른 기존 채권자들, 즉 주주, 우선주주, 단기채권자와 장기채권자 등이 보유하는 청구권이 된다.

목표는 가능한 한 빨리 굿뱅크를 다시 민영화하는 것이다. 이 활동의 핵심은 신용도가 충분한 기관에 대출을 재개할 수 있는 건전한 금융기관을 만드는 것이기 때문이다. 해외의 대다수 성공적인 금융위기 극복 사례에서도 이 방식이 선택되었고, 일반적으로 성공을 거둔 바 있다.

물론 국유화에서 까다로운 부분은 부실자산의 처리문제이다. 부실자산은 두 가지 유형으로 나눠볼 수 있다. 은행이 기초자산을 소유하게 되는 체납대출 같은 '관리대상' 자산과 AAA등급 증권과 자산담보부증권의 후순위 트란쉐(tranche) 같이 '만기까지 보유'해야 할 자산이다. 전자의 경우, 연준이 블랙락(Black Rock)으로 하여금 베어스턴스와 AIG 포트폴리오의 일부를 관리하도록 한 것처럼 정부가 외부 투자자를 고용할 수도 있고, S&L 위기 당시 정리신탁공사(RTC)와 맺었던 관계와 같이 외부 투자자와 파트너십을 형성할 수도 있다.

굿뱅크의 소유권과 함께 이러한 부실자산은 기존 채권자들의 소유가 된다. 시간이 지나면서 발생하는 수익은 청구권 순위에 따라 여러 채권자들에게 배분된다. 필시 기존 보통주와 우선주는 그러한 합의하에서 무상소각되고 적어도 일부 채권은 사실상 새로운 구조하에서 출자전환되었을 것이다. 이 시나리오에서는 거대복합금융기관들에 있어 채권자들이 부채의 절반 이상을 감당하기 때문에 재정부담이 전무할 가능성이 높다.

물론 다른 방식으로 도산위기에 빠진 거대복합금융기관의 부실자산을 처리할 수도 있다. 정부는 실패하는 기관의 부실자산을 관리하는 역할을 맡기에는 적합하지 않으며, 이야말로 민간부문 은행가들의 소임이자 전문분야라고 주장하는 사람들도 있다. 부실자산의 관리와 처리에 있어 정부는 정말 비교우위를 가지지 못한다고 생각한다면, 남아 있는

옵션은 두 가지가 있다.

첫째, 파산한 거대복합금융기관의 자산과 부채를 민영화함에 있어 규제당국은 부실자산과 우량자산을 모두 포함한 거래를 수행해야 한다. 채권자에게 첫 번째 손실이 발생한 후에 규제당국이 부실자산에 대하여 적정 가격에 정부보증을 제공한다면 민간투자자들은 민영화된 은행을 매입하여 우량자산과 부실자산을 모두 인수할 유인이 생긴다. 연방예금보험공사가 인디맥을 인수한 후에 정부가 인디맥의 민영화에 사용한 접근법이 바로 이것이었다. 이 접근법은 시티그룹과 뱅크오브아메리카에 대한 구제금융 제공과 몇몇 영국 은행들을 구제(영국 자산보호계획)할 때 일부 사용한 접근법이기도 하다. 핵심적 차이는 인디맥의 구매자들은 정부의 관리를 통해 인디맥의 자산과 부채가 다시 민영화되고 난 연후 첫 손실이 발생한 후에야 부실자산에 대한 보증을 받았던 반면, 시티그룹과 뱅크오브아메리카의 경우에는 그러한 보증이 해결책으로 미리 사용되어 버려 애초에 관리제도가 시행될 여지가 없었다는 점일 것이다.

둘째, 정부는 (초기 TARP 계획에서 제시된 것처럼) 역경매나 (가장 최근의 PPIP 계획에서처럼) 비소구(non-recourse) 대출 중 하나를 사용하여 독성 자산과 대출을 민간부문에 되팔 수도 있다.

여기에서는 자세히 다루지 않았지만 부실자산의 처리를 위한 세 가지 옵션(굿뱅크와 배드뱅크의 분리, 민영화된 은행을 구매하는 투자자들에게 첫 손실이 발생한 후 보증 제공, 부실자산의 경매처분)에는 모두 장단점이 있다. 그러나 현재의 위기를 축소시키고, 향후 위기를 유발할 수 있는 도덕적 해이를 줄이기 위해 기업의 도산문제를 해결하는 데에는 다양한 방법이 사용될 수 있다는 점을 기억하는 것이 중요하다.

## 나. 시스템 리스크 관리

정부가 거대복합금융기관 관리제도와 관련한 법적 쟁점을 입법을 통해 해결한다고 가정하더라도 금융위기를 해결하는 데 필요한 충분한 역량이 확보되는 것은 아니다. 규제당국은 주요 은행 파산에 따른 시스템 리스크도 관리해야만 한다.

일부 정책입안자들은 리먼브라더스의 사례를 완전한 절망의 근거로

인용하기도 하지만, 우리는 그러한 리스크의 관리가 불가능하다고는 생각하지 않는다. 2008년 9월 15일을 기해 금융부문이 방향키를 잃은 것은 사실이나 우리는 운 좋게도 그 사건을 통해 많은 것을 배웠다. 즉, 파산한 기관을 통해 시스템 리스크 관리에 대해 배울 선례가 생긴 셈이다. 물론 도산제도가 금융부문에 대한 충분한 보호장치인가 하는 문제에 답하기 위해서는 파산에 기인한 시스템 리스크의 특성을 이해할 필요가 있다. 리먼브라더스 사태를 사례로 살펴보자.

리먼브라더스의 파산이 시스템 리스크를 촉발한 주된 이유 중 한 가지는 리먼브라더스의 거래상대방 위험, 즉 이자율 스와프나 신용부도스와프, 리포거래 등의 다른 쪽 거래당사자가 되는 것에 대한 두려움 때문이었다. 이러한 두려움은 근거가 있는 것이었다. 리먼브라더스의 영국 프라임브로커 영업을 통해 담보부증권을 다 날려버린 어느 헤지펀드에게건 물어본다면 이를 확인할 수 있을 것이다. 많은 사람들은 해당 증권의 소실이 당시 헤지펀드들의 명을 재촉하는 최후의 일격이었다고 증언해 줄 것이다.

해결책은 AIG 사례에서처럼 정부가 파산기업의 모든 거래에 있어 거래상대방이 되어 주는 것이다(파산기업의 거래상대방이 되는 것은 시스템 리스크의 가장 심각한 부분이라고 할 수 있다). 사실 이러한 거래의 대부분에는 마진이 붙어 있고 담보물이 존재하므로 포지션의 상당수는 굿뱅크에 나타나게 되고, 이는 정부가 제공하게 되는 거래상대방 위험의 수준을 낮추어 준다.

마찬가지로 거대복합 유니버설뱅크의 경우 부채의 절반 정도가 예금이다. 이 예금 중 예금보험 대상이 아닌 부분에 대한 인출사태를 피하기 위해서 정부는 최종 대부자로서 지원을 제공해야 하며, 이러한 지원의 대부분은 마찬가지로 자본이 충분한 굿뱅크에 나타날 것이다. 그러나 최근 파산한 인디맥과 워싱턴뮤추얼의 사례가 방증하듯, 파산은행의 다른 채권자, 예컨대 후순위채권자들도 보호해야 하는지는 분명하지 않다.

하지만 이는 리먼브라더스의 단기채권 가치의 폭락이 패닉의 근원이었는지에 대한 의문으로 이어진다. MMF(머니마켓펀드)에 대한 인출사태는 사실 리저브프라이머리(Reserve Primary) 펀드가 리먼브라더스의 단기 기업어음을 대량으로 보유하고 있었던 데에 직접적으로 기인한다.

안전자산에 투자해야 하는 MMF가 독성 및 위험 증권을 사들이지 못하도록 방지하는 것이야말로 거대복합금융기관의 단기채무가 채무불이행에 빠짐으로써 발생하는 시스템 리스크를 방지하는 옳은 방법이다. 모든 미심쩍은 거대복합금융기관의 단기부채가 압박을 받으면서 이번에도 동일한 현상이 발생할 것이라고 생각할 수 있다. 아마도 정부가 개입해야 될 가능성이 매우 높다고 하겠다.

표준적인 거대복합금융기관에 비해 리먼브라더스는 장기채권 보유비중이 매우 낮았다. 거대복합금융기관의 장기채권 가치의 붕괴가 시스템적인지를 이해하기 위해서는 시스템 전체에 걸친 장기채권의 집중도를 분석해야 한다. 보유집중도가 매우 낮다면 채권가격 폭락이 보유기업의 미래 자금조달에는 심대한 영향을 미치더라도, 시스템적으로 영향을 미칠 가능성은 거의 없다.

관리제도에 대한 반론으로 자주 등장하는 주장은 일단 채권자들이 상당한 자금 손실을 입으면 은행의 자본조달도 끝날 것이라는 데 있다. 대형은행의 경우, 전체 자금의 50% 이상은 예금이 아닌 장단기 채권이기 때문에 이러한 상황이 발생하면 신용시장이 황폐화되리라는 것이 이들의 주장이다.

현재처럼 거대하고 복합적인 형태의 은행들이 정부의 전폭적인 지원없이는 자본을 조달할 수 없다고 한다면, 거대복합은행들의 사업모델은 선택의 여지가 없는 단 한 가지밖에 없을 것이다. 앞서 언급한 것처럼 정말로 자본의 유일한 원천이 정부라고 생각한다면 금융시스템을 국영화했어야 할 것이다.

우리의 제안하에서 슘페터(Joseph Schumpeter)가 말한 자본주의의 창조적 파괴라는 성향은 이 문제를 해결해 줄 것이다. 파산은행의 무담보 채권자들이 일단 손해를 입게 되면 금융부문 전체에서 시장규율이 회복될 것이다. 따라서 살아남은 대형은행들도 행동양식을 바꿔야 할 것이고, 이는 보다 사적이고 효율적으로 운영되는 계열사들에까지도 이어질 공산이 크다. 금융시스템의 시스템 리스크 개혁은 대부분 유기적으로 이루어질 것이고 정부의 대규모 개입을 필요로 하지 않을 것이다.

물론 완전한 투명성이 보장되지 않는 세계에서 거대복합금융기관의 파산은 다른 거대복합금융기관의 '예금인출사태'로 이어질 수도 있다.

이 예금인출사태는 개별 기업의 파산계획으로는 해결되지 않을 가능성이 매우 높다. 따라서 규제당국은 '시스템적'인 계획을 세워야 한다. 위기가 발생하면 규제당국이 지불능력이 있는 기관들을 사전적으로 보호함으로써 예금인출사태가 발생할 가능성을 방지할 수도 있을 것이다.

다시 말해, 시스템 리스크가 발생하면 정부는 지불능력이 없는 은행이 아니라 지불능력이 있는 은행들의 부채도 (일정 수준까지) 보호하는 것이다. 이를 위해서는 위기가 본격화된 후에야 이에 대한 스트레스 테스트를 수행하는 것이 아니라, 정기적인 감독업무의 일환으로 지불능력 판정을 위한 스트레스 테스트를 포함시켜야 한다. 예컨대 정부는 부채의 몇 %를 보증해주겠다는 식으로 채무할인(hair cut)을 제공할 수 있을 것이다. 이 경우 파산기관의 채권자들은 여하튼 보호해주지 않아도 된다. 또한 이러한 방식을 통해 파산기관의 리스크는 공공부문에서 민간부문으로, 즉 납세자들로부터 채권자들에게로 반환된다.

어떤 경우든 도산법 제7장, 제11장과 비교할 때 관리제도의 이점은 파산의 경우 금융기관의 모든 부채가 일시에 부도가 나고 (일부 파생상품이 파산과정에서 우선권을 갖거나 부분적으로 담보화되어 있다고 하더라도) 파생거래에 대한 모든 거래상대방 역시 부도를 맞게 되는 반면, 관리제도에서는 정부가 그러한 모든 거래의 거래상대방이 됨으로써 채무할인 대상이 되는 청구권과 할인수준을 시간을 가지고 결정할 수 있게 된다. 이를 통해 단계적 축소과정이 차분하게 이루어지게 된다.

## 다. 관리제도 시행 중 거대복합금융기관의 관리

또 하나의 심각한 문제는 AIG 사례에서 나타났듯이 정부가 자신의 관리하에 있는 거대복합금융기관을 감독할 능력이 있는가의 여부이다. 저명한 경제학자 마이런 숄즈(Myron Scholes)는 최근 우리에게 10분 이상 지속되지 않는 경우에 한해서 자신도 관리제도를 지지한다고 언급한 바 있다. 그의 논점은 분명하다. 이론상으로는 관리제도가 적합한 조치일 수 있지만, 정부가 일을 망쳐버릴 가능성이 농후하다는 것이다.

거대복합금융기관의 장부상에 문자 그대로 백만 개가 훨씬 넘는 거래가 올라 있는 상황에서 거대복합금융기관이 100% 정부소유이건 굿뱅

크건 배드뱅크이건 간에 도대체 누가 이를 관리할 수 있단 말인가?

물론 국회의원들이 거대복합금융기관의 최고투자책임자(CIO)를 맡을 수 있다고 보는 사람도 없겠지만, 여전히 걱정거리는 많다. 정부는 패니메이와 프레디맥, AIG 사례에서처럼 전문가를 고용할 수도 있다. 그러한 '아웃소싱'도 일부는 가능하겠지만, 이 경우에는 또 그 나름대로 주인-대리인 문제가 발생한다. 또한 월스트리트 기업의 가치 대부분은 광범위한 무형 인적자본에 있으며, 이 인력은 유인에 의해 움직인다. 관리과정에서 얼마나 많은 영업권 가치가 상실될 것인가?

이러한 문제들은 해결되었고 정부가 다른 기업들의 고용관행을 그대로 따라한다고 가정해 보자. 하지만 그렇게 되면 정부가 관리제도를 통해 보호막을 제공하는 상황에서, 거대복합금융기관이 과도한 위험대출을 하지 못하도록 저지할 수 있는 방도는 또 무엇인가? 거대복합금융기관은 지불능력이 있으나 지원은 덜 받는 기관에 대하여 경쟁우위를 가질 것이다. 최근 다른 정부지원 기관들의 경우에 대해서도 이 문제가 제기되었다. 사실 대표적으로 AIG와 노던락(Northern Rock)만 살펴보더라도 두 기관은 각각 보험과 모기지를 지나치게 싼 값에 제공하여 경쟁을 약화시켰다는 주장이 대두된 바 있다.

관리를 받는 거대복합금융기관은 정상적인 다른 기관들에 우수한 인재들을 빼앗길 수도 있고, 파산기관에 대한 관리는 공격적인 대출을 수행할 능력을 제한한다는 점을 감안하면 상기한 경쟁우위의 문제는 다소 과장된 측면이 있다. 그러나 도덕적 해이의 문제를 줄일 방법은 관리를 받는 기업이 엄격한 경쟁적 기준에 따라 관리되도록 하는 것이다. 정부가 거대복합금융기관을 통제하기 때문에, 상환위험이 있는 도박을 피하도록 지시받은 관리인을 고용할 수도 있다. 상환리스크를 건 도박은(예컨대 1980년대 S&L과 같이) 막대한 규모의 정부 구제금융과 규제유예를 누리면서도 정부의 직접통제는 받지 않는 거대복합금융기관의 경우에 더 크다는 점에 주목해야 한다. 다시 말해, 규제유예로 인해 더 취약한 계열사와 사업체들의 잉여자본이 정연한 그러나 상대적으로 신속한 청산을 위해 '배드뱅크'에 보관되는 것이 아니라, 투기에 대한 왜곡된 유인을 창출할 수도 있다는 것이다.

## 4. 채무재조정(Distressed Exchange)

정부 관리제도하에서의 거대복합금융기관 경영과 연관된 일부 우려 때문에 이번 금융위기에서 정부의 접근법은 필요할 때마다 국민의 세금으로 은행의 자본을 확충하고 우선주에 대한 소유권을 확보하는 것이었다고 비추어진다. 하지만 관리제도를 통해 완전한 국유화를 피하는 이 전략은 서서히 부분적 국유화로 이어진다. 정부가 일부(34%)를 소유하게 될 시티그룹의 경우처럼, 부실은행들은 결국 정부 우선주를 보통주로 전환할 수밖에 없다.

그러한 은행들의 자본문제를 해결할 직접적이고 합리적인 또 다른 방법은 은행의 채권자들(후순위채권자와 무보증 선순위장기채권자)로 하여금 자신의 채권을 주식으로 전환하도록 유도하는 것이다. 관리제도하에서 채권이 주식으로 구조조정된다면 관리제도의 잠재적 사중비용을 피할 수도 있다. 얼마 전까지만 해도 이는 거의 불가능에 가깝다고 여겨졌다. 그러나 2008년에는 채권을 주식이나 우선주로 채무재조정한 사례가 총 13건으로, 이전 24년간 57건에 불과했던 것에 비해 급증세를 보였다. 뿐만 아니라 바로 얼마 전에 있었던 GMAC 부채의 구조조정 사례에서 역대 최대 규모의 채무재조정 거래가 이루어지기도 했다. 하지만 채무재조정을 둘러싼 크라이슬러 채권단과의 협상이 막판에 결렬된 사실은 특히 사안의 높은 복잡성을 고려해 볼 때 이러한 거래를 성사시키는 것이 얼마나 어려울 것인지를 보여준다.

이와 관련하여 두 가지 문제를 신중히 고려해야 한다.

첫째, 채무재조정이 반드시 모든 시스템 리스크를 방지하는 것은 아니다. 거래상대방 위험은 피할 수 있고 정리 결과에 대한 일반적인 불확실성은 감소하겠지만, 파산은행들과 상관관계가 있는 리스크를 보유한 다른 은행들의 채권과 자본에 대한 인출사태가 발생할 가능성은 여전하다. 투명성을 더 확보하지 못한다면 이러한 인출사태는 건전한 은행들까지 압박할 수 있다. 따라서 관리제도하에서의 시스템 리스크 관리와 관련하여 언급한 우려사항들의 일부는 채무재조정의 경우에도 여전히 유효하다. 또한 채무재조정이 위기에 빠진 상업은행이나 증권사 자체에 대해서가 아니라 은행지주회사 수준에서 제안되기는 했지만, 은행지주

에 대한 채무재조정이 실적이 우수한 계열사에까지 단기채권에 대한 인출사태를 유발하는 페소화문제(peso problem)도 존재한다.

둘째, 더 중요한 문제는 거대복합금융기관의 부채의 경우 규모와 복잡성이 모두 이전의 어떤 채무재조정과는 비교도 안 될 정도로 크다는 점이다. 따라서 채무재조정을 성공적으로 관리하는 것은 어려운 과업이 될 수 있다. 또한 채권자들이 이미 받고 있는 지원에 덧붙여 완전한 구제금융이 이루어질 때까지 타협을 거부하는 문제도 있다. 물론 이번 금융위기 시나리오에서 거대복합금융기관들은 자신의 증권화 사업모델을 무시하고 스프레드는 챙기면서 리스크를 그냥 지니고 있었다. 그리고 이는 문제를 알면서도 모른 척 회피하던 바로 그 채권자들을 통한 레버리지 덕분에 가능했다. 채권자들이 은행을 규제하지 않은 이유는 무엇인가? 그들이 현재 무임승차를 할 수 있는 것과 동일한 이유에서였다.

시행의 관점에서 볼 때 이러한 어려움들이 존재한다는 것은, 거대복합금융기관의 대규모 파산을 신속히 해결해야만 할 경우에는 채무재조정 접근법을 택하는 것이 용이하지 않을 수도 있다는 점을 시사한다. 그리고 채권자들로 하여금 청구권을 주식으로 전환하도록 유도하는 것은 사실 이 '치킨게임'에서 규제당국으로부터 일정 부분의 규제유예를 요구하는 것일 수도 있다.

한 가지 대안은 시스템적인 금융기관들로 하여금 미리 정해진 (개별적 그리고/또는 시스템적) 부실수준이 충족될 때마다 강제적인 대출금 출자전환을 해야 하는 새로운 종류의 '하이브리드' 청구권을 각자의 자본구조에 포함시키도록 명령하는 것이다. 이는 최근 제안된 특별 도산제도상 정리절차의 일환으로 강제될 수도 있다. 이 새로운 보호장치는 위기상황에서는 자본재조정이 확실히 이루어지도록 해주면서, 평상시에는 번거로운 규제로 작용할 가능성을 없애준다.[7)]

이 대안들을 채택하면 앞서 선별적 대출금 출자전환과 관련하여 제기된 어려움들이 완화되기는 하겠지만 시장, 특히 채권 투자자들 사이

7) 강제적인 대출금 출자전환 개념은 이번 위기 이전에도 존재했다(Doherty and Harringyon[1997]; Flannery[2005]). 그러나 현재 위기에 적용 가능한 금융규제에 관한 논의가 이루어지면서 이에 대한 관심이 증가하게 되었는데, 일례로 Squam Lake Working Group(2009)과 Hancock and Passmove(2009) 등의 제안을 들 수 있다.

에 이러한 형태의 자본구조 청구권에 대한 수요가 충분히 존재하는지가 관건이다. 비표준 증권이라는 이유로 그러한 청구권에 대한 시장이 형성되지 못하고 투자자들이 차라리 은행의 일반 채권이나 일반 주식 청구권을 보유하겠다고 나서면, 은행들은 투자자들로 하여금 새로운 유형의 하이브리드 자본에 대한 인기 없고 비유동적인 시장에 참가하도록 유인하기 위해 지나치게 높은 자본조달비용을 지불해야 할 수도 있다.

모든 것을 감안할 때, 강제적인 채무재조정은 거대복합금융기관 문제를 사전에 효율적으로 해결하기 위한 바람직한 제도라는 것이 우리의 선험적 생각이지만, 일부 사후적 개입과 구조조정은 불가피할 가능성이 높고 이에 따라 관리제도가 필요해질 수도 있는데, 채무재조정과 연계하여 함께 시행될 수도 있을 것이다.

## 제3절 결 론

본 장에서 우리는 위기에 빠졌거나 실패한 거대복합금융기관의 문제를 해결하는 방안으로서 자유시장 해법 및 규제유예방식 대(對) 관리제도 및 채무재조정과 같은 하이브리드 접근법의 장단점을 비교해보았다.

이에 관하여 지금까지의 논의를 반복하는 대신 시스템 리스크와 거대복합금융기관의 파산에 대처하는 다양한 철학과 접근법에 대해 버냉키 미국 연준의장이 제시한 다음과 같은 재치 있는 비유로 갈음하고자 한다.

만일 우리의 이웃이 담배를 피우다가 실수로 불을 내서 집이 불타기 시작했다고 생각해 보자. 지금은 흡연이나 화재탐지기 설치에 대하여 잔소리를 늘어놓을 때가 아니다. 불부터 꺼야 한다. 소방서에 전화하고 싶지 않다고 하더라도 이웃의 집이 다 타고 나면 그 불은 우리집이나 다른 이웃들의 집까지 번질 수 있다. 그래서 우선은 소방서에 전화를 하고 응징의 문제는 그 후에 처리해야 한다.

하지만 이제 이야기를 약간 바꿔 보자. 이웃집이 이미 불에 휩싸여 있고 불길이 너무 세서 소방대가 화재진압을 시도하더라도 그 과정에서 소방대원들의 생명을 포함하여 매우 높은 비용이 초래될 가능성이 있다

고 가정하자. 그래도 당신은 소방서에 전화를 한다. 그러나 이제 소방서는 불타는 집은 타도록 내버려두고 대신 당신의 집과 다른 이웃들의 집을 보호해 준다. 불길이 번지면 불을 끌 만반의 준비를 한 상태이다. 이렇게 되면 소방관들의 목숨을 보호할 수 있을 뿐만 아니라 불을 낸 이웃도 향후에는 금연하게 될 가능성이 매우 높다는 이점이 있다.

# 참 고 문 헌

Acharya, Viral V, Irvind Gujral, and Hyun Shin, “Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007~2009,” Working Paper, NYU-Stern, 2009.

Acharya, Viral V., Philipp Schnabl, and Gustavo Suarez, “Securitization without Risk Transfer,” Working Paper, NYU-Stern, 2009.

Acharya, Viral V. and Matthew Richardson, “Causes of the Financial Crisis,” *Critical Review* 21(2-3), 2009, pp.195~210.

Doherty, Neil and Scott Harrington, “Managing Corporate Risk with Reverse Convertible Debt,” Working Paper, Wharton School at University of Pennsylvania, 1997.

Flannery, Mark, “No Pain, No Gain? Efficient Market Discipline via Reverse Convertible Debentures,” in Chapter 5 of Hal Scott (ed.), *Capita Adequacy Beyond Basel: Banking Securities and Insurance*, Oxford University press, 2005.

Hancock, Diana and Wayne Passmore, “Mandatory Convertible Subordinated Debt and Systemic Risk,” Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009.

Merton, Robert C., “On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates,” *Journal of Finance* 29(2), 1974, pp.449~470.

Shleifer, A. and R. Vishny, “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach,” *Journal of Finance* 47, 1992, pp.1343~1366.

Squam Lake Working Group, “An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities,” Working Paper, 2009.

# 【부 록】

하단의 <부표 2-1>은 지금까지의 논의내용을 정리한 것이다. 거대복합금융기관의 실패가 발생하는 경우 이를 처리하는 방식에 따라 달라지는 경제이슈들을 비교한 것이다.

〈부표 2-1〉 거대복합금융기관 처리방식의 장단점 비교

| 해결방식 / 경제이슈 | 자유방임 | 규제유예 | 관리제도/ 국유화 | 채무재조정 |
|---|---|---|---|---|
| 납세자 손실 최소화 | ✓ | ✓ (유동성 위기) X (지불능력 위기) | X (유동성 위기) ✓ (지불능력 위기) | ✓ |
| 파산기관의 처리 | ✓ | X | ✓ | ✓ |
| 시스템 리스크의 사후적 처리 | X | ✓ | ✓ | ? (연쇄적 파산으로 이어질 수 있음) |
| 처리기간 중 파산기관의 관리 | ✓ | ✓ | ? (정부의 능력과 자원에 부담이 될 가능성) | ✓ |
| 사전적 도덕적 해이의 처리 | ✓ | X | ✓ | ✓ |

제3장

# 거시건전성 감독의 정치경제: 한국의 경우

박 창 균 (중앙대학교)

## 제1절 서 론

금융규제 관련 연구에서 중요한 개념으로 받아들여지기 시작한 지 시간이 얼마되지 않았음에도 불구하고 '거시건전성 규제(macro-prudential regulation)'는 최근 가장 활발한 논의가 진행되고 있는 주제의 하나임에 틀림없다. 특히 2008년 하반기 글로벌 금융위기로 인하여 국제금융시장과 세계경제가 극심한 혼란을 겪은 이후 거시건전성 규제는 학문적인 관심의 차원을 넘어서서 규제당국의 관심이 집중되는 등 실천적 의미를 가지는 화두로 구체화되었다. 지금까지 이루어진 논의를 간략하게 정리하면, 거시건전성 규제의 필요 자체에 대해서는 대체적인 합의가 이루어져 있으나 거시건전성 규제의 목적을 달성하기 위한 구체적인 방법론이나 현실적인 정책수단에 대해서는 연구자들이나 정책당국 간에 여전히 많은 논란이 이루어지고 있는 것이 사실이라고 할 수 있다. 한편으로는 최근의 글로벌 금융위기를 계기로 미국과 유럽연합을 포함한 세계 각국에서 기존의 금융규제체제에 거시건전성 규제를 접목하는 방안에 대하여 다양하고 실질적인 문제들에 대하여 상당히 구체적인 수준의 논의가 진행되고 있으며 일부 국가에서는 이미 성과를 내고 있기도 하다. 영국에서는 영란은행(Bank of England) 내에 통화정책을 담당하는 '통화정책위원회(Monetary Policy Committee)'와 별도로 '금융정책위원회(Financial Policy Committee)'를 설치하여 금융안정(financial

stability)의 책무를 부여하였다. 신설된 금융정책위원회는 기존의 통합 금융감독기구인 '금융 감독청(Financial Supervisory Agency)'과 별도로 거시건전성 감독을 책무로 하는 '건전성 감독청(Prudential Regulatory Authority)'이나 금융 소비자 보호를 전담하는 '소비자 보호 및 금융시장 감독청(Consumer Protection and Markets Authority)' 등의 새로운 감독기구의 설립근거가 마련되었다. 또한 유럽연합(European Union)은 역 내에서 거시건전성 유지에 장애가 될 수 있는 위험요인을 감시하고 유럽 중앙은행(European Central Bank)과 회원국 중앙은행에 대하여 적절한 대응책을 권고하는 '유럽 시스템 위험 위원회(European System Risk Board)'가 설립되었다. 이와 같이 개별 국가나 지역 공동체 차원에서의 노력뿐 아니라, 전 세계적 차원에서 거시건전성 관리를 위하여 G20 산하에 '금융안정위원회(Financial Stability Board)'가 설립되어 2008년 글로벌 금융위기의 교훈을 바탕으로 새로운 위기의 발생을 방지하기 위한 위험요인 관리체제 구축을 위하여 공조노력을 기울이고 있다.

한국에서도 2008년부터 2009년까지 국제금융시장에서 유입된 충격파로 비록 일시적이지만 유동성 문제로 심각한 어려움을 겪은 이후 거시건전성 규제체제의 확립을 위하여 기획재정부, 한국은행, 금융위원회와 금융감독원, 예금보험공사 등 금융안정에 이해관계를 보유한 각종 기관 간 역할 분담 및 기능 재조정에 대한 논의가 활발하게 진행되었다. 관련 기관 간 협의에서 시작된 거시건전성 체계 구축을 위한 논의는 국회를 거쳐 대통령이 임명한 특별위원회가 구성되어 가시적인 성과를 도출하기 위하여 노력하였으나, 첨예한 의견 대립으로 인하여 별다른 결론을 도출하지 못한 채 논의가 잠정적으로 중단된 상태이다. 본 연구에서는 2008년부터 2009년 기간 동안 전개된 글로벌 금융위기에 대응하여 미국이나 유럽 등 대부분의 선진국에서는 거시건전성 규제체계 구축을 위한 노력이 상당히 구체적으로 성과를 거두었던 반면, 한국에서는 그와 같은 노력이 별다른 성과를 거두지 못한 이유에 대하여 정치경제학적 관점에서 분석을 시도한다.

2008년 하반기 이후 전개된 금융시장 혼란에 대응하여 금융안정 관련 각종 기관들이 취한 태도와 조치에 대한 분석을 통하여, 한국의 금융감독 유관 집단에 강력한 관료주의적 속성이 존재하며 이를 효과적으로

극복할 수 있는 사회적 기제 또한 부재한 상황이라는 점에 주목한다. 구체적으로 한국의 금융규제기관들은 치열한 영역 다툼을 보이는데, 이는 특히 재무부, 중앙은행, 금융감독당국 등 기관 간 협조가 필수적인 시스템 위험관리 영역에서 뚜렷하게 드러났다. 각 기관들은 법에서 보장하고 있는 각자의 고유영역에 대하여 다른 기관이 이를 침해하려고 시도한다고 판단하는 경우 자신의 영역을 방어하기 위하여 매우 민감하게 반응하는 행태를 나타냈다. 이러한 행태는 과거 오랜 기간 동안 관련 주체 간 적절한 견제와 균형이 미흡한 상태로 인해 정책당국이 금융규제체계를 둘러싼 역학관계에서 지배적인 의사결정권을 행사함으로써 형성된 부정적 유산의 결과인 것으로 판단되는데, 바로 이러한 측면에서 한국의 경험은 향후 신흥시장국가(emerging market economies)에서 거시건전성 규제체계의 개편은 물론 다수의 이해 당사자가 개입된 영역에서 각 당사자의 역할과 기능 재편을 논의하는 경우 중요한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

이하에서 본 장의 구성은 다음과 같다. 제2절에서는 거시건전성 규제에 대한 최근의 연구들을 살펴보고 이를 금융규제에 대한 전통적인 접근방식인 미시건전성 규제체제와 대비함으로써 거시건전성 규제의 의미와 필요성에 대하여 간단히 논의한다. 제3절에서는 한국의 금융안정 시스템 구조를 점검하고 이로부터 규제기관 간 명확한 업무분장 결여, 관료적 지배, 감독기관 간 정보교환의 부재 등 세 가지 측면에서 특징적 현상을 지적한다. 한편, 제4절에서는 글로벌 금융위기 와중에서 2008년 하반기 이후 약 1년여의 기간 동안 금융시장의 혼란에 대응하여 여러 기관들이 취한 조치들을 살펴보고, 이를 관련 당사자 간 '영역다툼(territorial turf war)'이라는 틀을 통한 분석을 시도한다. 더하여 신흥시장에서 금융안정 확보를 위한 거시건전성 규제체제의 정비를 위하여 제도 개편(institutional realignment)을 시도하는 경우 한국의 경험으로부터 도출할 수 있는 시사점에 대하여 살펴본다. 마지막으로 제5절은 결론이다.

# 제2절 금융안정성과 거시건전성 규제

## 1. 거시건전성 규제와 미시건전성 규제

Borio(2006a)는 거시건전성 규제의 의미를 미시건전성 규제로 부를 수 있는 금융규제에 대한 전통적인 접근법과의 비교를 통하여 더욱 명확하게 이해할 수 있다는 점을 지적하였다. 구체적으로 규제의 목적, 규제대상 위험의 특징, 규제가 필요한 위험을 관리하기 위한 조치 등의 측면에서 거시건전성 규제와 미시건전성 규제가 뚜렷하게 대조된다는 점을 지적하였는데, 여기에서도 Borio(2006a)의 접근법에 따라 금융감독에 대한 두 측면의 접근법에 대하여 간략하게 논의한다.

첫째, 미시건전성 규제는 개별 금융회사의 자산건전성을 저해할 수 있는 위험요인을 관리함으로써 궁극적으로 금융회사가 관리하고 있는 예금자와 투자자의 재산을 보호하는 것을 목적으로 하는 데 비해 거시건전성 규제는 금융시장의 정상적인 자원배분기능을 마비시켜 실물경제에까지 상당한 규모의 손실을 발생시킬 수 있는 잠재력을 가진 위험이 실현되지 않게 하는 데 목적이 있다. 자본주의 역사를 관통하여 지속적으로 반복되고 있는 금융위기의 경험으로부터 우리가 도출해 낼 수 있는 한 가지 중요한 교훈은 개별 금융회사의 건전성 유지가 금융시스템 전체의 안정을 보장하지 못한다는 점이며, 바로 이러한 측면에서 미시건전성 규제와 별도의 목적을 가진 거시건전성 규제체계를 확립할 필요성이 제기된다. 이와 같이 미시건전성 규제와 거시건전성 규제의 목적에 대하여 적어도 개념적 수준에서 명확한 구분이 가능하지만, 현실적으로 양자는 상호배타적인 것이 아니라 매우 밀접하게 연관되어 있다는 점 또한 부정할 수 없는 사실이다. 개별 금융회사의 부실이 계약상 밀접한 관계를 맺고 있는 인접 금융회사에 빠르게 이전되어 금융시장은 물론 경제 전체의 혼란을 초래하는 예를 어렵지 않게 찾아볼 수 있을 뿐 아니라, 외부의 충격으로 인하여 금융시장의 자원배분기능이 정지되고 그에 따라 만족스러운 자산건전성을 유지하던 금융회사가 부실화된 사례 또한 어렵지 않게 발견할 수 있으므로, 개별 금융회사의

건전성과 금융시장 전체의 안정성이 긴밀하게 연관되어 있음을 부정할 수는 없다. 결과적으로 거시건전성 규제와 미시건전성 규제는 서로 다른 관점에서 금융시장에 접근하는 것으로 파악할 수 있다. 거시건전성 측면의 접근은 금융시스템 전체에 규제의 초점을 맞추고 있는 반면, 미시건전성 측면의 접근은 개별 금융회사를 규제의 기본 단위로 설정하고 있다는 차이점이 존재한다. Borio(2006a)는 미시건전성 관점과 거시건전성 관점 간의 관계가 개별 자산 투자와 뮤추얼펀드 투자 간의 관계와 유사하다는 점을 지적하였다. 뮤추얼펀드 투자자는 펀드가 보유한 포트폴리오에 속한 개별 자산의 수익률이나 위험보다는 포트폴리오 전체의 수익률이나 위험에 관심을 가지는 것과 마찬가지로, 거시건전성 규제는 개별 금융회사의 위험보다 금융시스템 전체의 위험관리에 초점을 둔다. 여기서 한 가지 중요한 점은 펀드가 보유한 포트폴리오의 위험이 포트폴리오에 속한 개별 자산의 위험을 단순하게 합산한 것이 아니듯이 개별 금융회사의 위험을 모두 합하더라도 금융시스템 전체의 위험과 일치하지 않는다는 점이다. 이러한 점은 개별 금융회사의 위험요인이 상호 독립적으로 분포하는 것이 아니라 연관관계를 가지면서 분포한다는 점에서 기인한다. 가령 포트폴리오를 구성하는 개별 자산에서 발생하는 손실이 포트폴리오에 속한 다른 자산에서 발생하는 이익에 의하여 상쇄되거나 또는 다른 자산에서도 손실이 발생하여 더 큰 손실이 발생할 수도 있으므로 자산수익률 간 상관관계는 뮤추얼펀드 투자자의 의사결정에 매우 중요한 변수이다. 마찬가지로 거시건전성 규제 관점에서 관심을 두는 것은 개별 금융회사에 내재하는 위험보다는 위험 간 상관관계이다.

둘째, 관리대상이 되는 위험의 본질 측면에서 미시건전성 규제는 위험이 외생적인(exogenous) 요인에 의하여 개별 금융회사를 대상으로 발생하는 것으로 파악하는 반면, 거시건전성 규제는 위험이 금융시스템 내부에서 발생하여 전파되는 것으로 파악한다는 측면에서 중요한 차이를 나타낸다. 거시건전성 규제의 관점에서 본다면 위험은 금융시스템을 구성하는 금융회사들의 집단행동에서 발생한 결과로 파악되는데, 이러한 의미에서 위험은 금융시스템 내부에서 내생적(endogenous)으로 발생한다. 독과점적 구조로 시장이 조직되어 있지 않은 한 금융시스템을 구

성하는 개별 금융회사가 독립적으로 자산가격이나 거래량, 대출규모 등 주요 총량 변수에 결정적인 영향을 줄 수는 없을 것이다. 그러나 개별 금융회사의 독립적인 또는 상호연관된 결정이 결집되어 이들 총량변수가 결정될 뿐 아니라 개별 금융회사의 자산건전성에 매우 강력한 '되먹임효과(feedback effects)'를 발생시키는데, 거시건전성 규제는 이러한 되먹임효과의 적절한 관리를 금융시장의 안정성 확보에 결정적으로 중요한 요인으로 인식한다. 이에 반하여 미시건전성 규제는 개별 금융회사에 가해진 충격은 해당 금융회사의 자산건전성에 대한 고립적인 위협요인으로 인식하고, 되먹임효과를 통하여 금융시장 또는 경제 전체에 미치는 영향은 미미할 것으로 간주한다는 측면에서 관리대상 위험은 본질적으로 외생적인 것으로 파악한다.

셋째, 위험관리에 동원되는 정책적 수단의 측면에서 거시건전성 규제는 금융시스템 구성원 전체에 대하여 영향을 줄 수 있는 변수에 관심을 집중하는 반면, 미시건전성 규제는 개별 금융회사의 자산건전성 유지를 나타내는 지표의 관리에 초점을 맞춘다. 거시건전성 규제를 위한 정책수단의 효과는 금융시스템에 존재하는 모든 경제 주체에 대하여 무차별적으로 적용되며, 개별 경제 주체에 대하여 특정한 목표의 달성이 요구되지 않는다. 예를 들어, 금융규제당국이 주택가격의 지나친 상승을 우려하여 거시건전성 규제 차원에서 긴축적 통화정책 포지션을 취하는 경우 정책의 영향은 모든 시장 참여자들에게 무차별하게 가해진다. 하지만 개별 은행이나 대출기관이 특정 수준으로 주택담보대출을 축소할 것으로 요구받지는 않는다. 그러나 개별 금융회사가 변화된 환경에 맞추어 자체적인 판단에 의하여 주택담보대출을 축소시킴으로써 주택에 대한 수요가 줄어들고, 그에 따라 주택시장 과열이 진정되는 결과가 발생함으로써 원래 의도하였던 정책목적을 달성할 수 있을 것이다. 반면, 미시건전성 규제의 관점에서 본다면 주택가격 상승 자체는 구체적인 정책을 취할 이유가 될 수 없고, 다만 주택담보대출이 지나치게 빠른 속도로 증가하여 대출자산의 대규모 부실이 우려되는 경우 해당 금융회사에 대하여 자산건전성 유지에 필요한 정도로 부실대출을 정리하거나 대출규모를 축소하도록 요구하는 규제를 취한다. 다시 말하면 정책목표 달성을 추구함에 있어 미시건전성 규제는 상향식(bottom-up) 접근방식을

〈표 3-1〉 거시건전성 규제와 미시건전성 규제

| | 미시건전성 규제 | 거시건전성 규제 |
|---|---|---|
| 규제 목적 | 금융 소비자 보호 | 시스템 리스크 방지 |
| 위험의 특성 | 외생적, 개별 금융회사 대상 위험 | 내생적, 시스템 전체 대상 위험 |
| 위험관리 수단 | 개별 회사 단위 효과 | 시스템 전체 효과 |

취하는 반면, 거시건전성 규제는 하향식(top-down) 접근방식을 취하는 차이점을 보인다고 할 수 있다.

## 2. 금융안정과 거시건전성 규제에 대한 이론적 논의

앞에서도 논의한 바와 같이 거시건전성 규제의 목적에 대하여 시스템 위험 발생을 방지하여 금융안정을 유지하는 것으로 간략하게 정리할 수 있다. 그러나 어떤 상태를 금융안정이라고 간주할 수 있을 것인지에 대해서는 많은 논란이 진행되어 왔으며, 합의된 결론에 도달하고 있지 못하고 있다. 따라서 많은 논자들은 금융안정을 적극적으로 정의하기보다 '금융 불안정(financial instability)'을 정의하고, 이의 부재를 금융안정으로 간주하는 소극적인 접근법을 취하고 있다. 금융 불안정은 금융시스템의 정상적인 작동이 위협받거나 장애가 발생하는 상황을 의미한다. 보다 구체적으로 살펴보면, 금융 불안정이 발생하는 경우 가계, 기업 그리고 정부 등 각 경제 주체에 대한 자금흐름에 장애가 발생하고 그로 인하여 일상적인 금융활동을 수행하는 데 어려움에 직면하게 된다. 금융 불안정으로 인하여 특정 금융회사 또는 금융시장의 기능이 정지될 수도 있으며, 그에 따라 금융자원의 배분이 중단되는 사태가 발생할 수도 있다. 금융시스템 내부에서 발생한 충격 또는 국제금융시장 등과 같은 외부 시스템에서 발생한 충격이 금융회사 간에 복잡하게 연결된 네트워크를 통하여 금융시장과 금융시스템 전체로 전염 및 확산되어 금융불안정으로 발전하는 경로를 거친다.

시스템 위험에 대한 다수의 이론적 설명에 의하면 개별 금융회사의

부실로 인한 충격이 복잡한 메커니즘을 통하여 다른 금융회사로 전염되고, 결국 금융시스템 전체로 확산되어 금융시장 기능이 마비되는 환란이 발생하는 과정을 거친다. 개별 금융회사에서 발생한 충격이 금융시스템 전체로 전달되는 통로는 금융회사 간 밀접한 대차관계와 금융시장에서의 정보비대칭성에 기인한 경제 주체의 과잉반응(overreaction)이다. 시스템 위험의 근본원인이 되는 충격의 발생원인에 대하여 논자들 간 견해가 다른데, 초기의 연구들은 충격의 원인을 금융시스템 외부에서 찾으려고 노력하였다. 가령 Minsky(1977)와 Kindleberger(1978)는 금융 불안정으로 귀착되는 충격의 근원을 경제 주체의 비합리성, 탐욕 또는 공포 등의 심리적 요인에서 찾았다. 다른 한편으로 Schwartz(1986)는 외부적인 원인에 의하여 초래되는 통화량의 급격한 감소가 물가수준의 급속한 하락과 자산시장 붕괴를 초래하여 시스템 위험 발생으로 연결된다고 주장하였다.

한편, 1980년대 들어서면서 금융시장에 내재한 정보비대칭성에서 금융 불안정의 근본원인을 찾는 구조적 견해가 대두되기 시작하였다. 금융시장의 정보비대칭성을 강조하는 이들 일련의 연구들로부터 도출할 수 있는 논리적 결론은 시스템 위험이 금융시스템 내부에서 기인하여 금융회사 간 네트워크를 통하여 확산되는 것이므로, 시스템 위험의 발생을 방지하기 위하여 금융감독 당국은 개별 금융회사의 자산건전성뿐 아니라 금융회사를 연결하는 채널에도 관심을 기울여야 한다는 점이다. Diamond and Dybvig(1983)은 예금시장에서의 조정실패(coordination failure)가 뱅크런(bank run)을 초래할 수 있으며 충격이 다른 은행으로 전이되어 결국에는 예금시장의 붕괴로 이어질 수 있다는 것을 보였는데, 이후 출현하는 다수의 도미노효과에 중점을 둔 시스템 위험 연구의 선구적 역할을 하였다. Diamond and Dybvig(1983)을 효시로 하는 일련의 모형이 외부 충격에 의하여 개별 은행이 부실화되는 과정에 대해서는 설득력 있는 설명을 제시하고 있으나, 개별 은행의 부실이 다른 은행에 전이되는지에 대해서는 만족스러운 설명을 제시하지 못한다는 문제점을 가지고 있다. 이러한 문제점에 대응하여 은행 간 단기 대차시장(inter-bank loan market)을 통하여 유동성 충격의 전이를 설명하려는 모형이 제시되었다. Donaldson(1992)은 은행 간 단기 대차시장이 정보의

비대칭성으로 인하여 효율적으로 작동하지 않는 경우 유동성 확보 비용이 상승하게 되고, 그에 따라 은행의 유동성 부족에 따른 지급불능사태 발생에 대한 우려로 인하여 단기 대차시장 자체가 붕괴될 수 있음을 지적하였다. 한편, Allen and Gale(1998)은 단기 대차시장에서 시장지배력을 보유한 유동성 공급자가 존재하는 경우 유동성이 효율적으로 배분되지 않고, 그 결과 단기 대차시장이 작동을 멈추는 모형을 제시하였다. Bhattacharya and Gale(1987)은 유동성 충격에 직면한 은행이 정보비대칭성으로 말미암아 잉여 유동성을 보유한 은행이 단기 대출을 통하여 유동성을 공급하도록 설득하는 데 실패할 수 있다는 점을 보임으로써 단기 대출시장이 붕괴의 위험에 항시 노출되어 있을 가능성을 제시하였다. 그러나 이와 같이 단기 유동성시장의 불완전성과 그로 인한 부실 전이 가능성에 초점을 맞춘 모형들은 여러 개의 금융회사가 동시에 붕괴하는 시스템 위험의 전형적인 양태에 대하여 설득력 있는 설명을 제공하지 못한다는 한계점을 가지고 있다.

시스템 위험에 대한 직접적인 접근을 위해서는 복잡하게 얽혀 있는 은행 간 대차관계를 명시적으로 모형에 도입할 필요가 있다는 점이 점차 명확해지면서 금융회사 간 상호연관관계에 주목하는 모형들이 출현하였다. 개별 금융회사의 부실이 전체 금융시스템으로 확산되어 시장의 정상적인 기능에 장애가 발생하는 현상을 감염(contagion)이라는 개념으로 설명할 수 있는데, 정보 확산과 금융회사 간 신용연계가 감염이 발생하는 가장 핵심적인 두 가지 통로로 논의되고 있다. Aghion, Bolton, and Dewatripont(2000)는 각 금융회사가 보유하고 있는 장기 투자자산의 수익률이 밀접하게 연관되어 있는 경우 국지적 충격이 다른 금융회사로 전염되어 결국 시스템 전체에 대한 충격으로 이어질 수 있음을 보였다. 한편, Allen and Gale(2000)은 개별 금융회사의 유동성 충격에 대응하기 위한 보험으로 구축된 유동성 풀(pool) 자체가 감염의 채널이 될 수 있을 가능성을 지적하였다. 금융회사 간 정보 확산과 신용연계와 그로 인한 감염의 중요성을 강조하는 이들 모형은 거시건전성 규제의 필요성을 이론적으로 뒷받침하는 근거로 활용될 수 있다. 그러나 이들 모형에 대하여 은행 간 단기 대출시장과 지급결제시스템에 대한 보다 강력한 규제 및 감독이 필요하다는 점을 시사하는 것이라는

해석을 부여할 수도 있으므로, 독자적인 거시건전성 규제의 필요성을 주장하기 위해서는 조정실패로 인한 충격 발생과 감염으로 인한 충격 전파를 넘어서서 개별 금융회사에서 발생한 충격이 확산과정에서 점차 그 강도가 커지는 충격 증폭 장치가 필요하다. Bernanke and Gertler(1989)는 시스템 위험을 방지하고 금융안정을 유지하기 위하여 미시건전성 규제와 별도로 거시건전성 규제가 필요하다는 점을 강조한 모형을 제시하였는데, 금융시장에 내재하는 정보비대칭성을 극복하기 위한 장치로 고안된 금융회사 간 계약이 충격을 증폭시키는 매개체로 작용할 수 있다는 점이 핵심적인 내용이다. 금융시장에서 정보비대칭성으로 인한 문제점에 대응하기 위하여 대출 금융회사는 대출자에 대한 심사와 모니터링에 일정한 비용을 지불한다. 대출계약이 체결된 상태에서 외부 충격이 발생하는 경우 기존 대출계약을 수정할 필요성이 생기는데, 대출계약을 수정하는 데 소요되는 각종 비용으로 인하여 실물시장에 가해지는 충격이 원래의 충격에 비하여 규모가 커지게 되는데 이를 '금융의 충격증폭(financial accelerator)'라고 부른다. 한편, Kiyotaki and Moore(1997)는 대출자의 상환능력 및 상환의지에 대한 대출 금융회사의 신뢰 부족으로 금융부문과 실물부문 간에 충격이 증폭되는 기제가 형성될 수도 있음을 보였다. 금융의 충격증폭으로 인한 시스템 위험의 발생에 대응하기 위하여 통화 및 재정 정책을 경기 진폭을 축소하는 방향으로 운영하거나, 동태적 대손충당금(dynamic provisioning) 적립을 요구하는 등의 금융규제정책을 취할 수 있는데, 이들 정책은 실물부문 또는 금융부문에 발생한 충격을 일정 부분 완화시킴으로써 상호 증폭과정이 진행되는 것을 방지하여 금융안정을 유지하기 위한 목적으로 활용될 수 있다.

## 3. 거시건전성 규제의 중요성

Borio(2006b)는 금융규제 영역에서 거시건전성에 대한 고려가 강화될 필요가 있는 이유를 네 가지 측면에서 설명하였다. 첫째, 거시건전성 규제를 강화함으로써 몇 가지 중요한 측면에서 미시건전성 규제의 목적이 자연스럽게 달성되는 부수적인 효과를 기대할 수 있다. 미시건전성 규

제는 예금자 또는 투자자들의 자산을 운용하는 금융회사의 자산건전성을 유지함으로써 이들의 권리를 보호하는 것을 궁극적인 목적으로 삼는다. 따라서 엄격하게 말하면 미시건전성 규제의 보호대상은 규제대상 금융회사에 자산을 위탁한 금융 소비자로 제한된다. 이에 반하여 금융불안정으로 인하여 발생하는 비용은 그 규모가 막대할 뿐 아니라 그 파급효과는 경제를 구성하는 모든 경제 주체에 영향을 준다. 예를 들어 Hoggarth, Reis, and Saporta(2002)나 Laeven and Valencia(2008)의 연구에 의하면 금융위기로 인하여 발생하는 비용은 경우에 따라 다소 차이가 있으나 일반적으로 국내총생산의 10% 수준을 넘어서는 것으로 추산되며, 생산손실이나 조세부담 증가 등의 형태로 전체 국민에 대한 부담으로 귀착되는 것으로 나타난다. 거시건전성 규제는 이와 같이 막대한 비용을 발생시키는 재앙을 방지하기 위한 노력이며, 성공적인 정책수행으로 인한 혜택은 전체 경제 주체의 부담을 완화시킨다. 반면, 성공적인 미시건전성 규제정책의 수행은 금융거래에 직접적으로 관련되어 있는 주체의 부담을 경감할 수 있을 뿐이다. 예를 들어 예금보험제도는 일정 금액까지 예금자의 손실을 보상하지만, 예금보험사고의 발생으로 인하여 발생하는 금융시장의 혼란 때문에 정상적인 경제활동에 제약을 받아 피해를 보는 일반 경제 주체를 보호하지는 않는다.

둘째, 거시건전성 규제의 중요성을 강조함으로써 시장과 정부 간 힘의 균형을 시장 쪽으로 추동하는 기제로 활용할 수 있으며, 이를 통하여 보다 효율적인 자원배분을 추구할 수 있다. 전통적인 미시건전성 규제에서와 같이 금융규제의 목적을 개별 금융회사의 건전성 유지에만 두는 경우 규제 목적의 달성을 위하여 지나치게 강력한 규제가 가해질 가능성을 배제할 수 없다. 개별 금융회사에 대하여 지나치게 과도한 간섭과 규제가 취해지는 경우 이들의 자율적인 의사결정을 방해하게 되고 종국에 규제로 인하여 얻는 것보다 잃는 것이 더 많은 상황을 발생시킬 수 있다.

셋째, 미시건전성 규제의 목적을 달성한다고 하더라도 많은 논자들이 금융규제의 궁극적인 목적으로 간주하는 안전하고 건전한 금융시스템을 확립할 수 있음을 의미하는 것은 아니다. 앞에서 언급한 바와 같이 강력한 미시건전성 규제를 통하여 개별 금융회사의 부실이 전체 금융시

스템으로 확산되어 발생하는 시스템 위기는 일정 부분 방지할 수 있다. 그러나 다수의 금융회사가 동일한 위험요소에 동시에 노출되어 광범위한 영역에서 발생하는 금융 불안정에는 무력할 수밖에 없다. 국제금융시장에서 발생하는 자산가격 폭락 또는 급속한 자본유출 등의 충격으로 인하여 금융시스템이 심각하게 손상을 입는 사태가 발생하는 경우, 이에 대하여 미시건전성 규제만으로는 적절하게 대응할 수 없다는 점은 2008년 하반기 한국의 금융시장에서 발생한 사태를 통해서도 분명하게 확인할 수 있다.

넷째, 금융시스템에서 발생한 구조적인 변화로 인하여 거시건전성 규제의 중요성이 더욱 부각되었다. 전 세계적 차원에서 진행되고 있는 금융자유화 추세는 금융회사들을 경기변동에 더욱 크게 노출시키는 환경 변화와 동시에 진전되었다. 국가 간 금융 포지션의 연관성이 증대됨에 따라 금융부문과 실물부문 간 연계 또한 강화된다. 금융회사 간 경쟁이 국내에 그치지 않고 국제적 차원에서 전개됨에 따라 자금조달에 대한 제약이 완화되고 위험추구에 대한 유인이 강화된다. 뿐만 아니라 국제금융시장에서 괄목할 수준으로 이루어지고 있는 금융혁신(financial innovation)으로 인하여 금융시장 및 실물부문의 국가 간 연계 강화가 더욱 빠르게 진전되고 있다. 위험에 대한 적절한 보상수준을 책정하고 이를 거래할 수 있는 시장 참가자의 역량이 제고됨에 따라 서로 다른 종류의 금융회사들에 대하여 비교우위 원리에 따라 위험을 적절하게 배분할 수 있는 기회가 확대되었다. 그에 따라 국제금융시장에서 금융회사 간 연계는 더욱 강화되었다. 예를 들어, 은행과 보험회사들은 새로 개발된 각종 복잡한 파생상품을 활용한 위험의 거래에 주도적으로 참여하고 있다. 이러한 환경 변화에 따라 금융회사들은 스트레스상황이 발생하는 경우 유동성 공급처로 금융시장에 더욱 의존하게 되었고, 그 자연스러운 결과로 금융시장은 금융회사의 시장조성능력과 스트레스 상황하에서의 유동성공급능력에 더욱 의존하게 되는 현상이 발생하였다.

## 4. 글로벌 금융위기 이후 제기된 주요 이슈와 규제 체계 재정립

거시건전성 규제의 출발점은 금융시스템의 잠재적인 취약점을 초기 단계에서 식별하는 것인데, 이는 금융시스템은 물론 개별 금융회사에 대한 지속적이고 광범위한 감시와 점검을 통하여 성취될 수 있다. 구체적으로 각국 중앙은행은 금융시스템과 경제의 전반적인 상태에 대하여 위험관리의 측면에서 정기적으로 평가하고 그 결과를 '금융안정보고서(Financial Stability Review)'에 보고한다. 국제통화기금(IMF)이나 세계은행(World Bank) 등과 같은 국제기구도 '금융부문평가프로그램(Financial Sector Assessment Programs)' 등과 같은 금융부문 위험요소 감시 프로그램을 지원함으로써 금융안정을 위협하는 요인을 적기에 포착하기 위한 노력을 기울이고 있다. 또한 각국의 금융감독기관과 중앙은행들은 향후 도래할 위기를 조기에 감지하기 위하여 다양한 형태의 조기경보시스템(Early Warning Systems)을 운영하고 있다. 조기경보시스템은 과거 시계열 자료를 활용하여 미래에 발생할 위기의 가능성을 확률적으로 예측하는 통계모형인데, 이미 몇 가지 형태의 일반적인 조기경보모형이 개발되어 있으며(Demirguc-Kunt and Detragiache[1998]; Kaminsky and Reinhart[1999]; Davis and Karim[2008]), 각국이 자국의 특징적인 현실을 반영하여 일반모형을 변형하여 적용하는 것은 어려운 일이 아니다. 스트레스 테스트(stress test)도 개별 금융회사는 물론 금융시스템 전체 차원에서 위험을 조기에 포착하기 위하여 자주 활용되는 기법이다. BIS(2001)의 정의에 의하면 스트레스 테스트는 미래의 가상적 충격으로 인하여 발생할 것으로 예상되는 손실의 규모를 평가하는 모의실험(simulation) 기법인데, 미리 시나리오로 설정한 특정 충격에 대하여 이를 개별 금융회사나 금융시스템이 흡수할 수 있는 능력에 대해서는 유용한 정보를 제공할 수 있으나, 개별 충격이 금융 불안정을 야기할 정도로 확산될 가능성에 대한 정보는 전혀 제공하지 못한다는 단점을 가지고 있다.

금융안정 확보를 위한 노력에서 한층 더 어려운 과제는 금융 불안정에 대한 거시경제적 경보가 포착되는 경우 본격적인 금융시스템 불안정으로 현실화되지 않도록 예방 및 교정 조치를 취하는 것이다. 금융시장

참가자, 특히 금융회사에 대한 도덕적 권고(moral suasion) 또는 감독활동 강화 등이 감독당국이 선택할 수 있는 전통적인 예방조치이지만, 금융회사들이 위기가 임박한 사실을 인지한 경우 이 조치들로부터 별다른 효과를 기대하는 것은 무리이다. 보다 효과적인 예방조치는 자산가격 급등을 제어하기 위하여 긴축적인 통화정책을 시행하는 것이다. 그러나 아직도 상당수 논자들과 통화정책 담당자는 통화정책의 목적은 물가수준을 안정적으로 유지하는 것이 되어야 함을 역설하면서, 자산가격 안정을 중앙은행의 정책목표로 명시적으로 수용하는 것에 대하여 부정적인 입장을 취하고 있다. 따라서 명시적인 조건과 기준이 마련되지 않은 상황에서 중앙은행이 거시건전성 규제에 적극적으로 임할 것으로 기대하는 것은 시기상조이다. 거시건전성 규제를 실행하는 가장 바람직한 방법 중 하나는 금융회사와 금융시장에 내재된 위험요인이 발생하는 초기단계부터 자동적으로 효과가 발생하는 기준을 설정하는 것이라는 데 다수의 의견이 모아지고 있다. 이를 위하여 두 가지 정도의 접근법이 가능한데 바젤위원회가 최근 제안한 규제안을 이행함으로써 기존의 미시건전성 규제체제를 강화하는 대안을 고려하거나 또는 거시건전성 규제에 대한 새로운 제도적 틀을 구축하는 대안을 선택할 수도 있다.

바젤 II가 금융시스템의 경기순행성을 강화시키는지 여부에 대하여 많은 논쟁이 이루어졌다. 예를 들어 Goodhart and Segoviano(2004)는 바젤 I에서 명백하게 확인할 수 있었던 경기순행성이 바젤 II로 이행하는 경우 더욱 심화될 것이라고 주장하였다. 바젤 II하에서 대규모 은행은 원하는 경우 자산의 위험가중치 산정을 위하여 내부평가모형을 사용한다. 내부평가모형은 자산의 가치를 평가함에 있어 시가평가(mark-to-market) 원칙을 전면적으로 적용하며, 은행의 자체적인 위험평가 결과를 최대한 수용하는 구조를 가지고 있다. 따라서 은행이 경기하강으로 인한 부정적인 충격으로 보유한 자산의 질이 저하되는 사태에 직면하는 경우 자본을 확충하거나 대출을 축소함으로써 바젤 II와 각국의 규제당국이 설정한 규제 자본에 대한 요구를 충족시키려고 노력할 것이다. 이러한 과정에서 대출 축소로 인하여 실물경제의 위축이 더욱 심각하게 진행될 가능성이 매우 높을 것임은 물론이다. 이러한 지적에 대응하여 바젤 II는 경기순행성을 완화할 수 있는 몇 가지 조치들을 포함하고 있

다. 예를 들어 경기변동을 가로질러 산정된 신용등급에 따른 위험 가중치 산정은 대출의 경기순행성을 약화시키고, Pillar 2가 요구하는 스트레스 테스트에 대한 규정도 은행의 위험평가 시계를 종전에 비하여 장기간으로 확장시킴으로써 경기순행성을 완화시킬 수 있다. 2008년 글로벌 금융위기 발생 이후 국제결제은행은 바젤 II의 미비점을 보완하고, 특히 거시건전성 규제를 위한 각종 조치들을 담은 바젤 III 시안을 2010년 9월 제시하였다. 바젤 III는 은행의 보통주(common equity)에 대한 정의를 더욱 좁게 획정하고 궁극적으로 자산의 7%에 해당하는 보통주 자기자본을 보유하도록 요구함으로써 부실자산 발생에 대비한 충격 흡수 능력 강화를 꾀하였으며, 은행이 취할 수 있는 레버지리(leverage)와 거래상대방 위험(counter-party risk)의 최대한도를 도입하여 유동성 충격 등 외부적 충격을 흡수할 수 있는 능력의 제고를 추구하였다. 특히 거시건전성 규제의 관점에서 경기순행성을 완화할 수 있도록 자기자본규제의 틀을 전환하였다. 구체적으로 경기 상승에 따라 대출이 증가하는 경우 자기자본 요구를 강화함으로써 대출이 지나치게 확장되는 것을 방지하고, 경기 하락에 따라 대출이 감소하는 경우 자기자본 요구조건을 완화함으로써 자본비용 상승으로 은행이 대출을 지나치게 축소시켜 실물경기에 부정적인 되먹임효과가 발생하는 사태를 방지하기 위한 장치를 제안하고 있다. 거시경제 환경 변화를 금융감독에 대한 의사결정에 중요한 고려요소로 포함한다는 측면에서 거시건전성 규제의 정신을 반영한 조치인 것으로 판단된다.

바젤 III와 별도로 또는 이를 보완하여 많은 전문가들이 보다 광범위한 거시건전성 강화 조치를 도입해야 한다고 주장하고 있으나, 신용시장과 자산시장의 경기순응성을 완화할 수 있는 구체적인 조치의 예를 찾는 것은 여전히 어려운 과제이다. 스페인이 시행하고 있는 동태적 대손충당금 제도는 거시건전성 규제를 위한 조치 중 주목할 만한 사례이다. 동태적 대손충당금 제도는 경기 상승 시, 실제 연체율이 아니라 각종 대출의 장기적인 평균 연체율에 따른 대손충당금 적립을 요구함으로써 일반적인 기준에 요구하는 것보다 더 많은 대손충당금 적립을 유도한다(Fernandez de Lis and Herrero[2009]). 경기 하락 시 부실자산의 증가에 따른 대손충당금 적립요구에 대하여 대손충당금을 증가시키지 않고

경기 상승 시에 적립된 대손충당금을 활용하여 대응할 수 있다. 그러나 대손충당금의 동태적 충당요구는 '은행활동(banking activities)'의 결과에 속하는 것으로 분류된 자산에만 적용될 뿐, 최근 그 중요성이 증가한 '거래활동(trading activities)'의 결과에 속하는 것으로 분류된 자산에는 적용되지 않는다는 측면에서 경기순행성을 완화시키기 위한 도구로서 분명한 한계점을 가지고 있다. 바젤 III와 별도로 레버리지 비율에 대한 규제 등과 같이 경기순행성을 완화할 수 있는 다른 규제조치들의 도입에 대해서도 활발한 논의가 이루어지고 있는데, 이러한 조치는 개별 은행의 특수한 상황과 관계없이 모든 은행에 일률적으로 적용되어 위험평가에서 은행의 재량권을 대폭 축소하는 결과를 가져올 것으로 기대된다. 이에 더하여 재해자본보험(catastrophe capital insurance)의 도입이나 대출 증가율에 연동된 자기자본 요구 규제도 거시건전성 규제의 구체적인 수단으로 제안되었다. Goodhart and Segoviano(2004) 등 일부 연구자들은 은행대출에 대한 자기자본 요구조건을 자산가격 변화율에 연동하여 조정할 필요가 있음을 주장하기도 하였는데, 이 또한 자산시장의 부침과 금융규제 강도를 연계한다는 측면에서 거시건전성 규제의 구체적인 수단으로 볼 수 있다.

거시건전성 규제를 행사하는 방식을 적절하게 구사함으로써 금융부문의 경기순응성 완화를 일정 부분 달성할 수 있다. 구체적인 규제조치의 행사는 규칙(rule)에 기반할 수도 있으며, 재량(discretion)에 의지할 수도 있다. 재량에 의존한 규제 행사의 가장 큰 문제는 투명성을 보장하기 힘들다는 것이다. 규제당국이 개별 금융회사에 대하여 지나치게 낙관적인 또는 비관적인 판단을 내리고, 이에 기반하여 재량적 조치를 취하는 경우 자원배분의 효율성을 저해할 가능성이 높고 경우에 따라서는 해로운 결과를 초래할 수도 있다. 또한 규제당국이 재량적 판단에 따라 신용시장에 개입함으로써 지나친 경기과열을 막으려고 시도하는 경우 정치적 압력에 직면할 수도 있다. '규제 포획(regulatory capture)' 또한 규제당국에 대하여 광범위한 재량이 허용될 때 나타나는 심각한 부작용이다. 투명성 부족은 규제정책에 대한 예측가능성에 부정적인 영향을 미치고, 그에 대응하여 은행으로 하여금 더 보수적으로 행동하도록 만들기도 한다. 예를 들어 은행은 미래 규제조치를 둘러싼 불확실성이 증대

되는 경우 완충자본을 위시한 각종 규제변수의 수준을 상대적으로 더 높게 유지하는 결정을 내릴 가능성이 높다. 반면, 규칙에 기반한 거시건전성 규제정책을 구사하는 경우 정책의 유연성은 다소 떨어지지만 투명성을 확보할 수 있다는 장점을 기대할 수 있다. 규칙에 기반한 금융규제의 대표적 사례로 스페인의 동태적 대손충당금 정책을 들 수 있다. 은행에 적립할 것으로 요구되는 대손충당금 수준은 대차대조표상의 자산증가율과 장기 평균 자산증가율의 차이에 따라 미리 정한 공식에 의해 결정된다. 규칙에 기반한 접근방식은 재량에 기반한 규제방식에서 약점으로 지적되는 투명성과 예측가능성 측면에서 장점을 가진다. 그러나 이 접근방식에도 위험선호도의 차이나 자산의 특징 등을 고려하지 않은 채 모든 기관에 동일한 기준이 적용된다는 점으로 인하여 자원배분의 비효율성이 초래될 가능성이 존재한다. 한편, 일부 연구자들은 경제나 금융시장에 구조적 변화가 발생하거나 향후 경제상황에 대한 불확실성이 갑자기 증가하는 경우 재량에 기반한 규제정책이 특히 그 유용성을 발휘할 수 있다고 주장한다. 규제의사결정에 도달하는 구체적인 절차를 명시하거나 국회에 의한 사후 점검 등과 같은 견제장치를 제도화함으로써 재량적 접근법의 문제점을 상당 수준 완화할 수 있음을 유념할 필요가 있을 것이다. 신흥시장 국가의 경우 두 가지 접근법 중 한 가지를 선택하는데, 매우 큰 어려움에 직면할 것이 예상된다. 이들 국가의 경우 갑작스러운 경제구조의 변화 가능성이나 향후 경제상황을 둘러싼 불확실성 등을 감안할 때 규칙보다는 재량에 기반한 규제체제를 구축하는 것이 보다 바람직한 측면이 존재한다. 그러나 신흥시장 국가들의 금융규제기관들이 정치적 압력 또는 규제 포획에 더 취약한 경향이 있음을 감안한다면 규칙에 근거한 규제체계를 구축하는 것이 보다 바람직한 측면이 존재하는 것 또한 사실이다.

시계열 차원에서 경기변동에 따른 경기순응성 완화를 위한 거시건전성 규제정책과 별도로 위험의 횡단면 분포를 고려한 거시건전성 규제 또한 우리가 관심을 기울일 필요가 있는 중요한 영역이다. 모든 금융회사가 시스템 위험에 대하여 동일한 수준의 위험을 발생시키는 것은 아니라는 점에 주목할 필요가 있다. 일부 금융회사는 규모가 클 뿐 아니라 파급효과가 특별히 강하며 다른 금융회사와 복잡하게 연결되어 있기 때

문에 시스템 위험의 관리라는 측면에서 특히 중요한 지위를 점한다. 시스템 위험에 특히 중요한 의미를 가지고 있는 이러한 금융회사는 일반 금융회사와 다른 기준을 적용하여 특별하게 취급할 필요가 있다. 다시 말해 소위 '시스템적으로 중요한 금융기관(Systemically Important Financial Institutions: SIFIs)'에 대하여 가해지는 규제는 충분한 검토를 거친 후에 더 엄격한 방식으로 설계될 필요가 있다. 또한 거시건전성 규제에 대한 횡단면 접근법은 군집행동에 대하여 규제 차원의 개입을 요구하기도 한다. 금융회사의 군집행동은 금융안정성에 대한 잠재적인 위협요인으로 취급되어야 하며, 이에 따른 강력한 규제조치를 취할 필요가 있을 것이다.

최근의 글로벌 금융위기로 인하여 금융규제의 지평은 완전하게 변화하였다. 금융자유화의 도도한 물결이 갑자기 중단되었는데, 현재까지의 상황 전개를 바탕으로 판단할 때 지금의 상황 전개가 빠른 시간 내에 반전될 것으로 판단되지는 않는다. 개별 금융회사의 건전성이 시스템의 안정성을 보장하지 않는다는 점은 최근 글로벌 금융위기로부터 우리가 배운 한 가지 중요한 교훈인데, 건전성 규제를 강화할 필요성은 이로부터 자연스럽게 도출된다. 각국에서 기존 금융규제체제를 재점검하고 문제점을 보완하기 위한 새로운 체제 구축 논의가 활발하게 전개되고 있는데, 일부 국가에서는 이미 가시적인 성과를 거두고 있다. 미국의 경우, 오바마 정부(Obama Administration) 취임 이후 뱅크런 위협을 지속적으로 받고 있거나 예금보험제도의 보호로 부적절하게 운용하여 너무 위험하다고 판단되는 상업은행의 일부 활동을 제한하는 입법조치가 준비되고 있다. 또한 글로벌 금융위기의 직접적인 도화선이 되었던 투자은행의 자기계정 거래와 더불어 헤지펀드와 사모펀드의 소유와 활동에도 일정한 제한이 가해질 것으로 예상된다. 유럽공동체도 상업은행의 기능과 관련하여 헤지펀드의 활동을 제한하기 위한 강력한 조치를 취할 것을 고려하고 있는데, 이러한 노력의 핵심적인 목표는 시스템적으로 중요한 금융기관에 해당하는 상업은행이 부실화되는 경우 가능한 한 손실을 줄이기 위하여 자산규모를 일정 수준 이하로 줄이는 것이다. 이러한 조치를 통하여 금융회사가 납세자의 희생을 기반으로 도덕적 해이를 보일 가능성을 가능한 한 축소할 수 있을 것으로 기대된다.

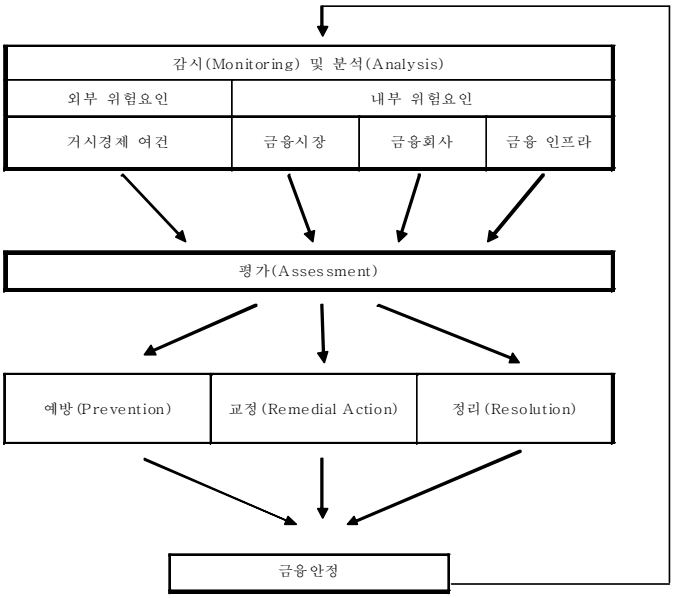
# 제3절 한국의 금융안정시스템

## 1. 금융안정에 대한 시스템적 접근방식

금융안정을 유지하기 위해서는 시스템적 접근이 요구되는데 금융규제에 관련된 모든 유관기관이 견제와 균형의 원칙에 따라 공통의 목표를 달성하기 위해 협조하는 체제를 구축할 필요가 있다. Houben, Kakes, and Schinasi(2004)는 금융안정체제의 적절성을 평가하기 위하여 사용될 수 있는 분석틀을 제시하였는데 여기에서는 이들이 제시한 분석틀에 근거하여 한국의 금융안정체제를 분석하고 특징적 현상 도출을 시도한다. 이 결과물은 향후 보다 바람직한 금융안정체제의 구축을 위한 기초자료로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

Houben, Kakes, and Schinasi(2004)는 금융안정시스템을 구성하는 요소로 위험요인에 대한 감시 및 분석, 위험요인에 대한 평가 그리고 위험요인 관리를 위하여 취할 수 있는 정책 등 세 가지를 지적하였다. 금융안정시스템의 확립을 위한 출발점은 잠재적인 위험요인에 대한 포괄적이고 지속적인 감시(monitoring)와 분석(analysis)이다. 금융안정에 대한 위험요인은 내부요인과 외부요인으로 분류할 수 있는데, 내부요인은 금융시스템을 구성하는 단위인 금융회사, 금융시장, 금융 인프라 등에 내재하는 위험요인을 포함하고, 외부요인은 금융시스템의 외부에 존재하면서 금융안정에 중요한 함의를 가지는 환경적 요인을 의미하는데 거시경제상황을 대표적인 예로 들 수 있다. 따라서 외부요인은 금융안정을 위한 거시건전성 규제에서 핵심적인 관심대상이 되며, 금융회사 내부에서 발생하는 위험요인은 전통적인 미시건전성 규제의 주요 대상을 구성한다. 내부위험은 그 성격에 따라 신용위험, 시장위험, 유동성위험, 이자율위험 등으로 구분 가능하다. 금융시장은 금융자원 배분의 역할이 점차 증대하고 있으므로 규제당국은 금융시장에 존재하는 위험요인은 더욱 신중하게 취급할 필요가 있다. 많이 알려져 있지는 않지만 운영위험, 법적위험, 평판위험, 정보기술위험 등도 최근 중요성이 부각되고 있는 내부위험요인이다. 내부위험은 금융회사뿐 아니라 금융시장에서

[그림 3-1] 금융안정시스템




자료: Houben, Kakes, and Schinasi(2004).

발생할 수도 있는데 거래상대방위험, 자산가격 오류, 군집행동, 전염 등이 그 예이다. 마지막으로 외부위험이 발생할 수 있는 영역은 금융 인프라 관련 취약점인데 금융안정과 직접 관련되는 가장 중요한 금융 인프라는 지급결제제도이다. 금융 인프라 관련 위험요인의 다른 예로 법률시스템과 회계시스템을 들 수 있다. 한편, 외부요인으로는 석유가격 인상, 부동산가격의 갑작스런 붕괴 그리고 기술적 진보 등 거시경제 수준의 충격과 자연 재해, 정치적 사건 및 대기업의 실패 등을 예로 들 수 있다. 강고한 금융안정 시스템은 이상의 위험요인과 현재 시스템의 잠재적인 취약점 모두를 고려해야 하므로 금융부문과 실물부문 모두에 대한 체계적이고 종합적인 감시가 요구된다.

위험요인에 대한 식별과 분석이 완료된 이후 위험요소가 어느 정도까지 금융시스템의 안정성을 위협하고 심각한 문제로 확대될 수 있는지에 대하여 평가(assessment)를 내리고 그에 따라 어떤 정책대응조치를 취

할 것인지에 대하여 의사결정을 하여야 한다. 금융안정시스템을 구성하는 모든 구성원이 평가과정에 개입하여 공동의 노력을 기울일 필요가 있으며, 단지 제기되는 위험요인에 대하여 일차적인 책임이 있다거나 문제를 먼저 파악한 구성원이 다른 구성원의 간여를 배제하고 독점적으로 평가 작업을 수행해서는 안 될 것이다.

위험요인의 성숙단계와 심각성에 따라 세 가지 종류의 정책대응을 고려해 볼 수 있다. 위험요인에도 불구하고 금융시스템이 여전히 안정적인 상태를 유지하고 있는 것으로 평가되고 가까운 장래에도 그러한 상태를 유지할 가능성이 높은 경우에 적절한 조치는 예방(prevention)인데, 일상적인 감독활동과 시장규율을 활용한 다양한 위험관리조치를 포함한다. 이미 상황이 꽤 심각한 수준으로 진전되었고 금융 불안정이 머지않은 장래에 실현될 것으로 예측되는 경우에는 도덕적 설득이나 강력한 감독 조치 등을 포함하여 교정(remedial action)하는 조치가 필요하다. 마지막으로, 이미 금융시스템의 안정성이 무너졌다고 판단되는 경우에는 신속하고 질서 있는 대응을 통해 손실을 최소화하고 금융안정을 회복하기 위하여 문제를 정리(resolution)하는 조치가 필요하다. 이 과정에서 일부 부실 금융회사가 국유화될 수 있으며, 부실 금융회사가 보유한 양질의 자산은 분리하여 다른 건강한 기관에 매각되거나 대규모 뱅크런을 막기 위한 예금보험제도상의 조치가 취해질 수도 있을 것이다.

## 2. 한국의 금융안정시스템

한국의 경우 기획재정부, 금융위원회, 금융감독원, 예금보험공사 그리고 한국은행 등 다섯 개 주체가 금융안정시스템을 구성한다. 금융위원회와 금융감독원은 금융회사 및 금융시장에 대한 규제 및 감독의 책무를 수행하는 주체로서 한국의 금융안정시스템에서 중심적인 위치를 차지하고 있다. 이들 두 기관은 [그림 3-1]에 도시된 금융안정시스템의 모든 단계에 깊숙하게 개입하는데 구체적으로 금융안정을 위협하는 위험요인, 특히 금융회사 및 금융시장에서 발생하는 내부 위험요인에 대한 감시 및 분석, 평가 그리고 적절한 정책대응 입안 및 시행 과정에서 주도적인 역할을 수행한다. 예금보험공사는 예금보험제도의 운용을 담

당하고 있는 공기업으로 목적 달성을 위하여 부보 금융회사에 대하여 일부 제한된 감독권을 보유하고 있다. 예금보험공사는 부보 금융회사를 중심으로 위험요인의 감시 및 분석, 평가 과정에도 상시적으로 간여하고 있으나, 금융 불안정이 발생하는 경우 부실화된 금융회사를 정리하기 위하여 여러 가지 중요한 기능을 수행한다. 한국은행도 금융안정시스템을 구성하는 핵심 주체의 하나로서 금융안정시스템의 모든 단계에 직·간접적으로 개입하고 있다. 특히 거시경제 환경에서 발생하는 위험요인의 감시 및 분석, 평가에서 비교우위(comparative advantage)를 보유하고 있으며, 가장 중요한 금융 인프라인 지급결제시스템의 안정적인 운영에 대하여 책임을 지고 있다. 또한 금융 불안정 발생 시 일시적인 유동성 부족으로 곤경에 처한 은행 등의 금융회사에 대하여 최종 대부자로서 자금을 공급하는 역할을 수행하기도 한다. 기획재정부는 구체적이고 일상적인 수준에서 금융안정과 관련된 활동을 수행하는 것은 아니지만, 실물경제의 안정적인 성장과 재정을 관리하는 정부기관으로서 금융안정시스템의 원활한 작동에 매우 중요한 이해관계를 가지고 있다.

금융위원회는 금융 규제 및 감독의 법적·제도적 장치를 유지 및 관리하고 금융산업 진흥을 지원하기 위하여 각종 정책을 수행하기 위하여 총리실 산하에 설치된 장관급 정부위원회이다. 현재의 금융위원회는 1998년 금융감독체제가 전면 개편됨에 따라 설립된 금융감독위원회를 계승하고, 종래 재정경제부가 행사하던 금융규제 및 금융산업정책 관련 일부 기능을 편입하여 2008년에 출범하였다. 1998년 출범 당시 금융감독위원회는 9명의 위원과 19명의 사무처 직원으로 구성된 소규모 조직이었는데, 금융감독규정의 입안 및 개정, 금융회사에 대한 허가, 증권 및 선물 시장의 중요 사항에 대한 결정 등 금융감독과 관련된 광범위한 권한을 부여받았다. 금융감독원은 금융감독위원회가 제정한 금융감독규정의 구체적인 적용을 통하여 검사 및 감독 업무를 실제로 수행하는 실행기관으로서 1999년 민간조직으로 설립되었다. 금융감독원은 은행, 증권, 보험 등 금융 권역별로 분리되어 있던 감독조직과 신용관리기금 등 금융감독 유관기관들을 통합하여 설립되었는데, 정관 변경, 예·결산 및 급여 결정 등의 사항에 대하여 금융감독위원회의 지시 및 감독을 받았다. 단일 금융감독기관으로 금융감독원과 이를 감독하는 금융감독위원

회가 설립된 이후에도 일부 금융업무 영역에서 기획재정부가 권한을 보유하고 있었다. 기획재정부의 금융정책국은 금융감독을 포함한 금융 관련 모든 법률의 주관부처로서 지위를 보유하고 있었으며, 그에 따라 관련 법률의 시행령을 제정 및 개정하는 권한을 보유하고 있었다. 또한 기획재정부는 비록 금융안정시스템에 직접적인 연관을 가지는 것은 아니지만, 한국적 현실에서 금융시장의 혼란 발생 시 이를 해소하는 과정에서 중요한 역할을 수행하는 산업은행과 예금보험공사의 지휘 및 감독기관으로 금융안정시스템에 깊게 관여하고 있었다. 2008년 새 정부 출범과 함께 행정기관 조직구조가 대대적인 변화를 겪는 과정에서 금융감독위원회가 금융위원회로 확대·개편되었다. 재정경제부의 금융정책국이 행사하던 금융법률 관할권과 시행령 제정 및 개정권이 금융위원회로 이관되어 금융 규제 및 감독 관련 법규의 소관부처가 일원화되었으며, 재정경제부의 금융정책기능 또한 금융위원회로 이관되었다. 작고 효율적인 정부라는 슬로건에 따라 금융 규제 및 감독 관련 정부조직에 일련의 변화가 발생하였으나, 원래 의도하였던 목적을 달성할 수 있을 것인지 여부에 대하여 여전히 많은 회의론이 제기되고 있는 가운데, 금융 규제 및 감독 업무와 금융산업진흥 업무를 한 기관이 관장하는 데서 발생할 수 있는 이해상충의 문제와 그로 인하여 금융감독 업무의 수행이 지나치게 느슨해질 수 있다는 우려의 목소리가 대두하고 있는 것이 사실이다.

금융위원회와 금융감독원은 한국의 금융안정시스템에서 많은 책임과 역할을 담당하고 있는데 금융안정 확보를 위한 모든 단계에 관여하고 있다. 위험요인에 대한 모니터링 및 시스템 안정에 대한 분석은 이들 기관에 부여된 가장 중요한 임무인데 금융시장 및 개별 금융회사의 건전성에 대한 감독을 통하여 금융안정을 저해할 수 있는 요인을 조기에 파악하고 차단하는 것은 금융안정 확보를 위한 노력에서 일상적이면서도 중요한 과제라고 할 것이다. 한편, 최근의 금융규제에 대한 거시건전성의 중요성이 부각되면서 금융위원회와 금융감독원은 거시건전성의 중요성과 필요성에 대한 인식을 새로이 하고 이에 부응하여 구체적인 조치들을 취하고 있다. 예를 들어, 금융시장의 불안정 가능성을 미리 탐지하기 위한 조기경보시스템을 도입하고, 금융감독원에 금융안정성 확보에 장애가 되는 거시경제적 위험요인을 감시하는 전담 부서를 설치하

는 등의 노력을 기울이고 있다. 식별되고 분석된 위험요인에 대한 정책적 대응조치, 특히 예방적 조치를 취하는 단계에서 금융위원회와 금융감독원이 핵심적인 역할을 수행하는데, 필요한 경우 이들 기관에는 매우 강력한 위험 대응조치를 취할 수 있는 권한이 부여되어 있다. 자본비율, 레버리지 비율 그리고 위험노출의 한도 등과 같은 구체적인 규제기준을 설정하고 이를 지키도록 개별 금융회사에 대하여 상시적인 감시와 점검을 실시한다. 예방조치만으로 위험요인의 제거가 불가능한 경우 교정조치를 취하는 단계에 진입하게 되는데, 이 경우에도 금융위원회와 금융감독원은 주도적으로 참여한다. 예를 들어, 적기시정조치(prompt corrective measure)를 발동하여 문제의 소지가 있는 금융회사에 대하여 부실자산의 처분 또는 매각, 자본금 확충, 영업 관행 개선 등의 구체적인 조치를 명령하고 이행을 강제함으로써 위험이 현실화되는 사태를 차단하기 위한 노력을 기울인다. 또한 금융위원회는 예금보험공사에 대한 감독권을 통하여 금융 불안정 사태 발생 시 정리를 위한 조치에 간접적으로 참여한다.

한국의 금융안정시스템에서 한국은행은 금융위원회 및 금융감독원과 비견될 정도로 중요한 위상을 차지하고 있다. 특히 지급결제제도의 안정적인 운영 및 관리와 일시적 유동성 부족 사태에 직면한 개별 금융회사에 대한 최종 대부자 역할은 한국은행이 금융안정시스템에서 수행하는 핵심적인 기능이다. 한국은행법은 지급결제제도의 효율적이고 안정적인 운영에 대한 책임을 한국은행에 부여하고 있다. 국제결제은행의 정의에 의하면, 지급결제제도는 자금의 원활한 순환을 보장하는 금융인프라로서 자금이체시스템, 절차, 기타 물적기반으로 구성된 체계이다(BIS[2001]). 지급결제시스템이 원활하고 효율적으로 작동하지 않는 경우 금융회사 간 자금흐름이 단절되고 금융시스템에 극심한 혼란이 발생한다. 지급결제제도의 안정성 유지와 관련하여 한국은행이 수행하고 있는 기능으로는 법정 화폐의 독점적 발행, 대규모 자금거래에 대한 결제시스템 운영을 통하여 금융회사에 최종적인 청산 서비스 제공, 금융회사에 대한 단기 대출을 통한 유동성 공급, 지급결제시스템의 효율성 제고를 위한 물적·인적 기초 구축과 개선 등을 들 수 있다. 지급결제제도의 관리자로서 한국은행의 책임 완수를 보장하기 위해 한국은행법 제81

조는 한국은행이 운영하는 지급결제제도에 참가하는 기관이나 한국은행 이외의 자가 운영하는 지급결제제도 운영기관에 대해 필요한 자료제출을 요구할 수 있는 권한을 한국은행에 부여하고 있다. 최종 대부자로서의 한국은행의 역할도 금융안정시스템의 핵심 요소 중 하나이다. 한국은행법 제65조에 의하면 금융안정이 위협받는 긴급상황에 직면하거나 전자 정보처리시스템 등의 고장으로 일시적인 자금 부족으로 지불수행이 어려운 경우 한국은행은 금융통화위원회의 동의를 거쳐 적절한 담보를 확보한 후 은행에 대하여 긴급대출을 실시한다. 또한 한국은행법 제80조는 은행이 기존 대출금을 회수하며 신규 대출을 억제하고 있는 심각한 통화신용의 수축기라고 판단되는 경우, 한국은행은 비은행 금융회사는 물론 일반 기업을 포함하여 사실상 모든 주체에 대하여 긴급대출을 제공하는 것을 허용하고 있다. 이와 같은 긴급 유동성 제공은 [그림 3-1]에 도시된 금융안정시스템 중 교정조치의 한 형태이다. 한국은행은 금융안정시스템 중 위험요인의 감시와 분석, 평가 단계에서도 중요한 역할을 하는데, 예를 들어 지속적으로 국내외 경제상황을 모니터링하고 금융시장 환경을 분석하며, 금융부문의 전반적인 건전성을 파악할 수 있도록 가계 및 기업 부문의 부채상황을 점검하는데, 이러한 활동은 거시건전성 관리에 요구되는 핵심적인 사항이다. 또한 한국은행은 금융시스템의 현황과 잠재적 위험을 상세하게 분석하고 평가한 금융안정보고서를 정기적으로 발행하는데, 보고서의 주된 목적은 급변하는 세계 금융환경에서 금융부문의 위험요인에 대한 다양한 시장 참가자들의 적극적인 토론을 자극하여 금융시스템의 안정성 강화를 촉진하는 것이다. 마지막으로 한국은행의 가장 근본적인 기능인 통화신용정책의 수립 및 집행 또한 금융안정과 불가분의 관계를 가지고 있다. 투명하고 안정적인 통화신용정책은 안정적인 거시경제 환경 조성에 기여함으로써 금융시스템의 안정적인 운영에 도움을 주며, 경우에 따라서는 통화신용정책 수단을 활용하여 거시경제적 위험요인을 선제적으로 차단하는 조치를 취할 수도 있다. 예를 들어 자산시장의 과열로 인하여 금융시장의 혼란이 우려되는 경우 금리를 인상함으로써 자산가격의 급등을 막는 정책을 취할 수도 있을 것이다. 한국은행이 일상적으로 수행하는 통화신용정책의 대부분은 금융안정과 밀접하게 연관되어 있다. 따라서 물가안정

과 금융안정이 비록 개념상으로는 비교적 분리가 가능하며 현실적으로 경우에 따라서는 상호 충돌하는 상황이 발생할 수는 있으나, 그렇다고 해서 양자가 완전히 분리되어 논의될 수 있는 것은 아니라고 할 것이다.

금융안정에 직·간접적인 이해관계를 가지는 또 하나의 주체는 기획재정부인데, 2008년 정부 조직 개편에 의하여 종래 재정경제부의 조직과 기능을 재편하여 탄생한 정부부처이다. 그러나 재정경제부에 소속되어 금융 관련 법률과 시행령 관련 업무와 금융산업정책 관련 업무를 담당하던 금융정책국이 폐지되고, 그 기능이 새로 설립된 금융위원회로 이전됨에 따라 현재 조직체계하에서는 종전에 비하여 적어도 형식적으로는 금융안정시스템과 관련성이 다소 약화된 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 기획재정부는 거시경제의 안정적인 운영에 있어 핵심 축을 책임지고 있는 당사자로서 또 경제정책의 조정자로서 금융안정 유지에 중요한 이해당사자임에 틀림없다.

## 3. 평 가

한국의 금융안정시스템에는 몇 가지 주목할 만한 특징이 있는데 금융안정시스템 참여 주체 간 명확한 역할분담 체제 부재, 금융안정시스템에서 관료조직의 역할 과대, 금융안정시스템에 관여하는 기관 간 정보 및 의사소통의 부재 등의 세 가지 정도로 정리할 수 있다.

첫째, 금융안정시스템을 구성하고 있는 각 기관의 임무 및 책임, 특히 거시건전성 규제의 주체에 대하여 명확한 법률적 규정이 부재한데, 관련 당사자 간 협의와 합의를 통하여 법적 불확실성을 해소하는 전통이 일천한 한국과 같은 신흥국가에서 관할권 분쟁 및 조정실패 등으로 인한 바람직하지 않은 결과를 초래할 수 있다. 특히 거시경제적 환경요인의 변동으로 인하여 금융안정에 대한 위험요인이 현실화되는 경우 관련 기관들이 신속하게 협조하여 효과적인 대응방안을 강구해야 하나 현재의 체제로는 바람직하지 못한 결과가 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 금융위원회, 금융감독원, 예금보험공사, 한국은행 및 기획재정부로 구성된 한국의 금융안정시스템은 적어도 형식적으로는 필요한 요소를 모두 구비한 것으로 보인다. 법령에 명시적으로 표시된 내용만으로 해

석하면 금융안정을 담보하기 위한 체제에서 가장 광범위하고 일차적인 책임은 금융위원회와 금융감독원에게 부여된 것으로 판단된다. 금융위원회의 설치 등에 관한 법률은 금융위원회의 소관 사무로 금융에 관한 정책 및 제도, 금융기관 감독 및 검사·제재, 금융기관의 설립, 합병, 전환, 영업 양수·도 및 경영 등의 인·허가, 자본시장의 관리·감독 및 감시, 금융 중심지의 조성·발전에 관한 사항으로 규정하고 있으며, 금융감독원에 대한 지도 및 감독권을 부여하고 있다. 또한 동 법률은 금융감독원의 업무로 금융기관의 업무 및 재산 상황에 대한 검사 및 결과에 따른 제재, 금융위원회 및 소속기관에 대한 업무지원을 규정하고 있다. 따라서 금융위원회와 금융감독원은 전통적인 의미의 금융규제 영역이라고 할 수 있는 미시건전성 규제를 관장하는 기관이라고 할 수 있다. 자본시장의 관리·감독 및 감시를 언급한 부분을 제외한다면 개별 금융회사를 넘어서서 거시건전성 규제 영역에 해당하는 업무에 대해서는 명시적으로 언급한 부분을 찾아볼 수 없는데, 금융규제의 일관성과 효율성을 위하여 단일감독기구를 설립한 동 법률의 취지에 비추어 볼 때, 법률의 명시적 규정이 부재하다는 사실만으로 두 기관의 거시건전성 규제 관련성을 부정할 수는 없을 것이다. 한편, 한국은행법은 물가안정 유지를 한국은행의 가장 중요한 목표로 부여하고 있으며, 물가안정을 위협하지 않는 범위에서 정부 거시경제정책과의 조화를 추구하도록 규정하고 있다. 앞에서도 살펴본 바와 같이 지급결제제도의 안전성 및 효율성 유지, 은행을 위시한 각종 금융회사에 대한 긴급대출 등 거시건전성 유지와 직접적으로 연관된 내용에 대하여 책무와 권한이 부여되어 있으나, 금융안정시스템에서 한국은행이 차지하는 위상에 대하여 법률이 명확하게 정의하고 있지 않은데 이는 심각한 문제를 야기할 수 있다. 금융안정에 대한 한국은행의 책무가 비록 법률에 의하여 명시적으로 규정되어 있지 않더라도 중앙은행으로서 한국은행이 차지하는 중요한 위상과 한국은행법에 산재하는 금융안정 관련 각종 조항 등을 감안할 때 금융안정에 대한 한국은행의 책무를 가능한 한 넓게 해석할 필요가 있다는 것이 일반적인 견해이다. 그러나 현재의 법률체제에는 정보 획득과 구체적 규제수단이라는 두 가지 측면에서 심각한 문제점이 존재한다. 한국은행에 부여된 금융안정의 책무는 거시건전성 관련 책무인데 이를 위

하여 거시경제변수에 대한 정보뿐 아니라 미시적 자료, 즉 개별 금융회사에 대한 정보가 매우 중요한 정책의 판단 근거로 활용된다. 한국은행이 개별 금융회사의 자료에 접근할 수 있는 요건은 법률에 의하여 매우 좁게 규정되어 있으며, 개별 금융회사 정보에 대한 접근 권한을 가진 금융감독원은 법률을 매우 제한적으로 해석하여 법률상 명기되어 있는 부분에만 한국은행의 자료 접근권을 인정하는 태도를 취하고 있다. 한국은행법은 한국은행이 지급결제제도의 안정적 운영과 통화신용정책 목적을 달성하기 위하여 필요한 범위 내에서만 개별 금융회사 정보를 직·간접적으로 수집하는 것을 허용하고 있다. 금융감독원은 이러한 규정을 매우 좁게 해석하여 자신이 수집한 감독정보에 대한 한국은행의 접근을 가능한 한 차단하기 위하여 끊임없이 노력하고 있는 것이 사실이다. 한국은행이 거시건전성에 대한 위험요인을 파악하고 문제의 심각성을 인지한다고 하더라도 선제적인 조치를 통하여 위험요인이 현실화되는 사태를 차단할 수 있는 구체적 정책수단이 마땅히 존재하지 않는다는 점 또한 한국의 금융안정시스템에 내재하는 중요한 문제점이다. 한국은행이 보유하고 있는 통화정책수단으로 거시건전성 측면의 위험요인에 완벽하게 대응하는 것은 어려운 일이며, 미시건전성 규제 수단을 가진 금융위원회 및 금융감독원과 공조가 필요할 것이다. 그러나 현재 이들 기관 간 협조 체제나 분위기 등을 감안할 때 금융안정이 위협받는 급박한 사태가 발생하는 경우 효과적인 정책공조가 가능할 것인지에 대해서는 회의적인 견해를 제시할 수밖에 없다.

한국의 금융안정시스템에서 발견할 수 있는 두 번째 특징은 금융규제체제에서 관료가 지배적인 역할을 수행한다는 것이다. 대부분의 국가에서 정부조직이 아니라 민간조직이 금융 규제·감독 업무를 수행하고 있으며, 한국의 경우에도 개별 금융회사에 대한 일상적 감독 및 검사업무 수행을 민간조직인 금융감독원이 담당하고 있다. 그러나 금융감독원은 금융위원회의 산하기구로서 금융위원회의 지도 및 감독하에서 업무를 수행하며, 금융 규제 및 감독에 대한 모든 최종적인 권한은 금융위원회가 보유하고 있다는 점은 법률 규정을 볼 때 명확하다. 1990년대 중반에 진행된 금융감독조직의 구조 개편에 대한 논의는 기관별 규제(institutional regulation) 체제의 문제점으로 지적되던 규제차익(regulatory

arbitrage) 추구행위 차단을 위하여 기능별 규제(functional regulation) 체제로 전환할 필요가 있으며, 국제화・대형화・복합화되어 가는 금융산업의 추세에 적절하게 대응할 수 있는 금융감독시스템을 구축할 필요가 있다는 데서 출발한 것이었다. 당시 지배적인 견해는 이러한 목적의 달성을 위하여 민간조직으로 구성된 단일의 통합 금융감독기구가 필요하다는 것이었다. 이는 금융규제에 요구되는 정치적 독립성과 직무상 전문성의 측면에서 민간조직이 우월하다는 점을 근거로 하는 주장이었으나 바로 법학계와 관료조직의 거센 반발에 부딪혔다. 다수의 행정법 전문가들은 한국의 현재 법체계하에서는 금융회사에 대한 인・허가, 제재 등의 권한은 민간인이나 민간조직에 위탁하는 것이 불가능한 핵심적 행정행위라는 견해를 제시하였다. 개발연대 이후 지속적으로 금융부문에 대하여 강력한 통제권을 행사하던 관료조직이 이러한 법률적 해석을 근거로 금융감독기구의 민간조직화 주장에 강력하게 반발하면서 절충안이 제시되었다. 금융부문에 대한 규제・감독에 대한 법률적 권한은 9인의 위원으로 구성된 정부기관인 금융감독위원회에 귀속시키고, 다만 개별 금융회사에 대한 검사・감독 등 일상적이고 실무적인 권한을 민간조직인 금융감독원에 위임하는 절충안이 최종적으로 확정되었다. 금융감독기구 조직체제는 이후 몇 차례 변화를 거쳤으나 정부조직과 민간조직이 혼재된 원래의 틀은 현재까지 유지되고 있다. 금융감독위원회는 정책업무를 수행하지 않고 감독 관련 법규의 재・개정, 인・허가, 제재 등 업무를 수행하는 기능만이 부여되었으므로 동 위원회가 출범할 당시에는 위원회의 의사일정 관리 및 회의업무 지원 등 총무 기능을 수행하는 소규모 공무원 조직이 소속되어 있었다. 그러나 관료조직은 민간 주도 금융규제감독체제 구축의 취지는 무력화시키고 자신의 권한과 활용 가능한 자원의 범위를 확장하는 데 엄청난 노력을 기울였다. 그 결과 19명의 사무처 공무원 조직으로 시작한 금융감독위원회는 불과 5년여의 기간 동안 200명 이상의 관료가 근무하는 대규모 정부조직으로 변모하였으며, 2008년 정부조직 개편에 따라 금융산업정책까지 소관업무로 추가하면서 금융부문에 대한 유일의 최고기관이라는 위상을 구축하는 데 성공하였다.

셋째, 금융안정시스템에 참여하는 각 기관이 수집한 금융안정 관련 정보를 지속적으로 교환하고 금융 불안정 사태의 도래를 선제적으로 차

단하기 위한 정책적 조치를 효과적이고 조화롭게 취할 수 있는 제도적·문화적 장치가 확립되어 있지 않다는 점은 한국의 금융안정시스템에서 발견되는 매우 심각한 결합이다. 금융시스템의 정상적인 기능 수행에 장애가 발생할 정도의 위기상황이 발생하는 경우 각 기관이 수행할 역할을 개별 법률에 규정하고 있을 뿐이며, 관련 기관이 유기적인 협조와 조정을 통하여 일사불란하고 신속한 의사결정과 조치를 취함으로써 위기를 효과적으로 극복할 수 있는 제도적 장치는 부재한 상황이다. 다만, '경제위기관리 매뉴얼'에 따라 금융시스템에 위기상황이 발생하는 경우 금융안정을 책임지고 있는 금융위원회, 금융감독원, 한국은행이 공동으로 참여하는 '경제상황 점검회의'를 통해 공동대응책을 논의하도록 규정되어 있으며, 2008년 미국발 글로벌 금융위기 이후에는 대통령 주재하에 기획재정부 장관, 금융위원장, 한국은행 총재, 경제특보, 경제수석, 국정기획수석을 고정 구성원으로 하고 필요에 따라 국민경제자문회의 위원 2~3명이 참가하는 임의기구인 '비상경제대책회의'를 설치하여 운영하고 있을 뿐이다. 금융안정 관련 모든 기관이 의견을 교환하고 이견을 효과적으로 조정하며 체계적인 정책대응방안을 도출하기 위해 협의체를 구성할 필요가 있다는 점에 대해서는 이견이 없으나, 이를 공식적인 기구로 상설화할 것인지, 필요에 따라 비공식적인 임시기구로 활용할 것인지에 대해서는 의견이 대립한다. 그러나 위기상황에 직면하여 의사결정의 일관성, 투명성을 담보하고 책임소재를 명확히 하기 위해 위기대응체제의 법제화를 통한 강제력을 부여할 필요가 있으며, 범국가적 차원의 대응이 필요한 중대 사태의 발생 여부를 개인이나 일부 집단이 아니라 시스템 위험의 관리에 관련되어 있는 모든 집단이 참여하여 판단하도록 함으로써 정책의 정당성과 객관성을 확보할 필요가 있다는 점을 감안한다면 위기대응 공조시스템을 법제화하는 것이 필요한 것으로 판단된다. 특히, 관련 기관 간 협의와 타협을 통하여 바람직한 결론을 도출하는 전통이 일천한 한국과 같은 개발도상국가에서 위급상황의 도래에 대비하여 국민경제에 중요한 함의를 가지는 의사결정의 절차와 효과를 제도적으로 미리 확정함으로써 불필요한 혼란을 미연에 방지할 수 있다는 점에서 위기공조 시스템의 법제화에 대한 필요성은 더욱 크다고 할 것이다.

# 제4절 거시건전성 규제의 정치경제학: 한국의 경우

## 1. 한국은행의 금융감독정보 접근을 둘러싼 논란

안정적인 금융시스템 구축과 유지를 위해 가장 기초적인 투입요소는 금융안정과 관련된 각종 정보이다. 양질의 고급정보를 다량 확보하는 것이 금융안정성 확보라는 정책목표를 효과적이고 효율적으로 달성하는 데 필수적인데, 앞에서도 살펴본 바와 같이 금융안정 관련 정보는 금융회사의 경영 및 자산 상태와 같은 미시적 차원의 정보는 물론 실물시장, 금융시장, 외환시장 상황 등 거시적 정보를 포괄하는 개념이다. 한국과 같이 중앙은행과 금융감독기구가 분리된 경우 양자 간 효율적인 정보교류 채널의 확립은 금융안정 확보를 위한 시스템 구축에서 핵심적인 사항 중 하나이다. 한국의 경우에도 금융안정시스템에 참여하고 있는 금융위원회 및 금융감독원, 한국은행, 예금보험공사 간 금융정보 교환을 위한 협조체제가 법률적·제도적으로 구축되어 운영되고 있으나, 협조체제의 품질에 대한 만족도에 대해서는 극단적인 의견 대립이 존재하는 것으로 판단된다.

현재의 법률 규정은 한국은행에 대하여 한국은행의 책무로 명시된 최종 대부자 기능 수행, 지급결제제도 운영과 통화신용정책 수립 및 집행의 효과적 수행을 위하여 제한된 범위에서 직·간접적으로 개별 금융회사에 대한 미시적 수준의 정보에 대한 접근을 허용하고 있다. 한국은행법 제65조 및 제80조에 의하면 한국은행은 최종 대부자 기능을 수행함에 있어 필요시 대출 대상 은행이나 기타 금융기관을 포함한 일반 기업의 업무와 재산 상황을 조사·확인할 수 있으며, 또한 동법 제81조는 한국은행이 운영하는 지급결제제도에 참가하는 기관이나 한국은행 이외의 자가 운영하는 지급결제제도 운영기관에 대해 자료제출을 요구할 수 있도록 규정하고 있다. 또한 한국은행법 제87조는 한국은행이 통화신용정책 수행을 위해 은행을 위시한 관련 금융회사에 자료제출을 요구할 수 있으며, 은행에 대해서는 금융감독원에 검사 및 공동검사를 요구할 수 있도록 허용하고 있다. 이상과 같은 규정은 한국은행이 통화정책

과 금융안정정책을 수행하는 데 필요한 정보를 원활히 확보할 수 있도록 보장하기 위해 부여된 권한이나, 규정상·운영상 문제점으로 인해 실효성에 의문이 제기되고 있는 것이 사실이다. 지급결제제도 안정성 확보의 주체로서 한국은행에 부여된 책무를 수행하기 위해 필요한 정보에 대한 접근은 최대한 보장되어야 한다는 기본원칙에는 큰 이견이 없는 것으로 보이지만, 일상적인 금융감독기능이 별도의 독립적인 기관에 의해 운영되고 있는 상황에서 한국은행의 정보 접근권을 최대한 보장한다는 이유만으로 금융회사에 부담을 주는 검사 및 조사, 자료제출 요구권을 무차별적으로 허용할 수 없다는 반론 또한 만만치 않게 존재한다. 따라서 현행 법률 규정은 부여된 책무 수행을 위해 필요한 정보에 대한 한국은행의 접근권은 최대로 보장하되 금융회사의 부담을 가능한 한 줄일 수 있는 방향으로 제도를 설계하기 위하여 노력한 결과인 것으로 판단되지만, 현재의 규정만으로는 실효성 확보에 많은 어려움이 있는 것으로 판단된다. 지급결제시스템의 안정성 유지를 위한 자료제출권의 경우, 제출된 자료의 진위 여부를 판단할 수 있는 장치가 부재하며 자료제출을 요구할 수 있는 금융회사의 범위가 극히 제한적으로 설정되어 있다는 주장이 제기되고 있다. 한편, 통화정책 수행을 위해 자료제출을 요구하거나 금융감독원에 검사 및 공동검사를 요구할 수 있는 대상이 협소하게 한정되어 있고, 요건 또한 엄격하다는 비판이 제기되고 있기도 하다. 특히 검사 및 공동검사에 대한 한국은행의 요구에 대하여 금융감독원이 협조하지 않을 경우 마땅한 해결방안이 존재하지 않는다는 문제점도 존재한다. 이와 같은 법률상 규정에 더하여 1999년부터 금융감독원, 한국은행, 예금보험공사 간에 금융감독정보 공유를 시작하였으며, 2004년에는 이를 공식화하여 3자 간 '금융정보 공유에 관한 양해각서'를 체결하였다. 2004년에 체결된 양해각서에 대해서는 정보의 공유범위 협소, 적시성 확보 불가, 이견 해소방안 부재 등의 측면에서 많은 비판이 제기되었다. 공유되는 정보가 양해각서에 서명한 3개 기관이 미리 합의한 것에 한정되어 있어 정보의 양과 질 측면에서 미흡하였으며, 공유가 합의된 정보라고 하더라도 정보제공기관이 여러 가지 이유로 정보제공 시기를 늦추어 정보의 적시성이 상실되는 사례가 빈발하였다. 또한 양해각서에 서명한 각 기관 간에 공유대상 정보의 범위나 공유 방법 등의

사항에 대하여 이견이 존재하는 경우 이를 신속하게 해소할 수 있는 장치가 마련되어 있지 않아 양해각서의 실효성 확보에 많은 어려움이 존재하였다.

감독 관련 정보에 대한 접근을 둘러싸고 특히 많은 불협화음을 일으켜온 기관은 한국은행과 금융감독원이다. 한국은행은 금융감독정보에 대한 접근권이 지나치게 협소한 범위에서 허용되어 있다는 점에 대하여 불만의 목소리를 제기하고, 공동검사 요구권의 실효성 확보나 정보교환 대상 감독정보의 확대 등을 위하여 지속적으로 노력하였으나 만족스러운 결과를 얻는 데는 실패하였다. 2008년 발생한 글로벌 금융위기를 계기로 거시건전성 규제의 중요성에 대한 인식이 확산되면서 한국은행의 금융감독정보 접근권 확대가 필요하다는 논의가 다시 시작되었다. 특히, 감독정보 접근권의 실효성 보장을 위해 한국은행이 독자적으로 개별 금융회사에 대한 단독 검사권을 허용하고, 단독 검사권 발동 요건도 대폭 확대할 필요가 있다는 주장이 강하게 제기되었다. 그러나 금융감독원은 이러한 주장에 대하여 중복 검사로 인하여 금융회사의 부담이 불필요하게 가중될 우려가 있으며, 정보 공유를 위하여 이미 존재하는 기관 간 양해각서만으로도 한국은행의 감독정보에 대한 접근권은 충분하게 보장될 수 있다는 논리를 앞세우며 강력한 반대의사를 표시하였다. 두 견해의 대립은 한국은행과 금융감독원 수준에 머무르지 않고 정치권으로 확산되어 2009년 6월 대통령의 경제분야 최고 자문기관인 국민경제자문회의를 통하여 관련 기관 간 이견을 해소한다는 결정이 내려졌다. 국민경제자문회의의 의뢰를 받아 7인의 관련 분야 전문가로 구성된 작업반(task force)은 2009년 9월 초 현재의 금융안정 확보라는 목적에 비추어 볼 때, 현재의 시스템에서 상당한 문제점이 발견되는 것이 사실이지만 글로벌 금융위기의 충격을 완전하게 벗어나지 못하고 있는 경제환경을 감안할 때 논란의 여지가 있는 제도 개편을 시도하는 것은 바람직하지 못하다는 이유로 한국은행과 금융감독원 간 정보 공유 양해각서의 개정을 통하여 공동조사의 근거 마련 및 정보교환 범위 확대 등의 보완조치를 취하는 것으로 충분하다는 권고를 내놓았다. 이 권고를 따라 2009년 9월 15일 재정경제부, 금융위원회, 금융감독원, 한국은행, 예금보험공사가 참여하여 새로운 '정보 공유 및 공동검사 양해각서'를 체결하였다.

한국은행의 감독정보 접근권 확대에 대한 논란은 여기에서 그치지 않고 국회로까지 확산되었다. 원론적 차원에서 입법권을 보유한 국회는 오랜 기간 동안 별다른 성과 없이 소모적으로 진행되어오던 두 기관 간의 대립을 해소할 수 있는 궁극적인 권한을 보유한 기관이다. 따라서 오랫동안 끌어오던 한국은행의 감독정보 접근 확대를 둘러싼 논쟁이 국회로 넘어간 이상 문제의 신속한 해결이 기대되었다. 그러나 국회의 논의과정에서 매우 흥미로운 현상이 발생하였다. 소속 정당의 당론이 의원 개인의 의사를 지배하는 정당규율이 강력하게 작용하여 초당(超黨)적 협력의 예를 찾기 힘든 한국의 국회에서 소속 정당이 아니라 소속 상임위원회에 따라 의견이 대립되는 현상이 발생하였다. 한국은행이 소속된 기획재정위원회는 금융안정시스템에서 한국은행의 위상과 책임을 강화할 필요가 있다는 취지에서 2009년 12월 한국은행 설립 목적에 금융안정 추가, 긴급 유동성 지원제도의 요건 및 수단 완화, 한국은행의 은행에 대한 단독 검사권 및 금융위원회에 대한 시정조치 요구권 부여, 한국은행의 국회 보고 의무 강화 등을 주요 내용으로 하는 한국은행법 개정안을 여야 합의로 통과시켰다. 그러나 금융위원회와 금융감독원의 소관 상임위원회이기 때문에 해당 법률안의 이해 당사자 자격으로 의견 개진을 요청받은 정무위원회는 여야를 막론하고 기획재정위원회가 통과시킨 법률안에 대하여 강력한 반대 의견을 표시하였다. 정무위원회의 반대에 직면한 법률 개정안은 더 이상 진전을 보지 못하고 폐기되는 운명을 맞이하였으며, 한국은행의 감독정보 접근권 확대에 대한 논의는 약 1년여의 열띤 논란에도 불구하고 별다른 성과 없이 다시 수면 아래로 가라앉았다.

## 2. 위기대응에 대한 한국은행의 방어적 태도

한국은행의 금융감독정보 접근권 확대를 둘러싼 논의과정에서 금융감독원이 보여준 것과 같은 형태의 '영역보존 행동(territorial behavior)', 즉 자신의 소관업무라고 인식하고 있는 업무에 대하여 다른 기관이 간여 또는 참여하려는 시도에 대하여 매우 민감하게 저항하는 현상은 글로벌 금융위기의 충격에 대응하는 과정에서 한국은행이 보인 일련의 행

동에서도 찾아볼 수 있다. 2008년에 발생한 글로벌 금융위기의 충격으로 금융시장에서 대규모의 자금 유출사태가 발생함과 동시에 은행의 단기 외화차입금에 대한 상환요구가 집중됨에 따라 외화유동성 부족으로 인한 부실 우려가 증대하고 금융시장이 경색되는 조짐을 보였다. 특히 채권시장에서는 신용 스프레드가 급속하게 확대되고 그에 따라 기업의 자금조달이 중단되는 심각한 상황이 발생할 수 있다는 우려가 제기됨에 따라, 기획재정부는 채권시장에서 투자등급채권을 매입함으로써 유동성을 공급하고 시장을 안정시킨다는 정책을 발표하였다. 채권 매입을 위한 자금원으로 산업은행과 은행, 보험사, 증권사 등 민간 금융회사가 출자하여 10조원 규모의 '채권시장안정펀드'를 조성하기로 하고 한국은행에 대해서도 출자를 요청하였다. 기획재정부는 한국은행에 5조원의 출자를 요청하였으나 한국은행은 은행이 아닌 금융회사나 일반회사에 대한 긴급대출을 규정한 한국은행법 제80조의 발동 요건 및 조건을 이유로 처음에는 부정적인 입장을 취하였다. 금융시장의 혼란 가중으로 파국적인 상황이 발생할 가능성이 상당하였음에도 불구하고 한국은행의 출자 거부는 지속되었고, 약 10여 일에 걸친 지루한 협상 끝에 산업은행과 민간 금융회사가 채권시장안정펀드에 출자한 금액의 50%에 해당하는 금액에 대하여 5조원을 한도로 한국은행이 적격채권 매입의 형태로 자금을 공급한다는 데 합의하였다. 한국은행의 자금공급은 적어도 형식적으로는 한국은행법 제64조가 규정하고 있는 은행에 대한 일상적인 업무이며, 금융시장의 안정이 위협받는 상황에 대응하는 긴급 여신에 해당하는 것이 아니다. 따라서 이러한 일련의 상황 전개를 엄격하게 해석한다면 적어도 한국은행의 시각에는 2008년 하반기 금융시장에서는 시스템 위기의 발생을 우려할 정도의 혼란이 발생한 적이 없으며 일상적인 금융시장의 변동만이 있었을 뿐이라고 간주할 수 있을 것이다.

혹자는 이러한 한국은행의 보수적인 대응이 긴급 유동성 공급조치 발동에 대한 책임을 회피하려는 자기보호 의식의 결과로 해석하기도 하지만, 다른 한편에서는 정부로부터의 독립성을 유지하기 위한 노력의 일환으로 해석하기도 한다. 채권시장안정펀드 조성을 둘러싼 논란에 대하여 형식적인 측면에서만이라도 한국은행이 정부와 일반 대중의 압력으로부터 독립성을 지켜내기 위하여 노력한 과정이라고 해석할 수도 있

으나 이후 결국 실질적으로는 긴급 유동성 대출에 해당하는 조치를 취하는 데 동의하였음을 감안할 때, 자신의 고유 영역인 최종 대부자 기능을 재정경제부가 침해한다고 판단한 한국은행이 고의적으로 지연전술을 구사하였을 가능성을 배제할 수는 없다.

## 3. 평 가

Downs(1965)는 관료(bureau)를 대규모 조직에 소속되어 근로 제공에 대한 대가의 대부분을 금전적인 형태로 보상받고 실적을 바탕으로 채용 및 승진이 이루어지되 산출물의 가치를 시장기구를 통하여 측정할 수 없는 사람으로 정의하였다. 관료에 대한 이러한 정의를 충실하게 적용하면 한국의 금융안정시스템을 구성하는 모든 기관, 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후 금융감독권을 둘러싼 논란의 중심에 있었던 금융감독원과 한국은행에 소속된 구성원은 전형적인 관료로 해석할 수 있다. 한편, Downs(1965)는 관료의 행태적 특징을 분석하기 위하여 관료는 개인적인 목적뿐 아니라 사회적인 목적의 달성을 추구한다고 가정하였는데 여기에는 권력, 소득, 권위, 직업적 안정성, 작업의 편이성, 하위자의 충성, 직무에 대한 자부심, 공익에 봉사하고자 하는 욕구 등이 포괄적으로 포함된다. 물론 관료 개인이 개인적이거나 사회적인 가치에 대하여 가지는 선호는 각자 다를 것인데, 두 가지 종류의 가치에 대한 선호에 따라 '자기중심적 관료(self-interested officials)'와 '복합적 관료(mixed-motive officials)'로 구분될 수 있다. 자기중심적 관료는 자신이 속한 조직이나 사회의 이익보다는 자신의 이익을 목표로 행동하는데, 이들은 환경적인 요인 또는 자신이 소속된 조직요인에 따라 두 가지 대조적인 성향을 보인다. '승진 지상주의자(climber)'는 조직 내에서 승진을 지상 목표로 행동하며 자신의 지위를 높이기 위하여 모든 역량을 집중한다. 반면, '현실 안주자(conserver)'는 현재 상태를 이탈하는 어떤 형태의 변화도 자신의 이익을 침해하는 것이라고 간주하고 이에 저항하는 행태를 보이므로 조직의 변화나 혁신 등을 특히 두려워한다. 한편, 복합적 관료는 개인적인 이해관계와 조직 또는 사회적 가치를 모두 고려하여 행동하는데, 이들은 다시 '개인우선주의자(zealots)', '조직우선주의자

(advocates)' 그리고 '공익우선주의자(statesmen)' 등 세 집단으로 분류할 수 있다. 개인우선주의자는 자신이 속한 조직의 이해에도 관심을 기울이지만 이는 어디까지나 자신의 이익과 충돌되지 않는 한도에서만 적용되는 원칙이다. 반면, '조직우선주의자'는 자신의 개인적 이해관계뿐 아니라 자신이 속한 조직이나 사회의 이해관계를 광범위하게 고려하여 의사결정을 하는 관료유형을 가리킨다. 조직우선주의자는 조직 내에서 복수의 목적이 상충되는 경우 균형 잡힌 시각에서 공정한 의사결정을 내리지만, 자신이 속한 조직의 이해관계와 외부의 이해관계가 충돌하는 경우 조직의 이익을 보호하기 위하여 최선을 다한다. 복합적 관료의 세 번째 유형인 공익우선주의자는 국가 또는 사회 등과 같은 공동체 조직의 이해관계, 즉 공익을 행위의 가장 중요한 기준으로 삼는다. 이 집단에 속하는 관료는 공적인 인물에 요구되는 미덕을 갖춘 이상적 관료상이지만, 이들의 행동 뒤에 자리하고 있는 근본적인 동기가 순수하게 타인의 이익에 봉사하는 것이 아니라 공익 수호를 통한 자신의 권력과 명성 추구이므로 다른 유형의 관료와 본질적인 차이가 존재하는 것은 아니다.

특정 관료조직에는 이상에서 살펴본 다양한 유형의 관료들이 혼재되어 있는데, Downs(1965)는 관료조직이 일반적으로 직면하고 있는 내부 조직구조와 외부 환경요인에 대하여 몇 가지 전제를 설정하고 관료 또는 관료조직이 보이는 행위에 대하여 몇 가지를 가설을 제시하였는데, 각 관료조직은 자신이 수행하는 사회적 기능과 관련되어 배타적인 관할권 또는 지배권을 가지는 영역(territory)을 명확히 획정하고 방어하며 나아가 이를 확장하기 위하여 끊임없이 시도한다. 대부분의 관료조직은 다른 관료조직과 기능적 측면이나 업무적 측면에서 상호 밀접하게 연관되어 있고 경우에 따라서는 권한과 책임 영역을 공유하기도 하는 것이 일반적이므로 특정 관료조직의 관할권을 명확하게 획정하는 것은 기술적으로 사실상 불가능한 일이다. 따라서 자신의 관할권 확대를 위하여 노력하는 관료조직의 특성상 영역 확대를 위한 관료조직 간 분쟁과 다툼이 지속적으로 전개될 것임을 예측하는 것은 어려운 일이 아니며 이는 실증적으로도 자주 관측되는 현상이다. 관료조직 간 영역 확보를 위한 분쟁이 사소한 자존심이나 질투 등 비합리적인 요인에 의하여 추동

되는 것으로 치부해버리기 쉬우나, 이를 좀 더 자세히 살펴보면 이러한 갈등들이 외부로부터의 끊임없는 압박으로부터 자신과 조직을 보호하기 위하여 고도로 계산된 합리적인 행위임을 알 수 있다. 대부분의 경우 영역을 둘러싼 관료조직 간 갈등으로 인하여 고도한 비용이 지출되거나 또는 반대로 갈등을 회피하기 위하여 다른 관료조직의 업무와 중첩되는 영역에 대해서는 의도적으로 관심을 두지 않고 문제를 방치하는 행위로 말미암아 사회적으로 바람직하지 못한 결과를 낳기도 한다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 금융감독원과 한국은행이 보인 일련의 행동은 Downs(1965)가 제시한 관료 및 관료조직의 특징과 상당히 잘 부합하는 것으로 판단된다. 한국은행은 미시감독 정보에 대한 원활한 접근이 금융안정시스템에서 자신에게 부여된 책무 완수에 필요불가결한 요인임을 강조하며, 개별 금융회사에 대한 단독검사권 확보를 통하여 영역확장을 시도하였고, 이러한 시도를 고유영역에 대한 침범 시도라고 파악한 금융감독원은 중복 검사로 인한 금융회사의 비용 증대 등을 내세우며 강력하게 반발하였다. 그러나 특정 기관에 전적인 관할권을 부여하는 것이 기술적으로 불가능하거나 또는 중복으로 인한 다소의 비효율을 감수하면서 복수의 기관에 관할권을 중첩적으로 인정하는 것이 오히려 바람직한 경우도 존재한다. 통화정책 수행기관과 금융감독기구가 분리된 한국과 같은 제도적 안배를 택하고 있는 국가의 경우 지금까지의 논의에 비추어볼 경우 거시건전성 감독이 바로 이와 같이 단일 기관에 배타적인 관할권을 인정하는 것이 현실적으로 어려울 뿐 아니라 바람직하지도 않은 영역이라고 할 수 있다. 금융안정시스템에서 각 기관의 역할과 권한에 대한 논란은 지금은 비록 수면 아래로 잠복하였으나 그 불씨는 여전히 해소되고 있지 않은데, 2008년 이후 진행된 일련의 사건전개과정에서 한국은행과 금융감독원 등 두 개의 관료조직이 보여준 행태는 Downs(1965)가 '조직우선주의자'라고 부르는 형태의 그것과 매우 유사한 모습을 보이는 것으로 판단된다.

복수의 관료조직이 공통된 영역을 대상으로 반복적으로 다툼에 휘말리고 합의를 통한 해법 도출에 실패하는 경우 정책방향의 불확실성, 신속한 정책적 대응의 부재, 과도한 정책적 개입에 따른 부담 등과 같은 비용은 사회 전체가 지불할 수밖에 없다. 따라서 사회는 영역을 둘러싸

고 대립하는 관료조직이 신속하게 문제를 해결하고 불확실성을 해소하기 위하여 이들에 대하여 지속적인 압력을 가할 필요가 있다. 관료조직에 대한 압력은 여론 형성이나 언론을 통한 비판 등 여러 가지 방법이 있을 것이지만 가장 효과적인 방법 중 하나가 국회가 간여하는 것이다. 국회는 도덕적 권고 또는 여론에 의한 압박, 청문회 등 다양한 경로를 취하여 신속하게 합의에 도달하도록 압력을 가할 수 있다. 또한 국회는 입법권을 행사하여 관료집단 간 영역분쟁뿐 아니라 모든 종류의 사회 갈등을 최종적으로 해소할 수 있는 권능을 보유하고 있으므로, 거시건전성 규제를 둘러싼 논란 또한 국회의 입법조치가 취해지는 경우 해결될 수 있다. 그러나 국회 내에서도 상임위원회 간의 영역 다툼으로 인하여 문제가 해결되는 것이 아니라 오히려 증폭되는 현상이 발생하기도 한다(King[1994]). 국회의 상임위원회제도는 전문적이고 집중적인 심리를 통하여 안건을 신속하게 처리함으로써 업무처리의 효율성 제고에 공헌한다는 장점에도 불구하고, 경우에 따라서는 정치기구로서 신속한 갈등 해결이라는 국회의 궁극적인 기능수행에는 장애로 작용할 수 있다. 상임위원회의 관할권, 즉 어떤 상임위원회가 어떤 사항을 다룰 것인지를 둘러싸고 상임위원회 간 갈등이 심심치 않게 발생한다. 상임위원회 간 관할권 분쟁은 소속 정당보다 소속 상임위원회를 기준으로 진영이 갈라진다. 대중의 주목을 받거나 자원배분에서 중요한 함의를 가지는 사항을 다루는 회의 테이블에 자신의 자리를 확보하는 것은 정치인에게 매우 중요한 일이며, 자신이 소속한 상임위원회의 관할권이 회의 테이블의 획득 여부를 결정하는 중요한 기준 중 하나이므로 정치인들은 상임위원회의 관할권에 민감하게 반응할 수밖에 없다. 관할권 변경은 정치인의 권력과 상임위원회의 위상에 결정적인 영향을 미치며 관할 대상 기관에도 중요한 함의를 가진다. 따라서 국회는 가능한 범위에서 각 상임위원회의 관할권을 분명하게 규정하고 합의된 내용은 관련 법령에 명문화하기 위하여 최선을 다한다. 그러나 입법부가 직면한 문제의 복잡성과 불확실성으로 인하여 상임위원회 간 역할분담에 명확한 경계선을 사전적으로 획정하는 것은 대부분의 경우 불가능하다. 새롭게 대두된 문제에 대한 관할권이 불분명할 경우 서로 다른 상임위원회에 소속된 정치인 간 관할권 확보를 위한 지루한 논쟁이 시작되며 이해관계의 중

요성이 클수록 논쟁은 더 격렬해진다. 2009년 한국 국회에서 한국은행법 개정을 둘러싸고 기획재정위원회와 정무위원회 간에 국회 내외에서 벌어진 논쟁과 대립은 상임위원회 간 관할권을 둘러싼 대립의 신속하고 합리적인 해소가 결코 쉽지 않은 과제임을 시사하는 좋은 예라고 할 것이다. Downs (1965)의 분류에 의하면, 국회의 상임위원회도 개인우선주의자나 조직우선주의자 유형의 관료적 정치인이 모여 구성된 관료집단으로 간주할 수 있을 것으로 판단된다.

## 제5절 결론 및 제안

이상에서 우리는 2008년 글로벌 금융위기 이후 금융감독 정보에 대한 접근을 둘러싸고 한국은행과 금융감독원 간 발생한 대립이 결코 예외적이거나 후진적인 현상이 아니라 관할권 확대를 추구하는 복수의 관료조직이 개입되는 경우 어디에서나 흔히 발생할 수 있는 상황이라는 점을 살펴보았다. 그러나 관련 기관 간 협의와 조정을 통하여 신속하게 이견을 해소함으로써 큰 사회적 비용을 발생시키지 않는 서구 선진국과 달리 한국과 같은 신흥시장 국가의 경우 기관 간 관할권 분쟁 성격의 갈등이 발생하는 경우, 자체적인 협의를 통한 갈등의 해소는 물론 국회나 행정부 등 외부의 개입을 통한 갈등 해소조차 지연되는 것이 다반사이다. 물론 신흥시장 국가의 경우에도 갈등 해소의 지연으로 인하여 발생하는 비용이 지나치게 커지는 경우 사회적 압력이 작용하여 문제 해결의 실마리를 찾을 수 있을 것이다. 그러나 극단적인 상황이 도래하기 전에 사회적인 압력을 통하여 문제를 해결하는 합리적이고 효과적인 절차를 구축해 둘 필요가 있음은 물론이다.

금융안정시스템을 구성하는 핵심적 두 주체인 금융감독원과 한국은행이 한국은행의 개별 금융회사에 대한 금융감독정보 접근 범위와 방식에 대하여 자체적으로 합의에 도달하지 못하고 국회를 통한 문제의 해결 또한 현재로서는 난망인 상황이다. 더 이상 방치하기에 거시건전성 규제체제의 확립은 너무나도 시급하고 중요한 과제이다. 따라서 관련 기관의 자체적인 협상을 통한 해결을 기다리는 것보다 이와 유사한 상

황에서 서구 선진국이 취하는 조치를 참고하여 문제의 조속한 해결을 위하여 구체적인 노력을 기울일 필요가 있을 것이다. 이러한 측면에서 최근 유럽연합이 '유럽시스템위험위원회(ESRB)'를 출범시키는 과정에서 회원국의 이해관계와 각국 중앙은행 및 금융감독 기구 간 의견 조정을 위하여 취한 각종 조치들은 한국과 같은 신흥시장 국가에 많은 시사점을 제공한다. 유럽연합 지역에서 거시건전성 위험관리를 위한 제도적 장치의 필요성에 따라 유럽의회는 독립적인 전문가 집단인 '금융감독에 대한 고위전문가위원회(High-level Group on Financial Supervision)'를 구성하고 Jacques de Larosiere를 의장으로 선임하였다. 회원국 간 이해관계와 정치적 압력으로부터 자유로이 전문가적 의견을 개진하도록 요구받은 고위전문가위원회는 역 내 거시건전성 위험의 관리를 전담하는 기관으로 ESRB를 설립할 것을 유럽의회에 권고하였다. ESRB의 목적은 개별 회원국 차원에서 고립적으로 이루어지고 있는 위험관리를 통합하여 유럽연합 차원의 거시건전성 위험관리체제를 구축하고, 미시건전성 규제와 거시건전성 규제를 종합적으로 활용하여 조기경보시스템의 효과성을 제고하며 거기건전성을 위협하는 위험요인에 대한 적절한 대응조치가 각국에서 실행될 수 있도록 하는 것 등으로 정리할 수 있다. 유럽연합 집행위원회와 유럽의회는 고위전문가위원회의 권고를 받아들여 2009년 9월 ESRB를 설립하였다. 한국의 경우에도 대통령의 지시로 전문가로 구성된 '한국은행법 작업반(TF)'을 구성하여 금융안정 시스템 관련 논란의 해결을 시도하였으나 논의만 무성한 채 별다른 성과를 거두지 못하였다. 한국은행법의 개정이나 별도의 법률 제정을 통하여 문제를 궁극적으로 해소하여야 할 주체가 국회라는 점을 감안하여 갈등의 두 당사자였던 기획재정위원회와 정무위원회가 공동으로 독립적인 전문가로 구성된 작업반을 임명하고 작업반의 최종 권고를 존중하여 입법과정에 반영하는 방식을 택하였더라면 보다 가시적인 성과를 거둘 수 있었을 것으로 예상된다. 이 과정에서 작업반의 권고를 국회가 수용하여 신속하게 제도 개선을 완수하도록 강력하고 지속적인 사회적 압력이 가해져야 할 것임은 물론이다.

# 참 고 문 헌

Aghion, Philippe, Patrick Bolton, and Mathias Dewatripont, "Contagious Bank Failures in a Free Banking System," *European Economic Review*, Vol. 44, No. 4-6, 2000, pp.713~718.

Allen, Franklin and Douglas Gale, "Optimal Financial Crises," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 4, 1998, pp.1245~1284.

Allen, Franklin and Douglas Gale, "Financial Contagion," *Journal of Political Economy*, Vol. 108, No. 1, 2000, pp.1~33.

Bhattacharya, S. and D. Gale, "Preference Shocks, Liquidity, and Central Bank Policy," in W. Barnett and K. Singleton (eds.), *New Approaches to Monetary Economics*, New York: Cambridge University Press, 1987, pp.69~88.

Bernanke, Ben and Mark Gertler, "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1, 1989, pp.14~31.

BIS, "A Survey of Stress Tests and Current Practice at Major Financial Institutions," CGIF Publication No. 18, 2001.

Borio, Claudio, "The Macroprudential Approach to Regulation and Supervision: Where Do We Stand?" Erfaringer og utfordringer Kredittilsynet, 2006a, pp.108~120.

Borio, Claudio, "Monetary and Financial Stability: Here to Stay?," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, 2006b, pp.3407~3414.

Davis, E. Philip and Karim Dilruba, "Comparing Early Warning Systems for Banking Crises," *Journal of Financial Stability*, Elsevier, Vol. 4, No. 2, 2008, pp. 89~120.

Demirguc-Kunt, Ashili and Enrica Detragiache, "The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries," *IMF Staff Paper*s, Vol. 45, No. 1, 1998.

Diamond, Douglas and Philip Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983, pp.401~419.

Donaldson, R. Glen, "Costly Liquidation, Interbank Trade, Bank Runs and Panics," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 2, No. 1, 1992, pp.59~82.

Downs, Anthony, "A Theory of Bureaucracy," *American Economic Review*, Vol. 55, No. 1/2, 1965, pp.439~446.

Fernandez de Lis, S. and A. Garcia-Herrero, "The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and Other Tools," in D. Mayes, R. Pringle, and M. Taylor (eds.), *Towards a New Framework for Financial Stability,* London, 2009.

Goodhart, Charles and Miguel A. Segoviano, "Basel and Procyclicality: A Comparison of the Standardised and IRB Approaches to an Improved Credit Risk Method," Discussion Paper, 524, Financial Markets Group, LSE, 2004.

Hoggarth, Glenn, Ricardo Reis, and Victoria Saporta, "Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26 No. 5, 2002, pp.825~855.

Houben, Aerdt C. F. J., Jan Kakes, and Garry Schinasi, "Towards a Framework for Safeguarding Financial Stability," IMF Working Paper 04/101 (Washington: International Monetary Fund) and DNB Occasional Studies 2(1), De Nederlandsche Bank, 2004.

Kaminsky, C. L., and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 83, No. 3, 1999, pp.473~500.

Kindleberger, C. P., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York, Basic Books, 1978.

King, David C., "The Nature of Congressional Committee Jurisdiction," *American Political Science Review*, Vol. 88, No. 1, 1994, pp.48~62.

Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy* Vol. 105 No. 2, 1997, pp.211~248.

Laeven, Luc and Fabian Valencia, "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Paper 08/224, Washington: International Monetary Fund, 2008.

Minsky, Hyman P., "A Theory of Systemic Fragility," in E. I. Altman and A. W. Sametz (eds.), *Financial Crises*, New York: Wiley, 1977.

Schwartz, Anna J., "Real and Pseudo-financial Crises," in F. Capie and G. E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*, Basingstoke: Macmillan, 1986.

제 4 장

# 금융기관의 구조와 금융체제

Ingo Walter (NYU Stern School)

## 제1절 서 론

2007~09년에 걸친 금융위기의 여파와 세계 각지에서 시시각각 변천하는 불가피한 규제 대응방안들 속에서 금융중개의 기관구조에 새삼 관심이 쏠리고 있다. 규모가 크고 영업 범위가 넓을수록 좋은 것인가? 지리적 영향력은 어떤가? 미국이 1933년에 발효한 기능적 제약을 1999년에 폐지하지 않았더라면, 스트레스 상황하에서의 금융시스템 취약성이라는 측면에서 미국의 상황은 좀 더 나았을까? 영국이 자국 금융재벌들의 분할 여부에 대해 적극적인 논쟁을 시작하는 상황에서, 유럽대륙 국가들이 금융계에 지배적인 유니버설은행 모델에 천착하는 경향을 정당화할 수 있는가? 그러한 금융기업들이 지닌 체계적 위험의 특성 그리고 이들 기업들이 무너지도록 놔두기에는 너무 크거나 너무 복잡하거나 너무 상호연관성이 높기 때문에 발생하는 경쟁우위는 어떤 것인가? 이러한 논쟁들은 2010년 미국의 도드-프랭크법 통과, 바젤-III의 자본 및 유동성 규제, 영국과 유럽 및 기타 국가들의 규제 이니셔티브 등의 영향으로 본격화되었다가, 이후에는 금융회사의 조직구조와 체계적 위험 간의 연계성 사안으로(체계적 위험의 '생산자(manufacturer)' 아니면 체계적 피해가 현실화된 이후의 위기상황 후속조치의 핵심문제) 회귀하기를 반복했다.

다양한 전략적 구조가 상충하며 국제 금융기업들이 경쟁하는 세계화

된 금융시장에서 이러한 사안들은 그 어느 때보다도 중요하다. 체계적 위험을 다루는 데 있어서 조직구조와 제도적 제약의 역할에 대한 합의가 실재하지 않는 상황에서, 여러 국가들이 규제에 대한 책임을 조율하고 할당하는 작업은 갈수록 어려워지고 있다. 뿐만 아니라 금융시스템 구축을 위해 대안을 모색하고 있는 신흥시장에서도, 많은 경우 금융 복합그룹을 상정하고 있는 점을 고려하면 이와 같은 사안들에 대한 논의는 중요성을 지닌다고 볼 수 있다.

본 장의 제2절에서는 간단한 금융시스템의 자금흐름모형을 살펴봄으로써 금융중개, 만기전환 및 위험분산 과정에서 다양한 유형의 금융기관들이 주로 어떠한 기능들을 수행하는지 살펴보기로 한다. 제3절에서는 주요 기능들을 수행함에 있어서 비교우위를 발생할 수 있는 기관의 형태에 대하여 논의한다. 제4절에서는 단순한 3차원 매트릭스를 금융중개기관들이 직면하는 산업조직 옵션에 적용해 본다. 또한 금융기관 비교우위의 원천에 대해 논의하고 금융중개의 규모와 범위를 둘러싼 주요 질문들을 제시한다. 제5절은 금융 효율성, 혁신, 경쟁력, 체계적 견고성 간의 정상적인 균형을 찾기 위한 노력의 일환으로, 금융회사 기관구조의 역할과 정책 영향에 대해 살펴본 후 제6절에서 결론을 제시한다.

## 제2절 금융중개의 역학관계

모든 현대 금융시스템모형의 중심요소는 자금의 전달경로(conduit)로써, 이를 통해 국가경제의 내부 및 국가경제 사이에서 최종 저축자의 금융자산이 금융의 최종 사용자의 부채로 흘러들어간다. 이 전달경로는 금융거래 당사자 간의 대체가 가능하며 경쟁적인 금융 중개 또는 '계약'을 포괄한다. 금융계약 및 금융기관과 시장의 역할에 대한 개념은 [그림 4-1]에 요약되어 있다. [그림 4-1]은 각 경제부문 간의 금융절차(자금의 흐름)를 다음의 세 가지 주요 전달경로에서 수익이 창출되기 위해 필요한 환경 및 규제 여건 혹은 유인 및 우위의 측면에서 나타내고 있다.

- 완전히 중개된 금융흐름: 저축(금융시스템의 궁극적인 자금원)은

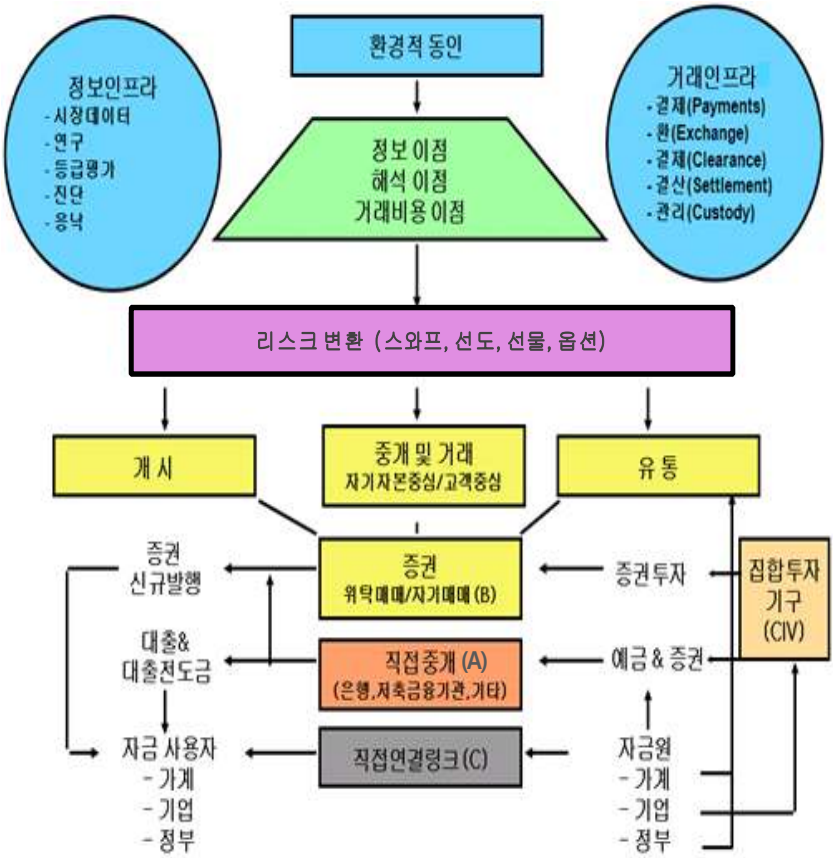
예금 또는 상업은행이나 저축기관, 보험사 또는 일반 대중으로부터 직접 모집하여 자금을 조달하는 기타 금융기관에 대한 청구권 등의 형태로 보유될 수 있다. 금융기관들은 궁극적으로 이 자금을 사용하여 가계와 기업, 정부 같은 비금융 주체가 발행하는 자산을 매입한다. 이는 [그림 4-1]에 링크 A로 표시되어 있다.

- 투자은행업과 증권화된 중개: 저축은 수탁자 혹은 집합투자기구(Collective Investment Vehicles: CIV) 등을 통해 직·간접적으로 다양한 공공 및 민간 기관들에 의해 국내외 금융시장에서 공식적으로 발행되고 판매되는 증권의 구매에 사용될 수 있다. 이는 [그림 4-1]에 링크 B로 표시되어 있다.
- 최종 대출자와 최종 대부자 간의 직접연결 메커니즘: 잉여 저축은 사모(private placement)와 같은 다양한 직접판매 메커니즘을 통해 대출자에게 배분될 수 있다. 보통은 헤지펀드와 사모펀드를 포함한 수탁자들이 중개기관으로 참여한다. 이는 [그림 4-1]에 링크 C로 표시되어 있다.

자금의 최종 사용자 역시 경제의 세 부문, 즉 가계나 소비자 부문, 기업부문, 정부부문으로 구성된다.

- 소비자는 은행을 통한 개인 신용대출이나 구매 자산을 담보로 한 담보대출을 통해 자산 구입에 필요한 자금을 조달할 수 있다. 이는 해당 대출계약의 대출기간 동안 여신기관의 대차대조표 자산 항목에 계상되거나, 소비자 신용 매출채권에 의해 담보되는 다양한 유형의 증권 형태로 금융시장에 판매될 수 있다.
- 기업은 은행으로부터 무담보 또는 자산담보부 일반(straight) 또는 회전 신용편의(revolving credit facility) 형태로 자금을 차입하거나, 부채담보부증권(기업어음, 매출채권 자금조달, 각종 확정금리부 증권 등) 또는 주식을 금융시장에 직접 팔아서 자금을 조달할 수 있다.
- 정부도 마찬가지로 여신기관으로부터 차입하거나(국가 차입) 증권을 직접 발행할 수 있다.

[그림 4-1] 금융중개 로드맵




기업이나 정부 등 차입자들은 개별적으로 채권을 발행하고 기관투자자들에게 판매함으로써 여신기관 및 공개된 주식·채권 시장 등을 우회할 가능성이 있다. 소비자 부채 역시 자산담보부증권(ABS) 형태로 탈바꿈해서 기관투자가에게 개인적으로 판매될 수 있다.

[그림 4-1]의 금융계약 첫 번째 방식 A에서 예금자는 금융기관이 발행한 '이차적' 금융 채권이나 부채를 구입하고 유동성과 편리성, 안전성 측면에서 혜택을 얻는다. 금융기관이 보유자산(채권과 주식 모두)에 대한 전문적 운용과 모니터링을 통해 위험을 분산하고 신용의 질을 향상

시키는 덕분이다. 저축자들은 표준화된 일련의 계약들 중에서 선택하여 결제서비스와 이자를 받을 수 있다.

[그림 4-1]의 금융계약 두 번째 방식 B에서 투자자들은 판매 중인 공개 발행된 채권과 주식상품 중에서 각자의 금융자산 포트폴리오를 직접 선택할 수 있다. 이를 통해 표준화된 은행 계약보다 다양한 옵션을 제공받을 수 있으며, 대형 투자자들은 각자의 목적에 좀 더 부합하도록 포트폴리오를 다듬는 동시에 신속하고 저렴한 거래를 통해 상당 수준의 유동성을 확보할 수 있다. 이러한 거래는 은행 및 국내 결제 메커니즘의 일부인 기타 금융기관과의 연계를 통해 이루어진다. 투자자들은 또한 수수료를 내고 다양한 유형의 뮤추얼펀드와 연기금을 통해 포트폴리오가 전문적으로 운용되도록 할 수도 있다. [그림 4-1]에서는 이를 집합투자기구라고 칭했다.

[그림 4-1]의 금융계약 세 번째 방식 C에서 기관투자가들은 사모 발행된 주식의 상당 부분을 사들인다. 그 과정에서 유동성이 높은 유통시장(secondary market)의 부재 혹은 제한된 접근에 의해 유동성 페널티(liquidity penalty)에 종종 직면하며, 그에 따라 높은 수익을 보장받게 된다. 반면, 직접 모집된 증권은 공적으로 발행된 증권에 비해 발행인과 투자자 요건에 더 부합하도록 특별히 '개별맞춤(tailor)'이 가능하다. 시장 및 규제(미국의 SEC Rule 144A 등)의 변화는 몇몇 직접모집 증권시장의 유동성을 증가시킨 바 있다.

또한 헤지펀드는 잘못 평가된 자산을 발견하여 공매 혹은 보유하는 한편, 시장 변화에 대한 노출은 제한하는 높은 레버리지 기반의 다양한 전략을 자주 사용함으로써 기관을 비롯한 부유한 개인투자자들을 위한 중요한 중개기관으로서의 역할을 하게 되었다. 사모펀드는 동류의 기관 및 개인 투자자들에게 접근하여 합자회사의 형태를 구성하고 공기업에 지배적 지분을 보유하여 민영화 및 재무 건전화 등 구조조정을 단행한다. 이후 기업공개(IPO)를 통해 공기업을 다시 공개시장에 팔거나 '직접매각(trade sale)'을 통해 다른 기업에 처분한다.

이와 같은 금융절차에 있어서 최종 저축자 및 투자자에 대한 가격은, 수익성과 안전성 그리고 유동성의 조합에 의해 발생한다. 자금의 최종 사용자에 대한 가격에는 자금조달비용, 거래비용, 유연성, 유동성이 결

합되어 있다. 이 가격은 신용 지원과 보증 그리고 선도금리 계약, 금리상한 계약(caps), 금리상하한 계약(collars) 및 선물·옵션 등 파생상품을 활용하여 높일 수 있다. 뿐만 아니라 시장은 국내외적으로 기능과 지리적 측면에서 연결될 수 있다. 예를 들어, 기능적 링크를 활용하여 은행 매출채권을 탈바꿈시켜 비은행권 증권투자자들에게 판매할 수 있다. 사모증권은 일단 숙성되면(seasoned) 공개시장에서의 판매도 가능하다. 사모펀드 회사와 헤지펀드 모두 다른 유형의 금융중개(은행대출, 채권발행, IPO 등)에 의존하여 기능을 수행하고 있다. 지리적 링크는 저축자들과 발행인들이 해외 및 역외 시장에서 더 높은 수익을 얻을 수 있게 해주고, 그 결과 유동성과 수익을 높이거나 거래비용을 줄일 수 있게 해준다.

마지막으로 [그림 4-1]에 표현된 중개절차는 경제적, 기술적, 규제적 환경에 매우 민감하다. 거시경제정책은 국내 및 국경을 넘는 금융흐름에 영향을 미칠 것이 분명하며, 최근의 정책방향은 상업은행의 전통적 우위를 감소시킬 금융시장이 싹트고 있는 신흥시장으로 자금흐름의 방향을 전환시켰다. 마찬가지로 환율과 이자율, 주가의 국내 및 글로벌 변동성은 다양한 금융상품, 특히 파생상품에 대한 수요를 증대시킬 수 있다. 기술적 변화 역시 정보와 거래비용이 주된 역할을 하는 금융산업에서 중요한 역할을 하며, 금융상품의 특징과 금융절차의 효율성 모두에 영향을 미친다. 금융중개는 금융실패가 미치는 시스템적 부작용 및 금융계 관행이 효율성과 공정성에 미칠 영향 등에 대응하여 야기되는 각종 정책 변화에 매우 민감하다. 보기에는 작아 보이는 규제 변화도 글로벌 금융흐름의 방향과 규모에 심대한 영향을 미칠 수 있다.

## 제3절 기관의 경쟁우위

금융중개의 기본적인 미시경제학은 [그림 4-2]에 요약된 기관 수준에서의 금융부문 재조정(reconfiguration)이라는 결과로 나타난다. 여기에는 상업은행(소매 및 도매), 보험(생명 및 비생명), 증권(소매 및 투자은행업), 자산관리(개인 및 기관) 부문에서의 부문 내 재조정과 부문 간 재조정이 모두 포함된다.

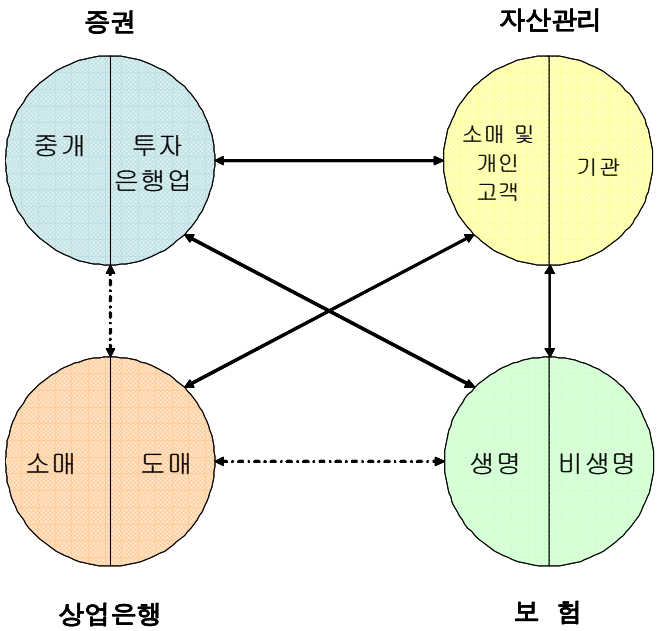
소매 금융서비스의 경우, 일부 국가에서는 은행들의 광범위한 과잉생산(overcapacity)으로 말미암아 수많은 합병이 이루어졌다. 과도한 소매 생산과 유통은 보통 불필요한 노동력과 자본을 방출하는 방식으로 감축되어 왔다. 몇몇 사례의 경우, 비교적 덜 엄격한 금융규제하에서 영업하는 공공부문 기관 및 협동조합의 대규모 개입에 의해 이 과정이 지연되는 경우도 있다.

또한 소매 수준에서 상업은행의 활동은 소매 중개업과 소매 보험(특히 생명보험), 그리고 뮤추얼펀드와 퇴직상품 및 대고객 관계를 통해 이루어지는 소매 자산관리와 전략적으로 연계되어 왔다. 때로 이 연계는 선택적으로 발생하였고, 공격적인 교차판매(cross-selling) 노력과 결합된 동시적 멀티링크를 사용하여 이루어지기도 하였다. 같은 시기에 상대적으로 작고 집중화된 기업은 다양한 소매업 부문, 특히 우월한 서비스나 고객 친밀성을 제공하면서 아웃소싱과 전략적 제휴를 활용할 수 있던 부문에서 계속 번창했다.

도매 금융서비스의 경우에도 비슷한 링크가 등장했다. 신디케이트론(syndicated lending)과 프로젝트 파이낸싱 같은 도매 상업은행 활동은 투자은행업에 초점을 맞추는 방향으로 움직이는 경우가 많았다. 투자은행 기관들은 한편으로는 수직통합을 통해 이익을 얻고, 다른 한편으로는 변동성이 높기로 악명 높은 금융산업에서 일정 수준의 안정성을 확보하기 위해 기관 자산관리사업을 발전시키는 것을 강조한 바 있다. 하지만 메릴린치(Merrill Lynch)와 시티그룹(Citigroup) 등 다른 도매 상업은행들은 극심한 경쟁, 높은 유통비용 또는 투자은행업 활동과의 이해갈등 등의 이유로 자산관리사업의 일부 또는 전체를 매각하기도 하였다.

구조적 관점에서 보면 광범위한 금융서비스를 제공하는 기업들이 [그림 4-2]에 규명된 역할들 중 하나 이상을 수행할 수도 있다는 사실은 분명해 보인다. 그러한 역할에는 상업은행, 저축은행, 우편저축기관, 저축 협동조합, 신용조합, 증권회사(종합서비스 기업 및 다양한 유형의 전문기업), 뮤추얼펀드, 보험회사, 헤지펀드, 사모펀드, 금융회사, 산업회사의 금융계열사 등이 포함된다. 각 전략그룹의 구성원들은 서로 경쟁하며 다른 전략그룹의 구성원들과도 경쟁한다. 각 조직은 할 수만 있다면 각자의 경쟁우위에 따라 하나 또는 그 이상의 금융 경로를 운영하고자

[그림 4-2] 다기능 금융 링크




할 것이다. 따라서 기관의 발전은 비교우위의 변화 양상과 그러한 비교우위에 따른 기관구조가 현재 규제하에서 허용되는지 여부에 달려 있다. 예컨대 일부 국가의 상업은행들은 '흐름을 타면서' 타 은행들 및 다른 종류의 금융서비스를 제공하는 기업들로부터의 강한 압박하에서 경쟁력 있는 자산관리, 발행(origination), 자문, 거래 및 위험관리 능력을 발전시켜야 했다.

특정 부문 내 또는 부문 간에 경쟁력 있는 회사의 구조적 형태는 기관의 비교우위에 좌우된다는 것이 산업경제학의 입장이다. 규모의 경제를 십분 활용할 수 있다면 그 이점은 회사의 크기에 반영될 것이다. 비용이든 수익과 관련해서든(교차판매) 범위의 경제가 크다면, 이는 지배적 회사들이 관여하는 활동의 범위에 반영될 것이다. 지리적 조건이나 고객그룹에 따라 중요한 링크를 활용할 수 있다면 이 역시 가장 우수한 회사의 활동영역이나 지리적 범위에 반영될 것이다.

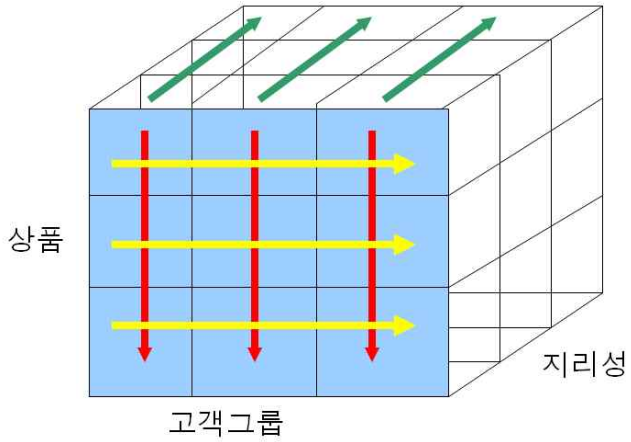
## 제4절 단순한 전략적 도해

[그림 4-3]은 금융서비스 시장을 고객, 상품, 지리의 매트릭스로 표현한 것이다. 금융회사들은 매트릭스에서 가장 높은 위험조정 수익을 약속하는 박스(시장 부분)에 금융, 인적, 기술 가용자원을 할당하고 싶어할 것이 분명하다. 그렇게 하려면 비용과 수익, 위험을 매트릭스의 특정 박스에 적절히 배치해야 한다. 또한 박스 자체도 전문가와 분석가들이 '시너지'라고 칭하는 효과를 최대화할 수 있도록 상호 연결되어야 한다.

- 고객중심 링크는 금융기관이 특정 고객이나 고객그룹을 상대하는 과정에서 동일하거나 상이한 지리적 공간의 동일한 고객이나 동일그룹의 다른 고객에게 금융서비스를 더 효율적으로 제공할 수 있을 때 존재한다. 위험완화(risk mitigation)는 위험노출(exposure)을 고객 전반에 확산시킬 때 발생하며, 상이한 고객이나 고객군으로부터의 소득흐름이 상관관계를 갖지 않을 경우 수익안정성이 가장 높아진다.
- 상품중심 링크는 어떠한 회사가 다른 고객이나 공간에서 이미 동일하거나 비슷한 금융서비스를 제공하고 있기 때문에 더 경쟁력 있는 방식으로 특정 금융서비스를 제공할 수 있을 때 존재한다. 여기서도 상이한 제품으로부터의 순수익 흐름이 상관관계를 갖지 않을 정도까지의 위험완화는 존재한다.
- 지리적 링크는 어떠한 기관이 다른 지리적 공간에서 갖는 존재감이 커서 특정 지리적 공간에서 특정 고객에게 서비스를 제공하거나 특정 서비스를 더 효율적으로 제공할 수 있을 때 중요하다. 여기서도 해당 회사의 리스크 프로파일을 개선시켜 다른 통화, 거시경제환경, 이자율 환경에 걸쳐 사업을 확장시킬 수 있다.

시장 매트릭스로부터 최대 수익을 창출하기 위해서, 회사들은 특정 시장 부문의 규모, 성장, 경쟁적 역학관계를 비롯하여 활동의 전반적 포트폴리오에 내재되어 있는 비용과 리스크를 이해할 필요가 있다. 특히 문제가 되는 것은 아래에서 논의할 내용처럼 잠재적 결합비용(joint cost)과

[그림 4-3] 상품특유, 고객특유, 지리적 전략 링크




수익 경제성을 최대화하기 위해 박스 간의 링크를 최적화해야 한다는 점이다. 이를 잘하는 회사들은 '전략적 완전성(strategic integrity)'이 높다고 간주될 수 있으며, 이 회사의 시가총액은 회사를 구성하는 각 사업들의 독립가치를 넘어설 것이다.

## 1. 규모의 경제와 규모의 비경제

금융서비스에 규모의 경제(economy of scale)나 규모의 비경제(diseconomy of scale)가 존재하는지 여부는 금융서비스산업에서 기업의 최적규모에 대한 전략 및 규제 관련 논의의 중심이었다. 회사가 클수록 규모의 경제가 커져서 수익성과 주주가치가 증가할까? 기업의 평균규모가 커지면 금융부문의 효율성이 증가하는가? 이에 대한 답을 찾기는 쉽지 않다. 아래에서도 살펴보겠지만, 규모가 수익과 비용에 미치는 모든 영향관계들 중에서 순전히 생산 단위의 규모가 미치는 영향을 분리해야 하기 때문이다.

금융서비스산업처럼 정보집약적이고 거래집약적이며 고정비용이 높은 산업은 규모의 경제가 클 가능성이 높다. 그러나 초대형 금융서비스 기업의 경우에는 행정적 간접비의 불균형적인 증가, 복잡성 관리, 대리

인 문제, 기타 비용요인 등으로 인한 규모의 비경제성이 발생할 수 있다. 규모의 경제가 우세하면 규모가 커짐에 따라 금융효율성과 주주가치가 창출될 수 있지만, 규모의 비경제가 우세하면 둘 다 파괴될 것이다.

오랫동안 은행과 보험, 증권업에서 규모의 경제에 대한 연구가 많이 이루어져 왔다. 안타깝게도 금융서비스업에서는 규모의 경제와 범위의 경제에 대한 연구에 큰 난제가 있었다. 자료의 가용성과 적합성이 제한되어 있다는 사실은 심각한 실증적 문제들을 드러낸다. 또한 금융기관 표본집단에서 규모의 경제나 범위의 경제가 발견되었다고(또는 발견되지 못했다고) 해도 연구의 결론을 꼭 일반적으로 적용할 수 있는 것은 아니다. 그럼에도 불구하고 금융기관들의 경영효율성에 대한 영향은 매우 중요하기 때문에 그나마 이용 가능한 실증적 증거가 전체 논의의 중심을 차지하곤 한다.

원가추정연구에 따르면, 소규모 상업은행(자산규모 1억달러 미만)의 경우 은행의 크기가 증가함에 따라 규모의 경제를 확보할 수 있음이 발견된 바 있다. 몇몇 연구들은 자산규모가 1억달러에서 50억달러 사이인 은행들의 경우에도 규모의 경제가 존재할 수 있음을 보인 바 있다. 자산규모가 50억달러를 넘는 은행들의 경우에는 규모의 경제가 존재한다는 증거가 현재까지 그리 많지는 않다. 최근에는 자산규모 250억달러 이상인 은행들의 경우, 규모와 관련된 비용 이득(cost gain)이 존재한다는 증거가 여기저기서 발견된다. 그러나 초대형 은행들에서 그러한 규모의 경제가 발생한다는 증거는 없다. 일부 연구에 따르면 규모와 평균비용의 관계는 U자형으로 나타난다고 한다. 소형 은행들은 규모의 경제의 이득을 누릴 수 있지만, 대형 은행들의 경우에는 규모의 비경제가 발생하여 규모가 커짐에 따라 오히려 평균비용이 증가하는 결과로 이어진다는 것이다. 규모의 경제와 비경제는 일반적으로 단위비용의 격차를 5% 이상 벌리지 못한다는 것이 합의된 의견이다. 대형 금융서비스기업들의 사례에서 높은 규모의 경제를 발견할 수 없다는 것은 보험회사와 증권중개회사의 경우에도 마찬가지이다.

규모가 아주 작은 은행과 비은행 금융기업을 제외하면, 기업 차원의 규모의 경제는 경쟁력 있는 성과와 별로 관계가 없는 것으로 보인다. 이는 특히 규모가 작은 기관들의 경우 더욱 그러할 것으로 보인다. 규모가

작은 기관들은 상호 연계되어 있는 협동조합이나, 규모의 경제를 허용할 수 있는 기타 구조의 형태가 가능하거나, 아니면 상대적 비용 격차가 적어 금융서비스산업에서 기업 차원의 규모의 경제가 발생할 수 있는 특정 시장부문을 전문으로 하기 때문이다.

기본적인 문제는 규모와 관련하여 정말 중요한 사안들은 개별 사업영역 수준에서 접하게 됨에도 불구하고, 이용 가능한 실증연구의 대부분은 기업 차원의 규모의 경제에만 집중한다는 점이다. 예컨대, 규모의 경제가 다국적 자산관리기관, 매스마켓 신용카드 거래의 처리, 제도적 자산관리 같은 영역에서의 경영효율성과 경쟁력 있는 성과에 유의미하다는 증거는 많다. 규모의 경제는 프라이빗 뱅킹이나 M&A 자문서비스 같은 기타 영역에서는 훨씬 덜 중요할 수 있다. 안타깝게도 제품 수준에서의 규모의 경제를 확인하게 해줄 비용함수에 대한 실증적 자료는 일반적으로 사유(私有) 데이터이기 때문에 수집이 불가능하다. 그렇지만 기업 차원에서 얻을 수 있는 이득이 상당히 많다는 증거가 없더라도 금융활동의 특정 영역에서는 규모 중심 전략이 상당한 의미를 가질 수 있다고 볼 수 있다. 그러나 규모의 경제의 이익을 톡톡히 보는 활동이 존재하는 동시에 기업 차원의 규모의 경제를 발견하기는 어렵다는 현실은 규모의 비경제가 존재하는 활동도 상당수 존재할 것이라는 사실을 시사한다.

## 2. 경영효율성

규모의 경제와 범위의 비용경제 외에도, 규모가 거의 동일하고 거의 동일한 서비스를 제공하는 금융기업들의 산출 단위당 비용수준은 매우 다를 수 있다. 예컨대, 비슷한 규모의 은행과 보험회사, 투자회사들의 이익 대비 비용의 비율을 비교해 보면 그러한 성과의 격차가 존재한다는 증거가 많이 있다. 그 이유는 생산기능의 차이에 있는데, 이러한 차이는 노동과 자본 사용의 효율성과 효과성, 이용 가능한 기술의 조달과 적용, 투입과 조직적 설계, 보상 및 인센티브 체계의 획득 등을 반영한다. 즉, 좋든 나쁘든 결국은 경영의 문제인 것이다.

많은 연구에 따르면 비슷한 규모의 은행들 사이에서도 비용구조에서

는 큰 불균형이 존재한다. 이는 은행의 경영방식이 규모나 사업부문의 선택보다도 중요하다는 점을 시사한다. 미국에서 실시된 연구들에 따르면, 은행업의 평균 단위 원가는 동일한 종류와 양의 서비스를 생산하는 '최우수'기업들보다 20% 이상 높으며, 격차의 대부분은 자금조달비용의 차이보다는 경영효율성 때문이라는 일치된 결과가 나온다. 이것이 사실이라면, 소규모 기업들에는 희소식이다. 경영의 질이 단순한 규모나 서비스의 범위보다 비용관리에 있어서 훨씬 더 중요하다는 것이기 때문이다. 물론 초대형 기관이 작은 기관보다 더 체계적으로 잘 운영된다면(금융서비스업의 현실에서 이를 문서화해서 나타내기는 어렵다) 기업의 규모와 경영효율성 사이에 실제로 상관관계가 존재할 수도 있다.

초대형 조직은 가장 효율적인 정보기술 및 거래처리 인프라를 구축하고 유지하는 데 필요한 대규모 자본지출을 더 잘할 가능성도 있다. 반복적 기술에 대한 높은 지출수준이 더 높은 경영효율성으로 이어진다면, 대규모 금융서비스기업들은 소규모 기업과의 경쟁에서 이득을 보게 된다. 그렇게 되면 소규모 기업들은 가능하다면 기업연합(pooling)과 아웃소싱에 의존해야 할 것이다.

## 3. 범위의 비용경제

순수한 규모의 효과를 넘어서, 좁은 범위가 아니라 넓은 범위의 상품을 판매하면 비용을 감축할 수 있을까? 범위의 비용경제(cost economy of scope)는 둘 이상의 상품이나 서비스를 공동생산하는 것이 별도로 생산할 때보다 더 싸다는 의미이다. '글로벌' 범위의 경제는 모든 상품을 생산할 때의 총비용이 개별적으로 생산할 때보다 더 적을 때 비용절감을 통해 발생하는 반면, '활동별' 경제성은 특정 결합 또는 조합의 금융서비스에 대한 공동생산이 고려된 개념이다. 범위의 비용경제는 IT 플랫폼과 기타 간접비, 정보와 모니터링 비용 등을 공유함으로써 얻을 수 있다. 예컨대 정보는 재사용될 수 있고, 따라서 비용의 중복을 피할 수 있으며 고객의 필요(needs)에 대한 솔루션을 찾는 데 있어 창의성을 도모하고 특정 고객을 위한 지식을 활용할 수 있다. 반면, 범위의 비용비경제(cost diseconomies of scope)는 기업의 범위, 복잡성, 관료화가 증가

함에 따라 발생할 수 있는 타성(inertia) 그리고 대응력 및 창의성의 부재 같은 요인들로 인해 발생할 수 있다. 또한 '텃세'와 이익귀인 갈등 등 비용을 증가시키거나 상품의 질을 저하시켜 고객의 요구를 만족시키지 못하게 하거나, 또는 자기 부서의 이익만을 좇는 '사일로(silos)' 조직들에 걸친 심각한 문화적 차이에 의해 다양한 금융서비스의 순조로운 제공을 저해하기 때문일 수도 있다.

범위의 경제와 마찬가지로, 비용 관련 규모의 경제는 금융서비스 공급자의 비용 및 결합 성과지표 등에서 직접적으로 관찰 가능해야 한다. 대부분의 실증연구들은 은행업, 보험 또는 증권업에서 유의미한 범위의 비용경제성을 발견하는 데 실패했다. 이는 금융서비스부문의 기업들이 포트폴리오에 새로운 상품범위를 추가하면 범위의 비용비경제가 발생한다는 점을 시사한다. 상품의 범위가 넓어지면 획기적인 수준은 아니지만 단위비용이 증가하는 것으로 보인다. 이러한 연구의 상당수에서 다룬 기간은 기업들이 은행이나 보험에만 초점을 두던 경향이 변화해 가는 때였으므로, 활동의 범위를 확장하는 과정에서 상당한 전방위 비용이 발생했을 수 있다. 연구기간 동안 이러한 지출이 회계보고에 비용계정으로 계상된다면 미래에는 규모의 비경제가 역전되는 증거를 발견하게 될 수도 있다.

## 4. 범위의 수익경제

수익의 측면에서 보면, 단일 공급자로부터 여러 금융서비스를 구매하는 올인코스트(all-in cost)가 별도의 공급자들로부터 각각 구매할 때의 비용보다 작을 때, 교차판매에 따른 범위의 경제가 발생한다. 여기에는 서비스 자체의 비용을 비롯하여 정보, 검색, 모니터링, 계약 및 기타 비용이 포함된다. 또한 다양한 유형의 활동이나 다양한 지리적 영역에 걸쳐 활동하는 다각화된 기업은 고객과의 접촉점이 더 많은 경향이 있다. 범위의 수익비경제는 범위의 확장에 따른 경영 복잡성과 갈등으로부터 발생할 수 있다.

범위의 수익경제(revenue economy of scope)를 뒷받침하는 일부 증거는 역사적인 연구에서 찾아볼 수 있다. 그중 일부에 따르면 미국 상업은

행들의 증권 계열사 운영이 허용되었던 1920년대에는 미국의 은행 계열사들은 일반적으로 전문화된 투자은행들보다 수익이 더 높은 증권을 인수했다. 상업은행들은 기업의 예금 및 대출 기록을 통해 증권을 팔고자 하는 기업들에 대한 정보를 얻었던 것 같다. 그로 인해 이들은 시중에 나온 최고의 증권을 선택할 수 있었던 것이다. 다른 연구에 따르면 상업은행들이 인수한 증권은 투자은행들이 인수한 비슷한 증권들보다 주가가 올랐다. 즉, 상업은행들이 인수한 증권에 대한 사전적 리스크가 더 낮았다는 의미이다.

교차판매에 대한 대부분의 실증연구는 설문조사에 기반하고 있어서 일반화하기가 어렵다. 예컨대 도매 상업 및 투자은행업 서비스의 경우, 기업들이 대출을 잘해주는 은행들에 M&A 업무를 맡길 가능성이 높은지, 아니면 두 서비스는 별개이기 때문에 M&A 능력이 가장 좋을 것이라 생각되는 은행(투자은행일 가능성이 높다)에 가서 자문을 구하고 다른 은행(주요 상업은행일 가능성이 높다)에 가서 대출을 받을지가 문제이다. 이를 '혼합 번들링(mixed bundling)'이라고 부르기도 하는데, 한 서비스(예컨대 상업적 대출)의 가격은 추가적인 다른 서비스(예컨대 M&A 자문이나 증권인수)를 소비하는 고객에 의해 결정된다는 의미이다. 최근 단기적인 범위 중심의 수익 추구는 상업은행의 에너지와 텔레콤 부문에 대한 일부 악성대출로 이어졌을 수도 있다.

그러나 소매 고객들의 검색비용과 계약비용은 기업 고객들보다 높기 때문에, 범위의 수익경제가 실현되는 것은 대부분 소매 수준에서라고 볼 수 있다. 미국의 경우에는 1999년까지 시행된 규제조치 때문에 소매 교차판매에 대한 증거가 그리 많지 않고, 유니버설은행이 항상 존재했던 유럽의 경우, 그에 대한 증거는 주로 사례 중심이어서 방카슈랑스(bancassurance)나 종합금융업(Allfinanz)의 효과에 대해서는 매우 다양한 결과가 제시되고 있다.

어찌되었든, 미래에는 고객들이 사용자 친화적인 소프트웨어 인터페이스를 활용하여 웹서비스 플랫폼에 접근하고, 그 결과 다수의 금융서비스 제공자들에 대한 실시간 연결이 가능해지는 매우 새로운 소매업 모델이 등장할 수 있다. 고객의 입장에서는 단일공급원을 통한 구매의 편리성에 동종업계 최고의 판매자에 대한 접근성을 결합하는 형태가 된

다. 고객이 '교차판매'의 대상이 되기보다는 '교차구매(cross-purchase)'에 나서는 셈이다. 지속적인 금융자문이 필요하지 않기 때문에 그러한 사업모델은 정보비용, 거래비용, 계약비용을 줄이는 동시에 경쟁관계에 있는 판매자들에게 고객 중심의 개방형 접근이 가능토록 할 수 있다. 공급자들은 자문기능을 자신의 다운링크(downlink)에 포함시킬 방법을 찾거나 독립 금융자문가들을 통해서 자문을 모델에 포함시킬 수도 있다. 향후에 그러한 소매 금융서비스 제공 모델이 시장에서 자리 잡게 되면, 교차판매와 범위의 수익경제에 대한 이론적 근거는 시대에 뒤떨어질 가능성도 있다.

확고한 실증적 증거가 거의 전무함에도 불구하고, 범위의 수익경제는 사실 도매와 소매 수준에서 모두 존재할 수도 있다. 그러나 제공되는 서비스의 유형과 서비스를 제공받는 고객의 유형별로 매우 다르게 나타날 가능성이 높다. 따라서 수익 관련 범위의 경제는 [그림 4-3]에 나타난 고객, 상품, 지리성에 따른 기업의 구체적인 전략적 포지션과 연관되어 있을 것이 분명하다. 교차판매 가능성이 존재한다고 해도 문제는 세부적인 부분, 즉 교차판매를 발생시키도록 하는 인센티브 및 조직구조의 설계에 달려 있는 것이다. 그리고 이러한 인센티브는 매우 세부적이어야 하고 현실세계에서의 직원들의 행동방식과 합치해야 한다. 그렇지 않으면 교차판매에 대한 경영압력이 아무리 높고 교차판매를 아무리 간곡하게 권고하더라도 그 목표를 달성하기가 어렵다.

실증적 증거가 거의 없다는 사실을 보면 범위의 수익경제는 상업 및 투자은행업뿐만 아니라 보험 및 자산관리 영역의 특정 상품조합의 경우에도 존재하는 것 같다. 개별 상품 수준에서의 범위의 수익경제 존재 여부를 확인하거나 반박하기 위해 필요한 내부자료는 기업의 사적 재산이기 때문에 현재까지는 이용 가능한 실증연구가 존재하지 않는다.

동시에 정보가 불완전한 상황에서 금융기업의 활동범위가 넓어질수록 ① 해당 기업이 잠재적인 이해상충에 직면할 가능성이 더 높아지고, ② 고객들에게 발생하는 잠재적인 대리인비용이 증가하며 ③ 이해상충의 악용(conflict exploitation)을 방지하기 위한 대내외적 안전장치를 마련하기가 더 어려워지고 그 비용이 더 높아질 가능성이 있다. 실제 그러한 일이 발생한다면, 이해상충의 악용과 관련된 경쟁환경에서의 결과

(competitive consequence)는 금융서비스기업의 범위의 경제 실현을 저해할 수 있다. 이해상충을 악용할 때 나타나는 부정적인 법적, 규제적, 평판적 결과는 복잡성으로 인한 경영 및 운영 비용과 함께 범위의 비경제의 증거로 간주될 수 있다.

## 5. 시장집중과 리더십

금융서비스기업들은 전략적으로 경영효율성과 수익시너지를 탐색할 뿐만 아니라 경제적 수익을 얻기 위해 시장도 지배하려고 한다. 전통적인 '범위'의 경제와 대비하여 이를 '크기'의 경제로 지칭하기도 하며, 영업의 규모나 수익 혹은 두 가지 모두에 대해 반영되는 뚜렷한 경쟁우위를 뜻할 수 있다.

시장지배력은 은행들로 하여금 요금을 더 받거나(독점 이득) 요금을 덜 내도록(수요독점 이득) 해준다. 사실 다수의 국가에서 금융서비스 시장은 뚜렷한 과점 경향을 보여왔다. 이를 지지하는 사람들은 실행 가능한 경쟁적 플랫폼을 제공하기 위해서는 높은 시장집중도가 필수적이라고 주장한다. 반대하는 사람들은 규모의 경제나 혹은 크기 관련 효율성 증대에 대한 설득력 있는 증거가 없는 상황에서, 독점적 시장구조는 주로 금융서비스의 소비자나 사용자들로부터 지대(rent)를 축출하여 이를 주주에게 재분배하거나, 다른 활동영역을 교차지원(cross-subsidize)하거나, 쓸모없는 사업에 투자하거나 혹은 비용 억제에 대한 압력을 줄이는 역할을 한다고 주장한다.

사실 왜 금융서비스기업의 경영자들은 지속적으로 어느 정도 좋은 수준의 수익을 올리며, 신사답게 경쟁하는 소수의 기업들이 활동하는 것이 금융산업 경쟁구조의 최종단계라고 믿는지 의문이다. 현실에서 그러한 결과가 나타나면 곧 공공정책 차원의 대응이 촉발되어 더욱 활기찬 경쟁을 회복시키기 위한 분할이나 분사로 이어지기 때문이다. 특히 금융서비스처럼 정치적으로 큰 이슈가 되는 핵심 경제부문의 경우, '과도한' 집중에 대한 규제 대응은 이를 막으려는 로비가 활발히 이루어짐에도 불구하고 사실상 어김없이 등장한다. 캐나다의 경우, 1998년 후반 규제당국은 주요 금융기업의 수를 다섯에서 셋으로 줄이고, 세 기업이

소매시장의 약 90%를 차지하게 될 수도 있는 두 건의 초대형 합병을 막았다. 경영진은 북미자유무역협정(NAFTA)에 따라 캐나다에서 영업 중인 미국 금융서비스기업들이 독점지배력의 악용을 막기에 충분한 경쟁압박이 될 것이라고 주장했지만, 그럼에도 불구하고 규제당국은 합병거래를 막았다.

금융서비스산업에서 집중도가 가장 높은 도매은행업이 자본시장 활동 부문에서 최근 상당한 수의 합병이 이루어졌음에도 불구하고, 시장지배력을 뒷받침하는 근거는 거의 없다. 10대 기업들이 글로벌 채권과 주식 인수, 신디케이트론과 M&A 위임권 등을 합산한 금액의 80% 정도를 차지하고 있는 상황에서도, 금융산업은 여전히 이들 사업의 대부분에서 무자비한 경쟁에 직면하고 있으며, 이는 주요 금융기업들의 주식을 보유하고 있는 투자자들의 수익에 반영된다. 사실 도매은행업부문의 투자자본수익률은 수많은 합병에도 불구하고 오랜 기간에 걸쳐 하락해 왔다.

또 다른 사례는 자산관리부문으로 유럽과 미국, 일본의 자산관리기업들을 비롯하여 은행, 증권중개회사, 독립 펀드매니지먼트 기업과 보험회사들이 주요 역할을 담당한다. 시장부문에 대한 정의가 더 정확하게 이루어져야 하기는 하지만, 최소한 글로벌 수준에서 자산관리는 금융서비스산업 전체에서 가장 경쟁이 심한 부문으로 보이며, 최근 집중도가 높아졌다는 징후는 거의 보이지 않는다.

요약하자면, 금융서비스산업에서 인수합병을 통해 창출된 독점지배력으로 인해 기업들이 고객들로부터 얻은 이익을 스스로에게 재분배할 수 있는 시장환경이 만들어질 수는 있지만, 그러한 환경을 조성하거나 유지하기란 쉽지 않다. 때로는 새로운 기업들이나 상대적으로 규모가 작은 기업들이 시장에 침투하여 과점적 가격구조를 파괴하기도 한다. 혹은 다른 유형의 금융서비스기업들이 유용한 대안으로 떠오르기도 해서 소비자들은 흔쾌히 여기저기 돌아다니며 구매조건을 비교한다. 대부분의 경우에는 집중적인 M&A 활동이 일어난 후에도 활발한 경쟁이 유지되는 것으로 보이는데, 이는 많은 금융서비스산업의 선도기업들이 시장점유율을 비교적 비슷하게 유지하고 있기 때문이다.

## 6. 사유정보와 내재 인적자원

다양한 대형 금융서비스기업들을 옹호하는 주장 가운데 한 가지는 내부적 정보흐름에 있어서 사업부문이 더 좁은 기업들이 이용할 수 있는 외부적 정보흐름에 비해 상당히 우월하며, 적은 비용이 소요된다는 것이다. 결과적으로 다양한 범위의 금융시장, 기능, 지리성을 갖춘 기업은 더 작고 활동범위가 좁은 기업들이 발견할 수 없는 자신만의 고객중심 거래 및 구조화 기회를 발견할 수 있다.

두 번째 주장은 기술적인 노하우와 관련이 있다. 금융서비스의 주요 부문, 특히 도매은행업과 자산관리 부문은 고도로 전문화된 영역이 되었고, 이러한 전문성은 시장점유율과 가격효과 모두에 반영될 수 있다. 최근 상당수의 금융부티크(boutique)들이 주요 은행, 보험회사, 증권회사, 자산관리사에 인수된 것도 바로 이 목적에서다. 또한 입증되지 않은 증거에 따르면 많은 경우에 이러한 인수는 구매자에게 주주가치 상승이라는 효과로 이어졌다.

인적자원과 관련된 주장도 긴밀한 연관성을 지닌다. 기술적 능력과 기업가적 행동은 사람을 통해 구현되며, 사람은 기업 간에 이동할 수 있고 실제로 이동한다. 일부 금융서비스산업에서는 인재들의 이동성이 '프리에이전트(free-agency)' 수준에까지 이르는 것으로 악명이 높고, 개인들이나 개인으로 구성된 팀은 때로 자신들을 '기업 내의 기업'으로 보기도 한다.

이 사안들에 대한 실증연구는 없지만 그 중요성에 대해서는 의문의 여지가 없다. 많은 금융서비스는 전문적인 고객의 요구를 충족시키기 위해 전문가들이 수행하는 전문적 업무임을 표방한다. 사람들을 통해 구현되는 노하우는 분명 이동이 가능하며, 이를 최대한 활용할 수 있도록 충분한 인센티브를 갖춘 플랫폼을 제공하는 것이 관건이다. 크기나 범위가 이와 큰 관련이 있는지 여부는 불분명한 것 같다.

## 7. 다각화, 금융안정성, 시스템 리스크 보장

다수의 상품, 고객그룹, 지리성에 기반하여 수익이 더욱 다각화되면

금융기관이 더욱 안정되고 안전해지며 궁극적으로는 가치가 높아질 것이라고 여겨지곤 한다. 기업의 다양한 활동에서 나오는 현금흐름 사이의 상관관계가 낮아질수록 다각화의 이점은 더욱 커지는 것이다. 그 결과 신용의 질과 채권의 신용등급이 높아져서(파산 위험이 낮아짐) 활동영역이 좁고 집중도가 높은 기업들에 비해 자금조달비용도 낮아지는 한편, 수익안정성이 높아짐에 따라 주가는 상승한다. 이렇게 되면 자본비용이 감소하고 수익성은 향상되는 효과가 나타난다.

기관의 붕괴에 따라 수용 불가능한 수준의 시스템적 결과가 발생한다는 점을 고려해 보면, 일정 수준을 넘어서는 대형 금융서비스기업들은 납세자에 의해 구제될 것이다. 미국의 경우, 이러한 정책이 극명하게 드러난 것은 1984년으로, 당시 통화감독관(Comptroller of the Currency)은 의회에 출석하여 파산하도록 내버려 두기에는 너무나 중요한 은행이 열한 개 있다고 증언한 바 있다. 당시에도 예금 및 대출 부문의 붕괴에 대해서는 구제금융이 분명 존재했다. 다른 국가에도 이러한 정책이 존재하며 금융시스템의 훨씬 더 많은 부분을 보호하는 것으로 보인다. 1990년대 프랑스, 스위스, 노르웨이, 스웨덴, 핀란드, 일본에서 많은 사례를 찾아볼 수 있다. 노골적인 '대마불사(too-big-to-fail: TBTF)'식 보장은 주요 금융기관에 대한 중요한 공적 지원의 원인이 된다.

TBTF 지원은 1998년 롱텀캐피털매니지먼트(Long-Term Capital Management, Inc.)의 구제를 통해 분명 비은행 금융기관들에게까지 확장되었다. 이는 LTCM의 파산이 글로벌 금융시스템에 시스템적 피해를 초래할 수 있다는 근거하에 신뢰할 만한 민간 구조조정안을 검토 중이었음에도 불구하고 연방준비제도이사회가 중개한 것이었다. 1996년 제이피모건(JP Morgan) 역시 글로벌 구리시장과 당시 지배적 구리거래기업이었던 스미토모(Sumitomo)에 대하여 동일한 주장을 펼쳤다. 제이피모건은 구리시장의 붕괴가 시스템에 심각한 영향을 미칠 수 있다고 주장했다. 그 위기에 대한 중앙은행과 규제당국의 대응속도는 고도로 복잡하게 구조화된 여신에 따른 구리산업에 대한 주요 은행들의 막대한 위험 노출에 비추어 봤을 때, 구리시장에 대한 안전망 지원의 가능성을 시사했다. 또한 2001년 엔론(Enron)사와 2002년 월드컴(WorldCom)사의 파산에 이어 2007년 서브프라임 대출위기에서는 시스템적 영향을 주장하

는 불만이 존재한 바 있다. 대부분의 경우 그러한 주장은 자기 잇속만 차리는 터무니없는 것이지만, 위기상황에서의 정치적 환경에서는 위험에 노출된 은행이나 여타 금융기관의 주주들에 대한 피해를 억제할 수 있을 정도로 넓은 안전망을 제공하는 데 도움이 될 수도 있다.

일반적으로는 큰 은행일수록 TBTF 지원의 대상이 될 가능성이 높다고 본다. 국가의 보증이 없다면 보험에 들지 않은 예금자와 기타 채권자들은 리스크 프리미엄을 요구한다. 그러나 은행이 파산하도록 놔두지 않는다면 리스크 프리미엄은 더 이상 필요하지 않다. 뿐만 아니라 이 정책의 대상이 되는 은행들은 리스크를 더 높여서 더 높은 자본이득을 얻으려는 인센티브를 갖게 된다(도덕적 해이).

TBTF 주장의 한 가지 문제는 금융기관이 '대마불사'가 되는 시점이 정확히 언제인지 결정하는 것이다. 시티그룹(Citigroup)은 1998년에 트래블러스(Travelers)와 합병하기 전에도 이미 미국 최대의 은행지주회사였다. 따라서 TBTF 주장은 정도의 문제일 수 있다. 다시 말해 어떠한 기업이 이미 TBTF 지위를 누리고 있다면 규모 확장에 따른 이득점은 미미할 수 있다.

## 8. 대기업 디스카운트

다양한 상품을 판매하는 기업 및 기업집단의 주식이 사업 집중도가 보다 높은 기업의 주식에 비해 (다른 조건은 동일할 때) 더 낮은 가격에 거래된다는 주장이 종종 나온다. 이러한 '대기업 디스카운트'에는 두 가지 기본적인 이유가 있다.

첫째, 전체적으로 대기업은 자본을 비효율적으로 사용한다는 주장이다. 가치를 줄이는 프로젝트를 수행하기로 하는 경영상의 재량권, 건전한 사업으로부터 자원을 유출시키는 주변적이거나 손실을 내는 프로젝트에 대한 교차지원, 중앙관리자와 부서관리자 간의 인센티브 조정실패 등이 이유로 지목된다. 대기업의 가치 침식의 대부분은 보통 수익성이 미미한 활동에 대한 과도한 투자와 교차보조 때문이다. 이러한 가치 손실은 다양한 상품을 판매하는 기업이 동일한 산업부문 내에서 긴밀히 관련된 활동을 적극적으로 수행할 때는 더 작을 수 있다. 대기업 내의

내부적 자본시장이 외부 자본시장보다 효율성이 떨어지면 그 주식은 개별 사업의 독립적 가치에 비해 디스카운트되어 거래될 것이다.

광범위한 비금융기업들에 대한 연구에서 발견된 실증적 근거들은 금융기업들이 수행하는 다양한 활동에도 적용해 볼 수 있다. 도소매은행업 및 P&C 보험이 고도로 전문화된 성과중심의 사업으로 진화해가고 있다면, 산업기업에서 발견되는 종류의 대기업 디스카운트가 금융대기업 구조에 적용되지 않을 수 있는 것인지 의문이 생긴다. 특히 중앙집중화된 의사결정이 점점 더 특정 사업의 요건과 무관해지고 있다면 말이다.

대기업 디스카운트의 두 번째 원인은 대기업의 주식에 투자하는 투자자들은 자신들의 포트폴리오에 순전한 부문별 위험 노출을 파악하고 추가하기가 어렵기 때문이다. 투자자들은 효율적인 자산배분 프로파일을 구성하기 위해 그러한 주식을 기피하고 싶어할 수도 있다. 비교집단이나 주가지수보다 좋은 성과를 내야 한다는 압력을 받는, 기관의 주식 포트폴리오의 성과중심 관리자들의 경우에는 특히 그렇다. 대기업은 소매은행업, 도매 상업은행업, 미들마켓 대출 프라이빗 뱅킹, 기업금융거래, 투자은행업, 자산관리보험, 그 밖에 특정 사업에서 활동하고 있을지 모른다. 그런데 어떤 펀드매니저가 대기업 형태의 또 다른 폐쇄식(closed-end) 펀드에 투자하고 싶어 하겠는가?

자본분배 실패효과와 포트폴리오 선택효과 모두 유니버설은행과 금융대기업의 주식에 대한 투자자들의 수요를 약화시키고 주가를 하락시키며, 대기업 디스카운트가 없을 때에 비해 자본비용을 증가시킬 가능성이 있다. 이렇게 자본비용이 높아지면 기업의 경쟁성과와 수익성에 영향을 미치게 된다. 사업계열 다각화를 통한 높은 안정성과 낮은 파산가능성 등 앞서 언급한 대기업 혜택을 완전히 또는 부분적으로 상쇄할 수도 있다.

최근 이루어진 대규모 실증연구들은 기능적 다각화가 금융서비스부문에서 가치를 증가시키는지 또는 감소시키는지 여부를 확인하고자 했다. 1985~2004년에 걸친 미국의 대규모 데이터 세트에 기반한 연구들에 따르면, 금융중개기업들 사이에 상당하고 지속적인 대기업 디스카운트가 나타났고, 디스카운트를 유발하는 것은 다각화이며 어려움에 빠진

기업들이 보다 유망한 다른 영역으로 다각화하는 것은 아님이 드러난다. 다각화의 지리적 차원을 비롯하여 지리적 범위와 기능적 다각화 간의 상호작용에 대한 연구도 이루어졌으며, 기능적 다각화와 연관된 가치파괴는 지리적 다각화에서 명백히 드러나지 않는다는 결론에 이르렀다. 표본기업들 중에서 규모가 가장 큰 기업들(총자산규모 1,000억달러 이상)의 경우에는 상당한 평가프리미엄도 발견되었다. 이는 초대형 금융대기업에 대한 '대마불사' 보장이 존재함을 나타내는 것이다.

## 제5절 규제지표와 조직구조

일반 명제의 측면에서 볼 때, 금융 관련 사안에서 보호를 받을 가치가 있는 것으로 판단되는 개인을 실패하게끔 만들거나, 아니면 기업단계의 실패를 용인함으로 인해 다른 금융기관들뿐만 아니라 궁극적으로는 시스템 전체까지 실패를 전염시키는 등의 방식으로, 금융중개가 사회로 하여금 정치적으로 용납할 수 없는 비용을 부담하게 만드는 경우를 허용해서는 안 된다. 위법행위나 불안정성으로부터 시스템을 보호하는 일은 공공의 이익을 위한 것인 까닭에, 정책담당자는 금융거래상 재무건전성과 올바른 사업관행을 보장하는 동시에 금융효율성 및 혁신이라는 하나의 선택과 제도적이고 체계적인 안전 및 안정이라는 또 다른 선택 사이에서 불가피하게도 어려운 결정을 해야 하는 상황을 맞게 된다. 자본할당 주체로서 은행 및 기타 금융중개회사가 제공하는 서비스는 거의 모든 경제부문에 영향을 미치기 때문에, 규제실패는 곧 실물부문에까지 막대한 결과를 초래할 수 있는 부정적 상황으로 진행된다.

금융서비스산업 전체와 개별 금융중개업 자체가 지닌 복잡성은 규제의 본질과 효과성이라는 측면에서 중요하면서도 고유한 영향력을 지닌다. 종종 시장과 기관은 규제당국을 선행하는 경향을 보이는 경우가 상당히 자주 목격되는데, 규제 이니셔티브는 가끔 미처 예측하지 못했던 영향력을 발휘하기도 한다.

새로운 규제가 변증법적으로 반복된다는 금융서비스 부문에 있는 규제의 변증법(regulatory dialectic)은 정교하면서도 복잡한 개념으로, 이것

은 이미 확고하게 자리를 잡은 정치적 연고가 많은 경제 주체들과 대치하는 경우가 종종 발생한다. (또한 업계에서 가장 뛰어난 지식과 강한 자만심을 지닌 이들 중 일부가 가진 사적인 재정적 이해관계와 배치되기도 한다) 산업이 복잡해질수록 민감한 규제에 대한 도전도 함께 늘어난다. 하지만 이러한 도전의 정도는 글로벌 금융서비스기업과 같이 경직되어 있어서 운영할 수가 없고, 감독 및 통제가 어려우며, 감시와 규제는 거의 불가능한, 큰 규모와 복잡한 시스템을 회사들이 직면하는 도전에 비교하면 큰 것도 아니다. 결과적으로, 금융회사의 조직구조가 규제논쟁의 화두가 되는 일은 불가피한 일이다. 이에 대한 두 가지 극단적 내용을 살펴보자.

첫 번째, 대마불사(TBTF)지원과 같은 금융중개회사에 대한 노골적인 보조금과 묵시적 보조금을 폐지하거나, 혹은 적절하게 '과세'함으로써 체계적 외부성을 내재화하는 데 성공하는 경우, 시스템적으로 중요한 금융회사(SIFIs)의 경영진과 이사회는 전략과 구조를 재고하여 그에 따라 대응하려 할 것이고, 결국 시스템적 성향이 약화될 것이다. 이 상황에서는 다음과 같은 두 가지 장점이 있다. 사회의 입장에서는 체계적 위험에 대한 노출을 줄이게 되고, 주주의 입장에서는 다른 어떤 대기업 할인(discount)을 축소 또는 제거하면서 금융대기업 소유주식과는 반대로 자신의 자본을 투자할 금융중개회사의 기능을 선택할 수 있게 되는 것이다. 이것을 조직구조와 체계적 위험 간의 연계를 다루는 '시장규율(market discipline)' 접근법이라고 한다.

두 번째, 기술적 또는 정치적 이유로 체계적 위험을 완벽하게 해당 회사에 내재화할 수 없는 경우에(그러므로 시장규율 해결책을 배제해야 하는 경우에는), SIFIs를 '분할(breaking up)'함으로써 구조적 변화를 강제하는 것이 차선책이라고 하겠다. 자기자본 투자 및 거래, 사모펀드회사 및 헤지펀드 운용, 상품거래와 같은 사업 등에서 상업은행을 분리하는 것을 예로 들 수 있겠다. 이러한 방법에도 불구하고 분리된 금융회사들 중 일부는 여전히 시스템적 성향을 지닐 수 있겠지만, 이전보다는 훨씬 약하고 세분화되어 전문 규제기구가 실시하는 기능감독을 받기에 적합해질 것이다.

만약 시장규율 해법이 널리 보급되고 체계적 위험의 외부성들이 실

질적으로 내재화되는 경우, 최적화된 조직구조의 문제는 자체적으로 해결될 것이며, 관련 증분비용은 효율적인 일반 균형해법(equilibrium solution)의 방식으로 주주들뿐만 아니라 금융중개서비스의 최종 사용자들에게 분산될 것이다. 그렇지 않은 경우에는 구조개혁이 체계적 위험을 해결하기 위한 도구의 일부가 될 필요가 있다.

## 1. 체계적인 성과지표

대중으로부터 부여받은 의무라는 측면에서, 규제당국은 금융시스템 전체가 정태적이고 역동적인 효율성을 최대한 발휘할 수 있도록 하기 위해 부단히 노력해야 한다. 다시 말해, 규제당국은 금융흐름의 효율성 그리고 금융상품 및 프로세스의 혁신 두 가지를 모두 보장해야 하며, 규제를 준수하는 금융기관이 가진 뛰어난 실행력을 촉진시키기 위해 노력할 필요가 있다. 이와 동시에, 규제당국은 반드시 주요 기관의 (미시건전성) 안정과 전체 금융시스템의 (거시건전성) 안정을 보호해야 한다. 또한 금융기관과 순수 고객들 간의 정치적으로 민감한 성격의 사회적 계약(소비자 보호)을 비롯하여 재무건전성에 대한 신뢰도 유지를 위해 '수용 가능한' 시장행동을 보장할 필요가 있다.

보다 구체적으로 대중의 이익, 즉 공익의 관점에서 금융시스템을 조율하기 위해서는 다음의 네 가지 기준을 고려해야 한다.

1. 정태적 효율성: 측정대상으로는 최종 저축자(대부분의 일반 가정)가 수령하는 금액과 자본의 최종 사용자(가정, 비금융권 기업, 정부)가 지불해야 하는 금액 간의 가중평균 스프레드를 포함한다. 이 스프레드는 운영비용, 규제비용, 중개 손실의 조합에 따라 크게 영향을 받는다.
2. 역동적 효율성: 이 경우 측정대상 투명도는 다소 낮지만, 금융중개 상품 및 프로세스의 혁신과 기술 변화 그리고 실물경제를 움직이는 생산기능에서 경쟁적 용도에 대한 자본 할당과 거부를 지속적으로 이행함으로써 경제성장을 촉진하는 금융시스템의 역할이 포함된다.

3. 안전성: 금융시스템 자체가 때로 실물부문에서 불가피하게 야기될 수 있는 충격을 견딜 수 있을 만큼 충분히 건실해야 하며, 금융부문은 실물경제부문까지 불가피하게 확대될 수 있는 자체 발생적 충격에 대한 저항력을 갖추어야 한다.
4. 경쟁력과 견고성: 미시적 관점에서, 금융부문 역시 여타 산업과 다를 바 없이 서비스부문의 소득, 고용, 국제무역 등을 유발한다. 때문에 많은 국가들이 부가가치를 창출하는 금융센터를 유지하기 위해 경쟁적인 노력을 펼치는 상황이다. 뉴욕과 런던은 지배력이 강한 대표적인 글로벌 도매금융의 중심지로서, 핵심적인 라이벌 관계를 유지하고 있으며, 특히 금융흐름도 등고선의 지리적 이동으로 인해 급변하는 금융센터들과의 경쟁압력에 지속적으로 시달리고 있다. 핵심 측정대상으로는 신규 부채 및 주식 관련 사안, 유통시장 거래규모, 장내 거래 및 장외 파생상품 규모, 운용자산, M&A 계약통보 등의 내용이 포함된다.

이들 지표는 당연히 서로 상충하기도 하고 식별과 측정이 어려운 상쇄관계를 내포하고 있기도 하다. 그럼에도 불구하고 공익에 부합하는 금융개혁 옵션들(특히 사업선상의 측면이나 지리적 제약)은 크게는 이들 지표에 맞추어 조율되어야 한다. 결과에 대한 평가는 일반적으로 일정 시간이 지나야 가능하지만, 그럼에도 앞서 나타날 반사실적 가설에 기초해 결과를 두고 논쟁의 여지가 생기는 것은 피할 수 없다.

우리는 또한 금융안전망 설계가 도덕적 해이와 역선택과 같은 어려움에 직면하고 있다는 점을 알고 있다. 이러한 상황은 상품과 활동이 서로 서로 변화하고 영향을 미치면서, 부내거래와 부외거래가 관련되고, 규제당국이 책임지고 있는 금융회사가 자국뿐만 아니라 해외에서 사업을 진행하면서 특히 많은 문제를 야기한다. 시장활동의 문제도 마찬가지로 어려운데, 시스템 최종 사용자의 범위가 대량 판매시장의 소매 고객에서부터 대단히 복잡하면서 직종을 초월한 거래상대방에 이르기까지 금융성숙도 범위 전체에 걸쳐 광범위하게 존재하면서 문제가 생긴다. 한편, 고급 두뇌와 로비스트를 활용해 지리적 또는 기능상 관할권에 걸쳐 차액거래를 노리는 회사들을 피하기 위해서는 시스템의 확고한 견

실성 유지가 필수라고 하겠다.

지금까지 금융부문에서 규제의 기능은 거의 전적으로 국민주권에 대한 사안이었다. 하지만 은행 및 다른 금융회사들은 다수의 국가 관할권을 넘나들며 활동할 수 있고 또 그렇게 해오고 있으며, 해외시장에서는 규제망의 핵심 사안들을 피해가며 영업할 수 있다. 어떤 한 국가에서 과도한 것으로 간주되는 규제 부담이 존재하는 경우, 한 금융센터에서 다른 금융센터로의 막대한 수익이동을 유발할 수 있는 금융부가가치 이동을 촉발할 수 있으며, 이는 규제적 느슨함을 조장하는 요인이다. 이것은 과연 누구의 책임인가? 국경을 넘나들며 영업한 회사들을 전국적 중개 네트워크로 쪼개어 안정망을 갖춘 이들이 규제를 맡도록 해야 하는가? 이를 통해 무엇을 얻을 수 있는가? 다수의 기능 및 지리적 규제 장치가 존재하는 대단히 치열한 경쟁산업에서, 이것은 결국 글로벌 규제의 하향경주를 암시하는 것은 아닌가?

2007~09년 글로벌 금융위기 발생 2년 전 미국에서 두 건의 중요한 보고서가 발표되었다. 2006년 당시 재무장관이었던 헨리 폴슨의 '자본시장 규제위원회(Committee on Capital Markets Regulation)'와 2007년 맥킨지사가 뉴욕시 공무원을 대상으로 작성한 '맥킨지(McKinsey)' 보고서는, 미국이 런던이나 다른 금융센터에 도매 금융중개업의 주도권을 빼앗기지 않으려면 대대적인 규모의 규제완화를 실시해야 한다고 주장했다. 이들 보고서는 금융중개업의 큰 흐름이 이미 이동하고 있다는 증거(많은 부분에서 심각한 오류가 있음에도)까지 제시했다. 이 두 권의 보고서에 나타나는 '우아한 넋두리'는 일정 부분 시의적절하지 못한 감이 있는데, 불과 몇 달 지나지 않아 미국의 금융시스템이 붕괴하는 상황이 발생했기 때문이다. 그리고 부분적으로는 규제실패가 붕괴의 원인이었다.

기능적, 기관적, 지리적으로 치열한 경쟁 속에서 자기 할 일을 함에 있어서, 규제당국이 지속적으로 당면하게 되는 것은 '부적절한' 규제가 값비싼 실패를 낳게 될 가능성, 아니면 '과도한 규제' 때문에 금융효율성 및 혁신 달성의 실패라는 형태로 또는 규제부담이 적은 규제체제로 회사 및 금융거래가 이동이라는 방식으로 기회비용이 발생할 수 있는 가능성이다. 금융안정성부문에 있어서의 개선이란 발생하지 않은 손해 및 이를 성공적으로 피하는 데 소요된 비용이라는 측면에서만 측정할

수 있기 때문에, 금융규제를 둘러싼 논쟁은 만약이라는 가정에 기초할 수밖에 없다. 사실상 규제당국은 금융 효율성과 창의성을 한 편에, 금융시스템의 안전성과 적절한 시장행동을 다른 한 편에 두고 이들 간의 균형을 제고할 것을 지속적으로 강요받고 있는 입장이다.

요컨대 규제당국은 효율성, 혁신, 경쟁력 대비 최소의 비용으로 기대수준 만큼의 안정성을 제공하는 '최적' 규제 및 감독구조 설계라는 막중한 작업을 맡은 것이다. 고도화된 정치환경에서 규제당국들 간의 정책들을 기능적 및 국제적 관점에서 효과적으로 조율하면서 규제체제 전반에 걸쳐 존재하는 '단층선(fault lines)'을 피하는 방법으로 그 작업을 해내야 하는 것이다. 쉬운 해답은 없다. 규제당국이 궁극적으로 누구를 책임질 것인가라는 사안을 두고, 구성원들이 인지하기에 보다 낫거나 혹은 못한 답이 있을 뿐이다.

미국의 금융역사는 금융규제에서 올바른 균형을 맞추는 일이 얼마나 어려운 것인가를 보여주는 좋은 예가 된다. 상업은행만 예를 들어도, 20세기에 15,000개 이상의 은행이 실패를 경험했다. 이 중 5,000여 개는 1930년대의 대공황 시기에 도산했고, 1980년대에는 해마다 평균 100여 개의 기관이 사라졌다. (저축은행의 대규모 도산 및 저축대부조합 파산에 소요된 1,500억달러 규모의 공적자금은 포함시키지 않았다.) 이후 2007~09년 금융위기 시기에 이 숫자는 훨씬 더 늘어났다. 미국 외에도 부실경영 및 노골적인 사기수법으로 방코 암브로시아노(Banco Ambrosiano), BCCI, 부미푸트라 은행(Bank Bumiputra), 크레디 리요네(Credit Lyonnais), 헤르슈타트 은행(Herstatt), SMH 은행(Schroder Műnchmeyer Hengst), IKB, 포티스(Fortis), 야마이치 증권 등이 도산 또는 심각한 어려움에 처했으며, 일본 은행시스템 전체를 포함해 핀란드, 멕시코, 노르웨이, 스웨덴 등이 1990년대 초 큰 타격을 입었다. 마찬가지로 1990년대 발생한 아시아 금융위기로 인도네시아, 한국, 태국 등이 대규모의 금융실패를 겪었으며, 이들 중 일부는 회복하는 데 거의 10년이 걸렸다.

2007~09년에 시작된 금융위기는 기본적으로 이러한 규제실패의 오랜 역사가 연장된 것일 뿐만 아니라 여러 규제차익(기능적 및 지리적 측면 모두에서), 규제유예, 규제당국을 규제하는 기관에 의해 스스로가 정

치적으로 포획된 현상이 합쳐진 것이다. 금융 불안정성이 실물부분까지 확대되면서 금융시스템과 경제에 막대한 비용이 소요되었으나, 이와는 반대로 결국 심각한 문제를 야기시켰던 규제환경이 원인이 되었던 실물경제에 대한 이익분은 측정이 불가능했다.

빙산에 충돌했을 때 지휘를 맡고 있던 대부분의 규제당국은 그와 같은 재난을 야기한 정책의 결함을 인정한 반면, 직접적으로 연관된 기관의 고위 경영진과 이사회는 그렇지 않았다. 미국의 경제시스템에 관한 한 가장 존경받고 경험 많은 고문이라고 할 수 있는 전 연방준비위원회 의장 폴 볼커는 2008년 4월 다음과 같은 연설을 했다. "계산해보니, 체계적 중요성(systematic significance)은 지난 25년 동안 평균 5년 간격으로 적어도 다섯 차례 심각하게 무너졌는데, 오늘날의 금융위기는 그러한 붕괴의 정점에 있는 것이라고 할 만하다. 뭔가 오히려 기본적인 것이 잘못되었음을 충분히 경고……. 간단히 말해, 이 참신한 금융시스템(능력 있는 모든 참여자를 위한, 모든 충분한 보상을 위한)은 시장의 시험을 통과하지 못했고……. 시스템 전체를 단계적으로 붕괴시킬 수 있는 위험부담을 반복적으로 감수하면서, 일부만을 위한 막대한 부를 생산하는 이 명백히 허약한 금융시스템에는 보수와 개혁이 필요하다."[1)]

볼커는 금융 불안정성과 그로 인해 사회가 지불해야 하는 비용을 명확하게 집어냈다. 하지만 볼커조차도 다음과 같은 반사실적 가설을 증거로 제시하지 못했다. 즉, 만약 이전 50년간 완전한 규제시스템이 존재하여 결국 불안정성의 원인이었던 효율성과 혁신 대부분을 효과적으로 막아냈다면, 세상은 경제성장과 사람들이 관심을 두는 부분에서 어떻게 달라졌겠는가? 사회는 보다 살기 좋아졌을까? 볼커라면 분명 이 부분을 마지못해서라도 긍정하겠지만, 앞으로는 더 잘할 수 있다고 대답할 것이다.

분명한 점은, 최근 위기에서 금융시스템이 화두가 된 것은 다시 한 번 공익이라는 방향으로 규칙을 변경할 수 있는 기회가 있음을 의미한다. 2010년 미국의 도드-프랭크 금융안정 및 소비자보호법 제정을 이끌

1) 2008년 4월 뉴욕 경제클럽에서 진행된 Paul A. Volcker 연설. 연설문은 아래 링크 참조. http://econclubny.org/files/Transcript_Volcker_April_2008.pdf.

어낸 의회 논쟁은 대담한 은행법 개혁을 이끌어낸 1933년의 페코라 청문회의 어설픈 모방에 지나지 않았다. 이 개혁에 예금보험 및 글래스-스티걸(Glass-Steagall) 조항이 새로 만들어지면서 기능분리와 겸업은행의 쪼개기(break-up)가 강행되었다. 일부에서는 미국 금융개혁의 특수한 이익정치의 작용(위기 이전보다 오히려 더 커지고 복잡해진 다기능 금융회사들을 포함)은 금융기관들이 계속해서 납세자 보조금으로 혜택을 취하면서 가능한 빠르게 원상복귀하도록 승인한 것이라고 주장한다(Johnson[2009]). 패배주의자들은 금융 및 경제학뿐만 아니라 정치학까지 삼켜 버리는 훨씬 심각한 위기를 거쳐야만 현대판 1933년의 페코라 논쟁이 촉발되고 금융중개에서 유의미한 구조적 개혁이 이루어질 수 있다고 주장한다.

## 2. 지표에 따라 구조적 옵션 조율

향후 금융중개업의 범위를 규제하기 위해서는 적어도 다음과 같은 네 가지 대안이 존재한다.

1. 변형된 자유방임: 첫 번째 옵션은 주로 현상 유지 그리고 다수의 은행 또는 은행지주회사가 특정 방화벽 및 다른 안전장치에 따라, 모든 형태의 금융중개업과 지분투자를 국경을 초월해 진행할 수 있도록 허용하는 것이다. 이들 안전장치는 체계적 위험을 해결하고 2007~09년 금융위기의 교훈을 접목시킬 수 있도록 적절하게 변형될 것이다. 이 옵션은 미국 도드-프랭크법의 핵심이며, 다른 나라의 규제당국들은 겸업은행업 또는 금융대기업 모델, 즉 크고 포괄적일수록 좋다는 유형으로 회귀하고 있다. 이 개혁의 핵심은 금융체계와 책임구조 안에서 체계적 위험의 형성에 대한 감시능력을 개선하는 것이다. 이러한 책임구조(미국의 경우 재무장관이 체계적 위험위원회의 위원장을 맡고 연방준비제도이사회 의장과 관련 규제당국의 수장으로 구성)는 중대한 체계적 위험을 야기할 것으로 간주되는 시장과 기관에 직접적으로 개입하는 힘을 갖는다. 이와 같은 선제적 조치에는 영향을 받은 회사의 제거 또는 분

리 등도 포함된다. 선제적 조치를 보완하는 것은 곧 실패한 금융기관을 체계적으로 정리하는 것이라고 할 수 있는데, 이 역시 분리 또는 매각되면서 커다란 구조적 변화를 야기할 수 있다.

나머지 개혁 사안의 핵심은, 자본율 확대와 규모 및 위험도에 대한 과중 부담을 통해 감독기능을 개선하고 체계적 위험에 대한 가격 인상에 초점을 두고 있는데, 이러한 개혁은 금융대기업의 사업모델에 변화를 초래할 수도 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 자본과 유동성 요건(보다 강도 높은 규제감독 비용까지)의 조합을 사용한 체계적 위험의 가격 산정은 많은 것을 약속해 준다. 실제로 이것은 체계적 위험을 발생시키는 회사로 인해 촉발되는 부정적 외부성을 내재화하기 위한 의도로 만들어진 '세금'인 셈이다. 자기 할 일을 제대로 하는 이사회와 경영진이라면, 큰 덩치의 금융대기업을 남기는 경우 발생하는 비용과 이익에 대한 내용을 신중하게 재검토할 것이다. 예를 들어, 신규로 부과된 세금을 피할 수 있는 방법(규제차익 방지를 위해서는 국제적인 합의가 필요하겠지만) 등을 찾을 것이다. 비관론자들이 지적하는 부분은 금융기관 이사회의 허약함(이사회가 알고 있어야 하는 내용까지 알 수 없도록 만드는 극도의 복잡성을 포함), 금융서비스부문에서 사실상 적대적 인수합병이 존재하지 않는다는 점(금융부문에서 제대로 된 기능을 발휘하는 기업지배시장의 부재), 금융대기업의 특징인 것으로 보이는 대규모 할인을 감수하고자 하는 이사회의 적극적 의지 등이다.

2. 지리적 단층화: 체계적 위험을 다루는 데 있어 진화론적 접근법을 주시하는 이들이 우려하는 것은 글로벌 조율, 경쟁으로 인한 왜곡 회피, 금융 세계화의 지연으로 인해 발생하는 기회비용 및 이것이 세계 경제성장에 기여하는 바 등이다. 영국, 스위스, 일본, 프랑스, 미국 등 각국 정부는 궁극적으로 금융대기업과 그 관할을 거점으로 하는 다른 체계적 회사까지를 모두 포괄하는 금융안전망을 지지한다. 규모가 작은 나라를 기반으로 하는 큰 규모의 국제기업들의 경우, 체계적 위험이 국가부도위험(sovereign risk)으로 번지는 사례가 확연해지고 있다. 결국 정부는 자국 금융회사에 확실한 보호 장치와 정책을 적용하여 이들 회사로 하여금 비용부담을 피하

기 위해 자신의 사업모델을 변경해야 할 것인가를 스스로 결정하도록 함으로써, 일종의 부가적 인센티브를 얻게 되는 셈이다. 이것은 또한 체계적 금융회사의 본국이라고 할 만한 국가들 대부분은 안정망이 제대로 돌아가게 하기 위해 필요한 국제적 규제의 조화 및 조율을 담당함으로써 이들 역시 막대한 인센티브를 누리게 된다는 점을 의미한다.

비관론자들은 대부분의 국가가 겸업은행업, 즉 중대한 구조적 변화를 낳을 수 있는 강도 높은 규제체제를 따라갈 확률이 매우 낮은 금융대기업 모델에 단단하게 고착되어 있다고 주장한다. 다른 전문가들은 체계적 금융회사에 대한 구조적 변화를 강요하는 것은 자본과 위험의 글로벌 분배에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로, 새로운 메커니즘은 국제 금융흐름에서 가능한 많은 효율성과 혁신을 유지할 수 있는 것이라야 한다고 주장한다(Ackermann[2009]). 국제무역의 보호주의와 마찬가지로, 금융 단층화에는 막대한 비용(그 범위가 광범위하고 측정이 어렵지만)이 소요될 수 있다. 하지만 긍정적인 면에서는, 금융 단층화 및 구조적 쪼개기(break-up)가 내포하는 위협성은 정치적인 힘을 갖고 있는 체계적 회사들로 하여금 두려움을 느끼게 하고, 이로 인해 보다 극적이지 않은 규제옵션에 대한 이들의 저항이 약화될 수도 있다.

3. 쪼개기(break-up) 및 기능적 분리: 이 대안의 논지는 투자은행, 헤지펀드, 사모펀드회사, 기타 '그림자' 금융시스템의 다른 부문들의 주요 활동들이 상업은행의 특수한 성격, 즉 지불시스템 운영, 예금접수 및 상업여신, 통화정책 전달장치의 역할 등을 대신할 수 없다는 점이다. 이들 활동은 기업부채와 주식의 인수 및 계약, 자산유동화 증권 및 기타 특정 유가증권, 이들 증권의 파생상품, 즉 신용부도 스와프, 지분투자, 사내 헤지펀드 운영 등을 포함한 활동이다. 하지만 이들 역시 중앙은행 할인수단, 부채보증, 상업은행의 공익성 보호를 위한 정부 지원책 기반 등에 대한 접근성과는 호환될 수 없는 것으로 간주된다.

이러한 옵션하에서는 미국의 경우, 정부의 안전망에 접근하기 위해

2007~09년 금융위기 시 은행지주회사로 전환했던 전설적인 투자은행들(골드만 삭스, 모건 스탠리)은 중개인 지위로 돌아가게 되고, 기능적으로도 중개인 입장에서 규제를 받으면서 이와 동시에 체계적 위험 규제당국의 감독을 받게 된다. 상업은행의 투자은행 사업부문은 주주에게 매각, 변경, 분사되고 동시에 유사하게 규제를 받게 될 것이다. 외국계 금융대기업의 투자은행 사업부문도 미국 내에서 이와 유사하게 독립적으로 자본조달이 되는 회사로 분리되어 운영되어야 할 것이다.

이 옵션을 지지하는 이들은 1933년 미국의 글래스-스티걸 법으로 인한 제약들이 앞서 제시한 네 가지 기준으로 볼 때, 실제로는 50년 이상을 제대로 작동했다고 말한다. 금융체계 안에서 벌어진 은행기반 금융과 자본시장기반 금융 간의 싸움은 모든 금융중개에 대한 정태적이고 역동적인 효율성 압력을 발휘하는 역할을 국내외에서 확실하게 해냈고, 덕분에 시스템은 큰 미시적 충격과 급변하는 통화 기준에도 불구하고 기초적인 안정성을 유지했다는 것이다. 이 기간에 뉴욕은 런던(시간대 중복 및 가벼운 규제 등의 정책적 유리함 등 본래의 이점에 더하여, 해외시장이 번성하면서 혜택을 보았다)과 견줄 정도로 성장하면서 세계 금융의 중심지가 되었다. 유럽의 모든 금융센터들은, 겸업은행에게 잠식당했던 것처럼, 유럽 본토의 투자은행(도이치 은행, UBS, 파리바 등)마저 경쟁자인 런던과 뉴욕의 글로벌 도매금융에 합류하면서 결국은 패배하고 말았다.

한편, '분리된' 금융체계하에서 투자은행은 금융 부티크로 보완된 통합적 완전서비스 모델에 자연히 관심을 갖게 되었으며, 런던 베어링스나 홍콩 페레그린증권 같은 회사들이 파산할 때 공적자금이 필요없었던 것처럼, 이들은 중앙은행 유동화 수단 없이도 번성하였다. 비록 LTCM 같은 경우 위기를 맞기도 했지만, 이와 같은 사례는 뮤추얼펀드사업(피델리티, 뱅가드), 연금펀드(미국 TIAA-CREF, 영국 헤르메스), 헤지펀드(소로스, 타이거) 등의 매수 측 전문가의 경우에도 마찬가지이다. 이들 매수전문가들은 매수자와 매도자를 동시에 대표하려는 종합금융회사들의 고질적인 문제와 그로 인해 발생하는 고치기 어려운 이해관계 상충의 문제들을 방지하는 역할을 했다.

정부지원을 받는 은행 지주회사가 존재하는 상황에서 금융전문가들

이 살아남아 번성한다는 점이 시사하는 바는 기능적 분리라는 현대판 시스템이 앞서 열거한 네 가지 기준의 관점에서 파괴적이지 않을 것이라는 점이다. 증거를 들자면 주로 일화거리뿐이지만, 마찬가지로 비은행권 금융중개산업이 금융대기업의 붕괴 이후 빠르게 등장할 것이며, 이들은 체계적 위험과 관련하여 비은행권 금융회사 및 은행들에게도 권한을 행사하는 규제당국과 협력하며, 규제당국이 비교적 정직하게 실시하는 기능적 감독을 기꺼이 수용하여 투명한 금융회사를 구성하는 산업이다.

근본적인 활동분리에 대해 덜 엄격한 접근법의 경우에는, 체계적이고 공익성이 높은 것으로 간주되는 다기능 금융회사에서는 일부의 금융활동 유형을 허용해서는 안 된다는 인식이 깔려 있다. 이에 해당되는 금융활동 유형은 다음과 같다.

- 사내 헤지펀드 운용
- 상업적 목적을 갖지 않는 부외거래 계열사 설립
- 현금 유가증권 및 파생상품에서 대규모 독점거래 지위 유지
- 부동산과 사모펀드 등의 비금융활동부문에서 주요 투자자로 활동

일반적으로 금융대기업은 활동분리가 사업모델에 중요한 부분이 되는 시너지를 제한할 것이라고 주장하지만, 본 장의 제4절에서도 언급된 바와 같이 실제로 이러한 시너지 자체가 존재한다는 증거는 없다. 사실 비은행권 금융회사집단이 체계적 위험 감독을 받으면서 이와 함께 기능상 적절한 규제를 받는다면, 체계적 결과물을 위험에 빠뜨리지 않고도 정태적 혹은 역동적 이익에 기여하는 활동들을 하기 위해 노력할 가능성이 높다.

기능적 분리에 대한 대안은 상업은행을 통합한 금융대기업의 규모를 제한함으로써 결과적으로 이들을 비체계적으로 만드는 것이다. 이를 달성하기 위한 측정법으로는 시장점유율 자본, 예금 또는 자본 상한 등이다. 이러한 내용에서 활동 제한이 포함되지는 않으나, 규모 면에서 제약을 받은 금융대기업들은 곧 특정 영업부분에서 결정적 다수를 잃게 될 것이고, 아마도 수익성이 가장 높은 부분에 집중을 하고 그렇지 못한 다른 부분들은 잘라낼 것이다. 이것이 특정 활동을 분리하는 것보다는 시장 중심으로 정렬되도록 하는 품위 있는 방법이 될 수 있겠다. 회사의

규모 및 효율성과 안정성 및 경쟁력 사이의 관계를 설명해 줄 수 있는 증거가 부족하다는 점을 고려할 때, 규모에 대한 제약이 어느 정도 효과를 낼 수 있다고 본다.

미국의 도드-프랭크 금융개혁과 소비자보호법은 '볼커 규칙(Volcjer Rule)' 형태의 기능적 분리라는 핵심요소를 담고 있으며, 금융대기업의 격렬한 반대에도 불구하고 공표되었다. 본질적으로, 마지막 수단으로 정부대출(연방준비은행)을 받을 수 있고 지불시스템에서는 중추적인 공익 역할을 맡는 동시에 통화정책의 중요한 전달자 역할을 하는 금융기관들은 체계적 위험을 발생시키는 활동에는 관여하지 말아야 한다. 열띤 토론의 결과, 금융상품 및 자체 파생상품(미국정부 및 지방정부 채권은 제외)의 독점거래가 금지되었고, 헤지펀드와 사모펀드에 대한 자기자본투자의 비율이 누적합계 기준 핵심자본의 3%를 초과할 수 없도록 제한되었다. 볼커 규칙이 의회를 통과하면서 곧 독점거래사업이 정지 또는 분리되었지만, 시장 조성과 고객주도 거래에 대한 구분과 관련해서는 논쟁의 여지가 남아 있는 상황이다. 그럼에도 불구하고, 은행 관련 금융회사에서 더 이상 허용되지 않는 필연적인 위험감수 부분이 독립 헤지펀드 및 사모펀드 회사로 빠르게 이동했으며, 이로 인한 시장 혼란은 발생하지 않았다.

## 제6절 요약 및 결론

2007~09년에 걸친 금융위기 이후 체계적 위험에 대한 문제는 '시스템적으로 중요한 금융회사(SIFIs)'에 집중되었다. 이들 회사는 대규모, 복합성, 높은 상호연관성을 특징으로 하는 금융대기업들 위주로(반드시는 아니며) 구성된 금융회사 집단을 의미한다. 본 장에서는 이들 SIFI의 경제적/전략적 원동력에 대한 논의를 제시했다. 만약 이들 기관이 체계적 위험을 발생시킨다면, 그렇게 된 과정과 원인을 이해하는 일은 중요한 사안이기 때문이다. 따라서 본 장에서는 이에 대한 논의를 자금의 양식화된 기능적 흐름과 금융체계의 위험이전 모델의 틀 안에서 진행했다.

시스템적으로 중요한 금융회사(SIFI)는 다음과 같은 경우에 주주가치를 증가시킨다. ① 시장 확장이나 시장점유율 증가, 이익 확대, 교차판매 성공 등으로 나타나는 가시적 이익을 창출하는 경우 ② 규모의 경제에 따른 비용감소, 보통 비용 대비 수익률의 증가로 반영되는 경영효율성 향상, 세금 효율성 등과 관련된 실리적 이익을 창출하는 경우 ③ 리스크 관리의 향상 또는 수익 기여도가 불완전한 상관관계를 갖는 사업계열, 고객그룹 또는 지리성에 걸친 기업의 다각화와 연관되는 리스크에 대한 기업별 위험 노출을 감소시키는 경우이다.

금융서비스기업의 크기와 범위의 잠재적 영향에 대한 평가는 개념적으로는 간단하지만 실제로 수행하기는 어렵다. 긍정적 요소로는 범위의 경제, 경영효율성의 향상(기술의 영향 포함), 범위의 비용경제, 범위의 수익경제, 시장구조와 가격경쟁력에 대한 영향, 수입원 다각화를 통한 금융안정성 개선, 인적자원의 유치 및 보유 능력 향상 그리고 논란의 여지는 있지만 시스템적인 금융기업들에 대한 혈세지원 등이 있다. 부정적 요소에는 범위의 비경제, 크기와 복잡성 증가에 따른 운영비용 증가, 비용이나 수익 측면(또는 둘 다)에서 나타나는 범위의 비경제, 기업의 계열사에 대해 발생할 수 있는 이해관계 상충의 영향, 주가에 발생할 수 있는 대기업 디스카운트 등이 있다. 규모와 범위가 커지면 득이 될 수도 있고 실이 될 수도 있다. 즉, 결과는 그때그때 다르다.

현재까지의 증거는 전반적인 비용구조의 측면에서 주요 금융서비스기업들 사이에서 기업 차원의 규모 및 범위의 비용경제는 특정 활동계열에는 분명 존재하긴 하지만 그 발생 가능성이 제한되어 있음을 시사한다. 경영효율성은 은행과 비은행 금융기관 사이의 비용 차이를 결정짓는 주요인인 것 같다. 교차판매를 통한 범위의 수익경제가 존재할 수도 있지만, 이는 특정 고객그룹과 상품계열에 매우 다르게 적용될 가능성이 높다. 이해관계의 상충은 다기능 금융기업의 주주들에게 주요 리스크가 될 수 있으며, 이는 민사소송이나 형사소송으로 이어지거나 독점사업권 가치의 손실로 현실화될 수 있다. 상관관계가 없는 사업 계열에 걸친 다각화는 안정성을 촉진한다는 증거가 많이 있다. 그러나 때때로 예상치 못하게 상관관계가 급상승하거나(보험과 투자은행업 사이에서처럼) 대다수가 직면하게 되는 대기업 디스카운트가 발생할 위험도 있다.

〈표 4-1〉 대안적 중개구조의 사례

| 유 형 | 사 례 |
|---|---|
| 글로벌 '초대형' | Citigroup - HSBC - Bank of America |
| 부티크 | Blackstone - Evercore - Greenhill & Co - Lazard Fréres |
| 도매 유니버설 | UBS - Deutsche Bank - Credit Suisse - Goldman Sachs - Morgan Stanley |
| 보험 | Allianz - Swiss Re - AIG (국유화됨) - AXA - Prudential - Dai-ichi Mutual |
| 방카슈랑스 | ING |
| 상업은행+ | Unicredit - Santander - BBVA - Wells Fargo - Commerzbank |
| 전문 | State Street - BONY/Mellon - Charles Schwab |
| 프라이빗 뱅크 | Julius Baer - Lombard Odier - Pictet - Rothschild |
| 자산관리 | Vanguard, Fidelity, BlackRock, Capital Group |

정태적 및 역동적 효율성, 안전성과 견고성, 경쟁력을 주요 성과지표로 설정함으로써 금융체계에 대한 공공의 이익이라는 관점에서 필요한 사항들과 이들 지표 간에 존재하는 상쇄관계를 고찰하였다. SIFIs가 어떻게 이 지표들을 촉진 또는 저하시키는가를 조사하였다. 만약 SIFIs가 2007~09년 금융위기의 결과로 제기될 필요가 있는 중대한 체계적 위험을 야기한다면, 이들 금융중개업의 일부 활동에 보다 높은 수준의 규제, 자본 및 유동성 기준, 제약 등을 설정함으로써, 어떠한 잠재적 이익 및 손실과 연계되는가를 파악하는 일이 중요해질 것이다. 이러한 영향을 성과지표를 기준으로 조율해 보았다.

마지막으로, 금융위기 이후의 일부 주요 규제 이니셔티브, 특히 2010년에 제정된 미국의 도드-프랭크법에 대해, 이들 규제가 SIFIs의 비즈니스 모델에 미칠 수 있는 영향에 대해 의무적 활동을 분리하는 형태로 또는 체계적 위험에 대한 가격인상을 통한 공공보조금 폐지에 대한 경영진의 대응이라는 맥락으로 살펴보았다.

결국, 기정사실들을 고려해 보았을 때(그리고 금융체계가 공공의 이익에 대한 확고한 자세로 규율화, 일관성, 국제적 조율, 지속성을 지닌

방식으로 실행될 수 있다고 가정하면) 금융체계 개선을 위한 가장 방어적인 접근법은 시장규율에 집중적으로 의지하는 것이다. 체계적 위험에 대한 막대한 대가를 지불하게 되면서, 겸업은행 및 금융대기업과 같은 SIFIs는 글로벌 도매 금융중개업의 거시경제 및 산업조직의 맥락에서 자체적인 전략적 결론을 마련해야 할 것이다. 하지만 이 또한 시장규율이 효과적으로 작동한다는 것을 가정할 경우이다. 규제와 '규제의 포획'이 갖는 정치경제성에 대해 비판적인 태도를 취하는 사람들은 특정 활동의 분리를 차선책으로 계속 옹호하고 있으며, 이러한 성향은 미국의 '볼커 규칙'뿐만 아니라, SIFIs의 미래에 대하여 계속되고 있는 논쟁, 즉 겸업은행 및 금융대기업 형태의 SIFIs를 향후 금융체계의 지배적인 조직형태로 가져갈 것인가에 대한 주제에도 반영되어 있다고 볼 수 있다.

# 참 고 문 헌


Aachrya, Viral and Matthew Richardson (eds), *Restoring Financial Stability*, New York: John Wiley & Sons, 2009.

Aachrya, Viral, Thomsa Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter (eds), *Regulating Wall Street,* New York: John Wiley & Sons, 2011.

Ackermann, Josef, "Smaller Banks Will Not Make Us Safer," *Financial Times*, 30 July 2009, p.9, http://www.ft.com/cms/s/0/9aef3d00-7c6d-11de-a7bf-00144feabdc0.html.

Berger, Philip G. and Eli Ofek, "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp.39~65.

Bodnar, Gordan M., Charles Tang, and Joseph Weintrop, "Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification," Working Paper, Johns Hopkins University, 1999.

Campa, Jose M. and Simi Kedia, "Explaining the Diversification Discount," *Journal of Finance* 57, 2002, pp.1731~1762.

Committee on Capital Markets Regulation, *Interim report of the Committee on Capital Markets Regulation*(The Paulson Report), Washington D.C.: US Government Printing Office, 2006.

DeLong, Gayle, "Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers," *Journal of Financial Economics* 59, 2001a, pp.221~252.

DeLong, Gayle, "Focusing versus Diversifying Bank Mergers: Analysis of Market Reaction and Long-term Performance," Working Paper, CUNY, 2001b.

Denis, David J., Diane K. Denis, and Keven Yost, "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value," *Journal of Finance* 57, 2002, pp.1951~1979.

Fauver, Larry, Joel F. Houston, and Andy Naranjo, "Cross-country Evidence on the Value of Corporate Industrial and International Diversification," *Journal of Corporate Finance* 10, 2004, pp.729~752.

Gande, Amar, Manju Puri, Anthony Saunders, and Ingo Walter, "Bank Underwriting of Debt Securities: Modern Evidence," *Review of Financial Studies* 10(4), 1997, pp.1175~1202.

Gande, Amar, Manju Puri, and Anthony Saunders, "Bank Entry, Competition and the Market for Corporate Securities Underwriting," with A. Gande and Anthony

Saunders, *Journal of Financial Economics* 54(2), 1999, pp.165~195.

Houston, Joel and Michael Ryngaert, "The Overall Gains from Large Bank Mergers," *Journal of Banking and Finance* 18, 1994, pp.1155~1176.

Johnson, Simon, "The Quiet Coup," *Atlantic Monthly*, May 2009.

Kane, Edward J., "Competitive Financial Reregulation: An International Perspective," in R. Portes and A. Swoboda (eds.), *Threats to International Financial Stability*, Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

Kane, Edward J., "Relevance and Need for International Regulatory Standards," *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2001, pp.87~115.

Laeven, Luc and Ross Levine, "Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?" *Journal of Financial Economics* 85, 2007, pp.331~367.

McKinsey & Co., "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership," Report Commissioned by Mayor Michael Bloomberg and Senator Charles Schumer, Mayor's Office of the City of New York, 2008, Available at http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf.

Puri, Manju, "The Long-term Default Performance of Bank Underwritten Security Issues," *Journal of Banking and Finance* 18(2), 1994, pp.397~418.

Puri, Manju, "Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Role?" *Journal of Financial Economics*, 40(3), 1996, pp.373~401.

Puri, Manju, "Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process," *Journal of Financial Economics* 54(2), 1999, pp.133~163.

Saunders, Anthony and Ingo Walter, *Universal Banking in the United States*, New York: Oxford University Press, 1994.

Schmid, Markus M. and Ingo Walter, "Do Financial Conglomerates Create Destroy Economic Value?" *Journal of Financial Intermediation*, forthcoming, 2008.

US Department of the Treasury, *Bank Regulatory Reform,* Rebuilding Financial Supervision and Regulation, Washington D.C.: US Government Printing Office, 2009.

Walter, Ingo, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance*, Oxford University Press, New York, 2004.

제5장

# 은행대출의 경기순응성과 경기대응적 금융규제

김 현 욱 (한국개발연구원)
김 세 완 (이화여자대학교)

## 제1절 서 론

글로벌 금융위기 이후 금융규제를 전반적으로 재검토하고 수정할 필요성이 부각되면서, 기존의 바젤 II(Basel II)와 같이 은행의 필요자기자본이 위험에 민감하게 산출되도록 설계된 자기자본규제가 발생시킬 수 있는 부작용에 대한 논의도 다시 확산되고 있다. 이와 같은 논의의 발단은 금융시스템의 핵심이라고 할 수 있는 은행의 규제자본, 즉 예상하지 못한 부정적 충격에 따른 손실에 대응할 수 있도록 은행이 보유하게 되어있는 최소한의 자기자본이 금번 위기와 같은 극심한 경기침체에 의해 발생하는 손실을 흡수하기에도 충분한가에 대한 반성에서 시작되었다. 예를 들어, 금융안정위원회(FSB)는 경제위기로 인한 손실에 충분히 대응할 수 있도록 경기호황기에 미리 은행이 보유한 자기자본의 규모와 질적 수준을 높이도록 유도하는 것을 주요 목적으로 하는 자기자본규제의 강화를 권고하였으며, 기존 자기자본규제의 개선에 관한 바젤은행감독위원회(BCBS)의 제안을 지지한 바 있다(Financial Stability Forum[2009]).

이러한 국제금융감독기구들의 제안에는 개별은행 수준에서의 자기자본규제의 강화와 더불어, 은행대출의 경기순응성 문제와 대형 금융기

관이 발생시킬 수 있는 시스템 리스크 문제를 완화할 수 있는 방안 등 거시경제 수준의 규제를 도입할 필요성도 강조되고 있다. 다시 말해, 은행의 필요자기자본에 대한 규제를 보다 강하게 보완하는 차원을 넘어서, 기존의 규제에서 충분히 다루지 못했던 문제들에 대해 보다 적극적으로 대응하기 위한 추가적 규제의 필요성이 금번의 글로벌 금융위기로 인해 더욱 부각되었던 것이다. 위험에 민감하도록 설계된 자기자본규제인 바젤 II가 발생시킬 수 있는 부작용으로 거론되고 있는 은행대출의 경기순응성 문제가 그러한 예라고 할 수 있다. 사실 은행대출의 경기순응성이 확대됨에 따라 실물경기의 변동성을 증폭시킬 수 있다는 우려는 바젤 II의 초기 구상단계에서부터 이미 지속적으로 제기되어 왔던 문제이다.[1] 이에 따라 바젤 II의 최종방침에서도 신용평가방식의 개선 및 감독당국의 재량권 인정 등 은행대출의 경기순응성 문제를 완화시키기 위한 방안들이 제시되어 있는데, 금번 글로벌 금융위기 이후 이러한 문제의 심각성이 다시 제기되었고 금융규제를 전반적으로 보완하는 차원에서 과거와 달리 거시경제적 위험에 대한 보다 명시적인 대응이 시도되고 있는 것이다.

은행대출의 경기순응성과 같이 개별은행에 대한 규제가 금융시스템과 거시경제 전반에 미칠 수 있는 영향을 고려하여 금융규제가 보완되어야 한다는 논의가 국제금융감독기구들에 의해서만 이루어지고 있는 것은 아니다. 학계와 각국의 일선 금융감독당국들도 다양한 개선방안과 보완방안을 제시하고 있으며, 이러한 방안들이 국제기구들에 환류되고 있는 것은 앞으로 꾸준하게 추진될 금융규제의 재정립 노력에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다. 하지만 다양한 경로를 통해 제시되고 있는 금융규제 강화 또는 개선방안들은 달성하고자 하는 목표를 너무 폭넓게 제시하거나 구체적인 수단을 명확하게 제시하지 못하고 있다는 문제가

1) 이러한 경기순응성 문제와 관련한 논의들에 대해서는 김자봉・이동걸(2009)을 참조할 수 있다. 한편, 최근에는 바젤 II의 경기순응성 문제를 부정하는 연구 결과들도 나타나고 있는데, 예를 들어 Boissay and Sørensen(2009)은 신용시장에서 과잉투자의 우려가 존재하는 경우, 즉 대출 기준이 느슨하고 자원이 리스크가 큰 부문에 비효율적으로 분배된 경우에는 바젤 II와 같이 위험에 민감하도록 설계된 자기자본규제가 경기순환 주기에 걸쳐 은행의 신용공급을 안정화하는 방향으로 작동할 수도 있음을 보이고 있다.

있다. 예를 들어 경기순응성 문제의 해소를 목표로 하고 있는 동태적 대손충당금(dynamic provisioning) 제도의 도입뿐만 아니라, 금융기관의 자본의 질적 수준을 높이는 방안들 역시 체계적 위험을 낮춰 경기순응성을 완화하는 데 유효하다고 주장되고 있다. 이에 더하여, 금융기관의 무리한 대형화를 방지하고 전통적 은행산업과 고위험 금융산업을 분리하는 등 고위험 추구 유인을 억제하는 데 목적을 둔 다양한 조치들 또한 경기순응성 완화에 기여할 수 있다고 주장되고 있다.

물론 금번 글로벌 금융위기가 부적절한 금융규제에 의해 촉발되었다는 점에서, 금융규제의 모든 측면을 재점검하고 규제를 강화·개선할 필요성을 검토하는 것은 매우 바람직하다. 특히 금융시스템의 복원력(resilience)을 강화하기 위한 다양한 제도적 개선방안들이 은행대출의 경기순응성 문제를 완화시키는 데 어느 정도 도움이 될 수도 있다. 하지만 각각 다른 문제의 해소를 목표로 제안되고 있는 규제방안들을 모두 도입할 경우, 이러한 새로운 규제들의 경기순응성 완화효과가 누적되어 그 영향이 과도하게 나타날 수 있다. 특히 이들 규제와 함께 경기순응성 완화를 본연의 목표로 하는 추가적 규제가 도입될 경우 '과도한 규제'로 인식될 가능성은 더욱 커질 수 있다. 또한 보다 근본적으로, 바젤 II가 비교적 최근에 시행되었으며 경기순응성 등의 문제를 보완하기 위한 방안들이 시도되기 이전에 글로벌 금융위기가 발생하였다는 점을 감안할 때, 경기순응성 문제를 정확하게 정의하고 평가하기에 아직 이르다는 문제점이 있다. 따라서 바젤 II 자체를 문제의 핵심으로 간주하고 이의 보완과 더불어 새로운 규제를 추가적으로 도입해야 한다는 주장은 과장된 것으로 평가될 수도 있다.[2)]

규제를 새로이 도입하거나 과도하게 강화할 경우, 규제의 실익보다는 비용이 커지면서 효율성이 낮아지는 부작용이 발생한다는 것도 고려되어야 할 것이다. 특히 경기순응성 완화를 위한 규제의 추가적인 도입

2) 금융규제를 과도하게 강화할 경우에 오히려 금융시장의 불안정성이 높아질 수 있으며 상대적으로 취약한 금융기관이 부정적 영향을 보다 크게 받으면서 금융시스템 위험이 더욱 커질 수 있다는 것이 바젤 II의 또 다른 측면에서 나타난 교훈이었다는 점을 생각할 때, 최근 금융규제의 강화만을 주장하는 기조는 서로 일관되지 못한 측면도 있다.

은 해당 규제의 유효성은 물론 다른 문제의 해결을 목표로 하는 규제들이 은행대출의 경기순응성에 미치는 영향과 전반적인 자본적정성 규제 강화의 영향을 종합적으로 고려하여 판단할 문제일 것이다. 따라서 현행 금융규제가 미흡하거나 개선되어야 하는 부분 등 문제점을 정확히 판별하고, 그러한 문제를 보다 직접적으로 해소할 수 있는 규제를 파악하는 것이 더욱 중요하다.

이에 본 연구는 최근 논의되고 있는 금융규제가 은행대출의 경기순응성 완화와 어떻게 관련이 있는지 검토하고, 경기순응성에 대응하기 위한 규제를 개선하기 위한 효과적인 방법들을 논의한다. 구체적으로 경기순응성을 감소시키기 위해 제시되고 있는 다양한 방안들을 살펴본 후, 기존의 자기자본규제를 수정 또는 보완할 필요성과 여타 새롭게 제안되고 있는 규제들과의 상충이 존재할 가능성에 대해서 평가하고, 우리나라 은행들에 보다 적합한 방향의 경기순응성 완화를 위한 규제를 제시하고자 한다. 이를 위해 본 연구는 먼저 개별은행들의 재무자료를 이용하여 국내 은행들의 대출이 경기순응성을 나타내는지를 실증적으로 분석하고 금융규제 강화의 적합한 수준에 대한 시사점을 제시한다. 또한 경기순응성에 초점을 맞춘 새로운 규제의 도입이나 규제의 수정이 필요할 경우에 있어서 요구되는 금융감독정책의 설계에 있어 재량과 준칙의 선택에 대해서도 논의하고자 한다.

## 제2절 은행대출의 경기순응성과 금융규제

은행대출은 경기순환과정에서 대출의 수요와 비용이 변동함에 따라 경기순응적인 행태를 나타내는 것으로 알려져 있다. 기업의 생산 및 투자와 가계의 소비는 경기순응성을 내재하고 있기 때문에 은행대출에 대한 수요도 경기순응적으로 나타나게 된다. 또한 은행이 대출에 필요한 자금을 충당하는 비용은 경기와 반대방향으로 변동하게 되는데, 이에 따라 은행대출의 공급도 경기순응적인 모습으로 나타난다. 이와 더불어 은행에 대한 자기자본규제 등 금융규제들도 은행대출의 경기순응성을 강화하는 요인이 된다. 특히 위험에 민감하도록 설계된 금융규제는, 자

금조달비용이 증가한 경기침체기에 은행이 더 많은 자본을 적립하도록 요구하기 때문에 그러한 금융규제가 은행대출을 더욱 위축시킬 수 있다. 이와 같은 금융규제의 경기순응성 확대현상은 감독당국들에 의해 자기자본규제의 발전을 시도하는 데 있어서 걸림돌로 지적되어 왔다.

물론 어떤 경제에서 경기가 순환하는 모습을 나타내는 것은 정상적이면서도 역사적으로 반복되는 것이며, 금융시스템이 발달하는 과정에서 경기순환의 진폭이 확대된다는 점은 적어도 이론적으로 불가피한 것으로 인식되어 왔다. 그러나 최근의 글로벌 금융위기로 인해 전 세계적으로 경기가 급락하는 상황에서 금융규제로 인해 은행대출의 경기순응성이 심화되고 경기의 진폭이 더욱 확대된 것은 아닌지에 대한 의문이 제기되면서 금융시스템의 경기순환에 대한 영향을 다시 주목하게 되었던 것이다.

이와 같은 경기순응성 문제를 해소하기 위한 수단으로서 바젤 II의 수정을 비롯한 다양한 방안들이 제시되었다.[3] 먼저, 바젤 II의 수정은 위험에 민감하도록 설계된 자기자본규제가 은행대출의 경기순응성을 더욱 확대시킬 수 있다는 문제와 관련이 있다. 사실, 은행의 필요자기자본 산출방식의 위험에 대한 민감도를 감소시켜 대출의 경기순응성 문제를 억제하고자 하는 방안들은 바젤 II의 초기 구상단계에서부터 이미 제시되어 왔다. 선행연구들에서 가장 빈번히 제시되는 대응방안은 은행이 보다 장기적인 관점에서 대출자산의 위험을 측정하고 관리하도록 감독당국이 장려하는 것이었다. Borio *et al.*(2001) 등은 은행의 대출업무에 사용되고 있는 신용평가방법이 너무 단기적인 시각에서 위험을 평가하기 때문에 상대적 위험의 측정에는 유용하지만 절대적 위험의 측정에는 부적절하다고 주장한다. 특히 대출자산의 위험이 누적되는 것은 불황기가 아닌 호황기이기 때문에, 은행의 신용평가방법을 보다 미래지향적으로 유도할 경우 은행들은 보다 경기중립적으로 자본을 축적할 것이라고

3) 금번 글로벌 금융위기가 기존의 미흡한 금융규제하에서 나타난 금융거래의 폭발적인 확대에 있다는 반성에 근거하여 금융규제를 강화하기 위한 다양한 방안들이 제시되어 왔는데, 이들 중 많은 부분이 기존 금융규제의 대표 격인 바젤 II의 개선 및 보완에 집중되어 있었다. 경기순응성 문제의 해소를 위한 제안이 주로 바젤 II의 수정이라는 형태로 제시되어 왔다는 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

주장한다. Catarinew-Rabell *et al.*(2003) 역시 바젤 II 하에서 PIT(point-in-time) 방식에 의해 신용평가가 실시될 경우에는 각 시점에서의 차주의 재무상황에 관한 정보가 부도확률을 산출하기 위해 이용되는데, 결국 자산가격에 대한 경기순환의 영향이 부도확률에 반영되므로 필요자기자본 산출을 위해 필요한 대출자산의 위험가중치가 경기변동에 매우 민감할 수밖에 없다고 평가하고 있다.[4] 따라서 은행이 차주나 대출의 신용위험을 평가하기 위해 PIT 방식 대신 미래지향적인 TTC (through-the-cycle) 방식을 채택하도록 유도해야 한다고 주장하였다. 이 같은 신용평가방식의 변경은 바젤은행감독위원회(BCBS)가 바젤 II를 도입하는 국가의 감독당국에 이미 권고한 것인데, TTC 방식에 따른 차주의 신용등급은 거시경제상황에 따라 변동하지 않으며 경기변동에 덜 민감하기 때문에 TTC 방식을 사용함으로써 필요자기자본의 변동성을 낮출 수 있다.

그러나 감독당국이 경기순응성 문제를 의식하여 은행에 대해 장기적 관점의 신용평가를 강하게 권고하고 이에 따라 은행의 신용평가가 경기변동에 따른 위험의 변화를 반영하지 못하게 되는 경우, 이는 오히려 정확한 신용평가를 통해 자원을 효율적으로 배분할 수 있도록 위험에 대한 규제의 민감도를 높인다는 바젤 II 본연의 목적에 반하는 결과를 초래할 수 있다. 즉, 산출되는 필요자기자본이 특정 시점에 은행이 직면하는 위험을 충분히 반영하지 못하게 되면, 규제적 자본(regulatory capital)을 경제적 자본(economic capital) 또는 은행 포트폴리오의 실제 자본과 더 밀접하게 일치시키는 바젤 II의 핵심적 목적을 훼손할 수 있다

4) 은행의 내부신용평가시스템은 주로 PIT(point-in-time) 방식을, 신용평가회사들의 신용평가시스템은 주로 TTC(through-the-cycle) 방식을 사용하여 위험을 평가하는 것으로 알려져 있다(Catarinew-Rabell *et al.*[2003]; Kashyap and Stein[2004]). 먼저, PIT 방식으로 운영되는 시스템은 현재의 모든 차주 고유의 정보 및 거시경제 등 체계적인 정보를 활용하여 차주를 그룹화하고 등급을 부여하는데, 동일한 등급에 할당된 차주는 일반적으로 현재의 모든 상황(차주정보 및 거시정보 포함)에서 향후 1년간 부도발생 확률(Unstressed PD)이 유사한 값을 가지지만 경기순환에 따라 평가된 신용등급이 변동하게 된다. 한편, TTC 방식으로 운영되는 시스템은 현재 차주의 정적 및 동적인 정보와 더불어 스트레스 상황을 고려하여 향후 경기 침체기의 부도발생 확률(Stressed PD)이 유사한 차주를 동일한 등급으로 분류한다. 따라서 동 시스템에서 결정된 등급은 평균적으로 하나의 경기 주기 동안에 바뀌지 않지만, 각 등급의 실제 부도율은 경기 주기에 따라 상대적으로 큰 변동성을 보이게 된다.

(Goodhart *et al*.[2004]). 이런 이유에서 Gordy and Howells(2006)는 TTC 방식이 규제적 자본과 경제적 자본을 분리함으로써, 자기자본비율 등 규제에 의해 공개되는 은행의 건전성에 관한 정보의 투명도가 저하될 것이라고 주장한다.[5] 따라서 신용평가방식의 변화보다는 다른 방법으로 바젤 II를 개선하고자 할 필요성이 제기되었던 것이다.

이런 맥락에서 제시된 은행대출의 경기순응성 문제 완화방안이 완충자본(buffer capital)규제를 추가하는 것이었다. 이 제안의 기본 아이디어는 은행이 경기순응적 방식으로 완충자본을 적립하도록 강제할 경우, 실제 적립되는 은행의 자기자본과 은행대출의 경기변동에 대한 민감도가 바젤 II에서도 낮아질 수 있다는 것이다. 은행의 입장에서도 자산건전성을 동태적으로 관리할 필요가 있는데, 미래의 수익성과 대출 여력에 대한 부정적 충격을 사전에 인지할 수 있는 호황기에 규제에 의해 산출되는 필요자기자본을 초과해서 자본을 적립하는 것이 보다 바람직할 것이다. 하지만 은행이 자발적으로 완충자본을 적립할 것으로 기대하기가 어려울 수 있기 때문에, 사전적으로 규제방식을 설정하고 은행들이 이를 채택하도록 강제함으로써 위험에 민감하도록 설계된 자기자본규제의 경기순응성 문제를 완화할 수 있다.

완충자본규제는 바젤 II를 직접적으로 수정하는 것이라기보다는 또 다른 목적과 형태의 자본규제를 추가하는 것으로 이해할 수 있다. 물론, 결론적으로 은행이 의무적으로 보유하게 되는 필요자기자본이 경기변동 등에 따라 크게 변동하지 않도록 한다는 점에서는 앞에서 설명한 신용평가방식의 변경과 크게 다르지 않다. 하지만 은행이 PIT 방식보다 TTC 방식을 채택하도록 유도하는 방안이 바젤 II의 필요자기자본 산출에 필요한 투입요소(input)를 평활하게 하는 것이라면, 완충자본규제는 바젤 II의 산출물(output)을 평활하게 하는 것과 유사하다. 즉, 기존의 바젤 II하에서도 위험가중방식 등을 그대로 유지하면서 최종적으로 산출

5) 금번 글로벌 금융위기 역시 TTC 방식의 한계를 보여준 것으로 평가된다. 예를 들어 심각한 경기침체기에는 은행의 신뢰성 유지가 중요하기 때문에 은행이 자기자본비율을 높이고자 노력하게 되는데, 이에 따라 TTC 방식을 택하여 필요자기자본을 안정적으로 유지하는 은행들조차 PIT 방식을 사용하는 은행들 수준으로 자기자본을 축적하거나 대출규모를 줄이는 방향으로 영업전략을 선택함으로써 은행대출의 경기순응성을 완화하지 못하게 된다는 것이다.

되는 필요자기자본에 경기순응적인 승수(multiplier)를 적용함으로써 완충자본규제의 추가 적용과 동일한 효과를 나타낼 수 있다.[6] 한편, 완충자본규제 방안도 바젤 II와 유사한 문제를 가지고 있는데, 경기호황기에 보다 많은 완충자본을 추가적으로 적립하도록 하는 것이 경기변동성 완화에 긍정적으로 작용한다고 할지라도 위기와 같이 급격한 경기침체기에는 어떤 합리적인 완충자본도 신뢰를 회복하는 데에 충분할 수 없다. Repullo and Suarez(2008)도 미래지향적인 은행의 경우 예비적으로 완충자본을 축적할 유인이 분명히 있지만, 경기호황기에 적립되는 완충자본이 금융위기상황에서 신용공급의 축소를 예방할 만큼 충분하지는 않다고 주장하고 있다.[7]

한편, 바젤 II와 직접적인 관련은 없으나 기존의 금융규제체계를 자본 보험 또는 유동성 보험 메커니즘으로 보완하는 방법이 은행대출의 경기순응성을 완화하는 데 기여할 수 있다고 주장되면서, 이들 방안들의 도입이 광범위하게 검토되고 있다. 이러한 메커니즘의 주된 목적은 레버리지나 만기불일치 등 고위험을 추구하는 대형은행에 불이익을 주는 것이다(Brunnermeier *et al*.[2009]). 예를 들어, 경제 전반에 유동성이 부족한 경우 이러한 은행들은 서둘러 부채를 청산하거나 자산을 유동화할 것이고, 따라서 자산가격이 하락하며 여타 은행들이 자금조달에 어려움을 겪게 될 것인데, 자기자본규제만으로는 대형은행들의 자금조달 및 유동성 문제를 해소함으로써 부실이 공공부문 또는 납세자들의 부담으로 전가되는 것을 막기에는 충분하지 않다. 따라서 심각한 손실의 위험이 낮은 안정적 현금흐름을 선호하는 투자자들에 의해 조달된 자금을 이용한 보험제도를 추가적으로 마련하는 것이 바람직할 수 있다. 이 경우 보험료를 통해 은행은 발생 가능한 부정적 외부효과를 내부화할 수

6) 이러한 경기순응적 승수는 경기변동에 연계되도록 설정되어야 할 것인데, 예를 들어 경기침체 시 승수가 하락하도록 설정하면 부도위험이 높아지는 상황에서 필요자기자본이 빠르게 증가하는 부작용 가능성을 완화할 수 있다.

7) 필요자기자본이 경기변동에 무관하게 설계된 규제하에서도 시장압력에 의해 은행의 실제 자기자본비율은 경기확장기에 하락하고 침체기에 상승한다(Borio *et al*.[2001]). 특히 은행이 문제를 겪은 경우에는 시장참가자들에게 해당 은행의 재무건전성이 양호하고 위험관리가 철저하게 이루어지고 있음을 보여줄 필요가 있는데, 그러기 위해 차주와의 장기적인 관계를 희생하더라도 은행은 재무건전성을 높이기 위해 전체 대출규모를 줄이는 노력을 하게 된다.

있게 되고, 개별은행 차원의 이해관계를 공익과 맞출 수도 있게 된다. Perotti and Suarez(2009)는 은행에게 총유동성 충격의 확률을 낮추도록 유인을 제공하는 것이 중요하다고 주장하며, 유동성 보험을 의무화하여 은행들이 감독당국에 유동성 부과금을 보험료 형태로 지불하는 제도를 제안했다.[8)]

보험 메커니즘의 도입과 더불어, 금융시장 또는 금융시스템의 위험이 대형은행에 의해 주로 창출되며 이에 대한 제한을 부여함으로써 금융시장 전반의 경기순응성도 완화할 수 있다고 제안된 것이 '시스템적으로 중요한 금융기관(Systemically Important Financial Institution: SIFI)에 대한 규제'이다. 은행대출의 경기순응성 문제와 더불어 금번 글로벌 금융위기에서 나타났던 대부분의 문제들이 대형은행에 의한 것으로서 이의 영업활동을 보다 직접적으로 제한하는 것이 필요하다는 것이다. 물론 SIFI에 대한 추가적 자기자본 적립의무 부과 등 새로운 규제를 도입하는 주된 목적은 은행대출의 경기순응성뿐만 아니라 비은행금융기관을 포함한 금융시스템 위험을 완화하는 데 있으나, 글로벌 금융위기 이후 나타났던 규제강화 논의에서는 SIFI에 대한 새로운 규제의 도입이 금융시스템의 경기순응성을 완화시키는 방향으로 작용할 것으로 주장된 바 있다. 사실 이러한 주장은 기존의 바젤 II를 구성하는 세 가지 Pillar들 가운데 Pillar 2 관련 논의와 관련이 있는데, 특히 바젤 II는 경기순응성 확대와 같이 Pillar 1이 가지는 문제점들을 완화하기 위해 Pillar 2에서 개별은행 또는 일부 은행들에 대해 차별화된 자기자본규제를 적용할 수 있도록 허용한 데에서 그 배경을 찾을 수 있다.[9)] 실제로 일부 국가에서

8) 이와 같은 보험제도에서 대형은행 등에 요구되는 유동성 부과금(liquidity charge)은 은행의 만기불일치에 높은 가중치를 두는 방식으로 은행의 단기시장성채무 규모에 비례하여 산출되도록 해야 한다. 이는 은행대출 자금이 정기예금이 아닌 단기금융시장에서 차입된 단기채무의 차환(rollover)을 통해 조달되는 경우 금융시스템 전반에 부정적 외부효과를 발생시킬 수 있다는 점에 기초한다.

9) 과거의 바젤 I에서 미처 고려하지 못했던 많은 위험요인들이 바젤 II의 Pillar 1에서 고려되었지만 여전히 은행시스템에 존재하는 모든 위험요인들을 포괄하기 어렵다는 한계와 더불어 Pillar 1이 오히려 은행대출의 경기순응성을 확대시킬 것이라는 등의 비판이 있었으며, 이에 대응하여 Basel II는 Pillar 2를 통해 Pillar 1에 내재하고 있는 한계와 문제들을 해소하고자 하는 의도를 보인 바 있다. 이에 따라 일각에서는 바젤 II가 Pillar 1을 통해 은행의 운영리스크를 명시적으로 고려했다는 점 이외에는 기존의 자본적정성 평가를 매우 복잡하게 만든 것뿐으로써 실제 감독당국의 시스템

는 바젤 II를 시행하는 과정에서 대형은행에 대해 보다 강화된 자기자본 규제를 도입하는 방안을 시도한 바 있다.[10] 글로벌 금융위기 발생 이후에는 바젤 II 전체에 대한 반성이 금융규제와 관련된 논의를 주도하는 가운데, Pillar 2를 이용한 접근방법보다는 당시 광범위하게 요구되었던 대형 금융기관에 대한 규제의 도입 및 강화를 통해 경기순응성 문제를 완화할 수 있다는 주장이 나타나게 되었던 것이다.[11]

이와 같은 새로운 규제들의 주된 목적은 금융시장의 시스템 위험을 낮추는 것이나, 각각의 규제들이 바젤 II와 같이 위험에 민감하도록 설계된 기존의 조치들을 보완하여 경기순응성 문제를 완화하는 데 기여할 수 있을 것으로 기대되고 있다. 그러나 만약 최근 제시되고 있는 규제방안들을 모두 채택한다면 과도한 대응 또는 중복 규제로 인식될 가능성이 있다는 점도 고려되어야 할 것이다. 즉, 새롭게 제기되고 있는 각각의 규제들이 경기순응성 문제를 완화하는 데 기여할 수는 있지만, 금융규제의 과도한 확대 및 강화는 오히려 금융시장의 안정을 저해하는 요소로 작용하고 영세금융기관들을 더욱 위축시키는 부작용도 초래할 수 있다. 또한 바젤 II가 경기변동에 대한 은행대출의 민감도를 높일 수 있지만, 이는 단지 자기자본이 충분하지 않은 일부 은행들의 경우에만 국한된 현상이라는 최근의 미시경제적 계량분석 결과도 고려해야 할 것이다. 즉, 은행의 자기자본이 충분한 호황기에는 경기순응성의 영향이 미약하지만 최근의 글로벌 금융위기에 경험한 바와 같이 불황기에는 그

---

위험관리라는 목표에 별로 기여한 것이 없으며, Pillar 2가 없으면 바젤 II가 사실상 무의미하다는 평가도 있었다. 상세한 논의는 Pelizzon and Schaefer(2005)를 참조할 수 있다.

10) 호주의 금융감독당국인 건전성감독청(Australian Prudential Regulation Authority: APRA)은 Basel II 도입 이후 은행대출의 경기순응성 확대 등 부작용 가능성에 대응하여 Pillar 2에서 허용하고 있는 범위 내에서 은행의 필요자기자본비율 상향 조정 및 개별은행에 대한 필요자기자본비율 차등화를 적극적으로 검토한 바 있다.

11) 예를 들어, IMF의 Andritzky *et al.*(2009)은 은행 경영자에 대한 보수관행(compensation practices)을 FSF(2008)에서 제시한 방향으로 개선하는 등의 방식을 통해 대형은행을 비롯한 금융기관의 경기순응성을 완화할 것을 권고한 바 있으며, 스위스 은행감독위원회(Swiss Federal Banking Committee: SFBC)는 UBS와 Credit Suisse 등 대형은행에 대해 경기불황기와 경기호황기를 구분하여 별도의 필요자기자본비율(불황기에 12%, 호황기에 16%)을 설정하여 2013년부터 운영하기로 결정하는 등 대형은행에 대한 자본규제 강화를 통해 은행대출의 경기순응성 완화를 시도한 바 있다.

부정적 효과가 두드러지게 나타나는데, 이는 총량적 수준에서 경기순응성 문제가 얼마나 심각한가는 그에 대한 규제가 얼마나 미흡한가에 달려 있다기보다는 은행산업 전반적으로 자기자본이 얼마나 미흡하게 적립되어 있는가에 달려 있음을 시사한다. 따라서 이러한 경우에는 바젤 II를 수정하거나 새로운 규제수단을 도입하고자 노력하기보다는 자본 또는 유동성 문제를 해결하려는 보다 직접적인 조치들을 추구하는 것이 중요할 것이다.

한편, 경기순응성을 완화하기 위한 추가적인 규제방안들을 고려함에 있어서 국내 은행들을 대상으로 한 대출의 경기순응성을 확인하고 그 특징을 점검해보는 노력은 규제의 중복을 예방하고 규제의 유효성을 확보하는 데 있어 매우 중요하다. 이와 관련한 기존 연구로서는 김현욱·이항용(2005)이 있는데, 2000년부터 2005년까지 분기별로 개별은행의 재무제표에서 추출한 패널자료를 이용하여 바젤 I하에서 국내 은행들의 대출에 경기순응성이 있음을 확인하였으며, 경기가 나쁠 때 필요자기자본을 초과하는 수준의 자기자본을 더 많이 축적하는 행태를 나타낸다고 보고하면서 바젤 II의 도입 이후에 은행대출의 경기순응성이 심화될 가능성을 시사한다고 평가하였다.

은행대출의 경기순응성과 관련한 또 다른 국내 연구로서는 경기변동이 중소기업의 자금조달 환경에 미치는 영향과 이의 구조적 위험을 연구한 신용상(2006)이 있는데, 1999년부터 2004년까지 반기별로 구성된 개별은행의 중소기업대출 패널자료를 이용한 분석을 통해 규모가 큰 은행일수록 중소기업대출이 더욱 경기순응적임을 발견하였다. 물론 동 연구는 은행의 가계대출과 대기업대출이 제외된 중소기업대출에 초점을 맞추고 있으며, 은행의 규모에 따른 경기순응성의 차이를 강조하고 있다는 점에서 김현욱·이항용(2005)과 구분되지만, 2000년대 전반기에 국내 은행들의 대출이 경기순응성을 유의하게 나타내고 있었다는 것이 보편적인 평가임을 시사하고 있다.

하지만 이들 기존 연구들은 2000년대 중반에 바젤 II의 국내 도입을 검토하던 시점에서 그 영향을 사전적으로 파악해 보기 위해 수행되었던 것으로서, 분석대상 기간이 2000년대 전반기로 한정되어 있고 2000년대 후반기를 포함하지 않고 있으며, 이에 따라 바젤 II 도입계획이 발표된

이후부터 글로벌 금융위기 직전까지 또는 2000년대 후반기에 은행들이 바젤 II 도입을 준비하는 과정에서 국내 은행들의 영업전략이 달라지고 대출 행태가 변했을 가능성을 충분히 고려할 수 없다는 한계가 있다. 특히 최근 G20 서울정상회의를 전후로 하여 바젤 III의 모습이 상당히 구체적으로 제시되고 있다.[12] 이와 더불어 SIFI에 대한 규제강화 논의도 진전되고 있는 상황에서,[13] 과연 SIFI에 대한 규제를 통해 국내 은행대출의 경기순응성 문제를 완화할 수 있는지 아니면 경기순응성을 완화하기 위한 추가적인 자기자본규제를 도입해야 하는지 그리고 그 정도는 얼마나 강해야 하는지를 판단하기 위해서는 바젤 II의 도입계획이 발표된 이후를 포함한 기간을 대상으로 하여 국내 은행의 대출 행태에 대한

12) 최근 G20 서울정상회의에서는 '위기재발 방지를 위한 새로운 금융규제체계'의 하나인 바젤 III의 핵심요소(core elements)에 대한 논의를 마무리한 것으로 평가되고 있다. 지난 10월 19일에 개최된 BCBS 서울회의에서는 손실흡수력이 가장 높은 자본인 보통주 자본을 종전보다 엄격히 정의(stricter adjustment)하여 자본의 질적 수준을 강화함과 더불어 보통주 자본비율을 현재의 2% 수준에서 4.5%로 높이는 등 은행이 보유해야 하는 자본비율을 대폭 강화하고, 미래의 위기상황에서 손실을 흡수하기 위해 보통주 자본으로만 2.5%의 고정완충자본을 추가로 부과하는 데 더하여 과도한 신용팽창 시 보통주 또는 기타 형태의 자본으로 0~2.5%의 경기대응 완충자본(countercyclical capital buffer)을 부과하는 것을 골격으로 하는 바젤 III 방안에 합의한 바 있다. 한편, 경기대응 완충자본의 적립과 관련한 구체적 기준은 아직 확정되지 않았는데, 이와 관련하여 모든 은행에 동일한 비율의 경기대응 완충자본을 요구할 것인지 아니면 개별은행에 대해 차별화된 비율을 적용할 것인지에 대한 판단이 필요하다.

13) 2010년 상반기까지 큰 진전을 보지 못했던 SIFI 규제강화 논의도 G20 서울정상회의를 전후하여 가속된 바 있는데, 최근 거론되고 있는 Global SIFI(G-SIFI)는 골드만삭스나 JP모건 등과 같은 글로벌 대형은행에 국한된 개념이라고 할 수 있으나, 이는 지난 10월 20일에 개최되었던 금융안정위원회(FSB) 서울 총회에서 SIFI 규제강화 논의를 촉진하기 위해 손실흡수능력(higher loss absorption capacity) 제고의무 등을 글로벌 수준에서 중요한 금융기관들에게 우선적으로 적용하기로 합의한 데 따른 것이며, SIFI 규제강화의 궁극적인 대상은 여전히 글로벌화 여부에 관계없이 각국별 금융시스템에서 중요하다고 판단될 정도로 규모가 큰 금융기관이라고 할 수 있다. 또한 SIFI 규제강화 논의가 은행들에 국한된 것은 아니지만, 우리 금융시스템의 특성상 SIFI 규제강화는 국내 대형은행을 중심으로 적용될 것으로 볼 수 있다. 어떤 규모의 금융기관까지를 SIFI 규제의 대상으로 해야 할지에 대한 구체적인 기준은 아직 분명하지 않은 상황인데, 금융안정위원회(FSB) 서울 총회에서는 SIFI 식별을 위한 시스템적 중요도 측정방법에 대한 논의가 진행 중이고 손실흡수력 제고를 위해 SIFI가 부담해야 할 추가적인 자기자본 규모 등 전반적인 규제방안은 2011년 상반기 중 마무리될 것이라고 밝히고 있다. 국내에서의 SIFI에 대한 논의는 G-SIFI 규제방안이 마련된 후 가능할 것으로 예상된다는 한은 총재의 설명도 있었다.

분석을 실시할 필요가 있다. 아래에서는 은행을 중심으로 국내 금융시스템의 경기순응성과 관련된 다양한 자료를 이용하여 실증분석을 실시함으로써 이러한 질문에 대한 답변을 시도할 것이다.

## 제3절 우리나라 금융시스템에서의 경기순응성

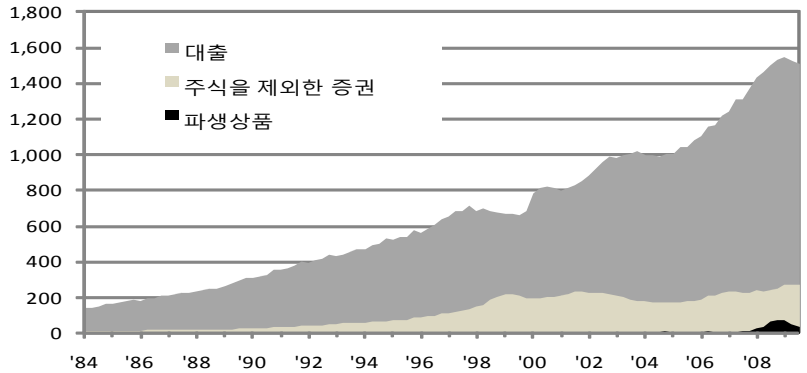
### 1. 개 관

본 장에서는 한국은행의 자금순환표와 금융감독원 은행경영통계시스템의 국내 은행의 재무제표를 이용하여 우리나라 금융시스템의 경기순응성의 특징을 살펴본다. 아래에 제시되는 모든 수치들은 2005년을 기준으로 GDP 디플레이터를 이용하여 실질화하였다.

우선 우리나라 금융부문의 자산구조를 살펴보면, [그림 5-1]에서 보듯이 우리나라 금융기관의 비금융 민간부문에 대한 금융자산의 대부분은 주로 은행에 의해 취급된 대출이며, 채권시장이 미성숙된 상황을 반영하듯이 회사채를 포함한 증권을 통한 신용공급은 상대적으로 적다. 특히 [그림 5-1]은 국내 금융기관의 재무제표에서 파생상품의 비중이 매우 작다는 사실을 확인할 수 있는데, 이는 금번 글로벌 금융위기가 위기의

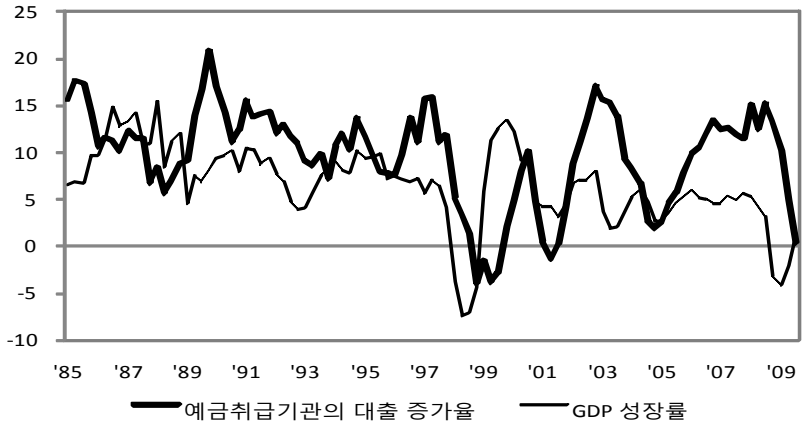
[그림 5-1] 비금융 민간부문에 대한 금융부문의 자산

(단위: 조원)



[그림 5-2] 예금취급기관의 대출증가율과 GDP성장률

(단위: %)

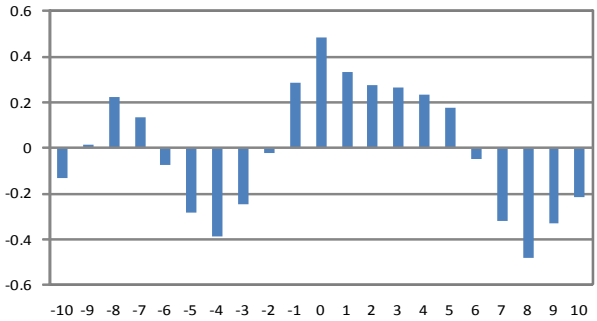



진원지인 미국과 유럽 등 선진국과는 매우 다른 모습으로 우리나라의 금융시스템에 영향을 주었을 것이라는 점을 의미한다.

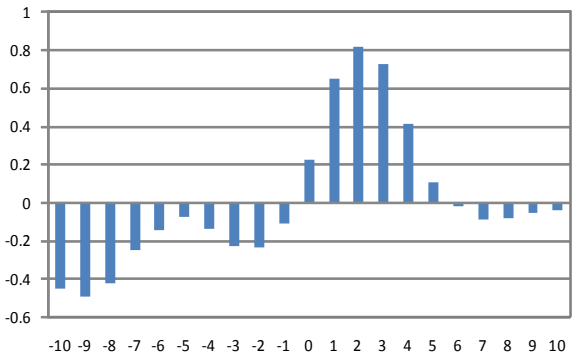
[그림 5-2]는 GDP 증가율과 비교했을 때 예금취급기관의 대출을 통한 신용공급이 어느 정도의 시차를 두고 경기상황에 따라 변동하며, 대출의 변동성이 GDP의 변동성보다 크다는 점을 나타내고 있다. 이는 우리나라의 금융시스템에서도 은행의 대출을 중심으로 경기순응성의 문제가 존재할 수 있음을 시사하는데, 특히 [그림 5-2]에서 볼 수 있듯이 예금취급기관의 대출이 2000년대 들어서 GDP 증가율보다 더 빠르게 증가하였다는 것은 예금취급기관의 경기순응성이 시간에 따라 확대되어 왔을 가능성을 의미한다.

은행대출의 경기순응성을 보다 자세히 살펴보기 위해, 1999년 4/4분기부터 2009년 4/4분기까지 10년 정도의 기간 동안 국내 은행의 대출증가율과 GDP성장률의 시차상관계수를 살펴보았다. 아래의 [그림 5-3]과 [그림 5-4]는 기간을 2000년대 전반기와 2000년대 후반기로 나누어 시차상관계수를 나타낸 것인데, 국내 은행들의 경우 대출의 경기순응성이 2000년대 후반기에 들어 확대되었을 가능성을 시사하고 있다. 2000년대 전반기에는 대출증가율과 GDP성장률의 상관계수가 0~5기의 시차에서 양(+)의 값을 가지며, 시차 0에서 가장 높은 상관계수를 나타내고

[그림 5-3] GDP와 은행대출 간 시차상관계수(4Q 1999~4Q 2004)



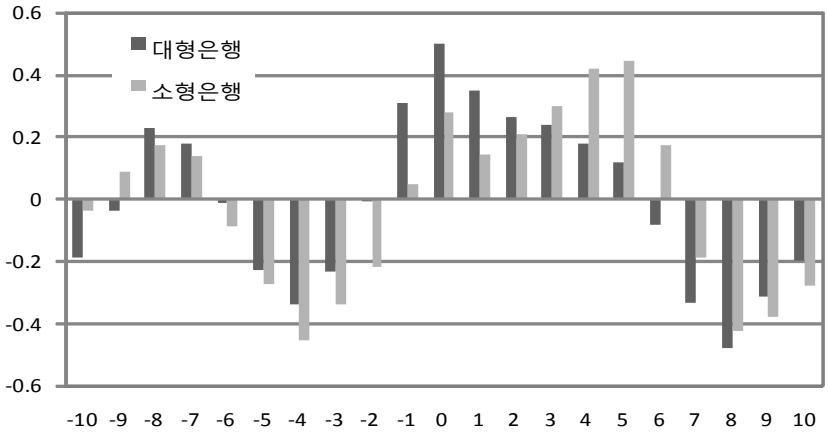

[그림 5-4] GDP와 은행대출 간 시차상관계수(4Q 2004~4Q 2009)



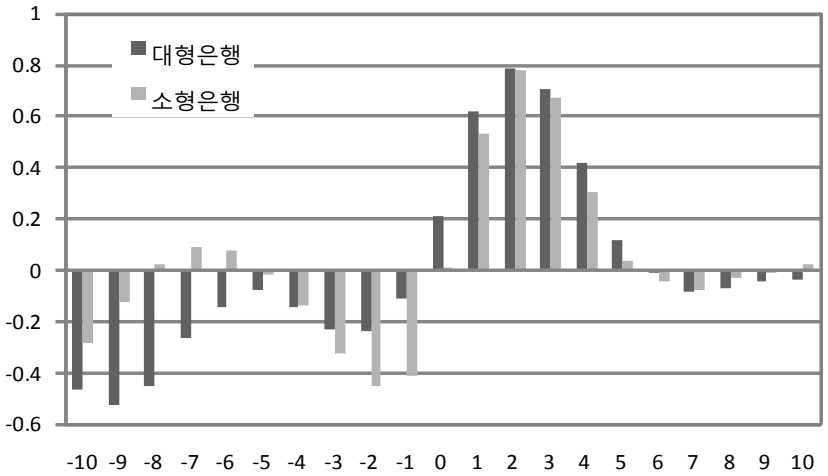

있었는데, 2000년대 후반기에는 1~3기의 시차에서 상관계수가 높게 나타났으며 상관계수들의 수준도 상대적으로 높아진 것으로 나타났다. 이와 같이 2000년대 후반기에 은행대출의 경기순응성이 확대된 것처럼 나타나는 것은 금융감독원이 바젤 II 도입계획을 발표한 2005년 이후 국내 은행들이 규제환경의 변화에 미리 대응한 데에도 일부 기인한 것으로 보인다.

한편, 대형은행과 소형은행 간 대출 행태의 경기순응성에 차이가 존재할 가능성을 살펴보기 위해, [그림 5-5]와 [그림 5-6]에서는 은행 자료를 규모에 따라 구분하여 GDP성장률과 대출증가율 사이의 시차상관계수를

[그림 5-5] 은행규모별 GDP와 대출 간 시차상관계수(4Q 1999~4Q 2004)




[그림 5-6] 은행규모별 GDP와 대출 간 시차상관계수(4Q 2004~4Q 2009)




분석하였다. 먼저 2000년대 전반기에는 대형은행의 대출 행태가 소형은행보다 더욱 경기순응적인 것으로 나타났다.[14] 그러나 2000년대 후반기

14) 이는 국내 은행의 중소기업대출에서 발견되는 경기순응성에 대한 실증연구인 신용상(2006)의 분석 결과와 유사하다. 그는 1999년부터 2004년까지 반기별로 구성된 개

에는 대형은행과 소형은행 모두에서 시차상관계수가 증가하며 규모에 따른 대출의 경기순응성 차이는 거의 존재하지 않았다. 이는 '시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI)'에 대한 규제강화가 금융시스템의 경기순응성 문제를 해소하는 데에는 큰 도움이 되지 않을 것이며, 은행대출의 경기순응성을 완화하기 위한 추가적인 자기자본 적립의무 부과 등 규제강화 노력은 대형은행에 차별적으로 적용하기보다는 국내 은행들에 대해 전반적으로 적용되는 모습으로 형성되는 것이 바람직함을 시사한다. 그러나 대형은행과 소형은행의 경기순응성이 유사하게 나타나는 현상이 자본비율 등 다른 은행대출 결정요인들에 의해 발생할 수도 있는데, 이러한 점을 고려하여 아래에서는 회귀분석을 통해 더욱 면밀한 분석을 시도한다.

## 2. 회귀분석

앞의 분석에서 시사하는 바와 같이 국내 은행의 경기순응적 대출행태가 존재하는 것으로 추정됨에 따라, 본 절에서는 이와 관련된 다음 두 개의 사안에 대한 실증분석을 실시한다. 첫째, 은행의 경기순응성의 정도가 은행의 규모에 따라 차이를 보이는가이다. 둘째, 국내 은행의 자기자본 적립 행태가 경기에 따라 달라지는가이다. 두 번째 질문은 현행 자기자본규제의 수정 또는 완충자본 적립 등의 추가적 규제가 경기순응성을 완화하는 데 유효하기 위해서는 어느 정도로 강하게 도입되어야 하는가를 가늠하는 데 시사점을 제공할 것이다.

실증분석에 이용되는 자료는 1999년 4/4분기부터 2009년 4/4분기까지 13개 국내 은행들의 분기별 재무제표로부터 구축한 패널자료이다. 분석기간은 앞에서 은행들의 대출증가율과 GDP성장률 간의 시차상관

---

별은행의 중소기업대출 패널자료를 이용한 분석을 통해 규모가 큰 은행일수록 중소기업대출이 더욱 경기순응적임을 발견하였다. 물론 본 연구는 중소기업대출을 포함한 전체 은행대출의 경기순응성을 분석하고 있다는 점에서 차이는 있으나, 본 연구에서 2000년대 전반기에 대형은행의 대출이 더욱 경기순응적이었지만 2000년대 후반기에는 대형은행과 소형은행 간에 대출의 경기순응성이 유사한 것으로 나타났다는 점은 중소기업대출의 경우에도 그러한 경향이 발견될 수 있을 가능성이 있으며 이에 대한 추가적인 연구가 필요함을 시사한다.

계수가 2000년대 전반기보다 2000년대 후반기에 더욱 높게 나타나는 등 은행대출의 경기순응성이 2000년대 후반기에 확대되었던 것처럼 나타나고 있음을 감안하여 두 개의 기간으로 구분한다.[15] 또한 표본을 대형은행과 소형은행으로 나누고, GDP에 대한 대출의 탄력성에 차이가 발견되는지를 검토한다. 즉, 다음의 식 (1)과 같은 추정모형에 따라 계절조정 전기 대비 GDP증가율($gdpr$), BIS기준 자기자본비율($bisr$), 무수익여신비율($nplr$), 가계대출 대비 기업대출비율($hlclr$)의 1분기 이전 값들이 계절조정 전기 대비 대출증가율($hlclr$)에 미치는 영향을 다음의 식 (1)과 같은 고정효과를 가정한 패널모형을 이용하여 살펴보고자 한다.[16]

$$loan_{i,t} = \beta_0 + \gamma_1 loan_{i,t-1} + \beta_1 gdpr_t + \gamma_2 gdpr_{t-1} + \beta_2 bisr_{i,t-1} + \beta_3 nplr_{i,t-1} + \beta_4 hlclr_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (1)$$

물론 은행의 대출을 분석하기 위한 추정식으로서 식 (1)과 같은 설정만 가능한 것은 아니며, 은행의 대출에 영향을 주는 변수는 거시경제변수들과 개별은행 차원의 변수들 사이에서 다양하게 존재할 수 있다. 기존의 연구에서도 이러한 현실을 반영하여 다양한 변수들이 서로 상이한 조합을 이루어 이용되고 있다. 예를 들어 김현욱・이항용(2005)의 경우 GDP성장률과 더불어 개별은행 특성변수로서 BIS기준 자기자본비율, 무수익여신비율, 가계대출 대비 기업대출비율과 지방은행 더미변수 및 합병은행 더미변수를 은행의 대출증가율 분석에서 설명변수로 이용하였는데, 위의 식 (1)은 이들 중에서 더미변수들을 제외한 나머지 변수들을

15) 아래의 다른 분석에서도 동일한 기준으로 기간을 구분하였는데, 2000년 4/4분기 이전을 2000년대 전반기로, 그 나머지 기간을 2000년대 후반기로 표시하였다.

16) 실증분석모형을 정함에 있어 i) 패널 단위근 검증, ii) 패널 공분산 검증, iii) 하우스만(Hausman) 검증을 거쳤다. 이러한 검증 결과 고정효과를 가정한 패널모형이 가장 적합한 것으로 나타났다. 특히 하우스만 검증의 결과, 설명변수와 오차항 간의 상관관계가 존재하지 않은 것으로 나타났다. 일반적으로 고정효과와 임의효과 간의 패널추정모형 선택에 있어서 분석의 표본(sample)이 모집단(population)과 일치하는 경우 고정효과를 가정한 모형이 더 적절한 것으로 알려져 있다. 본 연구에서는 모집단에 있는 13개 국내 은행 전체를 고려하고 있으므로 고정효과를 가정한 모형이 적절한 것으로 판단되며, 이는 하우스만(Hausman) 검증 결과도 이러한 판단을 뒷받침하는 것이라 할 수 있다.

동일하게 설명변수로 선택한 것이다. 중소기업대출의 경기순응성을 분석한 신용상(2006)의 경우에는 GDP성장률과 콜금리 및 지준증가율 등 거시경제변수와 더불어 개별은행의 특성변수로서 총자산 규모, BIS기준 자기자본비율 및 외국계은행 더미변수를 이용한 바 있으며, 은행들의 수익성을 분석한 강종구(2007)의 경우 은행의 대형화 및 겸업화 지수들과 더불어 수신자금 만기구조 및 소매영업비중 등을 설명변수로 이용하고 있다. 본 연구에서도 기존의 연구들에서 사용되었던 설명변수들의 다양한 조합을 이용하여 추가적인 분석을 실시함으로써 분석 결과의 견고성(robustness)을 점검해 보았는데, 일부 차이가 있었으나 분석의 결론을 좌우할 정도는 아니었으며, 본 연구에 이용된 설명변수들의 조합과 비교하여 보다 우월한 조정결정계수(adjusted $R^2$)나 우도함수(likelihood function)를 가지는 설명변수들의 조합을 찾기는 어려웠다. 이에 따라 식 (1)의 추정식에 나타나 있는 설명변수들을 사용하기로 한 것이다. 다만, 본 연구에서는 위의 추정모형에서 식 (2)와 같이 대형은행 더미변수($dumbig$)를 추가하여 규모의 효과를 검증한다.[17]

$$\begin{aligned} loan_{i,t} = {} & \beta_0 + \gamma_1 loan_{i,t-1} + \beta_1 gdpr_t + \delta_1 dumbig \times gdpr_t \\ & + \gamma_2 gdpr_{t-1} + \delta_2 dumbig \times gdpr_{t-1} + \beta_2 bisr_{i,t-1} \\ & + \beta_3 nplr_{i,t-1} + \beta_4 hlclr_{i,t-1} + u_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

<표 5-1>은 고정효과(fixed effect)를 가정한 추정 결과를 요약한 것이다.[18] 먼저 2000년대 전반기에는 전체 은행에 대해 GDP성장률이 1분기의 시차($gdpr_{t-1}$)를 두고 5%의 유의수준에서 대출증가율($loan_{i,t}$)에 양(+)의 영향을 미치나, 같은 시기의 GDP성장률($gdpr_t$)은 대출증가율에 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 따라서 국내 시중은행의

17) 대형은행과 소형은행은 총자산의 규모에 따라 분류하였는데, 더미변수는 대형은행인 국민, 신한, 우리, 하나 은행에 대해서는 1의 값을 가지고, 나머지 9개 은행에 대해서는 0의 값을 가진다.

18) 임의효과(random effect)를 가정한 추정도 실시해 보았으나 고정효과(fixed effect)를 이용한 추정과 비교하여 추정계수의 방향과 유의성 측면에서 큰 차이를 보이지 않았다. 임의효과를 가정한 추정 결과는 지면의 제약상 생략하였으나, 필자들에게 요청할 경우 제공될 수 있다.

〈표 5-1〉 국내 은행의 대출에 대한 추정 결과

| 분석기간<br>(관측치) | 2000년대 전반기<br>(247 = 19분기×13은행) | 2000년대 후반기<br>(260 = 20분기×13은행) |
|---|---|---|
| 종속변수 / 설명변수 | $loan_{i,t}$ | |
| $\beta_0$ | -6.5711**<br>(-2.4801) | 11.9162**<br>(23.5138) |
| $loan_{i,t-1}$ | -0.1160*<br>(-1.9295) | 0.0657**<br>(2.5247) |
| $gdpr_t$ | -0.3578<br>(-1.1302) | 0.2671**<br>(9.1669) |
| $dumbig \times gdpr_t$ | 0.9228*<br>(1.8793) | -0.2062**<br>(-4.1275) |
| $gdpr_{t-1}$ | 0.6360**<br>(2.0322) | 0.3479**<br>(12.4831) |
| $dumbig \times gdpr_{t-1}$ | 0.3844<br>(0.7893) | 0.0870*<br>(1.7296) |
| $bisr_{i,t-1}$ | 0.8039**<br>(3.4905) | -0.4451**<br>(-12.8832) |
| $nplr_{i,t-1}$ | -0.2120<br>(-1.5440) | -1.7549**<br>(-16.9853) |
| $hlclr_{i,t-1}$ | 0.0050<br>(0.9631) | -0.0235**<br>(-15.4190) |

주: ( ) 안은 $t$값, Newey-West의 이분산(heteroskedasticity)·자기상관(autocorrelation) 조정 표준오차를 사용.
**와 *는 각각 5%와 10%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

대출증가율은 적어도 1분기 정도 경기변동에 후행하면서 경기순응적인 행태를 나타낸다고 할 수 있다. 하지만 대형은행 더미변수($dumbig$)와 같은 시기의 GDP성장률($gdpr_t$) 간 교호작용(interaction)항의 계수가 유의수준은 그다지 높지 않지만 양(+)의 값으로 추정되어 대형은행의 대출이 상대적으로 경기에 민감한 반응을 보였던 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 2000년대 전반기에 국내 은행대출의 경기순응성을 확인한 김현욱·이항용(2005)과 일관성이 있으며, 대출의 포괄범위는 상이하지만 2000년대 전반기에 국내 은행을 대상으로 규모가 큰 은행일수록 중

소기업대출이 더욱 경기순응적임을 발견한 신용상(2006)의 분석 결과와도 유사한 것이라고 할 수 있다.

그러나 2000년대 후반기에 대한 추정 결과는 은행대출의 경기순응성이 2000년대 전반기와는 다른 모습으로 나타났음을 시사하고 있다. 우선 분석에서의 주요 관심사항인 GDP성장률에 대한 계수는 같은 시기의 성장률($gdpr_t$)과 1분기 이전 시기의 성장률($gdpr_{t-1}$)에서 모두 상당히 유의한 양(+)의 값으로 추정되어, 대출증가율에 대한 경기의 영향이 더욱 지속적으로 나타날 가능성을 시사하고 있다. 반면, 대형은행 더미변수와 GDP성장률의 교호작용항들은 같은 시기의 경우 유의한 음(-)의 값으로 추정되었고, 1분기 이전 시기의 경우에는 크기는 작지만 다소 유의한 양(+)의 값으로 추정되었는데, 이는 2000년대 후반기에 들어서 소형은행 대출의 경기순응성이 강화되고 대형은행 대출의 경기순응성이 약화되면서 과거에 비해 은행규모에 따른 은행대출의 경기순응성 차이가 상당한 정도로 축소되었음을 나타내는 것이라 하겠다. 이와 같은 결과는 앞에서의 시차상관계수에서 나타난 바와 같이, 은행대출의 경기순응성을 완화하기 위한 추가적인 자기자본 적립의무 부과 등 규제강화 노력은 대형은행에 차별적으로 적용되기보다는 국내 은행들에 대해 전반적으로 적용되는 모습으로 형성되는 것이 적합할 것임을 시사한다.

한편, <표 5-1>에서는 전 분기 대출증가율($loan_{i,t-1}$)의 추정계수가 2000년대 후반기에 유의한 양(+)의 값으로 바뀌는 것을 관찰할 수 있는데, 이는 국내 은행 대출증가율의 지속성이 다소 높아졌음을 나타낸다. 그리고 2000년대 전반기에는 전 분기 BIS기준 자기자본비율($bisr_{i,t-1}$)의 계수가 김현욱・이항용(2005)과 같이 유의한 양(+)의 값으로 추정되었으나, 2000년대 후반기에는 자기자본비율이 대출 증가와 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 추정되었는데, 이는 2000년대 후반기에 들어서 바젤 II의 본격적인 도입을 앞두고 이에 대비하는 차원에서 국내 은행들이 대출 행태를 보다 장기적인 신용위험에 민감한 방향으로 변화시켰을 가능성을 시사한다.[19] 예를 들어 과거에는 국내 은행들이 단기

19) 우리나라에서 시중은행을 중심으로 바젤 II가 시행된 것은 2008년부터지만 금융감독원이 바젤 II의 이행 계획을 발표한 시점이 2005년이고 그 이전인 2004년부터 실제 시행시점까지 계량영향평가(Quantitative Impact Study: QIS) 등 국내 은행들의 준비상

적인 시각에서 자기자본비율 상승(하락)을 단순히 다음 분기의 대출증가 여력 확대(축소)로 인식하였으나, 2000년대 후반기에는 자기자본비율의 상승(하락)에도 불구하고 신용위험을 장기적인 관점에서 관리하면서 대출증가율을 축소(확대)시키는 경향이 나타난 것으로 파악된다.[20] 이와 같이 BIS기준 자기자본비율이 대출증가율과 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 추정되었다는 점은, 경기호황기에 은행의 완충자본을 확대하도록 하고 불황기에 축소하도록 하는 등 자기자본비율을 보다 경기순응적으로 연동시키는 규제를 도입할 경우 은행대출의 경기순응성이 완화될 수 있음을 시사한다. 그러나 국내 은행들이 이미 경기순응적인 방향으로 자기자본을 축적하고 있다면, 경기순응성 문제를 해소하고 금융시스템의 안정성을 제고시키기 위해 도입될 자기자본비율 규제는 더욱 강한 정도로 설정되어야 할 것이다.

따라서 아래에서는 국내 은행의 자기자본비율의 변화가 경기변동에 민감한지 분석하기 위해, 기타 변수들을 통제한 후에도 BIS기준 자기자본비율과 경기순환국면의 상관관계가 유의하게 나타나는지를 살펴보았다.[21] 이때 경기순환국면은 통계청이 발표하는 경기순환의 정점과 저점에 따라 확장국면과 수축국면으로 구분하여 확장국면에 대한 더미변수($dum$)를 구성하였으며,[22] 통제변수로는 은행의 순이자마진($nim$), 개별

---

황을 지속적으로 점검해 왔던 점을 고려할 때, 국내 은행들이 2000년대 중반부터 바젤 II의 도입과 같은 규제 환경의 변화에 미리 점진적으로 대응했을 가능성이 있다.

20) 2000년대 후반기에 들어서 국내 은행들의 대출 행태가 신용위험에 더욱 민감한 방향으로 변화되고 있음은 2000년대 전반기에 대출증가율과 유의한 상관관계를 나타내지 않았던 것으로 추정되었던 무수익여신비율($nplr_{i,t-1}$)의 추정계수가 2009년대 후반기에 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다는 점에서 간접적으로 확인할 수 있다.

21) Ayuso *et al.*(2004) 등 외국의 연구와 김현욱 · 이항용(2005) 등 국내 연구에서와 같이 BIS기준 자기자본보다 실제 은행이 보유하는 자기자본과 필요자기자본의 차이로 정의되는 완충자본(buffer capital)의 변동이 은행의 자기자본 확충 행태를 보다 잘 나타내는 변수로 알려져 있다. Ayuso *et al.*(2004)은 완충자본을 요구자본으로 나눈 비율을 종속변수로 사용하여 회귀분석을 실시하였고, 다른 외국의 기존 연구인 Lindquist(2004)는 위험가중자산에 대한 완충자본의 비율을 완충자본비율로 정의하여 회귀분석에 이용했는데, 자본적정성 감독기준에서 위험가중자산에 대한 요구자본의 비율이 8%라는 점에서 완충자본비율은 개별은행들의 BIS기준 자기자본비율에서 8%를 차감한 것과 같다고 할 수 있다. 따라서 본 연구에서와 같이 BIS기준 자기자본비율을 종속변수로 이용한 분석과 완충자본비율을 종속변수로 이용한 분석은 동일하다고 볼 수 있으며, 분석 결과의 해석도 유지된다고 할 수 있다.

은행 자산의 전체 은행의 총자산에 대한 비중으로 계산한 시장점유율($shr$), 총수익 대비 비이자수익비율($rev$)을 포함하였다. 또한 콜금리($call$), 원/달러 환율($fxr$), GDP성장률($gdpr$) 등의 거시경제변수들도 추정모형에 포함되었다.[23] 추정모형은 다음과 같다.

$$bisr_{i,t} = \beta_0 + \delta_1 dum + \gamma_0 bisr_{i,t-1} + \gamma_1 nim_{i,t} + \gamma_2 shr_{i,t} + \gamma_3 rev_{i,t} + \gamma_4 call_t + \gamma_5 fxr_t + \gamma_6 gdpr_t + v_{i,t} \quad (3)$$

식 (3)의 경우에도 고정효과(fixed effect)를 가정하여 추정되었는데,[24] 추정 결과는 <표 5-2>에 요약되어 있다. 이에 따르면 경기확장국면 더미변수의 계수가 2000년대 전반기에는 유의하지 않게 추정되었으나, 2000년대 후반기에는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 국내 은행의 경우 자본축적의 행태가 보다 경기순응적으로 변화되었을 가능성을 시사한다.

즉, 2000년대 후반기에 들어서 국내 은행들이 바젤 II 등에서 규정하고 있듯이 8%의 자기자본비율을 준수하기 위해 적립해야 하는 필요자기자본 규모가 경기순환에 따른 대출 환경의 변화 또는 자산건전성의

22) 식 (3)에서 더미변수인 '$dum$'은 경기순환의 저점에서 고점까지인 확장국면에서 1의 값을 가지고, 고점에서 저점까지인 수축국면에서는 0의 값을 가진다. 일반적으로 경기호황과 불황 기간은 GDP증가율에 영향을 받기 때문에 식 (3)에서 설명변수인 $dum$과 GDP증가율($gdpr$)의 상관관계가 높을 수 있다. 그러나 $dum$은 더미변수로서 경기의 상태(불황과 호황)를 나타내는 변수인 반면, GDP증가율($gdpr$)은 경제활동의 단기적 상황을 실질적으로 나타내는 자료이다. 즉, $dum = 1$인 호황기에도, GDP성장률의 낮은 증가율이 나타날 수 있고 반대의 경우도 마찬가지이다.

23) 앞의 식 (2)에 대한 추정과 마찬가지로 설명변수로서 여타 거시경제변수들과 개별은행 특성변수들의 다양한 조합을 이용하여 추가적인 분석을 실시함으로써 본 분석결과의 견고성(robustness)을 점검해 보았는데, 일부 차이가 있었으나 분석의 결론을 좌우할 정도는 아니었으며 본 연구에 이용된 설명변수들의 조합과 비교하여 보다 우월한 조정결정계수(adjusted $R^2$)나 우도함수(likelihood function)를 가지는 조합을 찾기는 어려웠다. 이러한 결과는<표 5-3>의 경우에도 동일하게 적용된다.

24) 국내 은행의 자기자본비율에 대한 분석에서도 임의효과(random effect)를 가정한 추정을 추가적으로 실시해 보았으나 고정효과(fixed effect)를 이용한 추정과 비교하여 추정계수의 방향과 유의성 측면에서 큰 차이를 보이지 않았다. 이러한 결과는 <표 5-3>의 경우에도 동일하게 적용되는데, 임의효과를 가정한 추정 결과는 지면의 제약 상 생략하였으나, 필자들에게 요청할 경우 제공될 수 있다.

〈표 5-2〉 국내 은행의 자기자본비율에 대한 추정 결과 I

| 분석기간 (관측치) | 2000년대 전반기 (260 = 20분기×13은행) | 2000년대 후반기 (260 = 20분기×13은행) |
|---|---|---|
| 종속변수 / 설명변수 | $bis_{i,t}$ | |
| $\beta_0$ | 10.3470** | 16.4667** |
| | (6.4541) | (10.4489) |
| $dum$ | -0.1757 | 0.4361** |
| | (-1.3592) | (2.4389) |
| $bisr_{i,t-1}$ | 0.5594** | 0.7246** |
| | (11.5557) | (17.4106) |
| $nim_{i,t}$ | 3.0946** | -0.6825 |
| | (6.1334) | (-1.1198) |
| $shr_{i,t}$ | -0.3282** | -0.2400** |
| | (-2.6833) | (-2.3087) |
| $rev_{i,t}$ | 0.0131* | -0.0012 |
| | (1.6814) | (-0.3298) |
| $call_t$ | 0.0615 | -0.8393** |
| | (0.4956) | (-7.7308) |
| $fxr_t$ | 0.0002 | 0.0011 |
| | (0.3515) | (1.4533) |
| $gdpr_t$ | 0.0616 | -0.0543 |
| | (1.0931) | (-1.0447) |

주: ( ) 안은 $t$값, Newey-West의 이분산(heteroskedasticity)·자기상관(autocorrelation) 조정 표준오차를 사용.
**와 *는 각각 5%와 10%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

등락에 의해 자연스럽게 변동할 뿐만 아니라, 이에 더하여 은행들이 호황기에 발생한 대출 확대의 부작용에 대처하기 위해 더 많은 자본을 축적하는 등의 모습을 보이면서 BIS기준 자기자본비율을 관리해왔을 가능성이 높음을 의미한다. 이러한 경우, 개별은행 차원의 자발적인 완충자본의 축적에 의해 은행대출, 나아가 금융시스템의 경기순응성이 부분적으로나마 통제되고 있었을 가능성을 의미한다. 또한 감독당국이 금융안정성을 제고하는 차원에서 은행대출의 경기순응성을 더욱 완화시키고자 추가적인 자기자본 적립의무 규제를 도입할 경우에는 이미 자발적으

로 축적되고 있었던 완충자본의 폭을 넘어서는 수준의 자기자본을 추가로 적립하도록 하는 강한 정도의 규제가 되어야 할 것임을 시사한다.

한편, 2000년대 전반기에 대한 분석에서는 순이자마진($nim$), 시장점유율($shr$), 총수익 대비 비이자수익비율($rev$)이 유의한 수준의 추정계수를 가지는 것으로 나타났다. 특히 시장점유율($shr$)의 경우에는 2000년대 후반기에도 음(-)의 값이 유의하게 유지되는 모습이 발견되는데, 이는 대형은행일수록 BIS기준 자기자본비율을 상대적으로 높게 유지하는 등 자본적정성을 비교적 양호하게 관리하는 경향이 있음을 시사한다.

이와 더불어 대출증가율과 GDP성장률 간의 시차상관계수와 <표 5-1>에서는 국내 은행들의 대출증가율이 GDP성장률에 다소 후행하면서 경기순응적인 모습을 나타내고 있음을 발견할 수 있었는데, 이를 고려하여 국내 은행들의 BIS기준 자기자본비율이 경기순환에 후행하여 반응하는지도 살펴볼 필요가 있다. 이를 위해서 아래에서는 경기순환의 고점과 저점을 1분기씩 뒤로 이동함으로써 경기 확장국면과 수축국면을 1분기 정도 뒤늦게 인지한다고 가정하여 만든 더미변수인 $dumlag$를 이용하여 다음과 같이 식 (4)를 추정하였다.

$$bisr_{i,t} = \beta_0 + \delta_1 dumlag + \gamma_0 bisr_{i,t-1} + \gamma_1 nim_{i,t} + \gamma_2 shr_{i,t} + \gamma_3 rev_{i,t} + \gamma_4 call_t + \gamma_5 fxr_t + \gamma_6 gdpr_t + v_{i,t} \quad (4)$$

이에 대한 추정 결과는 <표 5-3>에 요약되어 있다. <표 5-3>을 살펴보면, 국내 은행들이 경기국면의 변화를 1분기 정도 늦게 인지한다고 가정한 경우에도 2000년대 전반기에서는 여전히 경기국면 더미변수의 계수가 유의하지 않게 추정되었다. 그러나 2000년대 후반기에는 경기국면 더미변수의 계수가 0.4361에서 1.0671로 높아졌으며 유의수준도 높아진 것을 발견할 수 있다. 이러한 결과는 위에서 논의한 바와 같이 대출의 경기순응성이 어느 정도 시차를 두고 나타나는 것과 관련이 있는 것으로 사료된다.

이와 같은 결과는 은행대출의 경기순응성 문제를 완화할 목적으로 고려되고 있는 추가적인 자기자본규제의 유효성에 대한 사전적 판단의

〈표 5-3〉 국내 은행의 자기자본비율에 대한 추정 결과 II

| 분석기간<br>(관측치) | 2000년대 전반기<br>(260 = 20분기×13은행) | 2000년대 후반기<br>(260 = 20분기×13은행) |
|---|---|---|
| 종속변수 / 설명변수 | $bis_{i,t}$ | |
| $\beta_0$ | 10.2054**<br>(5.7444) | 15.5260**<br>(10.9242) |
| $dumlag$ | -0.0798<br>(-0.4976) | 1.0671**<br>(5.9565) |
| $bisr_{i,t-1}$ | 0.5556**<br>(11.3890) | 0.6798**<br>(16.7532) |
| $nim_{i,t}$ | 3.0359**<br>(6.0120) | 0.1187<br>(0.8314) |
| $shr_{i,t}$ | -0.3220**<br>(-2.5974) | -0.1910**<br>(-1.9628) |
| $rev_{i,t}$ | 0.0139*<br>(1.6807) | -0.0094**<br>(-2.3375) |
| $call_t$ | 0.0874<br>(0.7028) | -1.0278**<br>(-10.3643) |
| $fxr_t$ | 0.0002<br>(0.2769) | 0.0017**<br>(2.2943) |
| $gdpr_t$ | 0.0306<br>(0.5069) | 0.0277<br>(0.6042) |

주: ( ) 안은 $t$값, Newey-West의 이분산(heteroskedasticity)·자기상관(autocorrelation) 조정 표준오차를 사용.
**와 *는 각각 5%와 10%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

기준을 제공할 수 있다. 특히 은행대출의 경기순응성 관련 규제에 있어서는 감독당국의 경기에 대한 판단 또는 필요자기자본을 산출하기 위한 준칙에 필요한 경기 관련 지표들의 적시성 및 가용성이 중요할 수 있는데, 이들 지표들의 특성상 집계 등에 소요되는 시간 등의 이유로 인해 경기상황에 대한 정보가 감독당국에 실시간으로 제공되기 어렵다는 한계가 있다. 그러나 위의 분석 결과에서 유추할 수 있듯이 은행들의 자기자본 축적 행태의 변화가 경기국면에 어느 정도 후행하는 모습을 보이고 있는 상황에서는, 강화된 자기자본규제하에서도 경기에 대한 정확한

정보가 다소 시차를 두고 전달된다고 하더라도 이것이 추가적인 자기자본규제의 유효성 측면에서 큰 결함을 발생시키는 요소가 아닐 것으로 판단할 수 있다.

## 제4절 결론 및 시사점

본 연구의 실증분석에서는 2000년대 전반기에 비해 후반기에 국내 은행대출의 경기순응성이 확대되었으며, 소형은행과 대형은행으로 구분할 경우 2000년대 후반기에 들어 소형은행 대출의 경기순응성이 높아지고 대형은행 대출의 경기순응성이 2000년대 전반기에 비해 약화되면서 다소의 시차는 있지만 소형은행의 대출 행태가 대형은행의 경기순응적 대출 행태와 유사하게 변해왔음을 발견할 수 있었다. 이는 '시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI)'에 대한 규제강화가 우리나라에서는 금융시스템의 경기순응성 문제를 해소하는 데에 미흡하며, 은행대출의 경기순응성을 완화하기 위한 추가적인 자기자본 적립의무 부과 등 규제강화 노력은 대형은행에 차별적으로 적용되기보다는 국내 은행들에 대해 전반적으로 적용되는 모습으로 형성되는 것이 적합할 것임을 시사한다. 물론, 새로운 규제를 확립함으로써 시스템 리스크를 완화하는 노력을 기울일 필요가 있으나, 이러한 목적을 추구하는 대형 금융기관에 대한 규제는 경기순응성 문제의 완화보다는 지배구조와 경쟁도 및 국제금융시장에 대한 노출 정도를 고려하여 개별 금융기관과 금융시스템 간의 위험전이 가능성과 관련된 부문에 특화하는 접근방법이 바람직할 것으로 보인다.

한편, 2000년대 후반기에는 국내 은행의 BIS기준 자기자본비율이 대출증가율과 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났는데, 이는 은행으로 하여금 완충자본을 추가적으로 축적하도록 강제하는 규제가 대출의 경기순응성을 낮추는 데 효과적일 것임을 시사한다. 그러나 경기순환과 자기자본비율의 관계를 분석한 결과, 특히 2000년대 후반기에 국내 은행들은 대출의 경기순응성에 따른 시스템 리스크를 해소할 정도는 아닐 수 있으나 이미 어느 정도 경기순응적인 방법으로 완충자본을 축적하고

있는 것으로 나타났다. 즉, 은행들이 바젤 II 등에서 규정하고 있는 8%의 자기자본비율을 준수하기 위해 적립해야 하는 필요자기자본 규모가 경기순환에 따른 대출 환경의 변화 또는 자산건전성의 등락에 의해 자연스럽게 변동할 뿐만 아니라, 이에 더하여 은행들이 호황기에 발생한 대출 확대의 부작용에 대처하기 위해 더 많은 자본을 축적하고 반대로 불황기에 자본 축적을 감소시키는 등의 모습을 보이면서 BIS기준 자기자본비율을 관리해 왔을 가능성이 높음을 의미한다.

사실 2000년대 후반기에 은행대출의 경기순응성이 확대된 것으로 나타났다는 점은 바젤 II의 본격적인 도입을 앞두고 이에 대비하는 차원에서, 국내 은행들이 이미 바젤 II와 같이 위험에 민감하도록 설계된 자기자본규제하에 있는 것처럼 자본적정성을 유지해 왔던 것으로도 해석할 수 있다. 예를 들어, 호황기에 은행들은 수익성을 보다 더 높이기 위해 건전성이 다소 낮더라도 금리를 높게 부과할 수 있는 대출을 늘리고자 할 것인데, 이에 더하여 은행들이 호황기에 늘어난 대출의 건전성이 가까운 장래인 불황기에 악화될 것을 인식하여 자발적으로 완충자본의 형태로 자본을 늘려 왔을 가능성이 있다는 것이다. 이러한 추론에 비추어 볼 때 BIS기준 자기자본비율과 경기순환국면을 나타내는 더미변수 사이의 양(+)의 상관계수를 나타내는 것은, 우려와는 달리 적어도 개별은행 차원에서는 국내 은행들이 자본적정성을 비교적 견실하게 관리하고자 시도하고 있었음을 나타내는 증거라고 할 수 있다.[25]

결론적으로 국내 은행들의 경우 대출의 경기순응성에 따른 시스템 리스크를 완전히 해소할 정도는 아니겠지만, 개별은행 차원의 자발적인 완충자본의 축적에 의해 은행대출, 나아가 금융시스템의 경기순응성이 부분적으로나마 통제되고 있었던 것으로 사료되며, 앞으로 감독당국이 금융안정성을 제고하는 차원에서 은행대출의 경기순응성을 더욱 완화

25) 김자봉・이동걸(2009)에서도 본 연구 결과와 마찬가지로 선진국에서 은행들의 자기자본비율이 호황기에 높아지는 것으로 나타났는데, 유사한 해석이 가능한 것으로 판단된다. 참고로 김자봉・이동걸(2009)은 30개 OECD 회원국과 7개 아시아 개도국 은행들의 재무제표를 통해 구축된 불균형 패널자료를 이용하여 은행의 자기자본과 경기 간에 체계적인 관계가 있는지를 분석하였는데, 선진국 은행들에서는 양(+)의 상관관계가 있으며 아시아 은행들에서는 음(-)의 상관관계가 있음을 발견한 바 있다.

시키고자 추가적인 자기자본 적립의무 규제를 도입할 경우에는 이미 자발적으로 축적되고 있었던 완충자본 수준을 넘어서는 정도의 자기자본을 추가로 축적하도록 하는 강한 규제가 되어야 할 것으로 판단된다.

한편, 실제로 도입되는 규제의 모습은 재량적 방식과 사전에 설정된 공식에 의존하는 비재량적 방식의 조합이 될 가능성이 높기 때문에, 대안적 방안에서는 준칙과 재량 간의 최적 균형을 찾아내는 것이 중요하다. 김현욱・이항용(2005) 등에서 언급되고 있는 것처럼 경기순응성 문제를 완화하기 위한 감독당국의 재량적 역할을 강조하는 주장들은 감독당국이 시장보다 리스크에 대해 잘 파악할 수 있기 때문에 더욱 민첩하게 대응할 준비가 되어있다는 점을 가정하고 있다. 일반적으로 정책입안자들은 풍부한 정보에 대한 접근성을 바탕으로 금융부문과 실물경제 사이의 상호환류효과(feedback effects)에 대해 잘 알고 있다고 기대된다. 그러나 Borio *et al*.(2001) 등은 개발도상국을 비롯한 상당수의 국가에서 감독당국의 금융시장 상황에 대한 평가 및 리스크 예측능력이 시장에 비해 약한 것으로 평가하고 있으며, 따라서 감독당국의 재량권을 강조하는 주장들이 유효성을 갖기 위해서는 감독당국의 금융시장 정보에 대한 접근성을 제고하고 리스크에 대한 이해를 증진시키는 등의 적절한 정책환경을 마련하는 것이 요구된다. 그러므로 그 이전에는 감독당국의 재량적 개입이 규제적 불확실성(regulatory uncertainty)을 높이는 등 사회적 비용을 초래할 수 있기 때문에 감독당국의 재량이 적절히 제한되도록 준칙에 비중을 두는 것이 보다 바람직할 것이다. 경기변동에 따라 완충자본의 규모가 자동적으로 조정되도록 하는 자동안정장치 등이 그러한 목적에 부합하는 한 예가 될 것이다.

그러나 시장압력이 강하게 존재하는, 즉 금융시장 참가자들이 특정 은행의 상대적으로 낮은 자기자본비율을 부정적인 신호로 여길 수 있다는 것을 은행들이 잘 알고 있는 상황에서는 완충자본에 대한 규제가 정교하게 설계되어 있다고 할지라도 은행은 여전히 불황기에 자기자본비율을 높이기 위해 대출을 줄이고자 할 것인데, 이 경우 특정 공식에 의존하는 비재량적 방식의 규제접근도 경기순응성 문제를 완화하는 데 미흡할 수 있으며, 오히려 금융시장과 경기순환의 변동성을 확대시킬 수 있다는 점도 고려해야 한다.

감독당국이 준칙에 입각한 규제를 설계하거나 재량적 결정을 내릴 때 기준으로 삼을 경제변수를 선택하는 것 또한 중요한 문제이다. 이에 개별은행의 특성을 고려하여 필요자기자본을 산출하는 승수(multiplier)를 선택할 수 있도록 하는 방법을 고려할 수 있다. 예를 들어, 공식에 의해 산출되는 완충자본 규모가 개별은행의 자산의 증가율과 긴밀히 연계되도록 함으로써 은행으로 하여금 호황기에 자본을 적립하고 과도한 대출을 억제하도록 할 수 있다. 그러나 실제로 정책입안자들이 개별은행의 자료와 연계하여 규제를 설계하는 것은 쉬운 일이 아닌데, 이는 바젤 II 만큼이나 복잡한 규제가 될 수도 있다. 이에 따라 개별은행의 변수보다는 거시경제변수를 이용하여 규제를 설계하자는 제안이 보다 주목받아왔다.[26)]

물론, 어떤 거시경제변수들 중에서 어떤 변수를 선택할 것인지도 중요한 문제일 것이다. 이는 현행 금융시스템에 '거시건전성' 규제를 도입함에 있어서도 중요한 문제로서, 이와 연계할 경우 변수의 선택에 있어 보다 실용적인 해결책이 나타날 것으로 기대된다. 즉, 경기순응성을 완화하기 위한 규제공식의 사전적 설정을 위해서는 경제의 다양한 변수들과 은행대출 행태 간에 논리적이면서도 유의하게 나타나는 연계성을 찾아내는 것이 중요한데, 각국의 거시경제적 특징에 기초한 거시건전성 규제가 좋은 출발점이 될 것으로 기대된다.

거시경제변수를 이용한 준칙중심적(rule-based) 규제방식의 단점으로서 거시경제변수의 발표에 시차가 존재하기 때문에 문제에 대한 규제반응이 지연될 수 있다는 비판이 제기되어 왔다. 그러나 시중은행들의 대출과 자본구조에 대한 최적 결정이 경기순환에 1~2분기 후행하고 있다는 점을 고려할 때, 거시경제변수의 발표시차로 인한 규제반응의 지연은 감독당국의 경기판단상 실수 또는 잘못된 재량권 행사 등과 비교하여 심각한 문제가 아닐 수 있다. 물론 미래의 경기상황을 정확히 예측하

26) 예를 들어, Repullo *et al.*(2009)은 개별은행 자료에 기초한 승수보다 거시경제변수에 기초한 승수를 이용하여 필요자기자본을 산출할 경우 규제의 변동성이 완화될 수 있음을 주장한다. 그들은 거시경제변수들에 연계할 경우에 필요자기자본이 완만해지는 효과를 시뮬레이션한 결과, GDP성장률과 연계된 규제의 경우 경기에 따른 영향을 가장 많이 감소시켰고, 신용 증가율 또는 주식 수익률과 연계된 승수의 경우가 차선의 선택임을 발견하였다.

는 능력을 가진 감독당국이 존재한다면 규제를 시의적절하게 변경할 수 있을 것이나, 대부분의 학자들이 동의하듯 그러한 완벽한 감독기구가 존재하기를 기대하기는 어렵다. 또한 만약 감독당국의 재량적 판단에 오차가 있다면 이는 은행대출의 경기순응성 및 변동성을 오히려 확대시킬 수 있다. 예를 들어 감독당국이 호황을 불황으로 잘못 판단할 경우, 이러한 재량적 판단에 따른 규제는 은행의 완충자본 축적의지를 낮추어 은행대출을 더욱 빠르게 증가시키는 결과를 초래할 수 있다.

이와 같은 점들을 고려할 때, 은행대출의 경기순응성을 완화하기 위한 목적의 강력한 규제를 당장 도입하는 것보다는 기존의 바젤 II 규제가 경기순응성 문제를 어느 정도 심화시켰는지, 또한 소위 '바젤 III'로 불리는 새로운 자기자본규제 및 시스템 리스크 완화를 목표로 하는 대형 금융기관 규제 등 여타 규제들이 경기순응성 완화에 어떤 기여를 하는지를 실증적으로 확인하는 것이 적절한 선택일 것으로 판단된다. 그러한 준비기간 중에 축적된 국내외 은행산업 재무자료는 향후 지속될 실증분석들의 견고성(robustness)을 높임은 물론 그러한 실증분석들의 결과에 근거하여 경기순응성 규제의 필요성을 재검토하고 규제의 방향과 구체적인 대체수단을 제시하는 데에 있어서 중요한 기준을 제공할 것으로 기대된다.

# 참 고 문 헌

강종구, 「금융환경 변화와 은행의 경영안정성」, 『경제분석』, 제13권 제7호, 한국은행 금융경제연구원, 2007, pp.1~40.

김자봉・이동걸, "경기순응성 완화 방안에 관한 연구-자본금버퍼와 동태적 충당금제도를 중심으로," 『韓國經濟의 分析』, Vol.15 No.3, 금융연구원, 2009.

김현욱・이항용, 『금융산업의 자본규제와 은행대출의 경기순응성에 관한 연구: 신바젤협약(Basel II) 도입의 영향을 중심으로』, 정책연구시리즈, 2005-16호, 한국개발연구원, 2005.

신용상, 『경기변동과 중소기업 자금조달간의 관계에 대한 연구』, 한국금융연구원, 2006. 1.

Andritzky, Jochen, John Kiff, Laura Kodres, Pamela Madrid, Andrea Maechler, Aditya Narain, Noel Sacasa, and Jodi Scarlata, "Policies to Mitigate Procyclicality," IMF Staff Position Note, SPN/09/09, May 7, 2009.

Ayuso, Juan, Daniel Pérez, and Jesús Saurina, "Are Capital Buffers Pro-cyclical?: Evidence from Spanish Panel Data," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, Issue 2, April 2004, pp.249~264.

Basel Committee on Banking Supervision(BCBS), "Enhancement to the Basel II framework," Bank for International Settlements(BIS), July 2009.

Boissay, F. and C. Kok Sørensen, "The Stabilizing Effects of Risk-Sensitive Bank Capital," ECB Working Paper Series, European Central Bank, February 2009.

Borio, C., C. Furfine, and P. Lowe, "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options," in *Marrying the Macro and Micro Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers, No. 1, March 2001, pp.1~57.

Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Martin Hellwig, Avinash D. Persaud, and Hyun Shin, "The Fundamental Principles of Financial Regulation," ICMB CEPR Geneva Reports on the World Economy 11, January 2009.

Catarinew-Rabell, E., P. Jackson and D. P. Tsomocos, "Procyclicality and the New Basel Accord: Banks' Choice of Loan Rating System," Working Paper No. 181, Bank of England, 2003.

Financial Stability Forum(FSF), "Addressing Pro-Cyclicality in the Financial System:

Taking Forward the FSF Work on Pro-cyclicality," September 2008.

Financial Stability Forum(FSF), "Report of the Financial Stability Forum on Addressing Pro-cyclicality in the Financial System," April 2009.

Goodhart, C., B. Hofmann, and M. Segoviano, "Bank Regulation and Macroeconomic Fluctuations," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 4, 2004, pp.591~615.

Gordy, M. B., B. and Howells, "Procyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease without Killing the Patient? *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 15, No. 3, 2006, pp.395~417.

Heid, Frank, "The Cyclical Effects of the Basel II Capital Requirements," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, 2007, pp.3885~3900.

Kashyap A. K. and J. C. Stein, "Cyclical Implications of the Basel II Capital Standards," *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 2004, pp.18~31.

Kim, Hyeon-Wook and Hangyong Lee, "Pro-cyclicality of Buffer Capital and Its Implications for Basel II: A Cross Country Analysis," *Korea Development Review*, Vol. 29, No. 1, Korea Development Institute, Seoul Korea, Spring 2007, pp.177~196.

Lindquist, K., "Banks' Buffer Capital: How Important is Risk," *Journal of International Money and Finance*, 2004, pp.493~513.

Pelizzon, Loriana and Stephen Schaefer, "Pillar 1 vs. Pillar 2 under Risk Management," NBER Working Paper Series, No. 11666, National Bureau of Economic Research, September 2005.

Perotti, Enrico and Javier Suarez, "Liquidity Insurance for Systemic Crises," *CEPR Policy Insight* 31, February 2009.

Repullo, Rafael, Jesus Saurina, and Carlos Trucharte, "Mitigating the Procyclicality of Basel II," in Mathias Dewatripont, Xavier Freixas, and Richard Portes (eds.), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, Centre for Economic Policy Research(CEPR), London, U.K., March 2009, pp.105~112.

Repullo, Rafael and Javier Suarez, "The Procyclical Effects of Basel II," Working Paper presented at the 9th Jacques Polak Annual Research Conference hosted by the International Monetary Fund, Washington D.C., November 2008.

Zhu, Haibin, "Capital Regulation and Banks' Financial Decisions," BIS Working Papers No. 232, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, July 2007.

제6장

# 정보비대칭하에서 은행대출의 경기순응성에 대한 분석

연 태 훈 (금융연구원)
허 석 균 (한국개발연구원)

## 제1절 서 론

2007년 7월 미국 금융시장으로부터 촉발된 혼란은 빠르게 전 세계로 확산되었고, 이로 인해 글로벌 금융시스템이 혼란에 빠져들었을 뿐 아니라, 모든 국가들이 정도의 차이는 있을지언정 공히 경기침체나 실업률 상승과 같은 총체적 경제위기상황을 경험하게 되었다. 이러한 위기상황에 대응하여, 세계 각국의 정부는 경기침체를 벗어나기 위한 다양한 정책들을 실시한 바 있으며, 다른 한편으로는 이와 같은 위기상황을 또다시 겪지 않기 위한 금융시스템 개혁에 대한 논의를 활발히 진행시키고 있다.

금번의 금융위기는 금융시장에 단순히 경쟁으로 해소할 수 없는 정보의 비대칭이 존재할 뿐 아니라, 이러한 정보비대칭성이 시장의 실패를 통해 은행대출의 경기순응성을 유발하고, 금융시스템의 불안정성을 초래할 수 있다는 점을 극명히 보여주었다. 이러한 인식은 향후 금융시스템에 대한 적절한 규제가 필요하다는 데 대한 공감대 형성의 근간을 이루고 있으며, 관련 논의의 한 복판에는 금융시스템의 불안정성을 유발하는 원인의 하나로 지목되는 은행대출의 경기순응성을 억제할 정책방향을 모색하는 과제가 자리 잡고 있음은 당연하다.

일례로 2010년 10월에 발표된 바젤은행감독위원회(BCBS)의 규제개혁 보고서는 통칭 바젤 Ⅲ로 일컬어지는 은행부문의 규제, 감독 및 위험관리 강화에 대한 포괄적 개혁의 틀과 이행절차에 대해 보고하고 있다. 우선 최저 보통주자본비율이 현행 2%에서 4.5%로 확대되고 이를 포함한 Tier 1 자본도 4%에서 6%로 확대된다. 특히 그동안 논의되어 온 완충자본제도의 도입이 명기되어 있는데, 보통주로 이루어진 손실보전 완충자본을 2.5% 그리고 보통주 또는 기타 손실흡수력이 큰 자본으로 구성된 경기대응 완충자본도 0~2.5%의 범위에서 확보하도록 규정하고 있다. 또한 이와 병행하여 보통주자본의 정의를 강화하고 트레이딩 거래나 거래상대방 신용위험에 대한 자본요구량도 증대시킴으로써 실질적으로는 규제자본의 양을 추가적으로 확대시킨 효과를 기대하고 있다. 동 보고서는 또한 레버리지에 대한 규제를 보완적으로 도입하고 있는데, 부외자산 및 파생거래를 포함하는 회계상의 명목금액에 대비하여 3% 수준의 Tier 1 자본을 보유하도록 하고 있다.

또한 동 위원회 등은 기존의 발생손실모형(incurred loss model)이 동태적 대손충당금 도입에 가장 큰 장애물이라는 판단하에 국제회계기구들에 기대손실모형(expected loss model)의 도입을 촉구하고 있다. 이와 관련하여 2010년 6월 말에는 국제회계기준위원회(IASB)의 예상손실 기준 대손충당금 적립방식과 관련한 의견서(comment letter)를 국제회계기준위원회 측에 전달하기도 하였다.

그러나 이러한 정책방향의 모색이 의미 있는 작업이 되기 위해서는 무엇보다 은행대출의 경기순응성을 발생시키는 근본 원인들에 대해 원점에서 보다 심도 깊은 점검을 수행할 필요가 있다. 원인에 대한 충분한 이해를 통해서만, 이미 국제적으로 논의되고 있는 동태적 자본금과 대손충당금 규제를 우리나라에 도입할 필요성 및 구체적 방안과 사전조치들에 대해서도 엄정한 평가가 가능하기 때문이다.

이러한 맥락에서 본 연구에서는 은행과 채권 소유자 간 그리고 은행의 기존 주주와 신규 주주 간의 정보비대칭성의 존재와 관련한 은행의 대출공급의 경기순행성에 대하여 살펴본다. 일반적으로 경제가 상대적으로 잘 진행되고 있는 동안에는 정보의 비대칭성 때문에 신용시장에서 발생한 문제들은 조용하게 쌓이기만 하다가 경기침체기에 직면했을 때

문제들이 부상하면서 어려움을 겪게 된다. 따라서 본 연구에서는 Myers and Majluf(1984)와 윤석헌・박래수(2009)에서 유도된 방법에 따라 은행의 자금조달 측면에서의 정보비대칭성을 소개한다.

물론 정보의 비대칭성은 금융기관과 차주 사이에 존재하는 것으로 가정하는 것이 보편적이다. 이런 측면에서 은행과 투자자 사이의 비대칭적 정보구조를 가정하는 본 연구가 일반적인 형태를 띠고 있다고 보기는 어렵다. 하지만 정의된 은행을 일반적인 차주(예를 들어 기업)로, 채권투자자는 은행으로 재정의하고 차주인 기업이 은행이나 주식투자자에 비하여 정보의 우위를 갖는 것으로 가정한다면 본 연구에서 제시될 모형은 경기변동에 따른 기업대출의 경기순응성을 살펴보는 것으로도 받아들여질 수 있을 것이다.

본 연구에서는 또 은행 지분의 기존 소유자들이 채권이나 주식을 구매하려는 잠재 투자자들에게 어떻게 정보 우위를 사용해 이윤을 추구하는지와 이와 같은 그들의 행위가 은행의 대출 및 자금조달 결정에 어떻게 영향을 미치는지에 대하여 살펴본다. 그런 다음, 금융규제자 문제로 시선을 이동하여 어떤 유형의 자기자본 요건이 시장의 효율성을 제고시킬 것인지에 대한 분석을 시도한다. 또한 복수의 대출 신청이 가능한 것으로 설정을 확장하고, 규제자가 위험 중립적 경제인 경우에도 은행의 포트폴리오 위험에 대해 우려해야 하는 이유를 보일 것이다.

## 제2절 선행연구

거시경제 변동은 금융시장의 순환 주기와 연관되어 있다는 것은 주지의 사실이지만, 우리는 지난 2007년의 금융위기의 발생과 전개 과정에서 이러한 사실을 다시금 확인할 수 있었다. 이번 위기를 통하여 금융시스템의 경기순응성이야말로 위기 발생의 주원인이며 향후 이를 방지할 수 있는 조치의 도입이 반드시 필요하다는 데 대하여 최종적인 합의가 이루어진 것으로 보인다. 이제 국면은 가용한 정책 후보군들 중에서 최적 대안을 골라내는 작업으로 전환되었다고 하겠다.

그럼에도 불구하고 최종적인 정책대안의 선정 직전 단계인 현시점에

서 금융부문이 경기순환에 영향을 미치는 정확한 구조에 대해 다시 한 번 우리의 이해도를 점검하고 제고시키고자 하는 작업은 여전히 필요하다고 할 것이다. 기실 이러한 노력은 심지어 최종 정책대안 혹은 정책조합이 선정된 이후에도 지속적으로 추구되어야 할 것이다. 무릇 최고의 처방은 정확한 진단이 있어야만 가능하기 때문이다.

금융시스템 자체가 경기변동을 증폭시킬 수 있고 금융 불안정 확산의 단초를 제공할 수 있다는 사실은 이미 오래전부터 알려져 있었다. 이와 관련하여 우선 이러한 불안정성 혹은 경기순응성의 근본 원인을 금융회사 혹은 금융시스템에 내재된 특성에서 찾아내고자 하는 시도가 이루어졌다. 이 중 일부 모형은 대출시장의 내생적 상황 변화가 거시경제에 대한 충격의 확산과 증폭을 가져오도록 설정되어 있다는 점에서, 소위 '금융 가속도 모형(financial accelerator model)'과 공통분모를 가진다.

대출시장에 정보비대칭성이 존재할 경우, 필요한 총대출액이 일정하다면 외부 자금조달 프리미엄은 대출자의 순자산(net worth)과 역(inverse)의 관계를 가지게 될 것이다. 경기순응적 특성을 가지는 이윤과 자산가격으로 인해 대출자의 순자산도 경기순응성을 띠게 되므로, 외부 자금조달 프리미엄은 경기역행적이 될 것이다. 그리고 이로 인하여 대출 및 그에 따른 투자, 지출과 생산의 변동성은 증폭된다(Bernanke and Gertler[1990, 1995]; Bernanke *et al.*[1996]; Bernanke *et al.*[1999] 참조. 이러한 변동의 지속성에 대해서는 Greenwald and Stiglitz[1993]를 참조). 이들 모형은 금융중개라는 개념을 공공연히 차용하지 않으면서도, 금융의 경기순응성이 가지는 고유의 특성을 명확히 보여주고 있다.

또 다른 일군의 연구들은 정보의 불완전 처리나 기회주의적 행동 등 관리자가 가지는 불완전성에 기인하는 은행대출의 변동성에 주목하고 있다. Berger and Udell(2004)이 제안하고 있는 기관기억가설(institutional memory hypothesis)은 대출과 관련하여 잠재적 문제가 발생할 가능성에 대한 은행 대출담당자의 인지능력 저하를 경기역행적 대출의 원인으로 지적하고 있다. 은행이 대출문제로 인해 한 번 심각한 곤란을 겪은 이후 시간이 지남에 따라 대출담당자들의 인지능력이 다시 저하해가면서 대출 기준도 점차 완화되며, 다음 번 불황이 돌아오게 될 때에서야 대출 관련 기준이 다시 강화되는 반복이 일어날 수 있다는 것이다. 그들은 가

설을 검증하기 위하여 1980년부터 2000년까지의 미국 개별 은행자료를 이용한 분석을 수행하였고, 해당 분석으로부터 은행이 한 번 위기를 겪고 나면 이후 시간이 지남에 따라 대출 기준이 완화된다는 가설을 지지하는 결과를 도출하였다.[1)]

혹자는 대리인들의 불완전성이 시장자료에 대한 해석 오류의 형태로 나타난다고 보기도 한다. 예를 들어 Borio *et al.*(2001)은 경기변동성 확대의 또 다른 중요한 요인으로 시간 흐름에 따른 위험의 변화, 그 중에서도 체계적(systematic) 요인에 대한 금융시장 참가자들의 부적절한 대응이라고 주장한다. 그들은 이러한 부적절한 대응이 발생하는 주요 원인으로 첫째, 위험발생을 사전적으로 예측, 사후적으로 측정하기 어렵다는 점, 둘째, 시장 참가자들이 사회적 관점에서는 차선(次善)의 방식으로 대응하려는 유인을 가지고 있기 때문이라고 주장한다(Rajan[1994]; Acharya[2009]; Acharya and Yorulmazer[2002]; Dell'Ariccia and Marquez [2006]).

앞서 언급한 연구들은 서로 간의 차이점에도 불구하고 여전히 금융시스템의 본질적 특성에 대한 우려를 다루고 있다는 점에서 공통점을 찾을 수 있으나, 다른 한편으로 은행 규제의 특성에서 경기순응성의 원인을 찾고자 하는 일련의 연구들도 존재한다. 이 중 일부는 규제 그 자체의 특성이 아니라, 규제당국이 규제권한을 오판하거나 오용함에 따라 경기순응성이 발생한다는 점에 주목하고 있다. 규제당국이 경기침체기에 감독수준 혹은 자본규제를 더욱 강화한다면 신용경색은 더욱 악화될 것이며, 경기호황기에는 정확히 반대의 결과가 나타날 것이다(Berger and Udell[2004]; Hancock *et al.*[1995]; Peek and Rosengren[1995]; Berger *et al.*[2001]).

그러나 보다 많은 연구자들은 자본규제 자체가 경기순응성의 주원인일 가능성에 주목하면서, 기존 규제를 개선하기 위한 노력으로 인해 오히려 문제가 더 악화될 가능성이 있다는 점을 설명하고 있다. 예를 들어 Goodhart *et al.*(2004)은 은행의 자기자본 요건과 같은 식의 은행자본규제는 그 자체가 본질적으로 경기순응적인 특성을 가지고 있어 경기변동

1) Minsky(1977)와 Guttentag and Herring(1984)도 유사한 맥락에서 연구를 수행하였다.

성을 증폭시킬 수 있다고 주장한다. 다른 많은 연구들도 바젤 II의 도입으로 인해 경기순응적 자본규제의 문제가 더욱 악화될 수 있다고 주장한 바 있다. 몇 가지만 예를 들자면, 우선 Segoviano and Lowe(2002)와 Borio *et al.*(2001)은 바젤 II의 이행은 은행대출의 경기순응성을 더욱 강화시킬 뿐이고, 경기변동의 진폭을 더욱 확대시킴으로써 금융안정성을 해할 가능성이 있다고 주장한다. Chami and Cosimano(2001)의 통화정책의 은행-자본 채널모형을 보다 확장시킨 Zicchino(2005)는 자산위험 가중치가 고정되어 있는 현 체제에서보다 바젤 II의 신규 자기자본제도하에서 은행 자본의 변동성이 약화될 것이라고 주장하였다. 하지만 Zicchino(2005)는 또한 바젤 II하에서는 거시경제 충격에 대한 은행대출의 반응도가 높아질 것이라는 점도 지적하였다. 예를 들어, 은행이 부정적 충격에 직면할 경우, 자산위험 가중치의 상승은 자기자본비율을 낮추고, 은행은 대출 공급을 더욱 축소할 수밖에 없게 된다. Zicchino(2005)는 은행에게 완충자본을 보유할 의무를 부과하거나, 아니면 자본규제 자체가 거시경제 요건에 따라 변동해야 할 것을 제안하고 있다.

Ayuso *et al.*(2004)는 1986년부터 2000년까지의 스페인 자료를 이용하여 경기변동과 완충자본 간의 관계를 추정하였다. 잉여자본의 여타 결정요인들을 통제하고 추정한 결과, 그들은 경기변동과 완충자본 사이에 유의한 역의 관계가 있음을 발견하였다. Ayuso *et al.*(2004)의 분석에 착안하여 김자봉・이동걸(2009)은 30개의 OECD 회원국과 아시아의 7개 비회원국의 불균형 패널 은행자료를 이용하여 완충자본의 순환패턴을 분석하였다. 그들은 경기호황 시 선진국의 완충자본비율은 상승하는 반면 개발도상국의 비율은 감소한다는 것을 발견하였다. 그들은 또 바젤 II가 도입되면서 총생산 변동성이 높아질 가능성이 개발도상국에서 더 높게 나타나기 때문에, 개발도상국은 선진국보다 더욱 신중하게 정책대응을 할 필요가 있다고 주장하였다. 그들은 이러한 차이가 발생하는 주원인으로 개발도상국의 자본시장이 충분히 발달하지 못하였다는 점을 꼽았다.

Borio *et al.*(2001)을 포함한 많은 연구들은 경기순응성에 대한 해결책으로 보완자본이나 대손충당금을 동태적으로 조정하는 방안을 제안하고 있다. Borio *et al.*(2001)은 경기침체가 시작되면서 위험이 현실화될

때 효과적인 완충기제로 작용할 수 있도록 호황이 무르익어 가는 동안에는 오히려 자본요건을 강화시켜야 한다고 주장하였다. 보다 근자에는 Repullo *et al.*(2009)이 스페인 중앙은행의 신용정보를 이용하여 바젤 II의 경기순응성을 완화시키기 위한 최선의 절차는 전체 주기상 평균 부도확률(though-the-cycle PD)을 이용하여 바젤 II 공식에 들어갈 수치의 변동폭을 줄이거나, GDP성장률에 기반한 승수를 이용하여 바젤 II 공식의 결과 수치를 완만하게 조정하는 방식이라는 점을 보였다. 또한 이들은 두 가지 방식 중에 후자가 단순성, 투명성, 기존의 관행 및 시스템과의 일관성 등을 고려할 때 보다 나은 방식이라고 주장하였다. 선행연구에서 이들은 동일한 절차가 기대손실에도 마찬가지로 적용될 수 있음을 시사한 바 있다.

Saurina(2009)는 동태적 대손충당금이 비록 전통적인 대출 사이클을 다루는 유일무이한 해결책은 아니라고 하더라도 여전히 은행 건전성을 향상시키고 은행시스템의 경기순응성을 일부라도 완화시킬 수 있도록 지원하는 값진 거시건전성 수단이라고 주장하였다. 그는 이러한 경기역행적 혹은 덜 경기순응적인 수단은 신흥국에서 중요한 건전성 도구로 활용될 수 있다고 주장하였다. Balla and McKenna(2009)는 스페인식의 방식을 미국자료에 적용하는 실증 시뮬레이션을 수행한 결과, 동태적 대손충당금이 현재의 미국 시스템과 관련된 일부 문제점들의 경우에도 완화시킬 수 있음을 발견하였다. 다만, 이들은 현재의 미국 시스템에 대해 추가적인 연구가 필요하다는 점, 스페인 방식에 대한 추가적 평가가 필요하다는 점 그리고 무엇보다 포괄적인 개혁적 접근이 필요하다는 점 등을 들어 성급한 예단은 보류하는 신중함을 보이고 있다.

## 제3절 모형의 설정과 기본 해(解)

이하에서 소개될 모형은 윤석헌・박래수(2009)의 모형을 변형한 것으로, 편의상 변수나 모수의 표기(notation)에 있어 가급적 이를 따르고자 하였다. 물론 분석의 내용에 있어서는 윤석헌・박래수(2009)와는 다음과 같은 점에서 차별화를 꾀하고자 한다. 첫째, 본 모형에서는 대출의

양적인 팽창뿐 아니라 기대 부도확률과 같은 질적 측면을 고려하는 등 대출시장의 효율성 분석을 시도한다. 둘째, 다양한 형태의 자본금 규제에 대하여 효율성 측면에서 비교를 실시하고, 경기변동주기에 따라 최적 자본금 규제의 형태가 달라질 수 있음을 논의한다. 셋째, 정보의 비대칭성이 은행의 대출이나 자금 조달행위가 단순히 경기순응적일 뿐 아니라 비대칭적 혹은 비선형적으로 움직이게 만드는 원인이 될 수 있음을 밝힌다.

## 1. 모형의 설정

다음과 같은 특성을 가진 위험 중립적 대리인들로 구성된 경제를 상정하자:

1. 시간은 $t \in \{0,1,2,..\}$와 같이 이산적(discretely)으로 정의된다.
2. 하나의 은행이 존재한다. 이 은행은 매기 $t$마다 [0,1]의 연속된 집합으로부터 임의로 추출된 대출 프로젝트를 접수한다. 이 프로젝트에는 화폐 1단위가 필요하며, 은행은 신주($E_t$) 또는 채권($D_t$)[2]을 발행하여 자금을 조달한다.

$$E_t + D_t = 1$$

3. 일단 프로젝트에 대출 1단위가 투입되면 다음 기에 이익 또는 손실이 회수된다. 포트폴리오($x$)에 대한 수익은 $[0, G_t]$ 사이에서 무작위로 (균등하게) 실현된다. $G_t$는 $t$기에 얻을 수 있는 포트폴리오의 최대 수익이다.
4. $G_t$는 다음과 같이 정상(stationary) AR(1) 프로세스를 따른다.[3]

$$G_t = \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} + \epsilon_t$$

---

2) 만기가 단기(1 period)인 채권만이 시장에서 구할 수 있는 유일한 채권이다. 채권은 은행계좌의 예금으로도 해석할 수 있다.

3) $G_t = \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} - x_{t-1} + \epsilon_t$ 로도 표현할 수 있는데, 이 경우에는 기존의 부채($x_{t-1}$)가 은행을 억압하거나 잠재 경제성장률이 감소하는 상황을 묘사한다. 여기에서 $R_{t+1}D_t$는 $x_{t-1}$에 종속되는 것으로 암묵적으로 가정하고 있다.

Bernanke and Gertler(1990)에 의거하여, (대출자로서의) 은행은 해당 프로젝트에 대한, 보다 구체적으로는 해당 프로젝트 수익의 분포에 대한 정보 우위를 가지고 있다고 가정한다. 따라서 은행과 기존 주주들은 $t$기에 $G_t$를 알게 되는 반면, 채권 또는 신주의 소유자는 해당 기에 $G_{t-1}$ (또는 $\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}$)은 알 수 있으나 $G_t$에 대해서는 알 수 없다. 따라서 다음이 성립한다.[4)]

$$E_t^{INV}[G_t]=\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G},\ \ E_t^{INV}[\epsilon_t]=0,\ \ Var_t^{INV}[\epsilon_t]=\sigma^2$$

$$E_t^{Bank}[G_t]=G_t,\qquad\qquad E_t^{Bank}[\epsilon_t]=\epsilon_t.$$

5. 포트폴리오로부터 특정 수익($x\sim U[0,G_t]$)이 실현되면, 채권 소유자는 $\min[x,R_{t+1}D_t]$를 얻게 되는 반면, 주식 소유자는 $\max[0,x-R_{t+1}D_t]$를 얻게 될 것이다.
6. 무위험이자율은 $R_{t+1}^f$이다.

이상과 같은 경제에서는 네 종류의 경제 주체가 존재한다. 은행을 가운데 두고 채무자와 신주 소유자는 기존 주주들과 상호작용하게 된다. 채무자와 신주 소유자는 $G_t$에 대한 정보를 덜 가지고 있다는 점에서 구주 소유자와는 다르다고 할 수 있다. 게다가 그들은 $G_t$에 대한 정보를 처리함에 있어서도 합리성이 떨어진다. 보다 구체적으로, 그들은 $x$가 0과 $E_t^{INV}[G_t]$ 사이에서 무작위로 (균등하게) 실현된다고 가정한다.[5)]

이와는 대조적으로 은행과 기존 주주들은 $x$가 $U[0,G_t]$에서 임의로 결정된다고 인식한다. 다시 말하자면, 은행의 목적함수는 기존 주주의 목적함수와 일치한다는 것이다. 결국 채권과 신규 주식 소유자로 이전되는 주식 간 무차익거래 조건(no-arbitrage condition)을 감안하여, 은행은 기존 주주들에 대한 현금흐름의 현재 가치를 극대화시키기 위해 대출의 제공 여부와 자금조달 방법을 선택하게 된다.

---

4) 채권 또는 신규 주식 소유자의 기댓값은 윗첨자 '*INV*'로, 은행 및 구주 소유자의 기댓값은 윗첨자 '*Bank*'로 표시하여 구분한다.

5) 이 가정은 뒤에서 도출될 결과의 정성적 측면에는 영향을 미치지 않고도 제외시킬 수 있다. 그러나 이 경우 $G_t$는 다른 방식으로 정의되어야만 한다. 예를 들어 $G_t=G_{t-1}^{\lambda}\overline{G^{1-\lambda}}\epsilon_t$와 $\ln\epsilon_t\sim N(-0.5\sigma^2,\sigma^2)$가 한 가지 방법이다. 이 경우 $E_t^{INV}[G_t]$와 $E_t^{INV}[1/G_t]$는 단순하게 표현될 수 있게 된다.

## 2. 모형의 기본 해

먼저, 부채(또는 은행이 발행한 채권)는 채권 소유자의 관점에서 다음과 같은 가치를 갖는다:

$$
\begin{aligned}
D_t R^{f_{t+1}} &= \int_{R_{t+1}D_t}^{E_t^{INV}[G_t]} R_{t+1}D_t \frac{1}{E_t^{INV}[G_t]}dx + \int_0^{R_{t+1}D_t} \frac{x}{E_t^{INV}[G_t]}dx \\
&= \frac{R_{t+1}D_t\left(E_t^{INV}[G_t] - R_{t+1}D_t\right)}{E_t^{INV}[G_t]} + \frac{(R_{t+1}D_t)^2}{2E_t^{INV}[G_t]} \\
&= R_{t+1}D_t - \frac{(R_{t+1}D_t)^2}{2E_t^{INV}[G_t]} \\
&= R_{t+1}D_t - \frac{(R_{t+1}D_t)^2}{2(\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})} \qquad (1)
\end{aligned}
$$

식 (1)은 단순히 무차익거래 원칙을 적용한 것이다. 식 (1)을 채권수익률($R_{t+1}$)에 관하여 풀면, 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$
R_{t+1} = \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{D_t}\left(1 - \sqrt{1 - \frac{2D_t {R_{t+1}}^f}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}}\right) \qquad (2)
$$

$$
R_{t+1}D_t = (\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})\left(1 - \sqrt{1 - \frac{2D_t {R_{t+1}}^f}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}}\right) \qquad (3)
$$

다음으로 신규 주식 투자자의 관점에서 $t+1$기 주식 소유자에 대한 현금흐름의 가치는 (신규 대출 신청을 허용하는 경우) 다음과 같다.

$$
\begin{aligned}
V^E(D_t; E_t^{INV}[G_t]) &= \frac{1}{R_{t+1}{}^f}\int_{R_{t+1}D_t}^{E_t^{INV}[G_t]}(x - R_{t+1}D_t)\frac{1}{E_t^{INV}[G_t]}dx \\
&= \frac{1}{R_{t+1}{}^f}\frac{1}{E_t^{INV}[G_t]}\frac{\left(E_t^{INV}[G_t] - R_{t+1}D_t\right)^2}{2} \\
&= \frac{1}{R_{t+1}{}^f}\frac{1}{(\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})}\frac{\left((\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}) - R_{t+1}D_t\right)^2}{2} \\
&= \frac{1}{R_{t+1}{}^f}\left(\frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2} - D_t R_{t+1}{}^f\right) \qquad (4)
\end{aligned}
$$

마지막 행에 나타난 결과는 식 (5)를 대입하여 도출한 것이다.

$$
D_t R_{t+1}{}^f = R_{t+1}D_t - \frac{(R_{t+1}D_t)^2}{2(\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})} \qquad (5)
$$

한편, 신규 주식 소유자의 주식지분($\alpha$)은 식 (6)과 같다.

$$
\begin{aligned}
\alpha(D_t; E_t^{INV}[G_t]) &= \frac{E_t}{V^E(D_t; E_t^{INV}[G_t])} = \frac{2(1-D_t)R_{t+1}{}^f E_t^{INV}[G_t]}{\left(E_t^{INV}[G_t] - R_{t+1}D_t\right)^2} \\
&= \frac{2(1-D_t)R_{t+1}{}^f(\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})}{\left((\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}) - R_{t+1}D_t\right)^2} \\
&= \frac{(1-D_t)R_{t+1}{}^f}{\left(\frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2} - D_t R_{t+1}{}^f\right)} \qquad (6)
\end{aligned}
$$

식 (6)에서 우리는 신규 투자자이든 기존의 주주이든 주식 투자자들은 모두 근시안적이어서, 단지 다음 기에 무슨 일이 발생할 것인가에 대해서만 신경을 쓰거나, 혹은 $t+1$기의 청산가치에 의거하여 지분을 결정한다고 가정한다.[6)]

6) 이처럼 제약적인 가정은 비록 자본규제가 존재하는 상황하에서 모형의 편리성을 유지하기 위해 채택된 것이기는 하지만, 명확한 $\alpha$의 도출에 반드시 필요한 것은 아니다. 우선 $G_t$의 AR(1) 프로세스가 단순 랜덤워크($G_{t+1} = G_t + \epsilon_{t+1}$) 혹은 백색잡음(noisy process)($G_{t+1} = \overline{G} + \epsilon_{t+1}$)에 의해 대체된다고 가정한다. 두 경우 모두 $E_t^{INV}[G_{t+1}] = E_t^{INV}[G_t]$이고 시간동차성(time-homogeneity)이 유지된다. 따라서 다음과 같이 표현할 수 있다.

앞서도 언급하였듯이, 단지 은행과 기존의 주주들만이 정확한 $G_t$의 (현재) 가치를 알고 있다. 따라서 주주들에 대한 $t+1$기 현금흐름의 정확한 (사전적) 가치는 다음과 같다.

$$V^E(D_t;G_t) = \frac{1}{R^{f_{t+1}}}\int_{R_{t+1}D_t}^{G_t}(x - R_{t+1}D_t)\frac{1}{G_t}dx$$
$$= \frac{(G_t - R_{t+1}D_t)^2}{2G_tR^{f_{t+1}}},\ G_t \geq R_{t+1}D_t \qquad (7)$$

그리고 기존의 주주들이 보유한 주식의 $t+1$기의 기대가치는 다음과 같다.[7)]

---

$$W^E(D_t;E_t{}^{INV}[G_t]) = \frac{1}{R_{t+1}{}^f}\left(\frac{E_t{}^{INV}[G_t]}{2} - D_tR_{t+1}{}^f\right) + \frac{(1-\alpha_{t+1})}{R_{t+1}{}^f}W^E(D_{t+1};E_t{}^{INV}[G_{t+1}])$$
$$= \frac{1}{R_{t+1}{}^f}\left(\frac{E_t{}^{INV}[G_t]}{2} - D_tR_{t+1}{}^f\right) + \frac{(1-\alpha)}{R_{t+1}{}^f}W^E(D_t;E_t{}^{INV}[G_t])$$

그러면 신주 소유자의 관점으로 $t$기에 주식 소유자의 미래 현금흐름에 대한 현재가치( $W^E$)는 다음과 같다.

$$W^E(D_t;E_t{}^{INV}[G_t]) = \left(\frac{1}{R_{t+1}{}^f - (1-\alpha)}\right)\left(\frac{E_t{}^{INV}[G_t]}{2} - D_tR_{t+1}{}^f\right)$$

그리고 신주 구입자가 주장하는 지분($\alpha$)은 아래와 같이 된다.

$$\left(\frac{1}{R_{t+1}{}^f - (1-\alpha)}\right) = \frac{E_t}{\left(\frac{E_t{}^{INV}[G_t]}{2} - D_tR_{t+1}{}^f\right)} \Rightarrow \alpha = \left(\frac{E_t{}^{INV}[G_t]}{2} - D_tR_{t+1}{}^f\right)\frac{1}{E_t} - (R_{t+1}{}^f - \alpha)$$

기존 AR(1) 프로세스가 $G_{t+1} = G_t + \epsilon_{t+1}$ 또는 $G_{t+1} = \overline{G} + \epsilon_{t+1}$의 볼록결합(convex combination)임을 상기하자. 이 경우 $G_{t+1} = \lambda G_t + (1-\lambda)\overline{G} + \epsilon_{t+1}$에 대하여

$$W^E(D_t;E_t{}^{INV}[G_t]) = \frac{1}{R_{t+1}{}^f - 1}\left(\frac{\lambda G_t + (1-\lambda)\overline{G}}{2} - D_tR_{t+1}{}^f\right) \quad \text{와}$$

$$\alpha = \left(\frac{E_t{}^{INV}[G_t]}{2} - D_tR_{t+1}{}^f\right)\frac{1}{E_t} - (R_{t+1}{}^f - \alpha) \quad \text{는 유지된다.}$$

7) 이러한 근시안적 시각도 배제시킬 수 있는데, 이 경우 기존 주주가 소유한 주식의 ($t+1$기에서의 청산가치가 아닌) 공정가치(fair value)는 다음과 같이 바뀌게 된다.

$$(1-\alpha_t)V^E(D_t;G_t) = (1-\frac{2(1-D_t)R_{t+1}{}^f}{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}-2D_tR_{t+1}{}^f})\frac{(G_t-R_{t+1}D_t)^2}{2G_tR_{t+1}{}^f} \quad (8)$$

이제 은행은 기존 주주의 이익을 극대화한다고 가정하고, 다음과 같이 $D_t$의 선택에 대한 최대화 문제를 풀 수 있다.

$$V^* = \max_{D_t}(1-\alpha_t)V^E(D_t;G_t) = \max_{D_t}(1-\frac{2(1-D_t)R_{t+1}{}^f}{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}-2D_tR_{t+1}{}^f})\frac{(G_t-R_{t+1}D_t)^2}{2G_tR_{t+1}{}^f} \quad (9)$$

내부 해를 가정하면, 일계조건으로부터 $D_t$에 대해 명시적 해(explicit closed form solution)를 구할 수 있다.

$$D_t^* = \frac{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}}{2R_{t+1}{}^f}\left(1-\left(\frac{2(G_t-\lambda G_{t-1}-(1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}}\right)^2\right) \quad (10)$$

한편, 채권을 통한 자금조달금액($D_t^*$)은 다음과 같은 특성을 보인다:[8]

(1) $|\epsilon_t|=|G_t-\lambda G_{t-1}-(1-\lambda)\overline{G}|$가 증가함에 따라 $D_t^*$는 감소한다.
물론 현재의 경기상황이 신규 채권 및 주식 구매자의 기대를 상회할수록($\epsilon_t>0$), 정보의 격차($|\epsilon_t|$)는 더 벌어지게 되며, 기존 주주들은 당연히 채권을 통한 재원조달을 선호하게 된다.[9] 하지만 이와 같이 $\epsilon_t>0$이 실현되는 상황이 경기 상승국면($E^{INV}[G_t]=\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}$이 증가하는 상황)과 대체로 일치한다는 점에서 아래 (2)의 설명과 관련되어 있다. 반면, $D_t^*$는 또 정보의 갭이 벌어지거나 음수($\epsilon_t<0$)일수록 감소하게 된다. 이는 거대한 부정적 충격이 발생하면 기존 주주들이 다음 기에 급부를 수령할 가능성이 낮아지기 때문이다. 따라서

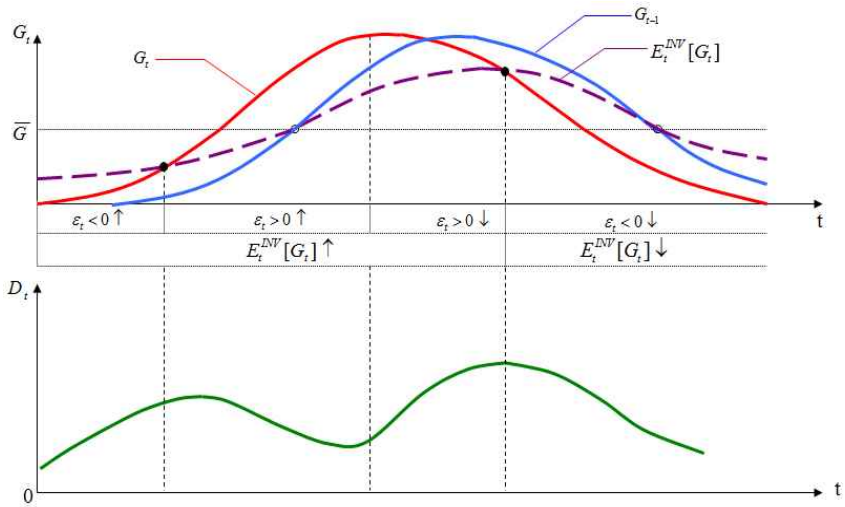
---

$$(1-\alpha)W^E(D_t;G_t) = \frac{(1-\alpha)}{R_{t+1}{}^f}\frac{(G_t-R_{t+1}D_t)^2}{2G_tR_{t+1}{}^f} + \frac{(1-\alpha)}{R_{t+1}{}^f}W^E(D_{t+1};E_t{}^{Bank}[G_{t+1}])$$
$$= \frac{(1-\alpha)}{R_{t+1}{}^f}\frac{(G_t-R_{t+1}D_t)^2}{2G_tR_{t+1}{}^f} + \frac{(1-\alpha)}{R_{t+1}{}^f}W^E(D_{t+1};\lambda G_t+(1-\lambda)\overline{G})$$

8) 전체 문제 및 그 시사점은 정보비대칭하에서의 은행과 대출자 사이의 대출공급 문제에 비슷하게 적용될 수 있다.

9) 또한 기존 주주들은 신규 자본 조달로 인한 희석효과(dilution effect)에 대해서도 우려한다.

[그림 6-1] 경기변동과 부채조달 비율




주식을 통한 자금조달 비중을 높여 부정적인 충격이 가져오는 부담을 신규 주식 투자자들을 이용하여 희석시키고자 할 유인이 존재한다.

(2) 경기침체기(즉, $\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}$ 가 작은 경우)에는 주식을 통한 자금조달이 선호($D_t^*$가 작아짐)되고, 호황기에는 채권을 통한 자금조달이 선호된다.

(3) (1)과 (2)를 결합하면, $D_t^*$가 경기에 따라 어떻게 변동하는지를 알 수 있다. [그림 6-1]은 부채를 통한 자금조달 비율이 전체적으로 경기순응적인 경향을 띠나 전체 경기보다 주기가 짧은 소파동[10]을 포함하게 됨을 보여준다. 일차적으로 이와 같은 패턴은 부채조달의 경기순응성이 $D_t^*$가 가지는 쌍봉(twin peak) 주기로 인하여 전체 경기변동주기하에서 확인이 어려울 가능성을 배제하기 힘듦을 시사한다(비선형성). 또한 부채를 통한 재원조달이 경기 하강이 일정 정도 지속된 후

10) 이 소파동은 $|\epsilon_t|=\left|G_t-\lambda G_{t-1}-(1-\lambda)\overline{G}\right|$의 주기가 통상적인 경기 사이클의 절반인 데 기인한 것이다([그림 6-1]의 위 그림 참조). 반면, 전반적인 경기순응적인 모습은 $\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}$이 경기 사이클과 일정 시차를 둘지언정 궁극적으로는 쫓아가는 데 기인한 것이다.

($E^{INV}[G_t] = G_t$)에서야 최고점에 달한다는 점에서 경기 후퇴에 따른 금융부실의 빠른 가속화(혹은 가시화) 현상(비대칭성)을 일정 부분 설명할 수 있다.

다른 방정식들에 $D_t^*$의 명시적 해를 대입하면 기존 주식의 가치, 신규 주식 발행의 규모 및 비중, 균형에서의 채권수익률과 같은 나머지 주요 변수들에 대한 현시적 폐쇄형 해를 구할 수 있다.

$$V^* = \frac{(R_{t+1}{}^f - \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2})(\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})}{4G_t R_{t+1}{}^f (G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}$$

$$E_t{}^* = 1 - D_t{}^* = 1 - \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2R_{t+1}{}^f}\left(1 - \left(\frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)^2\right)$$

$$R_{t+1}{}^* = 2R_{t+1}{}^f \frac{\left(1 - \frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)}{\left(1 - \left(\frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)^2\right)} = \frac{2R_{t+1}{}^f}{\left(1 + \frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)} \quad (11)$$

$$\alpha_t{}^* = \frac{\frac{R_{t+1}{}^f - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{2} + \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2}\left(\frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)^2}{\frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2}\left(\frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)^2}$$

$$= 1 - \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} - R_{t+1}{}^f}{(\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})\left(\frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)^2}$$

**명제 1**. *은행이 신규 투자 프로젝트에 대한 대출을 결정하는 필요충분 조건은* $V^* > 0$ *이다.*

증명) 은행은 기존 주주들의 자산가치를 최대화한다. 기존 주주들은 대출 제안을 받아들일지 그리고 받아들인다면 자금 조달은 어떻게 할지를 결정할 권리를 가지고 있다. 또한 기존 주주들은 전 과정에 걸쳐 어떠한 추가적인 비용도 지불할 필요가 없다. 따라서 이들은 $V^*$의 부호에 따라

대출과 관련한 결정을 내리게 될 것이다.[11] ■

**명제 2.** *전술한 경제에서 대출공급은 비효율적이며 경기변동과의 사이에 위상차(phase difference)가 존재한다.*[12]

증명) 식 (11)로부터 $V^* > 0$의 필요충분조건은

$R_{t+1}^f > \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2} \wedge \quad \epsilon_t > 0 (G_t > \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})$ 이거나,

$R_{t+1}^f < \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2} \wedge \quad \epsilon_t < 0 (G_t < \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})$인 경우이다.

은행과 자산(채권 또는 주식) 구입자들 사이에 정보비대칭이 없다고 가정하면, $\frac{1}{2} G_t > R_{t+1}^f$는 효율적인 대출공급의 필요충분조건이다. 이는 정보비대칭이 없고 경제 주체들이 위험 중립적이라고 가정하는 경우 사업의 기대수익률($G_t/2$)이 무위험자산의 수익률($R_{t+1}^f$)보다는 높은 경우에만 대출 혹은 투자를 결정하는 것이 바람직하기 때문이다. 하지만 위의 부등식들은 항상 $\frac{1}{2} G_t > R_{t+1}^f$를 만족하지 않는다. 따라서 이 경제에서 신용공여가 효율적으로 이루어지고 있다고 볼 수 없다.

한편, 대출공급의 주기성과 관련하여 다음의 [그림 6-2]는 앞선 $D_t^*$의 경우와 유사한 방식으로 대출공급과 경기변동을 비교하여 보여주고 있다. [그림 6-2]에서 보는 바와 같이 대출공급 변동이 경기보다 더 짧은 변동주기를 가진다. ■

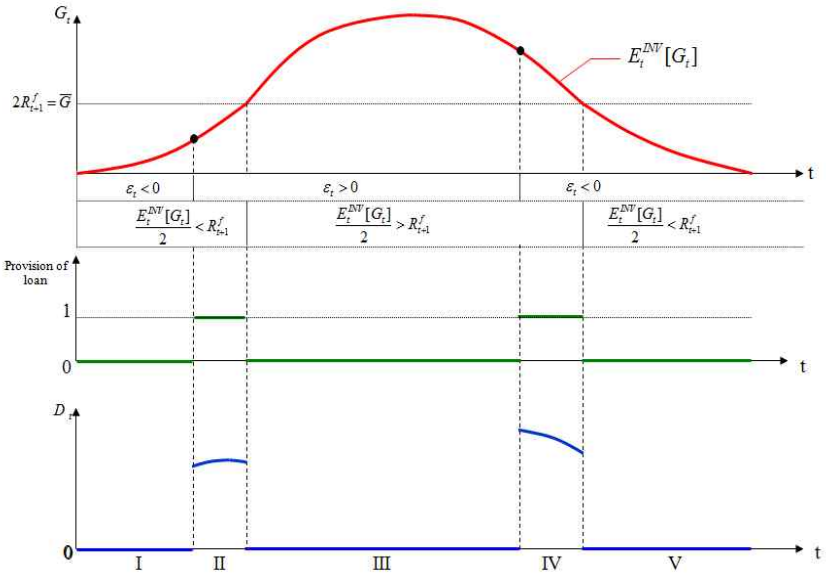
보다 구체적으로, 이 경제에서는 경기가 한번 순환하는 동안 대출은 두 구간에 걸쳐 발생하게 된다(그림 6-2 참조). 구간 II에서의 대출공급은 빠른 경기회복에 기여한다는 점에서 바람직하다고 할 수 있다. 그러나 구간 IV에서의 대출공급은 (후에 그림 6-3에서도 보이겠지만) 대출의 구성요인들이 그다지 바람직하지 않기 때문에 문제의 소지를 가진다.

---

11) 모형의 설정상, $\alpha_t > 1$이 아닌 한 $V^* < 0$은 나타날 수 없다. 다시 말하면 $\alpha_t > 1$는 절대로 은행에게 유익하지 않은 대출신청의 경우에만 발생한다.

12) [그림 6-2] 참고.

[그림 6-2] 경기변동과 대출공급[13) 14)]




또한 [그림 6-2]의 세 번째 그림은 부채로 자금조달하는 경우의 크기를 보여준다는 점에서 부채 자금조달의 비중을 나타내는 [그림 6-1]의 두 번째와 구분된다. [그림 6-1]과 [그림 6-2]를 비교해 보면 대출시기인 II기와 IV기가 상대적으로 기업의 부채를 통한 조달 비중이 높다. 따라서 Myers and Majluf(1984)에서 언급하고 있는 바와 같이 기업이 자본구조(capital structure)를 선택함에 있어 부채조달(debt financing)을 자기자본(equity financing)보다 선호하는 일종의 위계적 선호관계(pecking order)가 나타나는 것으로 보인다.[15)]

---

13) 분석의 간결성을 위해 앞으로는 $\overline{G} = 2R_{t+1}^f$가 성립한다고 가정한다. $\overline{G} \neq 2R_{t+1}^f$인 사례, 그리고 이러한 사례가 가지는 통화정책에 대한 시사점은 부록 A에서 다룰 것이다.

14) 세 번째 그림은 부채로 자금조달하는 경우의 (비중이 아닌) 크기를 보여주는 것으로써 [그림 6-1]의 두 번째 그림과는 다르다.

15) 하지만 이 결과를 Myers(1977)에서와 같이 과도차입에 의한 투자 결정 왜곡의 문제(debt overhang)로까지 확장할 수는 없을 것으로 보인다. 이는 기본적으로 본 모형에서 상정하는 시계가 1기간(2시점) 모형으로 금기의 부채는 다음 기의 신규 투자 결정 전까지 해결되어야 하기 때문이다. 이러한 가정의 제약으로 인해 본 모형에서는 기존의 부채부담이 새로운 투자 결정에 영향을 미치는 상황(debt overhang)이 발생하지 않는다.

한편, 은행의 대출관행이 가지는 효율성은 신용공여 승인 결정이 사전적으로 효율적일 확률과 신용공여 기각 결정이 사전적으로 비효율적일 확률을 살펴봄으로써 검사할 수 있다.[16]

(1) 대출이 승인된 프로젝트가 사전적으로 효율적일 확률[17]

$$\Pr[0.5G_t > R_{t+1}^{\ f} \mid loan > 0] = 2 - 2\Phi\left(\frac{2R_{t+1}^{\ f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{\sigma}\right) < 1, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\ f} > \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}$$

$$\Pr[0.5G_t > R_{t+1}^{\ f} \mid loan > 0] = 1 - 2\Phi\left(\frac{2R_{t+1}^{\ f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{\sigma}\right) < 1, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\ f} < \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}$$

(2) 대출이 기각된 프로젝트가 사전적으로 비효율적일 확률[18]

$$\Pr[0.5G_t \le R_{t+1}^{\ f} \mid loan = 0] = 0, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\ f} < \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}$$

$$\Pr[0.5G_t \le R_{t+1}^{\ f} \mid loan = 0] = 1, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\ f} > \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}$$

[그림 6-3]은 경기변동에 따라 어떻게 이 확률들이 변동하는지를 보여준다. (그림 6-3의 (1)과 (2)에서) 점선으로 표시된 부분은 은행이 대출을 공급한 시기이다.[19] 왼쪽 점선 부분은 불황으로부터 경기가 회복되는 기간인데, 이 기간에는 승인된 대출이 사전적으로 효율적인 프로젝트일 확률은 증가하고, 사전적으로 비효율적인 모든 프로젝트는 기각된다. 이 기간 동안 대출 행위와 관련해서는 거의 문제가 발생할 여지가 없다.

반면, 경기가 정점을 지난 후인 오른쪽 점선 부분에서는 승인된 대출 프로젝트가 사전적으로 효율적일 확률은 감소하고, 기각된 대출이 사전적으로 비효율적일 확률은 0이다. 이는 경기가 불황으로 접어들기 직전에는 실제 불황을 경험하는 경기순환 후반부에서 은행의 건전성을 위협할 수 있는 부실대출 비중이 증가할 수도 있다는 것을 의미한다.

---

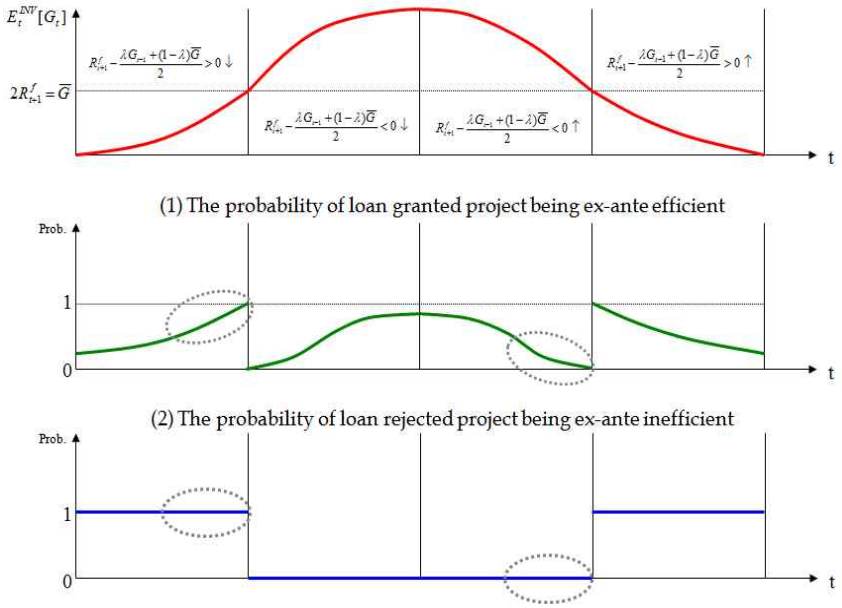
16) 이 대신 사전적으로 효율적인 프로젝트가 거절당하거나 사전적으로 비효율적인 프로젝트가 채택될 확률을 검토해 볼 수도 있다. 하지만 그 결과는 본 연구에서 이루어지고 있는 분석과 정확히 대칭적인 모습이 될 것이다.

17) $\Pr[0.5G_t \le R_{t+1}^{f} \mid loan > 0] < 1$은 부도위험(또는 연체위험)과 유사하다. 이러한 특징으로 인해 부도위험이 경기역행적이라는 것은 쉽게 확인될 수 있다.

18) 은행으로부터 대출을 받는 것이 얼마나 용이한가를 측정하는 $\Pr[loan = 0 \mid 0.5G_t > R_{t+1}^{f}]$은 베이지안 정리(Bayes' theorem)을 적용하여 계산할 수 있다.

19) 경기변동에 따른 대출공급과 관련해서는 [그림 6-3]을 참고.

[그림 6-3] 경기변동과 신용공여의 효율성 기준




**<Box I> 예금보험제도의 도입**

예금보험제도가 존재할 경우, 위의 논의 내용들은 모두 다음과 같이 바뀐다.

첫째, 자금조달 방정식은 $E_t + D_t = 1 + q_t D_t$로 바뀐다. 예금보험에 대한 프리미엄($q_t$)은 경기변동에 따라 변화하는데, 보험 공급자의 우발적 지불에 대한 기대 현재가치와 동일하게 설정되어야 한다.

둘째, 예금의 100%가 보호된다고 가정하면, 사전 확정 채권수익률은 무위험이자율과 동일한 값으로 하락한다($R_{t+1} = R_{t+1}^f$).

셋째, 예금액(또는 부채발행액) $D_t$에 대한 신주 보유자의 지분의 민감도가 하락할 것이다. 따라서 예금보험제도가 존재할 경우 기존 주주들은 희석효과에 대해 덜 우려하게 될 것이고, 주식을 통한 자금조달 경향이 증가할 것이다.

$$\alpha_t(D_t; E_t^{INV}[G_t]) = \frac{2(1-(1-q_t)D_t)R_{t+1}{}^f(\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G})}{\left((\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}) - R_{t+1}D_t\right)^2}$$

## 제4절 규제당국의 자본규제 결정: 경기순응 대 경기역행

앞에서 보인 바와 같이 정보의 비대칭이 없는 상황에서는 사회적 최적이 달성된다. 달리 표현하자면, 대출 프로젝트가 무위험이자율보다 높은 기대수익률을 가지고 있을 때($\frac{1}{2}G_t > R_{t+1}^f$)마다 대출이 이루어진다. 이제 본 절에서 우리는 자본에 제약조건을 부여하고, 정보의 비대칭성이 존재하는 경제에서 이러한 제약조건이 효율성을 개선하는지를 살펴본다.

다음은 기존 주주의 최대화 문제이다. 여기서 최대화 문제는 ($E_t = 1 - D_t \geq k_t$와 같이) 최소 자기자본비율의 제약을 받는다고 가정한다.[20]

$$V^{**} = \max_{D_t}(1-\alpha_t)V_t^E(D_t;G_t) = \max_{D_t}\left(1 - \frac{2(1-D_t)R_{t+1}^f}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} - 2D_t R_{t+1}^f}\right)\frac{(G_t - R_{t+1}D_t)^2}{2G_t R_{t+1}^f}$$
$$E_t = 1 - D_t \geq k_t \tag{12}$$

그러면 $D_t$의 현시적 폐쇄형 해는 식 (13)과 같이 구해진다.

$$D_t^{**} = \min\left[1-k_t, \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2R_{t+1}^f}\left(1 - \left(\frac{2(G_t - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})}{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}\right)^2\right)\right] \tag{13}$$

위의 최대화 문제에 이 해를 대입하면 기존 주주의 기대수입에 대해서도 명시적 해를 얻을 수 있다.

최소 자기자본비율의 제약이 없는 제3절의 경우와 비교하면, 모형의 설정상 $V^* \geq V^{**}$가 성립한다는 사실을 쉽게 확인할 수 있다. 다른 한편으로 최소 자기자본비율 제약이 없는 제3절의 경우는, 기존 주주들이 나머지 참가자들로부터 자신이 받아야 할 자격이 있는 것보다 더 많은 것을 받아냄으로써 사회적으로 바람직한 자금조달 및 대출 결정에서 이탈하게 된다는 점에서 비효율적이다. 이러한 맥락에서 $E_t$에 대한 최소비

20) 레버리지 비율에 대한 한도(ceiling) 부여로 인식하여도 무방하다.

율($k_t$) 부과의 이론적 근거를 살펴볼 필요가 있다.

우선, $k_t$가 최소 자기자본비율이 제약력을 가지는 수준이라고 가정하면, 전술한 최대화 문제는 $D_t^{**}=1-k_t$로 단순화된다.[21]

이제 $\frac{1}{2}G_t > R_{t+1}^f$이 $V^{**}>0$가 성립하기 위한 필요충분조건인지를 확인해 보도록 하자. $V^*$의 경우에서와 마찬가지로, 신규 대출이 이루어진다는 것은 $V^{**}>0$가 성립하기 위한 필요충분조건이 된다.

그렇다면 효율성은 어떠한가? 최소 자기자본비율이 강제되면 은행은 사회적으로 보다 바람직한 방향으로 대출해 줄 가능성이 높아지는가? 이 질문에 대한 대답은 식 (14)로부터 얻을 수 있다.

$$V^{**}=\left(\frac{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}-4k_tR_{t+1}{}^f}{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}-2k_tR_{t+1}{}^f}\right)\frac{\left(G_t-(\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G})\left(1-\sqrt{1-\frac{2k_tR_{t+1}{}^f}{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}}}\right)\right)^2}{2G_tR_{t+1}{}^f} \tag{14}$$

위와 같이 $V^{**}$를 표현한 식 (14)를 살펴보면, $\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}> 4k_tR_{t+1}^f$이 $V^{**}>0$이 성립하기 위한 필요충분조건임을 알 수 있다.[22]

[그림 6-4]와 [그림 6-5][23]는 경기변동에 따른 대출공급과 부채조달 추이를 보여준다. 두 경우 모두 부채조달의 양은 점선보다 줄어들게 됨을 확인할 수 있다. [그림 6-5]는 [그림 6-4]와 자기자본비율 규제가 도입되면 대출의 수익성이 사라지거나 대출 승인이 나지 않는 상황이 존재할 수도 있다는 점에서 차이를 나타낸다.

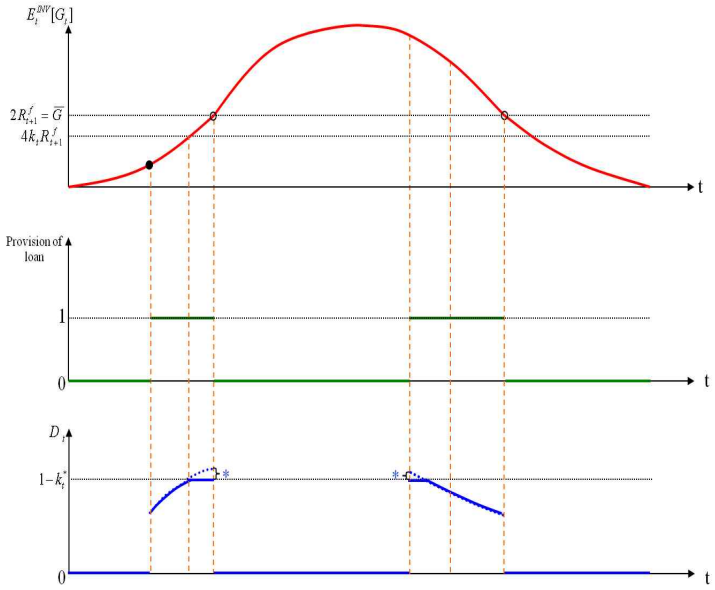
이제 우리는 $\frac{1}{2}G_t > R_{t+1}^f$가 $V^{**}>0$이 성립하기 위한 필요충분조건이 되는 상황을 보장해 주는 적절한 형태의 $k_t$가 존재하는지 여부를 확인해보고자 한다. 가장 명백한 해는 $k_t^*=\frac{\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}}{2G_t}$이며, 여기서 $k_t^*$는

21) [그림 6-2]를 참조하면, 경제가 회복되기 시작하거나 정점을 지난 직후에 최소 자기자본비율이 구속력을 가질 가능성이 가장 높다는 사실을 확인할 수 있다.

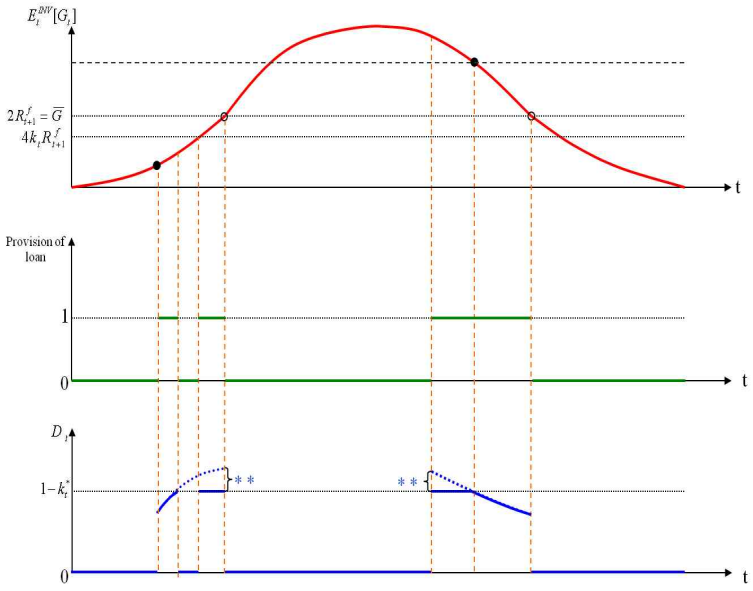
22) $V^{**}$를 나타내는 식에 허수(imaginary number)가 나타나지 않도록 $\lambda G_{t-1}+(1-\lambda)\overline{G}\leq 2k_tR_{t+1}^f$의 경우는 제외하였다.

23) 두 그림 모두 편의상 자기자본비율이 $\hat{k}_t=\delta\overline{G}$, $\delta>0$으로 고정되어 있으며 $R_{t+1}^f=\overline{G}$으로 설정한 경우를 상정하고 있다.

[그림 6-4] 자기자본비율이 일정한 경우의 경기변동과 신용공여 I




[그림 6-5] 자기자본비율이 일정한 경우의 경기변동과 신용공여 II



$G_{t-1}$과 $\overline{G}$뿐 아니라 $G_t$의 함수여야 함을 확인할 수 있다:

$k_t^*$가 구속력이 있을 때, $\Pr[0.5G_t > R_{t+1}^f | loan > 0] = 1$ 그리고

$$\Pr[0.5G_t \leq R_{t+1}^f | loan = 0] = 1,$$

$k_t$가 다른 형태를 취한다고 가정하면 어떠한 변화가 발생할까? 사실 $t$기에 금융규제당국이 실제 $G_t$값을 알고 있다고 가정할 이유는 없다. 따라서 $G_t$에 대한 여타 정보들을 대체하는 자기자본비율 규칙을 고안하는 것이 보다 실용적일 것이다. 다음의 예시는 이 질문에 대한 답을 제공한다.

**예시 1.** 경기역행적($k_t^{**}$) 대 경기순응적($k_t^{***}$) 자기자본비율

$$k_t^{**} = \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2\overline{G}} = \frac{1}{2}\left(\lambda \frac{G_{t-1}}{\overline{G}} + (1-\lambda)\right)$$

$$k_t^{***} = \frac{\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2G_{t-1}} = \frac{1}{2}\left(\lambda + (1-\lambda)\frac{\overline{G}}{G_{t-1}}\right)$$

$k_t^{**}$와 $k_t^{***}$의 상대적 우수성은 $k_t^*$와의 비교를 통해 확인할 수 있다. [그림 6-6]의 위쪽 그림은 경기변동 $G_t$와 전기값 $G_{t-1}$ 그리고 신규투자자의 $G_t$에 대한 기댓값($E_t^{INV}[G_t]$)을 보여준다. 아래 그림에는 이를 바탕으로 전술한 세 가지 자기자본비율 규칙의 궤적을 표시하였다. 아래 그림을 통해 (1) $k_t^*$와 $k_t^{***}$가 경기순응적인 반면, $k_t^{**}$는 경기역행적이고, (2) $k_t^*$가 $k_t^{***}$를 선행하며, (3) $k_t^{**}$는 호황기에 구속력을 가지는 경향이 있음을 확인할 수 있다.[24]

$k_t^*$가 사회적 최적에 도달해도 이로 인해 경기역행성이 발생하는 것은 아니다. 경기순응적 모양을 띠고는 있지만, $k_t^*$가 사회적 최적을 달성하는 것은 경기변동보다 앞서 움직이는 특성 때문에 발생하는 것으로 사료된다. 그러나 금융규제당국이 실제 $G_t$를 관측하는 것은 불가능하기 때문에 어차피 이러한 사회적 최적점은 실현될 수 없다.

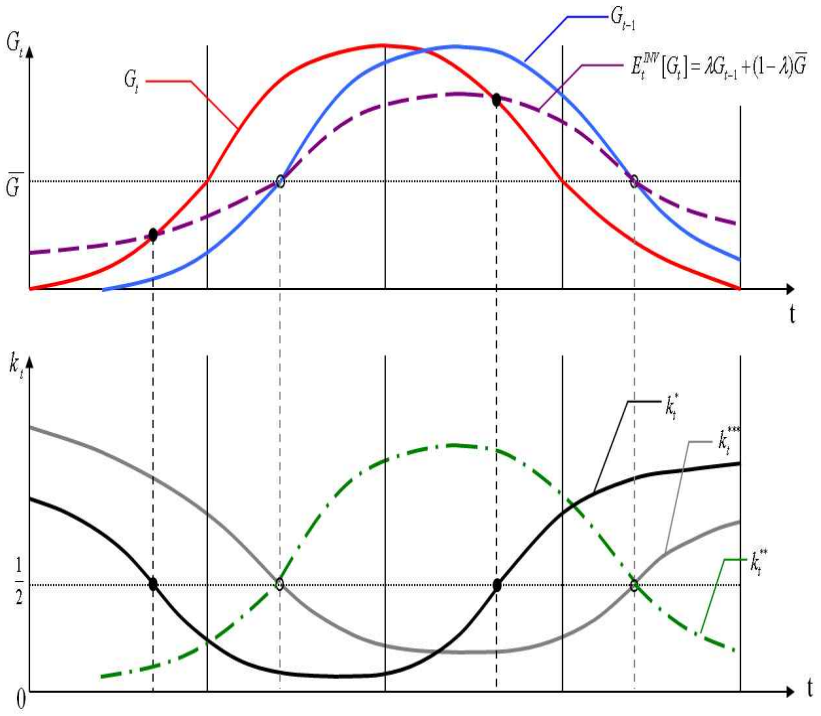
24) 마찬가지로 대부분의 동태적 자기자본비율 제도들도 경기호황 시에 구속력을 가진다.

이와는 대조적으로 $k_t^{**}$가 경기대응적으로 움직이는 반면, $k_t^{***}$는 시차를 두고 경기변동을 뒤따른다. 신용공여는 구속력을 가지는 $k_t^{**}$하에서는 $\overline{G} > (\leq) 2R_{t+1}^f$이 성립하는가, 구속력을 가지는 $k_t^{***}$하에서는 $G_{t-1} > (\leq) 2R_{t+1}^f$이 성립하는가의 여부에 따라 결정된다. 이에 더하여 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\Pr[0.5G_t > {R_{t+1}}^f \mid loan > 0] = 1 - \Phi\left(\frac{2{R_{t+1}}^f - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{\sigma}\right)$$

$$\Pr[0.5G_t \leq {R_{t+1}}^f \mid loan = 0] = \Phi\left(\frac{2{R_{t+1}}^f - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{\sigma}\right)$$

[그림 6-6] $k_t^*$, $k_t^{**}$와 $k_t^{***}$의 비교[25]




25) $k_t^*$, $k_t^{**}$ 그리고 $k_t^{***}$가 1보다 클 때는 구속력을 갖지 않는다.

따라서 지속성을 나타내는 매개변수(persistence parameter) $\lambda$의 크기에 따라 $k_t^{**}$와 $k_t^{***}$에 대한 선호가 달라지게 된다. 예를 들어 $\lambda > 1-\lambda$ (지속적이거나 주기가 긴 경기변동)인 경우, $k_t^{***}$가 $k_t^{**}$보다 선호된다. 반대로 $\lambda \leq 1-\lambda$(덜 지속적이거나 주기가 짧은 경기변동)인 경우, $k_t^{***}$보다 $k_t^{**}$가 선호된다.

직관적으로 말하자면, 이와 같은 결과는 경기변동주기가 긴 경우에는 $k_t^{***}$와 같이 시차를 둔 정보에 근거한 경기순응적 지표가 $k_t^{**}$와 같은 경기대응적(혹은 역행적) 지표보다 우수한 결과를 가져올 수 있다는 점을 시사한다. 이러한 환경에서는 $k_t^{***}$가 $k_t^{**}$보다 최적의 $k_t^*$에 더 가깝다. 마찬가지로 경기변동주기가 짧은 경제에서는 경기대응적 수단인 $k_t^{**}$가 $k_t^{***}$보다 최적의 $k_t^*$와 더 유사하기 때문에 경기순응적 수단보다 더 나은 결과를 가져올 수 있게 된다.

이와 같은 비교 결과는 선진국에 비하여 개발도상국가의 경기변동주기가 짧은 점을 감안할 때, 경기대응적인 자본규제가 개발도상국가의 금융감독에 있어 보다 유용할 정책수단임을 시사한다.

**예시 2.** 불변 자기자본비율: $\hat{k_t} = \delta\overline{G}$

이 경우, $\lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} > 4\delta\overline{G}R_t^f$에 따라 신용공여가 결정되므로, 다음과 같이 정의하는 것이 가능하다.

$$\Pr[0.5G_t > {R_{t+1}}^f \mid loan > 0] = 1 - \Phi\left(\frac{2{R_{t+1}}^f - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{\sigma}\right) \geq 1 - \Phi\left(\frac{2{R_{t+1}}^f (1-2\delta\overline{G})}{\sigma}\right)$$

$$\Pr[0.5G_t \leq {R_{t+1}}^f \mid loan = 0] = \Phi\left(\frac{2{R_{t+1}}^f - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{\sigma}\right) \leq \Phi\left(\frac{2{R_{t+1}}^f (1-2\delta\overline{G})}{\sigma}\right)$$

따라서 $\delta$가 증가할수록 $\Pr[0.5G_t > R_{t+1}^f \mid loan > 0]$은 더 커지고 $\Pr[0.5G_t \leq R_{t+1}^f \mid loan = 0]$은 점점 작아진다.

**<Box II> 후순위 채권(subordinate bonds) 포함**

상기 모형에 후순위 채권을 도입한다면 결과는 어떻게 달라질 것인가의 문제를 살펴보자. 결론적으로 후순위 채권의 포함은 후술할 내용을 제외하고는 결과의 질적인 측면에 큰 변화를 가져오지는 않는다. 첫째, 은행은 경기호황이 시작되기 직전에 일반 채권과 후순위 채권을 보다 많이 발행할 것이다. 그러나 은행은 이 중 일반 채권을 후순위 채권보다 더 선호할 것이다. 후순위 채권의 경우 청산 우선권이 낮아 위험 프리미엄이 높기 때문이다.

다음으로, 바젤 II하에서는 후순위 채권이 자본의 범주에 속하기 때문에 후순위 채권이 존재하는 경우 최소 자기자본비율 규제의 효과가 약화된다는 점도 흥미로운 사실이다. 후순위 채권으로 주식을 대체함으로써 은행은 자기자본비율 규제를 위반하지 않으면서도 주식을 통한 자금조달 비중을 줄일 수 있다. 이는 은행부문의 안정성 지표로 예대비율이 널리 활용되고 있는 이유를 설명해 준다. 예대비율과 자기자본비율이 함께 사용되면 후순위 채권의 과도한 발행을 억제할 수 있다.[26]

## 제5절 모형의 확장: 복수(multiple) 대출의 도입

본 절에서는 은행의 자산 측면에서의 규제와 관련된 주제들에 초점을 맞춘다. 이를 위하여 은행이 매기마다 $n$개의 대출신청을 받는다고 가정하자. 그러면 은행은 외생적으로 주어진 $n$개의 대출신청을 가지고 대출 포트폴리오를 구성할 수 있다. 대출의 전체 가치는 표준화를 위해 1을 넘지 않는다고 가정하자. 그러면 대출 포트폴리오의 현금흐름 ($G_t \equiv \sum_{i=1}^{n} \omega_i Z_{i,t}$)은 식 (15)와 같이 나타낼 수 있다.

26) 여기서 우리는 일반 채권은 예금과 동일하며, 후순위 채권은 모든 비예금 자금조달 수단이라고 가정한다.

$$
\begin{aligned}
&Z_{i,t} \equiv \lambda Z_{i,t-1} + (1-\lambda)\overline{G} + \eta_{i,t} \\
&\Rightarrow G_t = \sum_{i=1}^{n} \omega_i Z_{i,t} = \lambda \sum_{i=1}^{n} \omega_i Z_{i,t-1} + (1-\lambda)\overline{G} + \sum_{i=1}^{n} \omega_i \eta_{i,t} \\
&\Rightarrow G_t = \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} + \varepsilon_t, \\
&G_t \equiv \sum_{i=1}^{n} \omega_i Z_{i,t}, \varepsilon_t \equiv \sum_{i=1}^{n} \omega_i \eta_{i,t}, \eta_t \equiv (\eta_{i,t})_{i=1}^{n} \sim N(0, \Sigma) \\
&\omega \equiv (\omega_1, \quad \omega_2, \quad ..., \quad \omega_n)', \sigma_t^{\,2} \equiv \omega' \Sigma \omega, \omega' \underline{1} = 1
\end{aligned}
\tag{15}
$$

복수의 대출이 가능한 경우도 단일 대출의 문제로 단순화시키는 것이 가능하기 때문에, 사전적으로 효율적인 기회에 대해 대출이 이루어졌는가 그리고 사전적으로 비효율적인 기회에 대해서는 대출이 기각되었는가의 확률로 나타낸 효율성 기준들이 식 (16)과 같이 계산될 수 있다.

$$
\begin{aligned}
&\Pr[0.5G_t > R_{t+1}^{\,f} \mid loan > 0] = 2 - 2\Phi\left(\frac{2R_{t+1}^{\,f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{(\omega' \Sigma \omega)^{1/2}}\right) < 1, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\,f} > \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} \\
&\Pr[0.5G_t > R_{t+1}^{\,f} \mid loan > 0] = 1 - 2\Phi\left(\frac{2R_{t+1}^{\,f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{(\omega' \Sigma \omega)^{1/2}}\right) < 1, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\,f} < \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}
\end{aligned}
\tag{16}
$$

$$
\begin{aligned}
&\Pr[0.5G_t \le R_{t+1}^{\,f} \mid loan = 0] = 0, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\,f} < \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} \\
&\Pr[0.5G_t \le R_{t+1}^{\,f} \mid loan = 0] = 1, \quad if \quad 2R_{t+1}^{\,f} > \lambda G_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}
\end{aligned}
$$

이를 기반으로 다음의 함수를 최소화(또는 최대화)하는 대출 포트폴리오의 가중치 $\omega$를 찾을 수 있다. 표준정규분포의 누적분포함수는 모든 영역에서 단조증가한다는 사실로부터 식 (17)을 구할 수 있다.

$$
\Phi\left(\frac{2R_{t+1}^{\,f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{(\omega' \Sigma \omega)^{1/2}}\right) \propto \frac{2R_{t+1}^{\,f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{(\omega' \Sigma \omega)^{1/2}} \tag{17}
$$

보다 자세히는 두 개의 제약식을 가진 금융규제당국의 최대화 문제 두 가지 중 한 가지를 풀게 되는데, 강부등식인 두 번째 제약식에 따라 최소화 문제와 최대화 문제 중에서 선택하게 된다.

$$(1) \quad \min_{\omega} \frac{2R_{t+1}{}^{f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{(\omega'\Sigma\omega)^{1/2}}$$

$$(\mu_1) : \omega'\underline{1} = 1$$
$$(\mu_2) : 2R_{t+1}{}^{f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G} > 0$$
$$(2R_{t+1}{}^{f} - (1-\lambda)\overline{G} > \lambda \textstyle\sum_{i=1}^{n} \omega_i Z_{i,t-1}) \qquad (18)$$

$$(2) \quad \min_{\omega} \frac{2R_{t+1}{}^{f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{(\omega'\Sigma\omega)^{1/2}}$$

$$(\mu_1) : \omega'\underline{1} = 1$$
$$(\mu_2) : 2R_{t+1}{}^{f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G} < 0$$
$$(2R_{t+1}{}^{f} - (1-\lambda)\overline{G} < \lambda \textstyle\sum_{i=1}^{n} \omega_i Z_{i,t-1})$$

목적함수와 상관없이 일계조건은 다음과 같이 정리된다:

$$\frac{-\lambda\omega'\Sigma\omega Z_{t-1} - 2(2R_{t+1}{}^{f} - \lambda\omega' Z_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})\Sigma\omega}{(\omega'\Sigma\omega)^2} = \mu_1 1 + \mu_2 \lambda Z_{t-1}$$

$$\Rightarrow \frac{-\lambda Z_{t-1}\omega'\Sigma\omega - 2(2R_{t+1}{}^{f} - \lambda\omega' Z_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G})\Sigma\omega}{(\omega'\Sigma\omega)^2} = \mu_1 1$$

$$\Rightarrow \frac{\lambda Z_{t-1}\omega'\Sigma\omega - 2(2R_{t+1}{}^{f} - (1-\lambda)\overline{G})\Sigma\omega}{(\omega'\Sigma\omega)^2} = \mu_1 1 \qquad (19)$$

식 (19)에서 $\mu_1$과 $\mu_2$는 두 제약식에 대한 라그랑지 승수인데 강부등식인 두 번째 제약식이 구속력을 가지므로 후자는 영의 값을 가진다.

일계조건에 벡터 $\omega$를 곱하여 정리하면, 사회적으로 최적인 대출포트폴리오로부터 식 (20)과 같이 (신규 투자자의 시각에서 평가한) 포트폴리오의 기대수익과 분산을 연결하는 특정 선형 규칙을 도출할 수 있다.[27]

27) 추가적인 계산은 CAPM을 따를 것이지만 본 보고서에서는 구체적으로 기술하지는 않는다.

$$\omega' Z_{t-1} - \frac{\mu_1}{\lambda}\omega'\Sigma\omega = 2(2R_{t+1}{}^{f} - (1-\lambda)\overline{G}) \tag{20}$$

물론 식 (20)은 $G_t$에 대한 실제 또는 정확한 정보에 근거하고 있지 않기 때문에, 사실 은행의 최대화 문제와 매우 유사한 점이 있는 것이 사실이다.[28] 그러나 다른 한편으로 상기한 최대화 문제는 포트폴리오의 공분산($\sum$)이 $\omega$의 결정인자라는 점에서 은행의 최대화 문제와는 전혀 다르다고 하겠다. 이러한 결과는 경제에 위험 중립적인 대리인이 가득함에도 불구하고 왜 금융 규제자가 시장 효율성을 제고하기 위하여 은행의 포트폴리오 위험에 대해 신경을 쓰며 위험가중자산가치[29]에 대한 자본비율의 최고한도를 부여하는지를 설명해 준다.

지금까지 우리는 부채에 대해 규제하거나 은행이 보유하고 있는 자산에 대해 규제하는 두 가지 종류의 규제안에 대하여 논의하였다. 첫 번째 유형의 규제안은 $\frac{2R_{t+1}^{f} - \lambda G_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}}{\omega'\Sigma\omega}$항에서 분자의 크기와 부호를 결정하는 반면, 두 번째 규제 유형은 주로 분모의 크기에 영향을 미친다. 위의 항은 복수 자산이 존재하는 환경에서의 효율성 기준을 구성하는 핵심요인의 하나이다.[30]

---

28) 이와 같이 복수의 대출이 가능한 경우 주식(또는 채권) 발행에 의한 자기자본 조달 비중뿐 아니라 대출 포트폴리오 가중치도 은행의 최대화 문제로부터 결정된다. 예를 들어 최소 자기자본비율과 같은 제약이 없는 경우 은행의 최대화 문제는 다음과 같이 정의될 수 있다.

$$V^{*} = \max_{\{D_t,\,\omega\}} \frac{\left(R_{t+1}^{f} - \frac{\lambda\omega' Z_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}}{2}\right)\left(\lambda\omega' Z_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G}\right)}{4\omega' Z_t R_{t+1}^{f}\left(\omega' Z_t - \lambda\omega' Z_{t-1} - (1-\lambda)\overline{G}\right)}$$

또는

$$V^{*} = \max_{\omega}\left(1 - \frac{2(1-D_t)R_{t+1}^{f}}{\lambda\omega' Z_{t-1} + (1-\lambda)\overline{G} - 2D_t R_{t+1}^{f}}\right)\frac{(\omega' Z_t - R_{t+1}D_t)^2}{2\omega' Z_t R_{t+1}^{f}}$$

여기서 우리는 포트폴리오의 공분산($\sum$)은 프로그램 어디에도 포함되지 않는다는 것을 알 수 있다.

29) 이와 같은 규제는 원칙적으로 담보대출에 대한 LTV 규제안과 매우 유사하다.

30) (위험가중 자산 합에 대한 자본의 비율을 제한하는) 위험가중 자본적절성 비율을 부과하는 현재의 관행이 이와 같은 두 종류의 규제를 대체하기에 충분한지 여부는 명확하지 않다.

## 제6절 결 론

본 연구에서는 단순하면서도 다루기 용이한 모형을 이용하여 정보의 비대칭성이 존재할 경우 은행의 대출 및 자금조달 결정이 어떻게 왜곡될 수 있는지를 살펴보았다. 그리고 과연 자본규제가 왜곡으로부터 발생하는 효율성 손실을 완화시킬 수 있는지, 만약 가능하다면 어떻게 가능한지에 대하여 논의하였다.

구체적으로 첫째, 은행의 선택문제를 풀었다. 여기에서 은행은 (무작위로 선택한) 대출신청을 승인할 것인지 그리고 일단 승인될 경우 자금은 어떻게 조달할 것인가를 결정함으로써 신규 채권 및 주식 투자자에 대한 정보 우위를 이기적으로 활용하고자 시도한다. 본 연구는 또 대출이 승인된 프로젝트가 사전적으로 효율적일 확률 그리고 대출이 거부된 프로젝트가 사전적으로 비효율적일 확률을 계산해 내었다. 이들 지표에 따라 본 연구는 자기자본비율 요건이 없는 경제에서의 자원배분은 비효율적이라는 것을 보였다.

둘째, 경기변동에 따라 대출의 공급이 달라지는지를 분석하고, 대출의 품질이 저하되는 호황 말기 직전 단계에서 대출공급이 경기순응적 성향을 가진다는 점을 보였다. 이러한 맥락에서 본 연구는 기존 문헌들이 주장했던 바와 유사하게, 바람직하지 않은 경향에 대처하는 기능이 최소 자기자본비율 규칙에 도입되어 있어야 한다고 주장한다.

셋째, 몇 가지 자기자본비율 규칙들을 비교하고 이들이 은행대출의 경기순응성을 완화시키거나 프로젝트들의 정확한 기대수익성에 따라 대출 승인 및 기각을 결정할 확률을 제고시킴에 있어 가지는 상대적 성능에 대해서도 비교하여 보았다. 분석의 결과, 경기변동주기의 길고 짧음에 따라 경기역행적 자기자본비율과 경기순응적 자기자본비율이 가져올 수 있는 성과가 달라질 수 있다는 점을 알 수 있었다.

넷째, 복수의 대출이 가능한 경우 시장 효율성을 제고하기 위하여 금융규제당국이 은행의 포트폴리오 위험에 대해 우려하는 이유를 보이고, 심지어 경제에 위험 중립적 대리인이 가득한 상황에서도 규제당국이 전통적 자본규제 외에 추가로 가중평가된 위험 노출 수준에 한도를 부과

하고 있는 이유가 무엇인지를 설명하였다.

다섯째, 본 연구에서는 금융중개자로서의 은행에 초점을 맞추었으며, 은행과 채권 및 주식 투자자들 간에 정보비대칭이 존재한다고 가정하였다. 본 연구의 모형에 약간의 수정만 가하면 이를 은행과 대출자 간에 정보비대칭이 존재할 때 양자 간의 신용공여문제를 분석하는 데에도 요긴하게 사용할 수 있을 것이다.[31] 수정 모형에서 대출자에 대해 자본요건[32]을 부여하는 것은 은행에 대해 자본요건을 부여하는 것만큼이나 효과적이라는 것을 보일 수 있으리라 기대한다. 다시 말하면 정보의 비대칭성이 어디에 있느냐에 따라 자기자본비율을 부과하는 대상이 달라질 수도 있다는 뜻이 된다.

정책적 관점에서 보았을 때, 본 연구는 경기변동에 따라 대출의 공급이 달라지며, 특히 대출의 품질이 저하되는 호황 말기 직전 단계에서 대출의 경기순응적 성향이 나타나게 된다는 점, 그리고 경기변동주기의 길고 짧음에 따라 경기역행적 자기자본비율과 경기순응적 자기자본비율이 가져올 수 있는 성과가 달라질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 본 연구는 적절하게 고안된 최소 자기자본비율 규제는 대출의 바람직하지 않은 경기순응성에 대한 하나의 도구로서 의미를 가진다는 점을 다시 한 번 확인하였다. 그러나 또한 가장 적절한 최소 자기자본비율 규제의 설정이 모든 나라에 공통적이지는 않을 수 있다는 점도 확인되었다. 무엇보다 국가경제의 발전단계나 개방도와 같은 특성에 크게 의존하는 경기변동주기의 장단은 최소 자기자본비율의 설계에 있어 핵심적인 기준으로 활용되어야 할 것이다. 시간이 매우 촉박하지만 전술한 점을 고려할 때, 우리나라의 특성에 맞는 자본비율 준칙은 무엇인지를 최종적으로 검토하고 이로부터 도출된 결과를 바탕으로 우리의 의견을 위원회에 적극적으로 피력하여야 한다. 실제로 2012년 말까지 FSB 회원국들은 자국법과 규제에 FSB가 권고하고 G20이 채택한 안을 반영하도록 되어 있으며, 이후 매년 자본비율을 상향조정하여 2018년 말까지 완전

31) 이러한 수정이 가해지면 문제는 대출공급에 대한 것에서 대출수요에 대한 것으로 변환된다.

32) 대출자에 대한 자본요구조건은 보통 레버리지 비율에 대한 한도나 LTV에 대한 제약의 형태를 띤다.

한 이행이 이루어질 수 있도록 해야 한다는 점을 감안한다면 검토나 수정 작업 없이 주어진 대로 입법을 진행시키기에도 크게 여유가 없는 상황이라 하겠다.

또한 감독당국의 판단 혹은 재량에 의하여 적립의무를 부과하거나 사용을 허용할 수 있도록 되어 있는 경기대응 완충자본의 경우, 과연 우리나라 감독당국은 어떠한 기준을 가지고 재량권을 행사할 것인지에 대해서도 사전적 공감대가 모색되어야 할 필요성이 존재한다. 정치적일 수 있는 다른 경제정책들과 은행의 건전성 유지를 위한 규제는 태생적인 차이를 가지며, 이러한 맥락에서 향후 경기대응 완충자본의 운용이 재량적이되, 독립적 결정에 따를 수 있는 인프라와 프로세스의 마련은 다른 모든 정책에 앞서 최우선적으로 다루어져야 할 것이다.

본 연구는 최소 자기자본비율 규제에 그 초점을 맞추고 있으나, 이는 일반적으로 비기대손실(혹은 예상외손실: unexpected loss)에 대한 대비책으로 알려져 있으며, 기대손실(expected loss)의 경우에는 동태적 대손충당금을 사용한 대응책의 도입이 추진되고 있다. 따라서 향후 이러한 두 가지 정책의 적절한 조합에 대해서도 추가적인 연구가 진행될 필요가 있다.

끝으로 본 연구의 논의는 이론적 측면에 국한되어 있으며 그 과정에서 검증을 시도해 볼 만한 가설들이 다양하게 제기되었다. 향후 이와 관련된 실증분석이 활발하게 이루어졌으면 하는 바람이나 이러한 분석은 본 연구의 향후 과제로 남기기로 한다.[33]

33) 제약적이나마 총계 자료를 이용한 단순 회귀분석의 결과를 [부록 B]로 제시한다. 그에 따르면 경기 주기와 비교하여 대출이나 금융기관의 차입 그리고 연체율이 비선형적 혹은(그리고) 비대칭적인 패턴을 따르고 있는 것으로 나타났다. 그러나 해당 분석에서 활용한 자료의 제약 등을 고려할 때 현 시점에서 분석 결과에 필요 이상의 의미를 부여하는 것은 바람직하지 않다. 향후 이와 관련하여 보강된 자료와 보다 엄밀한 분석방법을 활용한 추가적 연구의 필요성이 제기된다고 하겠다.

# 참 고 문 헌

김자봉・이동걸,「경기순응성 완화방안에 관한 연구－자본금 버퍼와 동태적 충당금제도를 중심으로」,『韓國經濟의 分析』, 제15권 제3호, 금융연구원, 2009.

윤석헌・박래수,「정보 비대칭성하에서 은행의 조달과 대출의 경기순응성」,『韓國經濟의 分析』, 제15권 제3호, 금융연구원, 2009.

Acharya, V., "A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation," *Journal of Financial Stability*, Vol. 5, 2009.

Acharya, V. and T. Yorulmazer, "Information Contagion and Inter-Bank Correlation in a Theory of Systemic Risk," 2002.

Ayuso, J., D. Perez, and J. Saurina, "Are Capital Buffers Pro-Cyclical? Evidence from Spanish Panel Data," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, 2004.

Balla, E. and A. McKenna, "Dynamic Provisioning: A Countercyclical Tool for Loan Loss Reserves," *Economic Quarterly*, Vol. 95, 2009.

Berger, A. and G. Udell, "The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, 2004.

Berger, A., M. Kyle, and J. Scalise, "Did US Bank Supervisors Get Tougher during the Credit Crunch? Did They Get Easier during the Banking Boom? Did it Matter to Bank Lending?" in F. Mishkin (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, NBER, University of Chicago Press, 2001.

Bernanke, B. and M. Gertler, "Financial Fragility and Economic Performance," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, 1990.

Bernanke, B. and M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, 1995.

Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, 1996.

Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, "The Financial Accelerator in a

Quantitative Business Cycle Framework," in J. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, 1999.

Borio, C., C. Furfine, and P. Lowe, "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options," BIS Papers, No. 1, 2001.

Chami, R. and T. Cosimano, "Monetary Policy with a Touch of Basel," IMF Working Paper/01/151, 2001.

Dell'Ariccia, G. and R. Marquez, "Lending Booms and Lending Standards," *The Journal of Finance*, Vol. 61, 2006.

Goodhart, C., B. Hofmann, and M. Segoviano, "Bank Regulation and Macroeconomic Fluctuations," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, 2004.

Greenwald, B. and J. Stiglitz, "Financial Market Imperfections and Business Cycles," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, 1993.

Guttentag, J. and R. Herring, "Credit Rationing and Financial Disorder," *Journal of Finance*, Vol. 39, 1984.

Hancock, D., A. Laing, and J. Wilcox, "Bank Balance Sheet Shocks and Aggregate Shocks: Their Dynamic Effects on Bank Capital and Lending," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, 1995.

Kim, H. and H. Lee, "Procyclicality of Buffer Capital and Its Implications for Basel II: A Cross Country Analysis," *KDI Journal of Economic Policy*, Vol. 29, 2007.

Minsky, H., "A Theory of Systemic Fragility," in E. Altman and A. Sametz (eds.), *Financial Crisis*, Wiley Interscience, 1977.

Myers, S., "The Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, 1977, pp.147~175.

Myers, S. C. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 1984, pp.187~221.

Peek, J. and E. Rosengren, "Bank Regulation and the Credit Crunch," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, 1995.

Rajan, R., "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, 1994.

Repullo, R., J. Saurina, and C. Trucharte, "Mitigating the Procyclicality of Basel II," CEMFI Working Paper, No. 0903, 2009.

Saurina, J., "Loan Loss Provisions in Spain, A Working Macroprudential Tool," Banco de Espana, Estabilidad Financiera, No. 17, 2009.

Segoviano, M. and P. Lowe, “Internal Ratings, the Business Cycle and Capital Requirements: Some Evidence from an Emerging Market Economy,” Discussion Paper, No. 428, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, 2002.

Zicchino, L., “A Model of Bank Capital, Lending and the Macroeconomy: Basel I versus Basel II,” Bank of England Working Paper, No. 270, 2005.

# 【부록 A】 이자율정책과 대출공급

본 연구는 간결성을 위해 $\overline{G}= 2R^f_{t+1}$로 가정하였지만 사실 이는 현실성이 부족하다. 따라서 부록에서는 중앙은행이 주요 통화정책 수단으로써 $R^f_{t+1}$을 통제할 경우를 살펴본다. 이와 같은 변동성을 앞의 모형에 적용하면 통화정책이 어떻게 대출공급에 영향을 미치고, 몇몇 경우에는 왜 이자율 조정이 은행대출에 즉각적으로 반응하지 않는지를 설명할 수 있다. 다음의 케이스들은 이자율정책에 따른 대출공급의 시기를 비교한 것이다.[34)]

**Case 1)** $R^f_{t+1} = \dfrac{G_{t-1}}{2}$

대출공급의 시기는 $R^f_{t+1} = \dfrac{\overline{G}}{2}$의 경우와 반대로 나타난다(부도 6A-1 참고).

**Case 2)** $R^f_{t+1} = \dfrac{\overline{G}}{2}$

대출공급은 전체 경기변동에 걸쳐 한 번만 이루어진다(부도 6A-2 참고).

**Case 3)** 과거지향적 Taylor rule $\quad R^f_{t+1} = \dfrac{\mu G_{t-1} + (1-\mu)\overline{G}}{2}$, $\mu \neq \lambda$

$\mu < \lambda$인 경우의 대출 추이는 [그림 6-2]에 도시되어 있다. $\mu > \lambda$인 경우 대출공급의 시기는 $\mu < \lambda$인 경우와 반대로 나타난다(그림 6A-3 참고). 이와 같은 결과는 공격적인 경기역행성 통화정책($\mu < \lambda$)이 경기변동 시 조기 대출공급을 유도하는 경향이 있음을 의미한다.

**Case 4)** 현재지향적 Taylor rule $\quad R^f_{t+1} = \dfrac{\mu G_t + (1-\mu)\overline{G}}{2}$, $\mu \neq \lambda$

---

34) 여기서는 기술하지 않았지만, 각 케이스들의 상대적인 성과들은 앞에서 정의한 두 가지 확률기준에 근거하여 비교될 수도 있다.

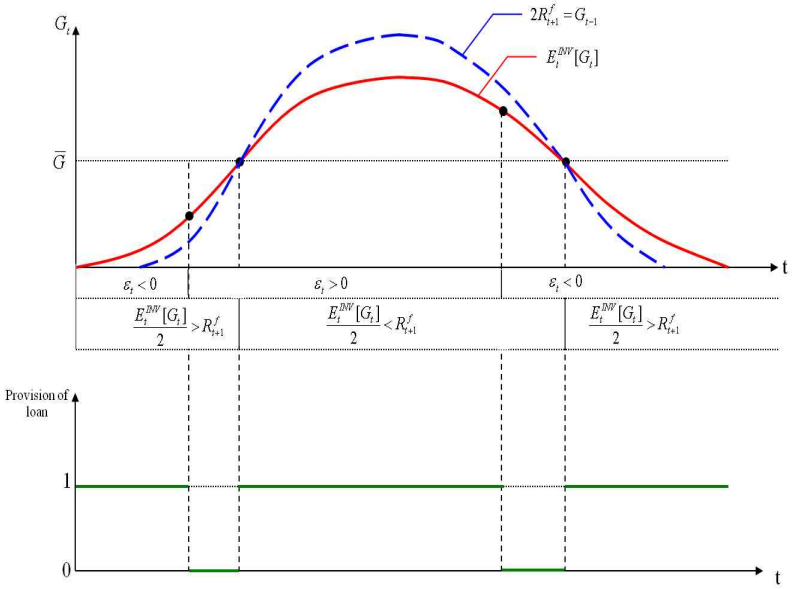
이 경우에는 회복기에 대출을 더 많이 공급할 것으로 기대된다(그림 6A-4 참고). 또한 경기가 침체기에 들어간 이후에도 대출공급이 지속되는 경향이 있다.

**Case 5)** 이자율 평활화(smoothing) $R_{t+1}^{f} = \dfrac{\mu_1 G_t + \mu_2 G_{t-1} + (1-\mu_1-\mu_2)\overline{G}}{2}$

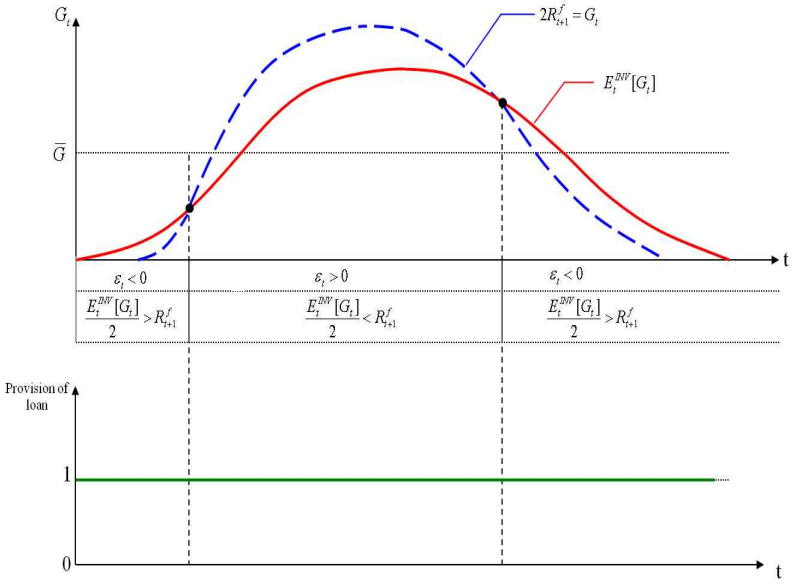
이와 같은 관성법칙은 Case 3)과 Case 4)의 볼록 결합으로 이해될 수 있다.

이상의 예들은 이자율 변화에 대한 대출공급의 반응이 통화정책에 따라 다양할 수 있음을 보여준다. 다시 말하면 이상의 예들은 많은 실증분석들이 대출공급이 정책 금리에 어떻게 느슨하게 연결되어 있는지를 보여주는 것으로 끝난 이유를 설명할 뿐만 아니라, 통화정책이 경기변동에 따라 어떻게 거시건전성에 영향을 미치는지를 보여준다.

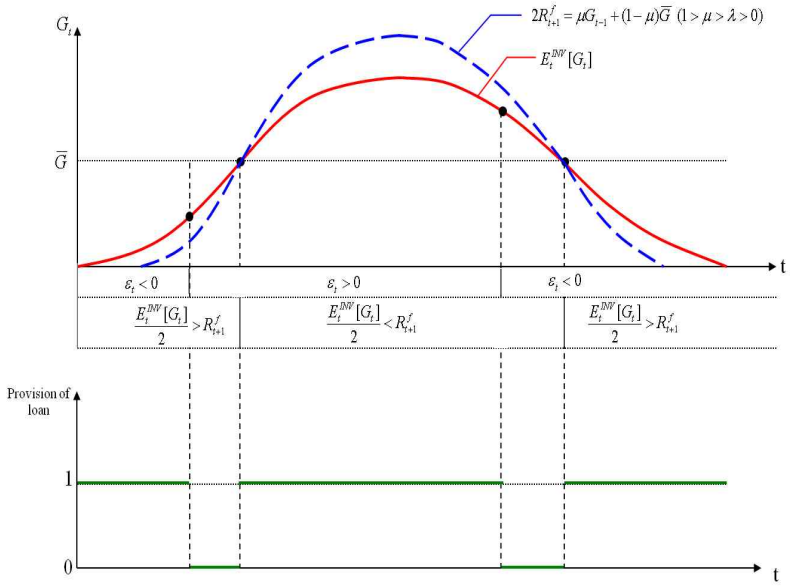
[부도 6A-1] Case 1)의 대출공급



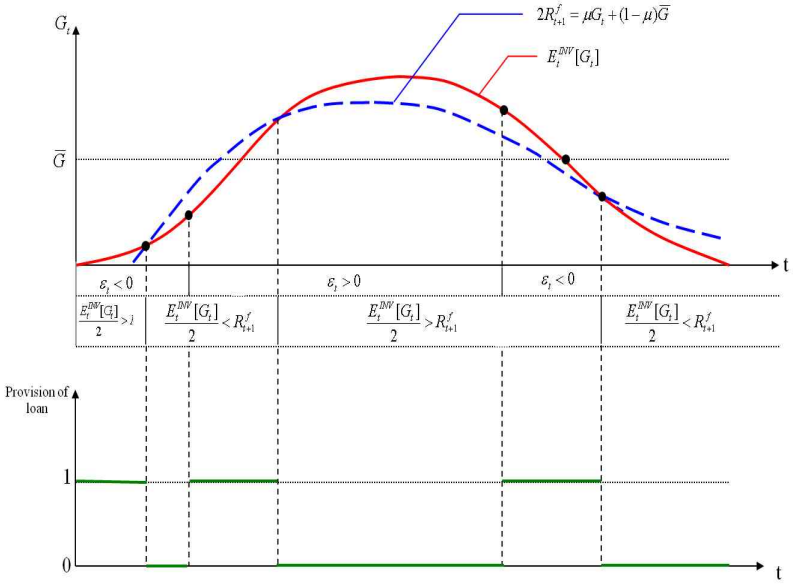

[부도 6A-2] Case 2)의 대출공급



[부도 6A-3] Case 3)의 대출공급



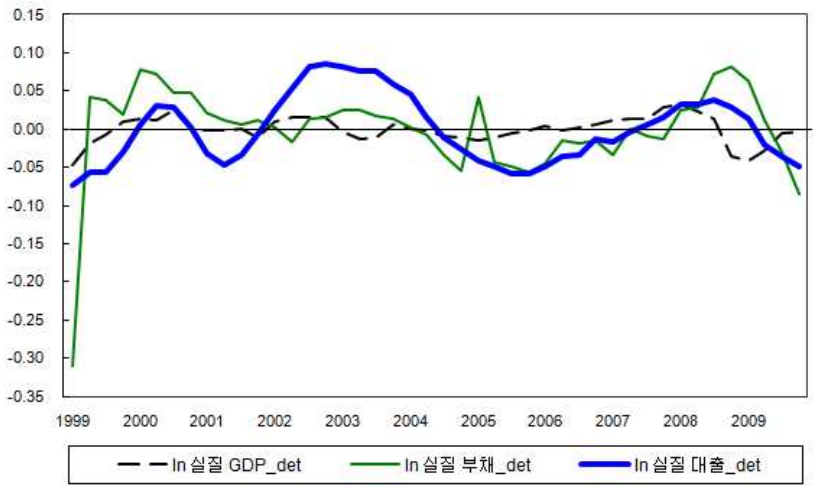

[부도 6A-4] Case 4)의 대출공급



# 【부록 B】

이하에서 사용된 모든 변수들에 대하여 HP-filter를 이용하여 추세를 제거하였으며, 특히 GDP, 부채 및 대출금 등은 그전에 로그를 취하여 사용하였다.

[부도 6B-1] 실질 GDP, 실질 부채 및 실질 대출금
(Logarized and Detrended by HP filter)



〈부표 6B-1〉 실질 부채에 대한 회귀분석

| | 전체 | | d=1 | d=0 |
|---|---|---|---|---|
| $rGDP_{t-1}$ | 0.414 | 1.642* | 1.186* | 1.400* |
| | (0.35) | (0.96) | (0.61) | (0.69) |
| $rGDP*rGDP_{t-1}$ | | 1.761 | | 56.159** |
| | | (46.68) | | (20.67) |
| $\{(1-d)*rGDP*rGDP\}_{t-1}$ | | 59.495 | | |
| | | (68.50) | | |
| 상수항 | 0.007 | -0.003 | 0.001 | -0.006 |
| | (0.01) | (0.01) | (0.01) | (0.01) |
| $R^2$ | 0.033 | 0.245 | 0.167 | 0.280 |
| 관측 수 | 43 | | 21 | 22 |

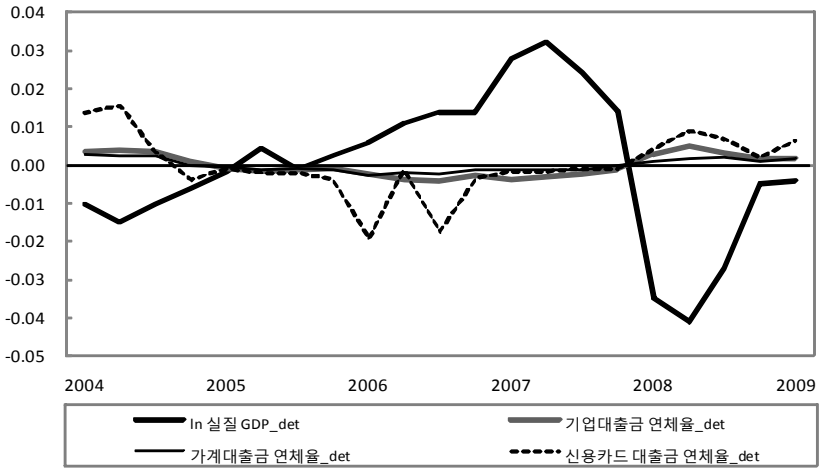
주: 1) ( ) 안은 표준오차임.
2) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1
3) HP 필터에 의해 detrend된 로그 실질 GDP가 양수인 경우 d=1; 그렇지 않은 경우는 d=0임.

〈부표 6B-2〉 실질 대출에 대한 회귀분석

| | 전체 | d=1 | d=0 |
|---|---|---|---|
| $rGDP_{t-1}$ | 1.375*** | 6.158** | -2.445 |
| | (0.39) | (2.40) | (2.51) |
| $rGDP*rGDP_{t-1}$ | 17.070 | -149.792** | -58.600 |
| | (14.30) | (74.09) | (56.42) |
| 상수항 | -0.003 | -0.021 | -0.031 |
| | (0.01) | (0.02) | (0.02) |
| $R^2$ | 0.240 | 0.318 | 0.054 |
| 관측 수 | 43 | 21 | 22 |

주: 1) ( ) 안은 표준오차임.
2) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1
3) HP 필터에 의해 detrend된 로그 실질 GDP가 양수인 경우 d=1; 그렇지 않은 경우는 d=0임.

[부도 6B-2] 로그 실질 GDP 및 기업대출, 가계대출, 신용카드대출 연체율(Detrended by HP filter)




〈부표 6B-3〉 연체율에 대한 회귀분석

| | 기업대출 | 가계대출 | 신용카드대출 |
|---|---|---|---|
| $rGDP_{t-1}$ | -0.250*** | -0.150*** | -0.633** |
| | (0.08) | (0.05) | (0.30) |
| $rGDP*rGDP_{t-1}$ | 6.612* | 4.555** | 23.252* |
| | (3.50) | (2.25) | (12.91) |
| $\{(1-d)*rGDP*rGDP\}_{t-1}$ | -10.336* | -7.099** | -34.265 |
| | (5.59) | (3.60) | (20.66) |
| 상수항 | -0.0004 | -0.0003 | -0.002 |
| | (0.001) | (0.0004) | (0.002) |
| $R^2$ | 0.594 | 0.491 | 0.303 |
| 관측 수 | 21 | | |

주: 1) ( ) 안은 표준오차임.
2) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1
3) HP 필터에 의해 detrend된 로그 실질 GDP가 양수인 경우 d=1; 그렇지 않은 경우는 d=0임.

제7장

# 신용평가기능 개선을 위한 과제

조 성 빈 (한국개발연구원)

## 제1절 서 론

신용평가회사는 정보의 획득과 처리가 용이하지 않은 자본시장에서 회사채 및 회사채를 발행하는 회사들에 대한 정보를 수집하고 분석하여 채무상환능력(creditworthiness) 및 부도위험(default risk) 등에 대한 정보를 투자자에게 제공한다. 신용평가는 기업의 신용도에 따라 금리 및 금융거래의 규모와 조건 등 발행조건이 차별화되도록 하여 자원배분의 효율성을 제고시키고, 담보 및 보증 없이 자금을 조달하며 금융기관별 중복 심사 등에 소요되는 각종 비용을 절감하여 효율성을 증진시킬 수 있다. 또한 기업의 신용위험에 관한 정보를 투자자에게 제공함으로써 신용정보의 부족 또는 정보비대칭성(Information Asymmetry)에서 발생할 수 있는 시장의 부재(missing market) 문제를 완화하고 기업의 자금조달을 용이하게 하는 기능을 수행한다.[1)]

신용평가회사가 제공하는 정보는 단지 투자자의 의사결정에만 영향을 미치는 것이 아니라 금융기관의 신용위험을 규제하기 위한 기초자료로 이용된다. 최근 금융위기과정에서 채권의 재등급을 세계 3대 신용평가회사(Moody's, S&P, Fitch)의 인증을 받는 경우로 한정하거나 은행의 자본적정성(capital adequacy ratio) 및 미국 뮤추얼펀드의 자산편입 대상

1) Berger *et al*.(2000), Dichev and Piotroski(2001), Jorion and Zhang(2007) 등의 해외 실증연구들은 신용등급의 변화에 따라 회사채시장뿐만 아니라 주식시장도 반응함을 통해 전반적으로 신용평가가 자본시장의 자원배분에 영향을 미침을 보고하고 있다.

의 제한 등은 신용평가에 기반한 금융규제의 대표적인 예이다.

투자자에 대한 정보전달 기능과 금융규제를 위한 기초자료의 기능 등 자본시장에서 신용평가의 중요성을 고려하면 신용등급이 정보를 공정하고 정확하게 반영하는 것이 필요하다. 그러나 신용평가에 있어 이해상충, 높은 진입장벽으로 인한 제한적 경쟁, 책임성의 부족 등은 신용평가의 건전한 기능에 장애요인으로 지적되어 왔다.[2] 또한 위기가 발생할 때마다 신용평가기능 개선을 위한 논의가 진행되어 왔다. 1990년 말 동아시아 외환위기 그리고 2000년대 초 Enron 및 WorldCom 등 미국 기업의 문제와 같은 경우에 신용평가기능 개선에 대한 논의가 진행되어 미국 SEC의 경우 gatekeeper로서의[3] 신용평가회사의 기능을 점검하고 'Credit Ratings Agency Reform Act of 2006'을 제정하였으나 위기의 범위가 지역적으로 국한되어 있어 구체적 개선방안이 실현되지 못하였다.[4]

최근의 금융위기의 경우 서브프라임 모기지 등에 대한 부정확한 신용등급은 위험을 적절하게 반영하지 못하여 금융위기 확산의 주요 요인으로 지적되며, 신용평가산업의 개선방안 또는 개혁방안에 대한 다수의 정책들이 제안되고 있다.[5] 정책적 논의 외에도 학문적으로 이론분석 또는 실증분석을 통해 신용평가 위기의 원인을 고찰하고 대안을 제시하는 시도들이 이루어지고 있다. 본 연구는 신용평가 노력이 관찰 불가능한 숨겨진 행동 모형(hidden action model)을 이용하여 현재 논의되고 있는 신용평가기능 개선에 보완적인 기여를 하고자 한다.

구체적으로 신용평가와 관련된 다음과 같은 사항을 모형에 반영하고 분석하고자 한다. 기본모형으로 신용평가회사의 도덕적 해이를 반영하는 모형을 상정한다. 실제로 Enron 사건의 경우 신용평가회사가 proxy

2) 예를 들어 Partnoy(1999, 2001, 2006, 2009)의 경우 지속적으로 신용평가산업의 부전(mal-functioning)을 지적하고 개혁을 주장해 왔다.

3) Gatekeeper는 인지도를 바탕으로 투자자에게 인증(certification) 또는 검증(verification)의 서비스를 제공하는 기업 외부의 전문가를 총칭한다. 이와 관련된 논의는 Coffee (2004)를 참조하라.

4) 이 외에도 BIS(2005, 2008) 및 IOSCO(2008) 등도 자본시장에서 신용평가회사의 중요성을 인식하고 신용평가회사의 기능 개선을 위한 논의를 하고 있다.

5) 예를 들어, Acharya and Richardson(2009), CCMR(2009), Dewatripont, Frexias, and Portes(2009), NYU Stern Working Group(2009) 그리고 Frexias and Shapiro(2009) 등을 참조하라.

statement를 살펴보지 않고 신용등급의 결정 및 유지한 사례를 보면 신용평가 회사의 도덕적 해이와 그로 인한 신용평가 결과의 왜곡은 예외적인 경우라고 볼 수 없을 것이다.[6)]

신용평가사에 대한 도덕적 해이의 문제에 대한 기본모형을 분석한 후 모형을 확장하여 신용평가 관련 개선방안들에 대한 이론적 분석을 실시한다. 먼저 컨설팅, 구조화 상품(structured products)의 개발 등과 관련된 부가서비스(ancillary services) 존재와 그로 인한 이해상충의 문제를 살펴본다. Crockett *et al*.(2004)과 Partnoy(2006) 등이 지적한 바와 같이 부가서비스의 존재는 신용평가의 정확성 및 공정성을 저해할 수 있다. 물론 부가서비스만이 신용평가회사의 이해상충을 유발하는 유일한 요인은 아니나, 아래의 기사와 같이 부가서비스가 최근 빠르게 증가한 구조화 상품과 밀접한 관련을 가지고 있으므로 부가서비스의 존재와 그에 따른 신용등급의 편의(bias) 발생에 대한 논의는 의의를 가지는 것으로 생각된다.

> "This conflict of interest deepened with the rise of complex structured financial products. The credit ratings agencies not only rate these instruments, but also offer the issuer help in constructing the product in order to obtain a certain rating. Over the past few years, this has become a lucrative business for the ratings agencies (for example, structured finance deals accounted for 40% of Moody's total revenue last year), calling into question the objectivity of ratings that are critical to the proper functioning of the market." Conflicts and the Credit Crunch By ARTHUR LEVITT JR., *The Wall Street Journal*, September 7, 2007, Page A15.

---

6) Enron 사건에 대한 첫 번째 상원 청문회에서 미국의 상원의원인 Joseph Lieberman이 언급한 바와 같다. "The credit-rating agencies were dismally lax in their coverage of Enron. They didn't ask probing questions and generally accepted at face value whatever Enron's officials chose to tell them. And while they claim to rely primarily on public filings with the SEC, analysts from Standard and Poor's did not read Enron's proxy statement, they didn't even know what information it might contain." Senate Committee on Governmental Affairs, press release, 'Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs' (October 8, 2002). Partnoy(2006)에서 재인용.

그리고 경쟁과 평판효과에 대한 분석을 시도한다. 본 연구의 모형이 모든 가능한 기제를 분석하는 데 한계가 존재하나, 분석을 통해 기본적인 이해를 증진하고자 한다. 마지막으로 신용평가회사의 규제와 관련하여 법적 책임의 부여에 대하여 논의한다. 기타 다른 gatekeeper들과는 달리 신용평가회사는 법적 책임을 지지 않고 있다. 이는 전통적으로 신용평가 정보는 저널리즘의 일종으로 언론의 자유를 위해 보호된다는 견해에 의존하고 있는데, 본 연구는 이러한 주장이 현행 신용평가제도에서 적용되기 어려우며 규제 또는 감독이 필요함을 주장한다.[7)]

본 연구의 구성은 다음과 같다. 이하에서 국내 및 해외 선행연구를 살펴본다. 제2절에서는 기본모형을 소개하고 기초분석을 실시한다. 제3절에서는 부가서비스, 경쟁과 평판 그리고 신용평가회사의 법적 책임(legal liability)과 관련하여 모형을 확장한다. 마지막으로 제4절에서는 분석 결과를 정리하고 정책적 시사점을 논의한다.

## 1. 관련 연구

미국을 시초로 시작된 신용평가회사의 역사가 100여 년에 달하고 있지만 신용평가회사에 대한 이론적 연구는 비교적 최근에서야 이루어지고 있다.[8)] Millon and Thakor(1985), Boot *et al*.(2006) 그리고 Bannier and Tyrell(2006) 등은 정보수집 기능의 이론적 근거를 제시하였다. Millon and Thakor(1985)는 선별(screening)과 정보 공유(information sharing)를 강조하였고, Boot *et al*.(2006)은 금융정보를 획득하는 기관 사이의 조정기제(coordination mechanism)로서의 신용평가회사의 역할을 지적하였다. 한편, Bannier and Tyrell(2006)은 통합된 정보의 정확성(aggregate information precision)을 높여 효율성을 제고하는 선순환을 창출하는 신용평가의 긍정적인 측면을 강조하였다. 이들 연구는 신용평가회사의 역

7) 우리나라 신용평가산업의 경우 본문에서 언급하는 측면 외에 소유·지배 구조 등 우리나라의 고유한 문제들도 존재한다. 이와 관련해서는 임경묵(2004)을 참조하라.

8) 1937년 Louis Tappan이 신용평가회사의 기원이라는 견해도 있지만, 1909년 John Moody가 미국 철도회사의 채권에 대한 평가가 신용평가의 효시라는 것이 보다 일반적인 견해이다.

할에 대한 이론적 기반을 제공하는 데 의의가 있으나 정보의 수집 및 공개와 관련된 신용평가회사의 전략적 행동에 대한 분석은 고려하지 않았다.

Lizzeri(1999)는 정보중개자의 존재 유무와 정보우위자의 전략적 정보공개(strategic disclosure of information) 문제를 분석하였다. 동 연구는 정보중개자가 아무런 비용을 부담하지 않고 완전한 정보를 취득할 수 있는 상황에서 독점적 중개자와 경쟁적 중개자를 비교하여 정보중개자 사이의 경쟁이 모든 정보를 공개함을 보여 정보중개자 사이에 경쟁이 필요함을 시사하였다. 본 연구는 정보취득비용이 존재하는 상황을 고려한다는 점에서 Lizzeri(1999)와 차별성이 있다.

최근 금융위기의 발생과 더불어 신용평가회사의 문제와 신용등급쇼핑(rating shopping)과 신용등급의 상향평가(rating inflation) 문제를 분석한 이론 모형이 제시되고 있다. 예를 들어 Bolton *et al.*(2009)이 대표적인데, 동 논문은 신호게임모형(signaling game)에서 신용등급의 상향평가(rating inflation)와 신용등급쇼핑을 이론적으로 분석하고 Cuomo plan 등의 정책제안에 대한 평가를 시도하고 있다. 동 논문에 따르면, 신용등급의 상향평가는 단순한 투자자(naive investor)의 비중이 높아지는 경제호황기에 더 많이 발생하며 이러한 왜곡은 경쟁이 심화됨에 따라 악화됨을 지적하고 있다. 이러한 문제에 대한 정책제안으로 규제의 필요성을 제기하면서 신용평가에 대한 비용을 미리 지불하는 선급(upfront payments)제도를 도입하고 예비신용평가(indicative ratings)를 포함한 모든 신용평가 결과의 의무적 공개가 필요하다고 주장하였다. Sangiorgi *et al.*(2009) 또한 채권발행자가 신용평가의 공개 여부를 결정하는 체계와 그로 인한 잠재적인 승자의 저주(potential winner's curse)와 관련된 분석을 하였는데, 예비신용평가의 비용이 높을수록 시장에 발표되는 신용평가와의 격차가 감소할 수 있음을 지적하였다. Skreta and Veldkamp(2009)는 위 연구들과는 달리 평가대상 금융상품의 복잡성에 따른 신용등급 상향의 문제를 고찰하고, 분석 결과 평가대상 자산의 복잡성이 증가할수록 신용평가 결과가 신용평가회사에 따라 다르게 부여될 가능성이 높아지고 이는 채권발행자들의 신용등급쇼핑 유인이 증가하는 결과로 귀결된다고 주장하였다. 이러한 문제점에 대한 대안으로 현행 'issuer pay

model'에서 과거의 'investor pay model'로 전환하는 방법을 제안하였으나 무임승차자 문제로 인한 시장붕괴의 가능성에 대한 해결책은 제시하지 않은 한계점이 있다.[9)]

본 연구는 신용등급쇼핑의 문제는 분석하지 않는데, 이는 신용등급쇼핑의 문제가 중요하지 않아서가 아니라 다른 측면에서의 이행상충문제를 분석하는 데 그 목적이 있기 때문이다.

반복게임의 상황에서 평판효과와 규제와 관련하여 논의한 연구들로는 Kuhner(2001), Mathis *et al*.(2008) 그리고 Stolper(2009) 등이 있다. Kuhner(2001)는 사후적으로(ex post) 신용평가가 자기실현(self-fullfilling)되지 않는 경우 사적인 정보를 공개할 가능성이 높음을 보였다. 그리고 Mathis *et al*.(2008)은 평판이 신용평가회사를 규율하는 데 충분한 기제로 작동하는가를 분석하였는데, 이들은 평판 자체로 신용평가회사에 적절한 유인을 제공하는 데 한계가 존재함을 보이고 이는 신용등급쇼핑이 존재하지 않는 경우에도 성립한다고 주장하였다. 이에 대한 정책적 대안으로 'platform-play model'을 제안하였는데 이는 채권발행자와 신용평가회사 사이에 중앙플랫폼을 설치하여 신용평가과정을 조직하는 것이 필요하다는 것이다.[10)11)] Stolper(2009)는 신용평가의 정확성에 따라 승인여부를 결정하는 경우 신용평가회사에 유인을 제공할 수 있음을 보였다. 이상의 연구들은 신용평가의 정확성이 외생적으로 결정되는 데 반해 본 연구는 이를 내생화하는 데 차별성이 있다.

요컨대, 본 연구는 선행연구와는 달리 정보획득비용이 존재하는 숨겨진 행동 모형을 통해 신용평가의 수준이 내생적으로 결정되고 부가서비스, 경쟁과 평판 그리고 신용평가회사 규제 등이 신용평가의 정확성에 미치는 영향에 관한 논의를 하는 데 그 차별성이 있다.

---

9) 'issuer pay model'은 발행자가 평가 수수료를 부담하고 'investor pay model'은 투자자가 정보이용료를 지불한다.

10) Acharya and Richardson(2009)도 유사한 정책제언을 하고 있다. 또한 Dodd-Frank 상원법안은 Credit Rating Agency Board라는 조직을 신설하여 채권발행자를 신용평가사에 할당하는 기능을 수행할 것을 제안하고 있다.

11) 최근 논의되고 있는 Dodd-Frank 하원법안은 신용평가사에도 공정공시의무를 부과할 것을 규정하고 있다.

# 제2절 기본모형

## 1. 모 형

잠재적으로 많은 수의 투자자와 신용평가회사 그리고 기업으로 구성된 경제를 상정하자. 모든 경기자는 위험 중립적(risk-neutral)이라고 가정하자. 기업은 $I$원이 소요되는 투자계획을 가지고 있는데, 자체 자금에 의해 투자계획을 실행할 수 없으며, 채권 발행을 통해 외부자금을 조달해야만 투자계획을 실행할 수 있다고 하자. 기업은 또한 신용평가서비스에 대한 비용을 지불해야 하는데 이 비용 또한 외부자금에 의존한다고 하자. 외생적으로 결정되는 무위험이자율 수준에서 자금의 공급이 무한탄력적인 부채시장(debt market)이 존재한다고 가정하고, 기업이 외부자금을 조달할 때 채권자에게 지불해야 하는 요구수익률(required rate of return)은 0으로 정규화한다.

기업이 보유한 투자계획은 사전적으로 프로젝트 G(good type firm, $G$)이거나, 프로젝트 B(bad type firm, $B$)이다. 사전적으로 프로젝트 G일 확률은 $p$이고 프로젝트 B일 확률은 $1-p$이다(단, $p \in (0,1)$).

각 투자계획은 부도확률(또는 실패확률)에 의해 특징지워지는데 프로젝트 B는 $d > 0$의 확률로 부도가 발생하고 부도발생 시 잔존가치(recovery value)는 0이라고 하자.[12] 프로젝트 G의 부도확률은 0이라고 하자. 프로젝트가 성공하는 경우 프로젝트 G와 프로젝트 B는 모두 $R$의 수익이 발생한다. 즉, 프로젝트가 성공하는 경우 $R$의 현금흐름이 발생하고 프로젝트가 실패하는 경우 0의 현금흐름이 발생한다. 그리고 기대수익에 대하여 다음을 가정하자.

$$R > I > (1-d)R$$

따라서 프로젝트 G의 순현재가치(Net Present Value: NPV)는 양이고

12) 프로젝트가 실패하는 경우 채권의 부도로 이어지므로 혼란이 없는 한 프로젝트의 부도와 채권의 부도를 혼용하여 사용한다.

프로젝트 B의 순현재가치는 음이다. 만약 투자자가 투자계획에 대하여 완전정보를 보유하고 있어 프로젝트 G와 프로젝트 B를 구분할 수 있는 경우 프로젝트 G의 경우에만 투자를 수행할 것이고, 프로젝트 B는 외부자금조달이 불가능하여 수행되지 않을 것이다.

그러나 사전적으로 투자계획에 대한 정보가 없다면, 투자계획의 사전적(ex ante) 가치는 다음과 같다.

$$V = pR + (1-p)(1-d)R = (1-\bar{d})R$$

여기서 $\bar{d} = (1-p)d$는 사전적 평균부도확률이다.

기업은 경쟁적 자본시장에서 투자자금을 조달하고, 자금의 기회비용은 0으로 정규화하였으므로 다음의 조건이 만족되면 투자자는 투자계획의 실행에 필요한 자금을 제공할 것이다.

$$V = (1-\bar{d})R \geq I \quad \Leftrightarrow \quad R \geq \frac{I}{(1-\bar{d})}$$

위 식에서 $I/(1-\bar{d})$는 투자자금 I를 조달하는 경우 채권의 액면가(face value)를 나타내는데, 이는 평균부도확률이 높을수록 높은 값을 가지며, 프로젝트 G의 비중($p$)의 감소함수이다. 따라서 프로젝트 G의 비중이 경기순환에 따라 변화하는 경우 자본조달비용 또한 변화한다. 프로젝트 G의 비중에 따라 위 식이 만족되지 않을 수 있는데, 이 경우 추가적인 정보가 제공되지 않으면 모든 프로젝트에 필요한 자금이 투자되지 않고 투자계획이 실행되지 않는다.

본 연구에서는 사전적으로 모든 경기자가 알고 있는 정보는 프로젝트 G와 프로젝트 B의 비중이라고 가정한다. 이 같은 가정하에 정보의 수집과 전달이라는 신용평가사의 역할을 필요로 한다.

신용평가사는 프로젝트 G와 프로젝트 B를 구분할 수 있다. 즉, 신용평가사는 투자계획에 대한 신호(signal)를 추출하여 투자계획의 성공가능성에 대하여 평가할 수 있다. 논의의 단순화를 위하여 프로젝트 G에 대하여 완벽한 신호를 받고, 프로젝트 B에 대해서는 부정확한 신호를 받는다고 아래와 같이 상정하자.[13][14]

$$\Pr(s = G \mid \omega = G, e) = 1$$
$$\Pr(s = B \mid \omega = B, e) = e$$

여기서 $e(\in [0,1])$는 평가과정에서 신용평가회사의 노력수준(예를 들어 신용평가에 정확성 및 질에 영향을 미칠 수 있는 신용평가절차(rating procedure) 또는 애널리스트의 자질 등)을 나타낸다. 위 모형에서 알 수 있듯이 신호의 정확성은 신용평가회사의 노력수준에 의존하며, 신용평가회사가 높은 수준의 노력을 투입하면 보다 정확한 신호가 추출될 수 있다. 신용평가회사의 노력수준은 계약 가능하지 않다고 가정하자.

정확한 신호를 추출하기 위한 노력이 비용 없이 가능하다면 신용평가과정에서 정보의 비대칭성과 전략적 행동은 문제가 되지 않을 수 있다. 그러나 정확한 신호의 추출에 소요되는 노력에 따르는 비용이 존재하는 경우 항상 사회적으로 최적인 수준의 신용평가 노력이 투입되지 않을 수 있다.

신용평가과정에서 노력에 따른 비용을 $C = c(e)$라고 하자. 노력 비용함수는 노력수준 $e$에 대하여 연속이고 증가함수이며 볼록(convex)하다고 하자. 그리고 추가적으로 다음의 기술적 조건을 만족한다고 하자.

$$c(0) = 0,\ \lim_{e \to 0} c'(e) = 0,\ \lim_{e \to 1} c'(e) = \infty,\quad c'''(e) \geq 0$$

노력수준에 소요되는 비용이 존재하는 경우에도 노력수준이 계약 가능(contractible)하다면 사회적으로 최적인 신용평가 노력이 실행(implement)될 수 있으며 문제는 자명해진다. 그러나 신용평가 노력이 계약 가능하지 않다면 도덕적 해이의 문제가 발생한다.

기업은 신용평가에 대한 가격으로 $F$의 비용을 신용평가회사에 지불한다. 신용평가비용 $F$는 Mathis *et al.*(2008) 및 업계의 관행을 반영하여 신용평가가 발표되는 경우에 지불된다고 하자. $F$는 신용평가 발표 후 투자계획이 실행될 때 기대되는 수익을 신용평가사와 기업 사이의 협상에 의해 나누어 가지는데 수익의 배분은 $(\alpha, 1-\alpha)$ (단, $\alpha \in [0,1]$)로 나

13) Dye(1993) 및 Pagano and Immordino(2007) 등이 유사한 모형을 설정하고 있다.
14) $\omega$는 프로젝트의 타입을, 그리고 $s$는 추출된 신호를 나타낸다.

누어지며 이때 $\alpha$는 외생적으로 주어진 신용평가사의 협상력을 나타낸다.[15][16] 이 같이 협상에 의해 신용평가비용이 결정되는 것은 Bolton *et al.*(2009)의 지적("The SEC found that senior analytical managers and supervisors participated in fee discussions with issuers.")과 일관된 것으로 비합리적인 가정은 아닌 것으로 생각된다.

신호를 추출한 후에 신용평가사는 신용평가 보고를 한다. 이후 기업은 신용평가를 공공에 공개 여부를 결정한다. 신용평가회사가 G의 평가등급을 부여하는 경우 투자등급으로, B등급은 투기등급으로 부르기로 하자. 만약 기업이 신용평가 보고를 공개할 것으로 결정하면 기업은 신용평가비용 $F$를 지불한다. 투자자는 사전적 확률과 신용평가 발표내용을 관찰한 후 완전베이지안균형(Perfect Bayesian Equilibrium)과 일관되게 Bayes' rule에 따라 프로젝트의 사후적 기대(posterior beliefs)를 형성한다.

경기가 진행되는 시간선(Time Line)은 다음과 같다.

시간선

1. 신용평가사는 신용평가비용(잉여 배분 규칙)을 설정하고 기업은 신용평가사에 평가의뢰 여부를 결정한다.
2. 기업이 신호를 추출할 것을 요구하면 신용평가사는 신호추출 여부를 결정한다. 신호를 추출하기로 결정한 경우 신호를 추출하고 신용평가 보고를 한다.
3. 기업은 신용평가 보고를 보고 공공에 공개 여부를 결정한다.
4. 투자자는 신용평가를 관찰하고 투자계획에 자금을 공급할지 여부를 결정한다.
5. 투자자금을 조달한 기업은 신용평가비용을 지불하고 투자계획을 수행한다.
6. 투자계획에 따른 수익이 실현되고 (가능한 경우) 부채가 상환된다.

---

15) 보다 일반적으로 신용평가에 대한 보상이 '$F=a+b$ • 주어진 신용평가하에서 부도확률'로 설정할 수도 있다. 그러나 이 경우에도 a와 b 값을 적절하게 설정하면 이하의 분석과 동일한 결과를 얻는다.

16) 신용평가회사는 기대수익이 음(-)이 아닌 경우 신용평가를 추출하기로 결정한다고 가정한다. 즉, 참여제약(participation constraint)이 만족되는 경우에 신호를 추출한다고 가정한다.

## 2. 분 석

### 가. 신호의 공개(disclosure)

주어진 노력에서 신호를 추출한 후 투자등급과 투기등급의 비중은 다음과 같이 된다.[17]

$$v_G = p + (1-p)(1-e),\ v_B = (1-p)e$$

신용평가회사가 추출한 신호대로 신용평가 결과를 보고하는 경우 각 등급의 비중은 아래와 같이 된다.

$$cr_G = v_G,\ cr_B = v_B$$

그리고 각 신용평가등급의 기대 부도확률은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$d_G(e) = \frac{(1-p)(1-e)d}{p + (1-p)(1-e)},\ d_B = d$$

여기서 정보가 없는 상황에서 사전적 부도확률과 신용평가 후 사후적 부도확률은 비교할 수 있는데, $\bar{d} > d_G$의 관계가 성립하고 이는 신용평가회사의 정보 제공에 의해 부채의 액면가가 낮아지고 자금조달비용이 감소하는 효과가 있음을 알 수 있다.

신용평가사가 추출한 신호가 투자자 및 기업에게 관찰가능하지 않다면, 신용평가회사는 추출한 신호와 다른 신용평가 결과를 공개하여 자신의 이익을 극대화할 유인이 존재한다. 그러나 다음의 명제 1은 신용평가회사는 항상 추출된 신호대로 신용평가 결과를 보고한다는 사실을 보여준다.

**명제 1(Truthful Rating Report)** 주어진 신용평가 노력에서, 신용평가회사는 항상 추출된 신호와 동일한 신용평가 결과를 보고한다.

17) 이하의 수식은 조건부확률을 이용하여 도출된다.

만약 신용평가회사가 프로젝트 G와 프로젝트 B에 동일한 신용평가 등급을 부여하는 경우 신용평가의 정보적 가치(information value)가 소멸되어 투자자는 사전적 확률에 근거하여 투자의사결정을 한다. 따라서 신용평가의 정보적 가치를 이윤으로 획득(appropriate)하기 위해서 추출된 신호대로 신용등급을 발표하는 것이 최적 전략이 된다. 그리고 명제 1에서 알 수 있는 것은 만약 신용등급이 투기등급인 경우 투자계획에 필요한 자금을 유치할 수 없다는 것이다.

## 나. 신용평가의 가치와 사회적 최적

$p^0$와 $p^*$가 각각 사전적으로 또는 신용등급이 공표된 후 투자계획이 수행될 수 있는 프로젝트 G의 최저확률이라고 하자. 즉, $p^0$는 $(1-(1-p^0)d)R=I$을 만족하고, $p^*$는 $(1-d_G)R=I$를 만족한다. 그러면 주어진 신용평가 노력하에서 (노력비용을 제외하고) 신용평가의 사회적 가치는 아래와 같이 표현할 수 있다.

$$SV(e)=\begin{cases}[p+(1-p)(1-e)][(1-d_G(e))R-I] & \text{if } e^*\le e,\\ 0 & otherwise\end{cases}$$

단, $e^*$는 $(1-d_G(e^*))R=I$를 만족하는 값이다. 이를 $p$를 기준으로 표현하면 다음과 같다.

$$SV=\begin{cases}[p+(1-p)(1-e)][(1-d_G)R-I]-[(1-\bar{d})R-I] & \text{if } p^0\le p\\ [p+(1-p)(1-e)][(1-d_G)R-I] & \text{if } p^*\le p<p^0\\ 0 & otherwise\end{cases}$$

위 식에서 알 수 있듯이, 신용평가의 사회적 가치는 $p\in[p^0,1]$에서는 $p$의 감소함수이고, $p\in[p^*,p^0]$ 구간에서는 $p$의 증가함수이다.

위 표현은 신용평가회사가 두 가지 측면에서 정보의 비대칭성을 완화하여 사회적으로 바람직한 역할을 수행할 수 있음을 보여준다. 하나는 신용평가에 대한 정보가 없는 상황에서도 투자가 이루어질 수 있는 경우에($p^0\le p$) 프로젝트 G와 프로젝트 B에 대한 정보를 제공하여 부채조달비용을 낮추는 효과이다. 즉, 두 프로젝트를 구분하여 프로젝트

G의 부도확률이 낮아지고($d_G < d$), 그 결과 부채의 액면가가 낮아지는 것이다. 다른 하나는 프로젝트 G의 자금조달 기회를 확장하는 것이다. 사전적으로 좋은 프로젝트의 확률 $p$가 낮은 경우 ($p < p^0$), 투자계획의 사전적 가치는 $I$보다 작아서 신용평가 정보가 존재하지 않는 경우 시장에서 거래가 일어날 수 없다. 신용평가서비스를 통해 추가적인 정보가 투자자에게 제공되면 신용평가 정보에 기초하여 프로젝트 G에 자금이 조달될 수도 있다.

신호추출에 따른 노력비용이 소요되기 때문에 사회후생(social welfare)($= SV - c(e)$)을 극대화하는 노력수준은 다음의 1계조건에 의해 결정된다.

$$\frac{\partial SW}{\partial e} = (1-p)[I-(1-d)R] - c'(e) = 0 \quad \text{if } p^* \leq p$$

노력비용함수, $c(\bullet)$에 대한 가정에 의해 위 문제의 내부해(an interior solution)가 존재한다. 따라서 사회후생을 극대화하는 노력수준은 다음의 식을 만족하는 수준에서 결정된다.

$$(1-p)[I-(1-d)R] = c'(e^{FB}) \tag{1}$$

위 식의 좌변은 실행되지 않아야 할 투자계획이 실행되는 경우 비용을 나타내고 우변은 이러한 비용을 방지하는 데 소요되는 비용을 나타낸다. 위 식에서 알 수 있듯이 $p$가 높을수록 $e$가 낮아진다. 이는 만약 경제 내에 수행할 만한 투자계획이 희소해지는 경우($p$가 낮은 경우) 신용평가회사가 보다 가치 있는 역할을 수행할 수 있음을 시사한다.

신용평가 노력이 계약 가능한 경우 위 식을 만족하는 사회후생을 극대화하는 노력수준을 달성할 수 있다. 그러나 신용평가 노력이 관찰가능하지 않은 경우, 신용평가회사는 사회적으로 최적인 수준보다 낮은 수준의 노력을 기울일 수 있다.

## 다. 신용평가회사의 의사결정

신용평가에 대한 가격이 협상력에 의해 결정될 때, 신용평가사가 얻는 이윤은 다음과 같이 표현된다.

$$V=\alpha[p+(1-p)(1-e)][(1-d_G)R-I]-c(e)$$

따라서 차선의 노력수준(the second-best level of effort)은 다음의 1계 조건에 의해 결정된다.[18]

$$\alpha(1-p)[I-(1-d)R]=c'(e^{SB}) \quad (2)$$

사회적으로 최적 수준의 노력과 마찬가지로, 신용평가회사의 이윤을 극대화하는 노력수준도 $p$가 높을수록 $e$가 낮아진다. (1)과 (2)를 비교하면 신용평가회사의 이윤극대화 노력수준은 사회적으로 최적인 수준보다 낮음을 알 수 있다. 이는 프로젝트 B가 투자등급의 신용평가를 받는 비중이 높아짐을 의미한다. 또한 식 (2)에서 알 수 있는 것은 신용평가회사가 총잉여 중 획득할 수 있는 비중이 높아질수록($\alpha$가 높아질수록) 신용평가회사가 더 높은 수준의 노력을 기울인다는 점이다. 만약 신용평가회사가 협상력에서 절대적 우위를 점유하여 $\alpha$가 1의 값을 가지는 경우, 신용평가 노력이 관찰불가능함에 따른 왜곡은 발생하지 않는다. 이상의 논의는 아래의 명제와 같이 정리할 수 있다.

**명제 2 (Rating Inflation)** 신용평가회사의 노력수준은 $\alpha=1$이 아닌 한 사회적으로 최적인 수준보다 낮다. ($e^{SB}<e^{FB}$) 또한 프로제트 G의 사전적 확률($p$)이 높을수록 낮은 수준의 신용평가 노력을 투입한다.

$\alpha=1$인 경우 신용평가사는 경제에 한계기여(marginal contribution)를 모두 자신의 보상으로 가지고 그 결과 사회적으로 최선의 결과를 얻을 수 있다.[19][20] $\alpha=1$이 아닌 경우 한계기여를 수취하지 못하므로 의사결

18) 선형 보상체계 '$F=a+b\cdot$주어진 신용평가하에서 부도확률'에서 $a=\alpha(R-I)$, $b=-\alpha R$로 설정하면 동일한 결과를 얻을 수 있다.

19) 경제 내의 경기자들의 한계기여와 관련된 논의와 해석에 관해서는 Makowski and Ostroy(2001)를 참조하라.

정의 왜곡이 발생할 수밖에 없다. 또한 신용평가사의 rating inflation은 불황기(낮은 $p$)보다 호황기(높은 $p$)에 그 정도가 더 심해진다.

**Remark:** 뉴욕 검찰총장(New York Attorney General) Andrew Cuomo와 3대 신용평가사(S&P, Moody's and Fitch) 간 협약인 일명 'Cuomo plan'은 rating inflation에 대한 예방책으로 채권을 발행하고자 하는 기업이 신용평가등급을 받기 이전에 비용을 선납(up-front payment)하도록 하고 있다. 그러나 도덕적 해이가 존재하는 경우 Cuomo Plan의 효과는 반감될 수밖에 없는데, 이는 선납의 경우 신용평가사가 보다 정확한 신용등급을 위한 신호추출 노력에 유인을 제공할 수 없기 때문이다.

## 제3절 모형의 확장

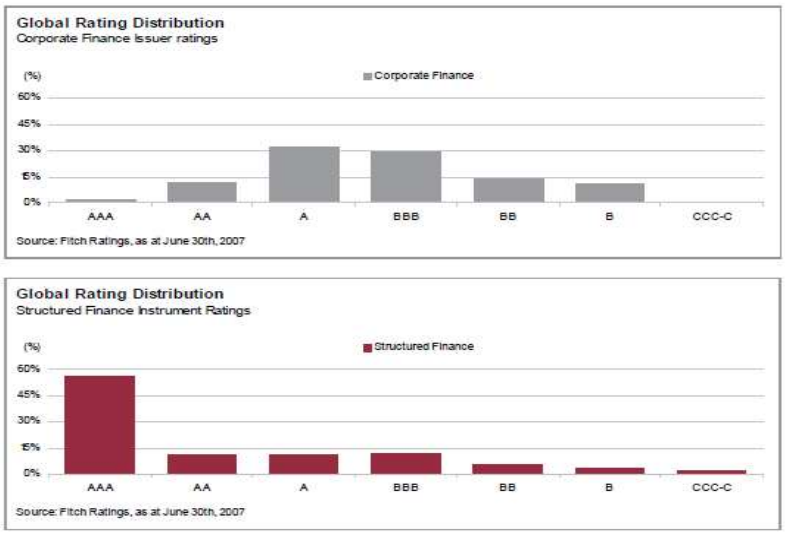
### 1. 부가서비스와 이해상충

[그림 7-1]에 나타난 바와 같이 Fitch(2007)에 따르면 2007년 6월 30일 기준으로, 단지 1%의 금융 및 비금융 기업이 AAA 등급을 받은 데 반해, 구조화 상품의 약 60%가 AAA 등급을 받은 것으로 보고되고 있다. 구조화 상품의 이러한 높은 신용등급이 정보를 정확하게 반영하고 있다면 문제가 되지 않을 것이다. 그러나 금융위기과정에서 구조화 상품, 특히 모기지와 관련된 MBS의 경우 [그림 7-2]에서 보는 바와 같이 AAA 등급에 대한 신용부도스와프(CDS)의 2008년 1월의 가치가 2007년 1월의 가치에 비해 약 30%의 수준으로 하락하는 급격한 변화를 보여주었다. 이는 구조화 상품의 신용평가가 고평가되었음을 시사한다.

구조화 상품의 경우 상대적으로 높은 신용평가등급을 받는 이유는 부가서비스(ancillary services)와 연관되어 있다고 지적되고 있다. 예를 들어 구조화 상품의 신용평가과정에 대하여 BIS(2005)는 다음과 같이

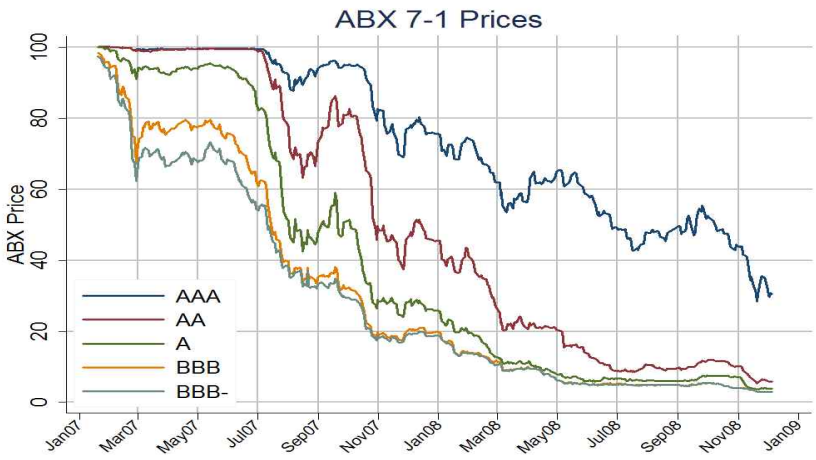
20) $\alpha = 1$인 경우는 신용평가회사가 신용평가 대상 채권을 인수하는 경우로 해석할 수 있다.

[그림 7-1] 기업 및 구조와 상품 신용등급 분포




자료: Fitch(2007)에서 재인용.

[그림 7-2] ABX 지수에 의한 MBS의 가치[21)]




주: 각 신용등급에 대하여 2007년 1월 1일 기준 100으로 설정되었다.
자료: Brunnermeier(2008)에서 재인용.

21) ABX지수는 20개의 신용부도스와프(credit default swaps)로 구성된 가격지수이다.

지적하고 있다.

> "…… [T]he fact that the agencies may have expressed an ex ante opinion regarding deal structure suggests that they are providing structuring advice. Therefore, the agencies may not be fully independent of the instruments for which they ultimately issue a rating. It has become common for rating agencies to offer special services relating to firms bond ratings, such as pre- and post-rating assessments of factors that could impact rating levels. These services may be separately rewarded and may thus exacerbate any potential conflicts of interest arising from issuer fees."

물론 부가서비스의 제공과 이에 따른 이행상충은 구조화 상품만의 문제는 아니며 회사채의 경우에도 유사한 왜곡이 발생할 수 있다.[22] 즉, 신용평가회사가 신용평가서비스 외에 부가서비스를 동시에 제공하는 경우 신용등급이 상향 평가되는 문제가 더 심화될 수 있음을 예상할 수 있다. 이러한 측면은 전 장의 기본모형에 부가서비스를 추가하여 분석하면 신용등급의 상향이 일어남을 쉽게 보일 수 있다.

신용평가회사가 신용등급서비스와 부가서비스 등 두 종류의 서비스를 제공한다고 하자. 범위의 경제(economics of scope)가 존재하면 신용평가회사는 독립적인 컨설팅 회사나 해당 기업의 신용평가를 수행하지 않는 다른 신용평가회사에 비해 비용상의 우위를 점할 것이다. 이러한 상황에서 부가서비스 시장이 경쟁적이라 하더라도 신용평가사는 양의 순수익을 얻을 수 있다.

신용평가를 수행하는 기업으로부터 부가서비스를 제공받을 때 얻는 순수익을 A라고 하자. 부가서비스를 포함한 신용평가회사의 이윤은 아래와 같이 표현할 수 있다.[23]

---

22) 부가서비스 외에도 issuer pay model, 신용평가회사와 기업 간 관계의 지속성(duration) 등 이행상충을 유발할 수 있는 다양한 측면이 존재한다. 이에 대해서는 Crockett *et al.*(2004)과 Partnoy(2006)를 보라.

23) 본문의 표현은 기업이 도산하지 않는 경우에 컨설팅 수입을 얻는 상황을 상정한 것이다. 만약 기업이 부가서비스 비용을 외부시장에서 조달하는 경우 신용평가회사의 이윤은 $V=\alpha[p+(1-p)(1-e)][(1-d_G)R-I+A]-c(e)$로 표현할 수 있고 본문의

$$V=\alpha[p+(1-p)(1-e)]\cdot[(1-d_G)R-I]-c(e)$$
$$+[p+(1-p)(1-e)](1-d_G)A$$

위 식을 극대화하는 신용평가 노력수준은 식 (3)에 의해 결정된다.

$$\alpha(1-p)[I-(1-d)R]-(1-p)(1-d)A=c'(e) \qquad (3)$$

식 (3)에서 쉽게 알 수 있듯이 부가서비스가 존재하는 경우 그렇지 않은 경우와 비교하여 낮은 수준의 신용평가 노력을 기울이게 된다. 그리고 신용평가 노력수준은 부가서비스로부터 얻는 수익 (A)가 클수록 낮아진다. 이러한 결과는 신용평가를 상향조정하는 경우 부가서비스를 제공하여 추가적인 수익이 발생할 수 있어 신용평가회사의 입장에서 엄격한 신용평가에 대한 유인이 감소하기 때문이다. 이상을 정리하면 아래의 명제로 표현할 수 있다.

**명제 3** 신용평가회사가 신용평가 외에 부가서비스를 제공하는 경우 신용평가의 정확성이 낮아진다.

부가서비스의 제공이 정확한 신용평가 정보의 제공에 부정적인 영향을 미친다는 사실을 고려하면, 신용평가서비스를 제공하는 기업에 대하여 컨설팅 및 구조화채권의 고안(design) 등의 부가서비스를 제한하는 것이 바람직할 수 있다.[24] 최근 미국에서 제안된 'Enhanced Accountability and Transparency In Rating Agencies Act'는 이 같은 점을 반영하여 신용평가의 대상이 되는 기업에 대하여 NRSRO로 지정된 신용평가회사와 관련 기업은 부가서비스를 제공하는 것을 위법으로 규정하고 있다.[25]

---

결과와 정성적으로 동일하다.

24) IOSCO(2008)는 이해상충의 가능성을 최소화하기 위해 신용평가 업무와 그 외 부가서비스와 관련된 업무를 각각 법적으로 독립된 주체로 할 것을 권고하고 있다 (IOSCO CRA Code of Conduct provisions 2.5).

25) 금지된 행위는 다음과 같다: (a) risk management advisory services, (b) advice or consultation relating to any mergers, sales, or disposition of assets of the issuer, (c) ancillary assistance, advice or consulting services unrelated to any specific credit rating issuance, (d) such further activities or services as the Commission(SEC) may determine as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

## 2. 경 쟁

White(2002)에 따르면 전 세계적으로 소수의 신용평가회사가 시장을 구성하고 있다.[26] 예를 들어 미국의 경우 1982년 이전에 3개의 신용평가기관(Moody's, S&P, and Fitch)만이 NRSROs(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)로 지정되었으며,[27] 이후 NRSRO로 지정된 신용평가회사가 10개로 증가하였으나 3대 신용평가회사의 미국시장에서의 시장점유율이 2007년 98.4%, 2008년 97.6%로 사실상 3개 회사의 과점체제가 지속되고 있다. 이러한 과점적 시장구조에 대하여 Partnoy (2006, 2009)는 신용평가시장에서 유효한 경쟁이 존재하지 않으며 이는 책임성의 부재와 낮은 신용평가 질로 귀결된다고 비판하고, 이러한 문제를 해결하기 위하여 보다 많은 신용평가회사를 NRSROs로 지정해야 한다고 주장한다. 경쟁을 통한 규율 그리고 그에 따른 신용평가기능의 개선에 대하여 정책당국자 및 규제당국도 어느 정도 동의하고 있는 것으로 보인다.[28]

그러나 이러한 일반적인 견해에도 불구하고 Bolton *et al.*(2009) 및 Skreta and Veldkamp(2009) 등이 지적한 바와 같이 이론적으로 경쟁의 활성화가 신용평가회사로 하여금 보다 정확한 신용평가 정보를 제공하는 유인을 제고하는가에 대해서는 의문의 여지가 존재한다. 본 연구의 모형에서도 경쟁이 신용평가회사에 유인을 제공하는 데 한계가 있음을 확인할 수 있다. 신용평가회사의 협상력 $\alpha$가 시장의 경쟁도 $\phi$에 의존

---

26) Moody's, S&P, and Fitch의 지점(branch offices)를 제외하고 2000년 10월 현재 신용평가회사의 수는 1~3개에 머무르고 있다.

27) NRSRO의 지정은 개별 신용평가회사가 SEC에 인증을 신청하면 SEC의 시장규제부(Division of Market Regulation)는 공식적으로 규정되지 않은 검토과정을 거쳐 인증여부를 결정한다. 이와 관련된 미국의 감독체계 및 규제에 대하여서는 임경묵(2004)을 참조하라.

28) 예를 들어, 2006년 미국 상원의 Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs의 증언에서 ICI(Investment Company Institute)의 회장 Paul Schott Stevens는 다음과 같이 증언하고 있다. "I firmly believe that robust competition for the credit rating industry is the best way to promote the continued integrity and reliability of their ratings. … Unfortunately, the current designation process does not promote but, in fact, creates a barrier to-competition." 또한 전 SEC의장이었던 Cynthia Glassman도 1975년 제정된 NRSROs 지정 기준이 경쟁의 가장 큰 장벽으로 'Kafkaesque'라고 비판하기도 한다.

한다고 하자. $\phi$값이 높을수록 경쟁이 치열함을 의미하는데, 신용평가회사의 협상력이 경쟁도의 비증가함수(non-increasing function)임을 가정하는 것이 합리적일 것이다.

신용평가회사의 문제는 다음을 극대화하는 것이다.

$$V=\alpha(\phi)[p+(1-p)(1-e)][(1-d_G)R-I]-c(e)$$

따라서 1계조건은 다음과 같이 표현되고

$$\alpha(\phi)(1-p)[I-(1-d)R]=c^{'}(e^{SB}) \tag{4}$$

식 (4)에서 알 수 있듯이 $\alpha(\phi)$가 $\phi$의 증가함수가 아니면, 보다 경쟁적인 시장구조가 신용평가회사로 하여금 보다 정확한 신용평가 정보를 제고하도록 유인을 제공하지 못한다.[29][30]

**명제 4** 경쟁이 치열해짐에 따라 신용평가회사의 협상력이 증가하지 않으면($\alpha(\phi)$가 $\phi$의 증가함수가 아니면) 신용평가시장의 경쟁은 신용평가노력을 감소시킨다.

위 명제의 결과는 주어진 수요함수하에서 경쟁이 기업에 유인을 제공하지 못한다는 산업조직론 문헌에서 논의되는 결과와 유사하다. 즉, 주어진 수요에서 경쟁이 심화되는 경우 추가적인 노력에 따라 기대되는 수익이 감소하는 데 반해 노력수준에 따른 비용은 동일하므로 한계에서 수익과 비용을 고려하여 이윤극대화 결정을 하면 신용평가회사의 최적 노력수준은 감소한다. 이러한 결과는 Becker and Milbourn(2009, 2010)의 실증분석 결과와 일관된다. 이들에 따르면 Fitch의 진입으로 시장경쟁이 증가한 결과 신용평가등급이 상승하고, 시장수익률(market-implied yields)과 신용등급 사이의 상관관계가 하락하고, 신용등급이 부도확률을 예측하는 능력이 저하되었음을 보고하고 있다.

본문의 이론적 결과나 실증분석 결과는 단순히 새로운 회사를 신용

29) 수입감소에 의한 효과는 Mankiw and Whinston(1986)이 지적한 사업침탈효과(business stealing effect)로 해석할 수 있다.

30) 이 외에 신용등급쇼핑 등의 부작용이 발생할 수 있다.

평가기관으로 지정하여 시장참여자를 증가시키는 것이 정확한 신용등급의 제공을 보장하지 않음을 시사한다. 그럼에도 불구하고 시장경쟁이 규율효과를 가지지 못하므로 현재의 시장구조를 유지해야 함을 의미하지는 않는다. 왜냐하면 반복게임의 상황에서는 경쟁을 통한 유인의 제공이 가능할 수 있기 때문이다. 다시 말해 정태적 게임에서는 경쟁의 활성화가 신용평가회사의 이윤을 감소시켜 보다 정확한 신용등급을 위한 정보추출의 유인을 저해할 수 있으나, 반복게임의 상황에서 부정확한 신용등급에 따라 미래의 수익이 변동하는 경우 경쟁의 활성화가 신용평가기관에 유인을 제공할 수 있다.

## 3. 평판(Reputation)

전 절에서 언급한 바와 같이 평판효과는 신용평가의 정확성에 유인을 제공할 수 있다. 이는 Cantor and Packer(1975) 및 Smith and Walter(2002) 등이 강조한 바 있는데, 업계의 관계자도 이러한 점을 강조하고 있다.[31] 예를 들어 Moody's의 CEO인 Raymond McDaniel은 “we are in a business where reputational capital is more important.”[32]라고 언급하고, Moody's의 전 최고경영자인 Thomas McGuire도 “what's driving us is primarily the issue of preserving our track record. That's our bread and butter.”[33]라고 천명하고 있다.

그렇다면 평판이 신용평가회사로 하여금 사회적으로 최적 수준의 신용평가 노력에 대한 유인으로 작용하는가? 이를 살펴보기 위해 Bolton *et al.*(2007, 2009)을 따라 할인된 미래이윤의 현재가치를 반영하여 평판효과를 살펴보자.[34]

---

31) 평판효과에 의한 자율적 규율은 신용평가회사에 대한 감독 및 규율에 대한 반대논거로 제시되기도 한다.

32) “Moody's, S&P Defer Cuts on AAA Subprime, Hiding Loss,” *Bloomberg News*, March 11, 2008.

33) “Ratings Trouble,” *Institutional Investor*, Richard House, *Ratings Trouble*, Institutional Investor, Oct. 1995.

34) 이 같은 구조는 현재의 선택을 중심으로 살펴보는 데 유용한 모형이다. 한편, 반복게임을 축차적 구조(recursive structure)로 구성한 후 trigger strategy에 의한 bootstrap equilibrium을 분석할 수도 있다.

평판효과를 반영하는 방법은 여러 가지가 존재하지만 본 연구는 Bolton *et al.*(2007, 2009)을 따라 할인된 미래이윤의 현재가치를 $\rho$로 표현하고 분석하기로 하자. 신용평가회사의 계속사업이익(continuation payoff)은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$g(e-e^M,\ \phi)\rho$$

여기서 $e^M$은 시장의 평균적인 신용평가 노력으로 stage game이 종료된 후 다음 기가 시작되기 전에 관찰된다고 가정하자. 그리고 추가적으로 다음을 가정하자.

$$0 \leq\ g(e-e^M,\phi) \leq\ 1, g(-e^M,\phi)=0$$

$$g_1\ \geq\ 0, g_{11} \leq\ 0, g_2\ \leq\ 0, g_{12} \geq\ 0$$

여기서 $g_i$는 $g$의 $i$번째 변수에 대한 편미분을 나타낸다. $g(-e^M,\phi)=0$는 신용평가회사가 아무 노력을 하지 않는 경우$(e=0)$, 미래 이윤을 얻지 못함을 나타낸다. $g_1 \geq 0$과 $g_{11} \leq 0$은 오목성(concavity)의 조건이다. 그리고 평판효과는 경쟁의 효과와 더불어 나타나는데, $g_2 \leq 0$은 주어진 노력하에서 경쟁이 심할수록 미래이윤의 크기가 작아지며, 이러한 효과는 한계체증한다$(g_{12} \geq 0)$.

이상과 같은 모형에서 신용평가회사의 이윤극대화 문제는 아래와 같이 표현된다.

$$\max_e \alpha(\phi)[p+(1-p)(1-e)][1-d_G)R-I]-c(e)+g(e-e^M,\ \phi)\rho$$

따라서 1계조건은 다음과 같다.

$$\alpha(\phi)(1-p)[I-(1-d)R]+g_1(e-e^M,\phi)\rho=c'(e) \tag{5}$$

식 (5)에서 알 수 있듯이 주어진 신용평가시장 구조($\phi$)에서 평판효과는 신용평가회사가 보다 정확한 신용등급 정보를 제공하는 효과를 가진다.

**명제 5** 평판은 신용평가회사가 보다 정확한 신용등급을 보고할 유인을

제공한다.

위 명제는 Covitz and Harrison(2003) 및 Becker and Milbourn(2009)의 실증분석 결과와 일관되는데, 이들은 평판에 대한 고려가 부분적으로 신용평가의 정확성에 기여하는 것을 확인하였다.

보다 특수한 상황에서 반복게임을 분석하지 않는 한 평판효과에 의한 노력수준이 사회적으로 최적 수준에 도달하는가를 판단할 수 없다. 다만, 금융위기 당시 미국의 경우처럼 채권의 재등급을 상위 3사로부터 받아야 한다는 규제의 경우 평판효과에 의한 규율의 효과를 반감시킨다. 왜냐하면 이 경우 부정확한 신용등급을 부여한 신용평가회사는 시장의 규율 없이 다시 안정적으로 수입을 올릴 수 있기 때문이다. 또한 평판효과가 효과적인 수단이 되기 위해서는 경쟁의 효과가 동시에 작용해야 한다. 즉, $g_{12}$ 이 충분히 큰 경우에 평판에 의한 규율이 보다 효과적인 수단이 될 것이다.

## 4. 규제와 책임성 부여

신용평가회사에 대한 규제에 대한 찬·반은 신용평가회사의 역할 또는 지위에 대한 관점에 따라 달라진다. 신용평가기관이 언론출판기관이라면 규제를 최소화하는 것이 정당화된다. 예를 들어 미국의 경우 여타 gatekeeper와는 달리 신용평가기관은 신용평가회사를 거의 규제할 수 없다. 투자자에 정보를 제공하는 애널리스트와 달리 신용평가회사는 공정공시(fair disclosure)의 적용이 배제되었고, 신용평가의 부정확성에 대하여서도 면책의 특권을 누려왔다.[35][36][37] 즉, 신용평가회사는 잘못된 신용평가에 대하여 민사상 책임 그리고 형사상 책임(civil and criminal liability)을 부담하지 않는다. 이는 신용평가기관이 언론의 자유에 의해

35) 최근 논의되고 있는 Dodd-Frank 하원법안은 신용평가사에도 공정공시의무를 부과할 것을 규정하고 있다.

36) 예를 들어, 회계법인의 경우 감사의 절차나 정보의 공개 절차 등에 있어 오류가 존재하는 경우 면책이 되지 않는다.

37) 우리나라의 경우 미국과는 달리 신용평가회사가 허위 기재 등으로 투자자에게 손해를 끼치거나, 신용평가회사가 고의 또는 중대한 과실로 중대한 손실을 초래하는 경우 배상책임 또는 형사상 책임을 부과하고 있다.

보호받는 저널리즘의 일부로 인식하는 데 그 근원을 두고 있다. 이러한 이유로 신용평가회사는 다른 gatekeeper와는 달리 신의성실의 의무(fiduciary duties)가 부여되지 않는 것이다. 이러한 민·형사상의 면책은 과거 신용평가기관이 정기간행물에 신용평가 결과를 발표하는 상황에서는 그 의미를 어느 정도 가질 수 있으나, 현행의 채권 발행자가 신용평가에 따른 비용을 지불하는 'issuer pay model'에서는 정당화하기 어려운 것으로 생각된다.[38]

한편, 신용평가회사가 투자자에게 정보를 제공하여 자문의 역할을 수행하고 신용평가에 근거하여 금융기관의 신용위험에 대한 규제가 부과되는 경우 신용평가회사에 대한 감독 및 규제의 필요성이 존재한다.[39] 특히 경쟁과 평판이 신용평가회사를 규율하여 정확한 신용등급을 제공하는 데 한계가 있는 상황에서는 규제당국의 감독과 잘못된 신용평가에 대한 책임을 부여하는 것이 필요하다고 생각된다.[40] 규제당국이 감독을 통해 신용평가회사의 신호추출 노력을 확인할 수 있는 경우 신용평가의 질에 관한 최소 요구조건을 설정하여 신용정보의 정확성을 제고할 수 있을 것이다.

이를 살펴보기 위해 제3절의 모형을 수정하여 다음과 같이 단순한 모형을 고려해 보자. $e^s$를 규제당국이 설정한 최소 신용평가 노력이라고 하자. 규제당국은 신용등급이 투자등급인데 부도하는 경우 검사(inspection)를 실시하고 $m(\in[0,1])$의 확률로 신용평가회사의 노력수준을 적발할 수 있다고 하자. 논의의 단순화를 위해 적발확률 $m$은 외생적으로 주어져 있다고 가정하자.[41]

---

38) 만약 신용평가기관이 언론과 같다면 현행 'issuer-pay'제도는 마치 기사의 대상이 되는 사람이 기사내용을 제공하고 이를 언론사가 작성한 후 이를 기사대상자의 승인을 받아 기사로 확정하는 것과 유사한 측면이 있다.

39) Smith and Walter(2002)는 미국의 경우 소송 등에 의해 신용평가회사에 대한 규율이 작동한다고 주장한다. 그러나 Partnoy(2001)가 지적한 바와 같이 신용평가회사가 패소한 경우가 거의 없는 상황에서 Smith and Walter(2002)의 주장을 받아들이기는 어려운 것으로 생각된다.

40) Coffee(2004)와 Partnoy(2004)는 신용평가회사에 대한 무과실책임(strict liability)을 도입할 것을 주장한다.

41) 보다 일반적으로 규제당국의 검사에 따른 비용이 발생하고, 적발확률이 $m(e,e^s)$의 형태로 주어진 모형을 상정할 수 있다. 이와 관련된 분석은 향후 연구과제로 남겨둔다.

규제당국이 설정한 기준에 미달하는 경우 신용평가회사는 $L(e, e^s)$ 만큼의 벌금을 납부해야 한다고 하자. 만약 유한책임제약(limited liability constraint)이 없다면, 규제당국은 의도하는 임의의 노력수준을 유도할 수 있으므로 의미 있는 논의를 위해 다음의 유한책임제약을 부과하자.

$$(LL)\quad 0 \le L(e, e^s) \le \alpha(\phi)[p+(1-p)(1-e)][(1-d_G)R-I]-c(e) = V(e)$$

위 제약은 벌금이 신용평가회사의 이윤을 초과하지 못하며, 규제당국이 신용평가회사에 보조금을 지급하지 않는다는 것을 의미한다.

제약조건을 고려한 규제당국의 문제는 다음과 같이 설정할 수 있다.

$$\min_{e,L} |e-e^s| \tag{6}$$

$$s.t\quad e \in \arg\max_{\tilde{e}} \alpha[p+(1-p)(1-\tilde{e})][1-d_G)R-I] - c(\tilde{e}) + d_G mL(\tilde{e}, e^s)$$

$$\alpha[p+(1-p)(1-e)][(1-d_G)RI](c(e)-d_G mL(e, e^s) \ge 0$$

$$0 \le L(e, e^s) \le V(e)$$

첫 번째 제약은 유인일치제약(incentive compatibility constraint)이고 두 번째 제약은 참여제약(participation constraint), 그리고 세 번째는 유한책임제약이다.

규제의 효과를 분석하는 데 있어 다음의 두 경우를 생각해보자.

Scheme 1

$$L(e, e^s) = \begin{cases} \max\{0, V(e)\} & \text{if } e \neq e^s \\ 0 & otherwise \end{cases}$$

Scheme 2

$$L(e, e^s) = \max\left\{0, \min\left\{\frac{(1-\alpha)(I-(1-d)R)}{d_G m}|e-e^s|, V(e)\right\}\right\}$$

Scheme 1은 신용평가회사가 최소 기준을 만족하지 못했음을 규제당국에 적발당하는 경우 모든 이윤을 벌금으로 부과하는 것이고, Scheme 2에서는 적발되는 경우에도 양의 이윤을 얻을 수 있다. Scheme 1의 규

제가 부과되는 경우 신용평가회사는 규제가 없는 상황에 비해서 더 높은 수준의 신용평가 노력을 한다.

**명제 6** Scheme 1의 벌금이 부과되는 경우 신용평가회사는 명제 2 수준보다 더 높은 수준의 신용평가 노력을 기울인다. 그리고 신용평가회사는 규제당국이 설정한 기준 $e^s$보다 높은 수준의 노력을 기울이지 않는다.

위 명제에 따르면 아무리 적발확률이 낮다 하더라도 규제가 존재하면 규제가 없는 경우보다 더 높은 수준의 신용평가 노력을 유도할 수 있다. 위 명제로부터 직접적으로 관찰되는 따름정리는 적발기술이 좋아질수록($m$이 높을수록) 더 높은 수준의 신용평가 노력을 유도할 수 있다는 것이다.

**따름정리 1** 신용평가회사의 노력수준은 $m$이 증가할 때 감소하지 않는다.

Scheme 1은 적발 시 모든 이윤을 벌금으로 부과하고 Scheme 2는 양의 이윤을 얻을 수 있으므로, 동일한 수준의 기준 $e^s$가 주어져 있을 때 벌금의 규모로 보면 Scheme 1이 보다 엄격한 규제로 생각할 수 있다. 그러나 다음의 명제에서 보는 바와 같이 Scheme 2가 Scheme 1보다 신용평가회사의 신용평가 노력을 유도하는 데 더 효과적이다.

**명제 7** Scheme 2의 벌금이 부과되는 경우 $V(e^s) \geq 0$를 만족하는 임의의 $e^s$를 유도할 수 있다.

다음의 따름정리는 위 명제로부터 직접적으로 도출된다.

**따름정리 2** Scheme 2의 벌금이 부과되는 경우 규제당국은 $V(e^{FB}) > 0$를 만족하는 임의의 신용평가 노력수준을 유도할 수 있다.

본 연구의 모형에서는 Scheme 2가 Scheme 1보다 사회적으로 최적 수준의 신용평가 노력을 유도하는 데 효과적이다. 이러한 결론은 감사비용이 존재하는 경우에는 달라질 수 있다. 그리고 만약 규제당국이 벌금과 같은 금전적 제재와 동시에 신용평가기관의 승인 등 비금전적 제

재를 가할 수 있는 경우 보다 큰 유인을 제공할 수 있다. 이와 관련된 연구는 향후 보다 심층적인 분석을 필요로 한다.

## 제4절 분석의 종합 및 결론

본 연구는 신용평가의 정확성에 영향을 미치는 신용평가회사의 노력이 관찰가능하지 않은 모형에서 신용평가회사의 행태 및 규제에 대하여 분석을 시도하였다. 모형분석 결과, 신용평가회사는 추출된 신호를 정직하게 보고하지만, 신용평가 노력이 관찰가능하지 않음으로 인해 사회적으로 최적인 수준보다 낮은 수준의 신용평가 노력을 기울임을 확인하였다. 경쟁 및 평판 효과를 고려한 확장된 모형의 경우에도 신용평가회사에 사회적으로 최적의 유인을 제공하는 데는 한계가 있으며, 이러한 문제는 부수업무의 존재가 악화시킴을 확인할 수 있었다. 따라서 경쟁과 평판에 의한 규율이 불완전한 경우 신용평가회사에 대한 감독 및 잘못된 정보의 제공에 따른 책임의 부과가 필요함을 확인하였다.

본 연구는 제한적인 모형에서 신용평가회사의 행동과 규율에 대하여 논의하였는데, 보다 일반적인 모형을 통하여 신용평가회사의 유인과 그에 따른 정책적 시사점을 논의하는 것은 향후 의미 있는 연구주제가 될 것으로 생각된다. 예를 들어 Hörner(2002)와 같이 투자자가 불완전하나 신용등급의 정확성에 대한 정보를 취득하고, 신용평가회사 간의 경쟁이 내생적으로 평판의 형성에 미치는 영향을 분석하는 것을 고려해 볼 수 있다. 이러한 분석을 통해 신용평가회사의 정보공개 범위와 정보의 정확성에 대한 시장의 반응 등을 고려하여 신용평가회사에 대한 최적 규제에 관한 시사점을 얻을 수 있을 것이다.

# 참 고 문 헌


임경묵, 『채권시장에서의 신용평가기능 개선을 위한 정책방향』, 정책연구시리즈 2004-04, 한국개발연구원, 2004.

Acharya, V. V. and M. Richardson, *Resotring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, 2009.

Bannier, C. E. and M. Tyrell, "Modelling the Role of Credit Rating Agencies－Do They Spark off a Virtuous Circle?" Working Paper, 2006.

Becker, B. and T. Milbourn, "Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry," mimeo, Havard Business School, 2009.

Becker, B. and T. Milbourn, "How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?" mimeo, Havard Business School, 2010.

Berger, A., S. Davies, and M. Flannery, "Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who Knows What When?" *Journal of Money, Credit and Banking* 32(3), Part 2, 2000, pp.641~667.

BIS, "The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications," 2005.

BIS, "Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can be Done to Address Shortcomings?" 2008.

Bolton, P., X. Freixas, and J. Shapiro, "Conflicts of Interest, Information Provision, and Competition in the Financial Services Industry," *Journal of Financial Economics* 85, 2007, pp.297~330.

Bolton, P., X. Freixas, and J. Shapiro, "The Credit Ratings Game," Working paper, Columbia Business School, 2009.

Boot, A., T. Milbourn, and A. Schmeits, "Credit Ratings as Coordinating Mechanisms," *Review of Financial Studies* 19, 2006, pp.81~118.

Brunnermeier, M. K., "Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, 2008, pp.77~100.

Cantor, R., "An Introduction to Recent Research on Credit Ratings," *Journal of Banking and Finance*, 28, 2004, pp.2565~2573.

Cantor, R. and F. Packer, "The Credit Rating Industry," *Journal of Fixed Income* 5(3), 1995, pp.10~34.

CCMR(Committee on Capital Markets Regulation), *The Global Financial Crisis: A Plan for Regulatory Reform*, 2009.

Coffee Jr., J. C., "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms," *Boston University Law Review*, 2004.

Covitz, D. M. and A. Harrison, "Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate," Federal Reserve Board, 2003.

Crockett, A., T. Harris, F. S. Mishkin, and E. White, "Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?" Geneva Reports on the World Economy, 2004.

Dewatripont, M., X. Frexias, and R. Portes, *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, CEPR, 2009.

Dichev, I. and J. Piotroski, "The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes," *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1, 2001, pp.173~203.

Dye, R. A., "Auditing Standards, Legal Liability, and Auditor Wealth," *Journal of Political Economy* 101(5), 1993, pp.887~914.

Fitch, "Inside the Ratings: What Credit Ratings Mean," 2007.

Frexias, X. and J. Shapiro, "The Credit Rating Industry: Incentives, Shooping and Regulation," 2009. (http:/www.voxeu.org/index.php?q=node/3285)

Hörner, J., "Reputation and Competition," *American Economic Review*, Vol. 92, No. 3, 2002, pp.644~663.

IOSCO, "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Market," 2008.

Jorion, P. and G. Zhang, "Information Effects of Bond Rating Changes: The Role of the Rating Prior to the Announcement," *Journal of Fixed Income* 16, 2007, pp.45~59.

Kuhner, C., "Financial Rating Agencies: Are They Credible?－Insights into the Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Systemic Risk," *Schmalenbach Business Review* 5, 2001, pp.2~26.

Lizzeri, A., "Information Revelation and Certification Intermediaries," *RAND Journal of Economics* 30(2), 1999, pp.214~231.

Makowski, L. and J. M. Ostroy, "Perfect Competition and the Creativity of the Market," *Journal of Economic Literature* 39(2), 2001, pp.48~58.

Mankiw, N. G. and M. D. Whinston, "Free Entry and Social Inefficiency," *RAND Journal of Economics* 17(1), 1986, pp.479~535.

Mathis, J., J. McAndrews, and J. C. Rochet, "Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful Enough to Discipline Rating Agencies?" *Journal of*

*Monetary Economics* 56, 2008, pp.657~674.

Millon, M. H. and A. V. Thakor, "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies," *Journal of Finance* 40(5), 1985, pp.1403~1422.

NYU Stern Working Group, *Real Time Solutions for Financial Reform*, 2009.

Pagano, M. and G. Immordino, "Optimal Regulation of Auditing," *CESifo Economic Studies*, Vol. 53, 2007, pp.363~388.

Partnoy, F., "The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies," *Washington University Law Quarterly* 77(3), 1999, pp.619~712.

Partnoy, F., "The Paradox of Credit Ratings," in R. M. Levich, G. Majnoni, and C. Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 2001.

Partnoy, F., "Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee," *Boston University Law Review*, 2004.

Partnoy, F., "How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers," University of San Diego Legal Studies Research Paper Series, Research Paper, No. 07-46, 2006.

Partnoy, F., "Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective," 2009.

Sangiorgi, F., J. Sokobin, and C. Spatt, "Credit-Rating Shopping, Selection and the Equilibrium Structure of Ratings," Working Paper, 2009.

Skreta, L. and L. Veldkamp, "Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation," *Journal of Monetary Economics* 56, 2009, pp.678~695.

Smith, R. C. and I. Walter, "Rating agencies: Is There an Agency Issue," in R. M. Levich, G. Majnoni, and C. Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 2002.

Stolper, A., "Regulation of Credit Rating Agencies," *Journal of Banking & Finance* 33, 2009, pp.1266~1273.

White, L., "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis," in R. M. Levich, G. Majnoni, and C. Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 2002.

# 【부 록】

**명제 1의 증명:** 신용평가회사가 추출한 신호를 정직하게 발표하는 경우 기업은 투자등급의 신용평가만 구입하고 시장에 공개한다. 그리고 투자자는 투자등급의 투자계획에만 자금을 제공한다. 주어진 신용평가 노력하에서 신용평가회사의 이윤은 다음과 같다.

$$v_G F - c(e)$$

투자계획을 수행하는 데 따른 기대잉여는 아래와 같이 주어진다.

$$R(I - d_G) - I$$

주어진 협상력 $\alpha$에서 신용평가비용($F$)은 $\alpha[R(1-d_G)-I]$이 되고 따라서 신용평가회사의 기대이윤은 아래와 같이 표현할 수 있다.

$$\Pi^0 = [p + (1-p)(1-e)] \cdot \alpha[R(1-d_G) - I] - c(e)$$

만약 $R(1-\bar{d}) - I < 0$이면 두 가지 경우가 가능한데, $I \leq (1-d_G)R$이면 신용평가회사가 동일한 신용등급을 보고하는 경우 사전적인 경우와 비교하여 추가적인 정보가 없으므로 시장은 성립하지 않는다. 또한 $(1-d_G)R < I$인 경우 참여제약을 만족하지 않으므로 신용평가를 제공하지 않는다. 따라서 $R(1-\bar{d}) - I < 0$이면 신용평가회사는 거짓된 정보를 제공할 유인이 없다.

만약 $R(1-\bar{d}) - I \geq 0$인 상황에서 신용평가회사가 동일한 신용등급을 보고하는 경우 사전적인 경우와 비교하여 추가적인 정보가 없으므로 자금을 제공한다 하더라도 투자계획이 실행되어 발생하는 잉여는 $R(d-\bar{d}) - I$ 이 된다. 따라서 신용평가회사의 이윤은 다음과 같다.

$$\Pi^1 = \alpha[R(1-\bar{d}) - I] = \alpha[R(1-(1-p)d - I]$$

신용등급을 정직하게 발표할 때와 그렇지 않을 때의 이윤을 비교하면 아래와 같이 표현되고, 정직하게 발표할 때 이윤이 항상 큼을 알 수 있다.

$$\Pi^0 - \Pi^1 = \alpha(1-p)e[I-(1-d)R] \geq 0$$

따라서 신용평가회사는 추출된 신호대로 정직하게 신용등급을 보고한다.

한편, 신용평가회사 투자등급과 투기등급을 반대로 보고할 유인은 없다. 왜냐하면 이 경우 투자자는 투자등급의 부도확률을 $d_B$ 그리고 투기등급의 부도확률을 $d_G$로 부여하는 사후적 믿음(posterior belief)을 형성하고 따라서 신용평가회사가 추가적으로 얻는 이윤이 없기 때문이다.

**명제 6의 증명:** (i) 먼저 규제당국이 최소 기준을 $e^{SB}$로 설정하면 벌금이 부과되지 않는 상황에서 신용평가회사의 선택($e^{SB}$)을 항상 유도할 수 있다. 규제당국은 사회적 잉여를 극대화하므로 $e \geq e^{SB}$인 경우만 고려하면 된다. 규제당국이 $e^{SB}$보다 높은 수준에서 최소 기준을 설정하였다고 하자($e^s > e^{SB}$). 그러면 $e = e^{SB}$에서 신용평가회사 이윤의 기울기가 양이므로 $e^R > e^{SB}$ 수준의 신용평가 노력을 선택한다.

(ii) $e > e^s$인 경우 $V(e)$가 감소하므로 $(1-d_G m)V(e)$는 항상 $V(e^s)$보다 작게 된다. 따라서 $e^s$보다 높은 수준의 노력을 기울이지 않는다.

**명제 7의 증명:** 벌금 schedule의 기울기가 신용평가회사의 이윤함수 $V(e)$의 기울기보다 크기 때문에 신용평가회사는 $e^s$를 선택하는 것이 최적이다.

제8장

# 은행의 임원 보수체계와 위험추구

이 호 준 (한국개발연구원)
윤 경 수 (한국개발연구원)
여 은 정 (중앙대학교)

## 제1절 문제의 제기

최근의 글로벌 금융위기는 거시적·미시적 시스템 위험의 관리, 금융기관 및 금융상품의 규제, 금융하부구조의 설계 등 금융시스템에 대한 다양한 문제를 제기하였다. 이러한 이슈 중 하나로 금융중개기관의 보상체계 문제를 들 수 있는데, 이는 금융중개기관의 임원 및 주요 의사결정자의 보상체계가 과도한 위험을 추구하도록 유인을 부여했을 수 있다는 가능성 때문이다.[1)]

이에, 위험에 대한 건전성 규제의 맥락에서, 보상체계 및 이와 관련된 지배구조의 제도적 개혁 또는 적절한 관행의 제시가 국제적으로 혹은 각국 차원에서 논의되고 있다.[2)] 예를 들어 금융안정포럼(Financial Stability Forum: FSF)의 후신인 금융안정이사회(Financial Stability Board: FSB)는 건전한 보상 관행을 위한 원칙과 이의 이행기준을 제시한 바 있다(FSF[2009. 4]; FSB[2009. 9]) 이 원칙과 이행기준이 다루는 주요 이슈

1) 금융위기를 야기한 요인 및 이와 보상체계와의 관계에 대해서는 여러 문헌에서 진단하고 있다. 간략한 개괄로는 Diamond and Rajan(2009), OECD(2009. 2), 한국은행(2009. 6)을 참조하라.

2) 주요국의 관련 논의에 대해서는 House of Lords(2009. 6), Board of Governors(2009. 10) 및 Financial Services Authority(2009. 3, 2009. 11) 등을 참조하라.

는 금융기관의 지배구조, 보수구조와 위험의 일치화(alignment), 보상체계 정보의 공개 및 이에 대한 공적인 관리·감독 등을 포함한다. 우리나라 정부 역시 FSB의 권고에 따라 금융기관의 과도한 위험추구행위를 제한하기 위한 적절한 정책적 조치를 준비하고 있다(금융위원회[2010. 1]).

금융기관 보상체계와 관련한 논의는 다양한 이슈를 포함하고 있으나, 그 핵심은 최고경영자 및 주요 의사결정자가 건전한 위험관리를 하도록 유인을 부여하는 보상구조를 설계하는 데에 있다. 특히 보수체계가 유도하는 과도한 단기 이윤의 추구 및 이해상충(conflicts of interest)의 문제를 야기하는 지배구조의 문제가 집중적으로 조명되었는데, 이의 해결 혹은 완화를 위해 보수체계를 금융기관의 장기적 이윤의 구조와 일치하도록 설계하도록 하고, 독립적인 위험관리위원회와 보상위원회를 구성하는 방안 등이 제기된 바 있다(FSF[2009. 4]; FSB[2009. 9])

한편, 주주 스스로가 투자에 대한 보상의 방식으로 인해 위험추구를 선호할 수 있으며, 경영자의 계약은 이러한 주주의 이해관계를 반영한다는 이론적·실증적 연구가 다양하게 존재한다.[3] 최근 금융위기 이후 금융개혁 관련 논의에서 이러한 관점은 상대적으로 적게 논의되고 있으나, 예를 들어 Bebchuk and Spamann(2009)은 금융개혁의 과제와 관련, 유한책임(limited liability) 및 은행의 특수한 지배·소유 구조로 인한 주주의 인센티브 문제를 단기 이윤추구 문제와 분리하여 제기한 바 있다.

은행은 일반 기업에 비해 자산에서 자본의 비중이 낮고 예금을 통한 부채자금조달(debt financing)의 비중이 큰 특징을 가지고 있고, 광범위한 비대칭적 정보로 인해, 주주의 이해관계가 예금주의 이해관계와 상충될 여지가 상당히 크다. 반면, 파산 시 금융시스템 전반으로 위험을 확산시킬 가능성이 커서, 자본규제 등 다양한 건전성 규제하에 놓여 있다. 이로 인해 주주의 이해관계와 경영진의 보상체계는 규제 및 지배구조 등 여러 요인들이 복합적으로 작용하게 되어, 이론분석과 함께 실증적인 연구가 요구된다.

본 장에서는 위험추구행위를 유발하는 금융중개기관의 보상체계를 이론적으로 검토하고, 우리나라 은행의 자료를 통한 실증분석을 수행한

3) 이에 대해서는 본 장의 제2절을 참조하라.

다. 이를 위하여 본 장은 다음과 같이 구성된다. 우선 제2절에서는 관련 기존 연구를 검토한다. 제3절에서는 은행에서 주주의 이해관계와 이해관계 일치를 위한 은행 임원의 보수체계를 이론 모형을 통해 분석한다. 제4절에서는 우리나라 은행자료를 통해 임원의 보수체계, 특히 스톡옵션(stock-option)[4]의 부여가 은행의 위험에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 제5절은 논의를 종합하고 정책적 시사점을 제시한다.

## 제2절 선행연구

기업 주주의 유한책임(limited liability)으로 인한 위험선호는 오래 전부터 여러 문헌에서 이론적으로 분석된 바 있다. 대표적인 초기 연구로 Jenson and Meckling(1976)을 들 수 있으며, 이와 유사한 보수구조를 가진 스톡옵션이 야기하는 위험추구에 대해서는 Tirole(2006, pp.23~24)에 직관적으로 설명되어 있다. 이에 의하면 주식 혹은 스톡옵션은 유한책임 혹은 행사가격의 존재로 인해 기업의 성과에 대해 볼록한(convex) 보수구조를 가지며, 따라서 낮은 성공확률에도 성공 시 높은 성과를 보이는 프로젝트를 선호하도록 유도한다. 즉, 이러한 보수구조는 유도된 위험선호(induced risk-loving)를 양산한다. 실제로 기업에서 임직원의 보수에 스톡옵션을 고려하는 이유 중의 하나가 위험 기피적(risk-averse)인 경영자 혹은 종업원으로 하여금 주주의 이해에 상응하는 의사결정을 하도록 유도[5]하는 데 있다고 지적되고 있다(Hall and Murphy[2003]).[6]

---

4) 기존 기업회계기준에 의하면 스톡옵션은 '주식매수선택권'으로 명명되었으나, 최근 기업회계기준서는 '주식기준보상거래'라는 용어를 사용한다(한국회계기준원[2009]). 본 장에서는 세 용어를 같은 의미로 사용한다.

5) 볼록한 보수구조가 반드시 위험 기피적 경영자의 위험추구를 유도하는 것은 아니다. Ross(2004)는 본래 위험 기피적인 의사결정자에 대하여 보수구조가 유도된 위험 기피 정도에 미치는 영향은 이동효과(translation effect), 확장효과(magnification effect), 볼록화효과(convexity effect) 등으로 구분한 다음, 주어진 효용수준에서 효용함수의 위험 기피도가 보수구조의 형태에 따라 어떻게 변화하는지를 보는데, 이에 의하면 오목한 보수구조는 자명하게 위험선호를 유도하는 것은 아니며, 성과에 따라 위험기피도가 어떻게 변하는지에도 의존한다.

6) Hall and Murphy(2003)는 스톡옵션이 활용되는 이유로 이 외에도 성과와 직접적으로 연결된 보수를 통한 주주와의 이해관계 일치, 기업가정신의 유도, 임직원의 이직 방

한편, 일반적인 기업이 아닌 은행 혹은 금융기관의 보수체계에 대한 이론적 연구는 최근에도 다양한 측면에서 진행되고 있다. 예를 들어, Palomino and Prat(2003)는 위임된 포트폴리오 관리(delegated potfolio management)의 맥락에서 경영자(money manager)의 보수계약에 대해, 노력수준과 위험 감수 정도라는 두 가지 변수를 가지는 포트폴리오 선택 모형을 분석하였다. 경영자가 포트폴리오의 위험도를 직접 정할 때, 포트폴리오의 수익이 일정 수준을 넘어서면 고정된 보너스를 경영자에게 지급하는 형태의 임금구조가 주주에게는 최적이라는 것을 보였다. 이에 반해 Raviv and Landskroner(2009)는 금융기관의 일반적인 보수체계인 (확률적인 수익(stochastic return)을 가져다 주는) 주식기반 보수와 고정 보수의 조합은 경영자로 하여금 과도한 위험추구를 하거나 위험을 전혀 추구하지 않으려고 대출을 아예 해주지 않는 등 극단적인 선택을 하도록 유도할 수 있음을 보여주고 있다.[7]

본 장의 주제와 관련하여서는 최근 은행의 규제와 보수체계를 통한 경영자의 유인구조, 특히 위험추구와의 상호관계를 분석하는 이론 연구가 존재한다. 예를 들어 John, Saunders, and Senbet(2000)는 은행의 자본비율에 대한 규제는 위험추구행위를 통제하는 데에 효율적이지 않음을 보이고, 이에 대한 대안으로 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)의 보험료 할증에 은행 최고경영자의 유인요인을 결합시키는 방식을 제시한다. 또한 Bris and Cantale(2004)는 규제당국과 주주 및 경영자가 포함된 모형의 분석을 통해 자본규제는 소유와 경영이 분리된 상황에서 과도한 포트폴리오 위험의 감소를 야기함을 보였고, Ang, Lauterbach, and Schreber(2001)는 경영자 간 상호 견제를 포함한 모형을 통해 자본규제가 경영자에 대한 유인보수(incentive pay)를 감소시킴을 보였다.[8]

---

지(retention) 등을 들고 있다. 또한 스톡옵션은 세제 측면에서 기업에 유리하다는 점도 스톡옵션의 활성화에 기여한 것으로 지적되고 있다.

7) Raviv and Landskroner(2009)는 이를 바탕으로 회사의 가치의 일정 범위 안에 들어갔을 때만 보수를 지급하는 새로운 형태의 보수 체계를 제안하고 있으며, 이러한 보수체계에서는 경영자가 앞선 경우와 같은 극단적인 선택을 하지 않도록 유도한다는 점을 보인다.

8) 다른 연구로는 Cheng *et al*.(2009), Gollier *et al*.(1995), Kadan and Swinkels(2008) 등을

이상의 논의를 종합할 때, 이론적 선행연구들은 유한책임을 보유한 주주가, 특히 높은 자기자본의 비중이 낮은 은행의 경우, 위험을 추구할 유인이 존재하고, 경영자와의 계약을 통해 이러한 유인구조를 이전시키려 할 가능성이 높다는 점을 보이고 있다. 다만, 주주와 경영자의 위험선호의 구체적 형태, 복잡한 은행지배구조 및 은행에 대한 다양한 규제로 인하여 실제로 이러한 유인보수체계와 이의 결과로 인한 과도한 위험추구가 발생하는지는 이론적으로 명확히 밝히기가 쉽지 않다. 이에 더하여 경영자의 경력관리(career concern)나, 은행 의사결정에서의 다면적 업무(multi-tasking)의 요인들도 영향을 미칠 수 있다. 따라서 실제 보수구조와 위험추구의 관계는 실증적으로 분석될 필요가 있다.

은행 보수구조의 위험추구에의 영향에 대한 실증적 분석 결과는 다소 혼재되어 있다. 예를 들어 Houston and James(1995)는 은행산업의 보수구조는 위험추구를 유도하지 않는다는 결론을 내린다. 반면, 최근에는 다양한 위험지표를 사용, 유인보수와 위험추구 간의 양의 상관관계를 지지하는 연구 결과가 제시되고 있다. 대표적으로 Chen *et al*.(2006)은 미국 은행산업에서 경영자에 대한 옵션기반 보수와 시장위험지표의 관계를 분석하였다. 분석 결과, 전체 보수에서의 옵션기반 보수의 비중이나 옵션기반 보수의 누적량이 클수록 은행의 위험은 커지는 것으로 나타났다.

이와 유사하게 Mehran and Rosenberg(2008)은 미국은행자료를 통해 CEO 부(wealth)의 주가에의 민감도와 주가변동성을 사용하여 분석한 결과, 스톡옵션 부여가 보다 위험한 투자를 유도함을 보였다. 유사한 위험지표를 사용한 Chesney *et al*.(2010)의 연구는 미국 은행 및 유사 금융기관의 자료를 이용, CEO에게 위험추구적 유인보수체계를 부여한 기관이 금융위기 동안보다 큰 손실을 입었음을 보였다. 이들은 CEO 부의 주가에의 민감도가 커질수록 손실이 적었고, 이와 주가변동성은 강한 양의 상관관계를 가지지만, 주가변동성의 영향이 훨씬 컸음을 보였다. 다른 위험지표를 사용한 연구로 Laeven and Levine(2009)은 은행 위험의 지표로 ROA와 자본비중의 합을 자산 수익의 표준편차로 나눈 z-score를 사

---

참조할 수 있다.

용, 국가별로 지배구조 및 규제의 영향을 분석하여, 주주의 지배력이 강한 은행이 보다 위험추구적임을 보였다.

은행 이외의 일반 기업을 대상으로 한 실증분석연구도 다수 존재한다. 이 중 Kadan and Swinkels(2008)는 보상으로서 주식 부여방식과 스톡옵션 부여방식의 차이를 분석하였는데, 기업의 파산위험이 높을 경우에만 주식 부여방식이 우월하며, 그렇지 않은 경우는 옵션기반 방식이 우월하다는 이론을 제시하고, 실증분석을 통해 실제 높은 파산위험이 주식 부여 비중과 연관되어 있음을 보였다. Low(2009)는 기존 실증분석 문헌이 이론의 예측과 상반된 결과를 보여주는 것이 주로 내생성 문제에 의한 것임을 지적하며, 90년대 델라웨어의 인수합병 규정이 변화되는 과정에서의 자료를 이용, 주식기반 보수가 위험추구의 유인을 부여했음을 보였다. 한편, Dittmann and Maug(2007)는 미국 CEO 데이터를 이용, 표준적인 대리인 모형이나 이의 확장이 관찰된 스톡옵션을 포함한 CEO 계약을 설명하지 못함을 지적하였다.

국내 은행산업을 대상으로 한 보수체계와 위험 간의 관계에 대한 연구는 매우 제한적이다. 필자들의 지식 내에서 유일한 연구는 김효경(2010)인데, 이 연구는 1998~2008년의 우리나라 은행자료를 이용, 가격기준 위험지표 및 z-score와 주식매수선택권 보수와의 관계를 분석하였다. 이에 의하면 주식매수선택권은 2~3년의 지연을 가지고 은행 위험을 증가시켰다. 한편, Lee, Yeo, and Yoon(2010)에서는 2004~08년의 국내 은행 자료를 이용한 간단한 실증분석을 통해 스톡옵션 비중이 은행의 가격기준 위험지표에 유의한 영향을 미치지 않았으며, 오히려 자산구성 관련 지표를 통해 볼 때에는 스톡옵션 비중이 자산구성 위험성을 증가시켰음을 보였다.

본 장은 Lee, Yeo, and Yoon(2010)을 확장한 연구이다. 우선 이론 분석에서는 선행연구의 결과를 반영하되, 대출심사(screening) 및 감시(monitoring)에 요구되는 비용(감시비용)을 포함하여 사회적 최적과 주주의 최적을 직접 비교할 수 있는 간단한(parsimonious) 모형을 제시한다. 이 모형에서 감시비용은 자산 수익의 범위(변동성)에 의존한다. 이를 통해 위험과 관련된 사회적 최적 및 주주의 이해관계를 분석하고, 경영자와의 계약관계를 살펴본다. 실증분석에서는 Lee, Yeo, and Yoon(2010)과

비교할 때, 자료의 범위를 확장(2000~08년)하였으며, 자료구축의 엄밀성을 더하였다.[9] 본 연구의 결과는 유사한 선행연구인 김효경(2010)과는 다소 상이한데, 이는 자료의 연도별 범위의 차이[10] 및 자료구축 방식에 주로 기인한 것으로 판단된다.

## 제3절 보수체계와 유인구조: 이론적 검토

본 절에서는 주주와 경영자의 보수체계를 통해 은행 자산의 위험수준이 결정되는 모형을 살펴보고자 한다. 우선 주주의 보수체계를 통해 주주에게 최적인 위험수준이 사회적으로 최적인 위험수준과 어떠한 차이가 있는지 살펴본다. 또한 주주는 경영자의 적절한 임금구조를 설계함으로써 주주에게 최적인 위험수준을 경영자가 선택하도록 유도하는 과정을 모형을 통해 살펴보고자 한다.

### 1. 모 형

은행이 보유한 자산을 $A$라고 하고 그 크기를 1이라고 하자. 그리고 자산은 주식(equity)과 예금(deposit)으로 구성되며, 이 중 예금의 크기를 $d$, 주식의 크기를 $(1-d)$라고 각각 정의하자. 이 같은 가정하에서 주주와 경영자 사이의 게임구조를 다음의 2기 모형을 통해 살펴보자.

첫 번째 기에 주주는 경영자에게 경영자의 임금구조 $w(X)$를 제시한다. 이때 임금구조는 자산 수익에 대한 확률변수 $X \geq 0$의 함수로 정해진다.[11] 제시된 임금구조를 파악한 후 경영자는 은행 자산에 대한 포트

9) 자료구축 방식에 대해서는 제4절에서 자세하게 논의한다.

10) 본 연구에서는 자료의 부정확성 및 은행권의 급격한 변동 등을 고려하여 1998~99년의 자료를 제외하였다.

11) 예금의 규모가 정해져 있다는 점은 강력한 가정이라 볼 수 있다. 예금의 규모 역시 경영자가 결정할 수 있는 사항이라고 볼 수도 있기 때문이다. 예금주는 위험한 자산 포트폴리오를 가진 은행을 기피할 것이며, 이는 결국 경영자의 자산 선택 문제에 영향을 준다. 여기서 가정하고 있는 것은 은행과 예금주 사이에 심각한 정보의 비대칭성이 있어서 소액의 예금주들은 자산 구성에 대해 크게 관심을 가지고 있지 않는다는 점이다. 예금보험은 이러한 문제를 더욱 강화시킬 것이다.

폴리오를 결정한다. 이는 자산 수익에 대한 확률변수 $X$의 분포를 정한다고 볼 수 있다.

두 번째 기에 $X$값이 정해지면 예금에 대한 이자와 원금 $(1+r)d \equiv \alpha$을 예금주에게 지급한 후 남은 부분을 경영자와 주주들이 나눠 가지게 된다. 따라서 예금주와 주주가 가지는 수익은 각각 $v_d(x) \equiv \min\{x,\alpha\}$와 $v_x(x) \equiv \max\{0,x-\alpha\}-w(x)$이 된다.

이때 확률변수 $X$의 분포는 확률밀도함수 $f(X)$를 따른다. 그리고 확률밀도함수 $f$에 대한 정보는 평균과 범위로 모두 나타낼 수 있으며 평균 $\mu$을 중심으로 확률밀도함수는 대칭이라고 가정한다. 즉, 모든 $0 \le y \le \mu$에 대해서 $f(\mu-y)=f(\mu+y)$을 만족한다. 분포의 범위는 $[\mu-\delta,\mu+\delta]$이고 이때 $\delta$는 양의 값을 가진다. 앞서 평균과 범위는 서로 연관이 되어 있다고 가정하였으므로, 이는 곧 $\mu$는 $\delta$의 함수로 표현 가능하다고 가정할 수 있다.

**가정 1.** $\mu=\mu(\delta)$.

이는 곧 확률밀도함수는 $\delta$만으로 표시가 가능해진다는 의미이다. 여기서는 분포의 범위가 $[\mu-\delta,\mu+\delta]$인 확률밀도함수를 $f_\delta(x)$라 표시한다.

본 모형에서는 무위험 자산의 수익률은 예금의 이자율과 같다고 가정하고 있다. 즉, $\mu(0)=(1+r)$을 만족한다. 그리고 함수 $\mu(\delta)$는 비감소함수이며 비볼록함수라고 가정한다. 이는 자산의 수익률이 높을수록 수익의 변동성이 높아지고 예상 수익이 증가하는 정도는 차츰 줄어드는 성향을 의미한다. 또한 $\delta$가 증가함에 따라 기대수익이 증가하는 수준은, $\delta$가 증가함에 따른 $\mu$함수 범위의 최댓값이 증가하는 수준보다 매우 낮다고 가정한다. 논의의 편의를 위해서 다음과 같이 가정한다.

**가정 2.** $\delta>0$일 때, $\mu(\delta) \ge 1+r$, $0<\mu'(\delta)<1/2$, $\mu''(\delta)<0$.[12]

12) $0<\mu'(\delta)<1/2$이라는 가정은 본 모형에서 무한 값을 가지는 해가 도출되는 것을 방지하기 위해서 설정되었다. 이는 수익률이 증가함에 따라 이에 따르는 수익률 분포의 범위가 점점 더 넓어진다는 점을 가정하고 있다.

계산상의 편의를 위해 필요에 따라 자산 수익이 균일 분포(uniform distribution) $U[\mu-\delta,\mu+\delta]$를 따른다고 가정한다. 이 경우 확률밀도함수는 $f_\delta(x)=(1/2\delta)\bullet I[\mu-\delta,\mu+\delta]$이 된다. 여기서 $I$는 지수함수를 의미한다.

본 모형에서 정의하는 감시비용(monitoring cost)[13]은 $X$의 확률분포, 특히 $X$의 분산에 따라 달라진다. 감시비용은 $c(\delta)$이라고 표현하며 이 비용함수는 $c(\delta)\geq 0,\ c^{'}(\delta)>0,\ c^{''}(\delta)>0$이라는 가정을 따른다. 이 같은 가정을 바탕으로 했을 때 다음의 명제가 성립됨을 알 수 있다.

**명제 1.** 자산의 총수익은 다음의 조건을 만족하는 $\delta_{fb}(>0)$에서 최댓값을 가진다.

$$\mu^{'}(\delta_{fb})=c^{'}(\delta_{fb})$$

증명) 수익의 기댓값 $V(\delta)$은 $\mu(\delta)$과 같다. 가정들에 의해 $\mu(\delta)$의 미분값은 양의 값을 가지면서 감소한다. 따라서 $V^{'}(\delta)=c^{'}(\delta)$일 때 수익이 최댓값을 가진다(증명 끝).

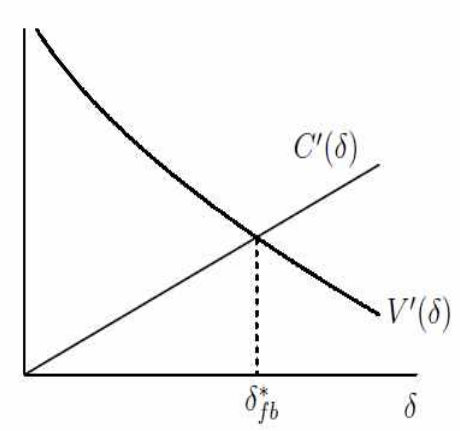
[그림 8-1]에서 $V'$곡선은 우하향하고 $C'$곡선은 우상향하는 것을 보여 준다. 이 두 곡선이 만나는 지점에서 사회적으로 최적인 위험수준 $\delta_{fb}^{*}$가 정해진다. 이러한 내용을 정리한 것이 명제 1이다.

위험추구와 관련한 본 모형에서 다루지 않고 있는 몇 가지 주요한 점들이 있다. 우선 예금자의 도덕적 해이를 유발하여 주주와 경영자들에게도 역시 도덕적 해이를 유발할 수 있는 예금보험에 대해서는 다루지 않고 있다. 또한 대형은행들의 소위 말하는 대마불사(Too-Big-Too-Fail)적 특성 역시 주주들의 위험추구를 유발할 수 있다. 마지막으로 자산 수익과 관련한 부정적인 외부성에 대해서도 고려하고 있지 않다.

---

13) 포트폴리오를 관리하는 입장에서는 포트폴리오의 분산 혹은 위험도가 커짐에 따라 그 위험을 관리하기 위해서 노력이 추가적으로 필요할 수 있다. 본 모형에서는 위험을 관리하기 위해 필요한 노력에서 생겨나는 비용을 감시비용이라는 표현으로 정의하고 있다. 포트폴리오 수익이 달성할 수 있는 최댓값이 커짐에 따라 혹은 최솟값이 작아짐에 따라 관리자는 실제 달성될 수익이 얼마인지에 대해서 더욱 관심을 가지게 되고 신경을 쓰게 된다. 본 연구에서 말하는 감시비용은 이러한 비용의 의미를 내포하고 있는 것이다.

[그림 8-1] 최적(First Best)의 위험수준




이러한 점들을 고려한다면 여기서 도출한 최적의 위험수준보다 낮은 수준의 위험수준을 달성하는 것이 규제당국 입장에서는 최선이라고 할 수 있다.

## 2. 주주의 위험추구 유인

여기서는 우선 주주가 직접 은행을 경영하는 경우 주주가 가지는 인센티브에 대해서 살펴보도록 하겠다. 주주에게 돌아가는 자산의 기대수익이 $V_s(\delta)$이라고 하자. 이때, $\mu(\delta)-(\delta) \geq \alpha$인 경우는 $V_s(\delta) = V(\delta) = \mu(\delta)$이 성립하고, $\mu(\delta)-\delta < \alpha$인 경우는 식 (1)이 성립된다.

$$\begin{aligned} V_s(\delta) &= \int_{\max\{\alpha, \mu(\delta)-\delta\}}^{\mu(\delta)+\delta} (x-\alpha) f_\delta(x) dx \\ &= \int_{\mu(\delta)-\delta}^{\mu(\delta)+\delta} (x-\alpha) f_\delta(x) dx - \int_{\mu(\delta)-\delta}^{\alpha} (x-\alpha) f_\delta(x) dx \\ &= V(\delta) - \alpha + \int_{\mu(\delta)-(\delta)}^{\alpha} (\alpha - x) f_\delta(x) dx \end{aligned} \tag{1}$$

식 (1)에서, $V(\delta)-\alpha$는 주주가 무한책임을 질 때의 수익 가치에 예

금주의 자산 수익 부분을 뺀 것이다. 그 다음 부분은 주주가 유한책임만을 짐에 따라 하방 위험이 사라지는 데서 오는 이익을 의미한다. 따라서 $\delta$가 증가함에 따라 추가적으로 늘어나는 수익은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} V_s'(\delta) &= V'(\delta) + \frac{\partial}{\partial \delta}\int_{\mu(\delta)-\delta}^{\alpha}(\alpha - x) f_\delta(x)dx \\ &= V'(\delta) + (1-\mu'((\delta)))(\alpha - \mu(\delta) + \delta) f_\delta(\mu(\delta)-\delta) \\ &+ \int_{\mu(\delta)-\delta}^{\alpha}(\alpha - x)\frac{\partial f_\delta(x)}{\partial \delta}dx \end{aligned} \tag{2}$$

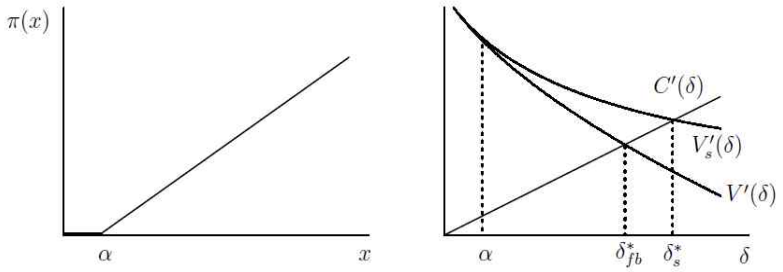
$\mu(\delta)-\delta<\alpha$를 만족하는 범위에서 $V_s'$가 일정하게 $V'$보다 크다는 것이 일반적이지는 않다. 식 (2)의 두 번째 부분은 항상 양의 값을 가진다. 하지만 세 번째 부분은 음의 값을 가질 수도 있다. 그 값은 $\delta$가 증가할 때 $f_\delta(x)$이 어떻게 영향을 받는가와, $f_\delta(\mu(\delta)-\delta)$의 확률 분포에 달려있다. 따라서 만약 식 (2)의 두 번째 부분이 양의 값을 가지고 아주 빠르게 증가하지 않는다면 $V_s'$는 감소하며 $V'(\delta)$보다 큰 값을 가진다. 이는 주주가 최적의 위험수준에 비해서 더 위험도가 높은 자산을 선호함을 의미한다(그림 8-2 참조). 균일분포하에서는 $V_s'$와 $V'$의 관계를 보다 자세히 살펴볼 수 있다. 이 경우 다음의 식은 자명하다.

$$\begin{aligned} V_s'(\delta) &= V'(\delta) + (1-\mu'(\delta))(\alpha - \mu(\delta) + \delta)\frac{1}{2\delta} \\ &+ \frac{\alpha - \mu(\delta) + \delta}{4\delta^2}\left[2\delta(1-\mu'(\delta)) - (\alpha - \mu(\delta) + \delta)\right] \\ &= V'(\delta) + (1-\mu'(\delta))(\alpha - \mu(\delta) + \delta)\frac{1}{2\delta} \\ &+ \frac{\alpha - \mu(\delta) + \delta}{4\delta^2}\left[\mu(\delta) + \delta - \alpha - 2\delta\mu'(\delta)\right] \end{aligned}$$

$\mu'(\delta)<1/2$라는 가정에 의해 $V_s'>V'$을 만족한다. 이러한 내용이 다음의 명제에 포함되어 있다.

**명제 2.** 균일분포하에서 경영자 없이 주주가 직접 경영할 경우, 주주는 사회적으로 최적인 위험수준보다 더 많은 위험을 추구하길 원한다. 즉, $V_s'(\delta_s^*) = c'(s)$ and $\delta_s^* > \delta_{fb}$을 만족하는 $\delta_s^*$가 존재한다.

[그림 8-2] 주주의 수익구조와 주주 입장에서의 최적 위험수준




다음으로, 은행의 총자산 중 예금이 차지하는 비율과 비례하는 값인 $\alpha$의 수준이 주주의 최적선택에 미치는 영향을 살펴보자. 위의 식을 변형하면 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$V'_s(\delta) - V'(\delta) = (1-\mu'(\delta))(\alpha-\mu(\delta)+\delta)\frac{1}{2\delta} + \frac{\alpha-\mu(\delta)+\delta}{4\delta^2}\left[\mu(\delta)+\delta-\alpha-2\delta\mu'(\delta)\right]$$

그리고 이를 $\alpha$에 대해서 미분을 하면 $\mu > \alpha$인 경우 다음과 같은 결과가 유도된다.

$$\frac{\partial(V'_s(\delta) - V'(\delta))}{\partial\alpha} = \frac{\delta(1-2\mu')+(\mu-\alpha)}{2\delta^2} > 0$$

즉 $\alpha$가 증가할수록, 즉 예금주에게 지급해야 할 금액이 증가할수록 $V'_s(\delta)$와 $V'(\delta)$의 차이는 커진다. 이는 결국 주주 입장에서의 최적 위험수준과 사회적으로 최적인 위험수준 간의 차이가 증가함을 의미한다. 다음의 따름명제에서는 이를 정리하고 있다.

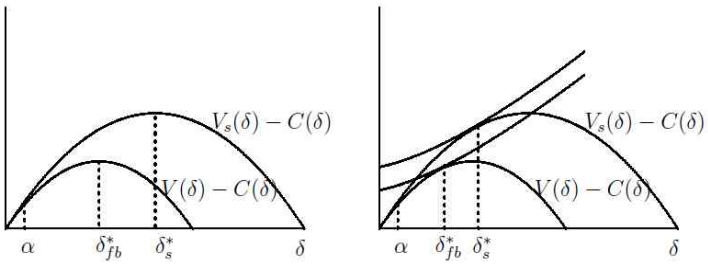
**따름명제 1.** $\mu > \alpha$인 경우, 수익이 실현된 후 예금주에게 지급해야 할 금액이 커질수록 사회적 최적 위험수준과 주주의 최적 위험수준 간의 차이는 증가한다.

위의 따름명제를 금융기관의 자기자본비율과 연관지어 생각해 볼 수도 있다. 즉, 금융기관의 자기자본이 줄어들고 예금의 비중이 증가할수

록 $\alpha$값이 커진다고 볼 수 있다. 따라서 금융기관의 자기자본이 줄어들수록 사회적 위험수준과 주주의 위험수준 간의 차이가 커진다고 할 수 있는 것이다. 이는 결국 사회적 최적 위험수준과 주주의 최적 위험수준 간의 차이를 줄이기 위하여 금융기관의 자기자본비율을 규제할 필요성과도 연관지어 생각해 볼 수 있다. 금융기관의 자기자본비율을 일정 수준 이상 유지하도록 규제함으로써 두 위험수준 간의 차이를 줄이는 효과를 기대할 수 있다는 것이 위 따름정리 1의 함의이다.

본 모형에서는 주주가 위험 중립적임을 가정하고 있지만, 위의 결과는 주주가 위험 기피적인 경우로 쉽게 확장할 수 있다. $\delta$가 자산 수익의 위험도를 의미하므로 자산의 기대수익곡선에 감시비용곡선을 뺀 곡선은 $\delta$에 대해 오목하다. 그리고 그 곡선보다 위에 주주의 보상곡선에 감시비용곡선을 뺀 곡선이 위치하게 된다. 위험 기피적인 사람은 수익-위험 평면의 무차별곡선이 보상에서 비용을 뺀 곡선과 접하는 지점에서 위험수준을 정하게 된다. 다음의 [그림 8-3]에서는 주주가 위험 기피적인 경우 나타날 수 있는 결과의 예를 보여주고 있다. [그림 8-3]을 보면 주주는 사회적으로 최적인 위험수준에 비해 더 높은 수준의 위험을 선호한다는 것을 알 수 있다.[14]

[그림 8-3] 위험 기피적인 주주와 최적의 위험수준




14) 이러한 결과가 일반적으로 성립하는 것은 아니며, 주주의 효용함수에 따라 결과가 달라질 수 있다. 예를 들어 주주의 효용이 동조함수의 형태일 경우 제시된 결과가 성립된다.

## 3. 임금계약과 임원의 유인

이제부터는 주주가 은행의 위험수준을 결정하는 경영자를 고용하는 경우를 살펴보겠다. 여기서 $\delta$에 대한 경영자의 결정을 주주는 볼 수 없다고 가정한다. 이러한 경우 주주의 이익 극대화 문제는 다음과 같다.

$$\max_{\delta,\, W(\delta)} \int_{\max\{\alpha, \mu(\delta)-\delta\}}^{\mu(\delta)} (x-\alpha) f_{\delta}(x) dx - EW(X)$$

s.t.

$$(IC) \qquad \delta = \mathrm{argmax}_{\delta'} \, \mathrm{E}[\mathrm{W}(\mathrm{X})] - \mathrm{C}(\delta')$$

$$(IR) \quad \max_{\delta'} E[W(X)] - C(\delta') \geq \overline{U}$$

여기서 $W(X)$는 주주가 경영자에게 주는 임금을 의미하고, 이는 자산 수익의 함수이다. $\overline{U}$는 경영자가 주주와의 고용관계를 중단하고 외부로 나갔을 때 받을 수 있는 최대의 금액을 의미한다. 자산의 수익은 확률분포에 따라 결정되므로 경영자의 임금도 역시 확률분포에 따라 결정된다. 경영자의 임금구조가 결정되면 경영자 임금의 기대가치는 $\delta$의 함수로 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$E[W(X)] \equiv \omega(\delta)$$

비록 $\delta$를 주주가 볼 수 없어서 이를 바탕으로 계약을 맺을 수 없더라도 주주는 적절한 임금계약을 통해 특정한 $\delta$가 경영자로 하여금 선택되도록 유도할 수 있다. 따라서 주주의 이익 극대화 문제는 다음과 같이 다시 표현할 수 있다.

$$\max_{\delta,\, \omega(\delta)} \int_{\max\{\alpha, \mu(\delta)-\delta\}}^{\mu(\delta)} (x-\alpha) f_{\delta}(x) dx - \omega(\delta)$$

s.t.

$$(IC) \quad \delta = \mathrm{argmax}_{\delta'} \, \omega(\delta') - \mathrm{C}(\delta')$$

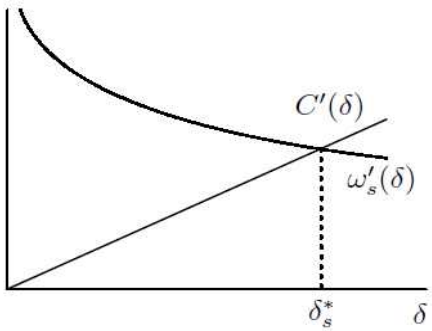
$$(IR) \quad \omega(\delta) - C(\delta) \geq \overline{U}$$

(*IR*)이 등식으로 만족한다면 주주의 목적함수는 경영자가 없을 때 주주의 목적함수와 같아진다. 따라서 (*IC*) 조건이 만족하는 한 주주는 경영자가 $\delta_s^*$를 선택하는 것을 선호한다.

**Remark 1.** 주주는 경영자를 고용한 경우, $\delta_s^*$이 경영자에 의해 선택되기를 원한다.

그렇다면 이제 (*IC*) 조건에 대해 살펴보자. (*IR*) 조건에 의해 경영자의 임금 $\omega(\delta)$의 가치는 결정된다. 경영자로 하여금 $\delta_s^*$를 고르도록 하기 위해, 임금 $\omega(\delta)$의 구조가 중요하다. 구체적으로 말해서 $\omega'(\delta)$의 형태에 의해 다음 그림과 같이 경영자가 어떤 $\delta$를 선택할지 결정된다.

[그림 8-4] 경영자의 최적 위험수준




[그림 8-4]를 보면 $\omega'(\delta)$가 $\delta = \delta_s^*$에서 $C'(\delta)$와 교차하도록 적절한 임금구조를 만들어서 주주는 (*IC*)와 (*IR*)을 동시에 만족시키면서 이익을 극대화할 수 있다는 점을 알 수 있다.

그렇다면 균일 분포가정하에서 경영자에 대한 최적의 임금구조는 어떠한지 주식형태, 스톡옵션형태, 보너스형태 등 일반적인 세 가지 형태의 임금구조를 중심으로 살펴보도록 하겠다. 만약 경영자에게 지급할 수 있는 주식의 수에 제한이 없다면 주식형태의 임금구조로 주주는 원하는 $\delta_s^*$.를 경영자가 선택하도록 할 수 있다.

**명제 3.** 경영자의 임금구조로서 지급되는 주식의 수에 제한이 없다

면 주주에게 최선인 주식형태의 임금구조가 존재한다.

증명) 다음의 임금구조를 살펴보자.

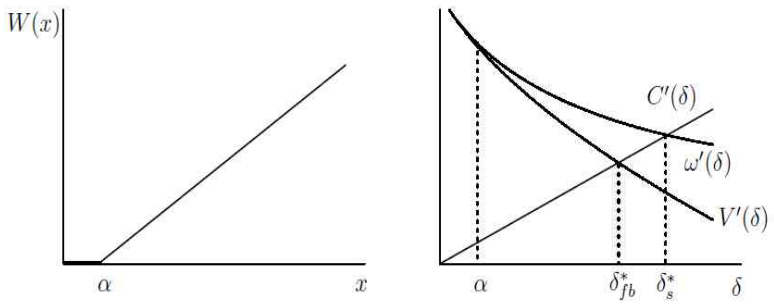
$$W(X) = k_s \max[0, x-\alpha] + u_s$$

이 경우 $k_s^* = 1$,

$$\begin{aligned} u_s^* &= \overline{U} + C(\delta_s^*) - E\max[0, x-\alpha] \\ &= \overline{U} + C(\delta_s^*) - \frac{(\mu(\delta_s^*) + (\delta_s^*) - \alpha)^2}{4\delta_s^*} \end{aligned}$$

일 때, 경영자는 주주와 같은 인센티브를 가지게 된다(증명 끝).

[그림 8-5] 주식형태의 임금구조와 최적의 위험수준




이러한 임금구조는 경영자로 하여금 잔여청구권자(residual claimant)가 되게 하는 소위 'selling-the-firm-scheme'과 유사하다. 하지만 이러한 임금구조는 현실에서는 보기 힘들다. 실제로는 경영자에게 지급할 수 있는 주식의 수에 제한이 있기 때문이다.

다음으로 아래와 같은 스톡옵션형태의 임금구조를 살펴보자.

$$W(X) = k \cdot \max\{0, X - p_s\} + u$$

여기서 말하는 스톡옵션형태의 임금구조란 주주가 경영자로 하여금 주가 $X$가 실현된 후 $k$만큼의 주식을 각 주당 일정한 가격($p_s$)에 살 수

있는 권리를 주는 것을 의미한다.

경영자가 $p_s \in (\alpha, \mu(0))$을 만족하는 $p_s$를 선택한 후 $\mu(\delta_0) - \delta_0 = p_s$를 만족하도록 $\delta_0$를 정의할 수 있다. 그렇다면 $\delta < \delta_0$를 만족할 때 $\omega(\delta) = k[V(\delta) - p_s] + u$, 그리고 $\delta \geq \delta_0$를 만족할 때

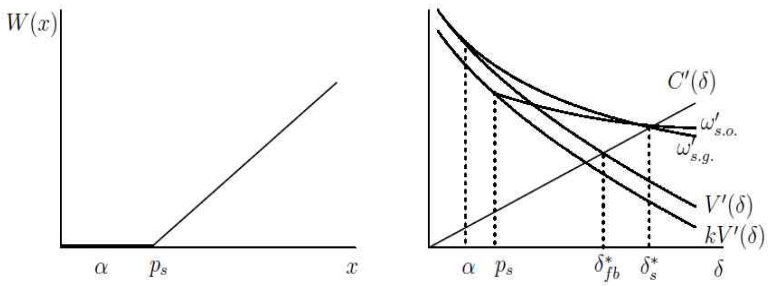
$$\omega(\delta) = k\int_{p_s}^{\mu(\delta)+\delta}(x - p_s)\frac{1}{2\delta}dx + u$$
$$= k\left[V(\delta) - p + \int_{\mu(\delta)-\delta}^{\alpha}(p_s - x)\frac{1}{2\delta}dx\right] + u$$

의 형태를 가지는 임금구조는 아래와 같은 식을 만족한다.

$$\omega'(\delta) = k\left[V'(\delta) + (1-\mu'(\delta))(p_s - \mu(\delta) + \delta)\frac{1}{2\delta} + \frac{p_s - \mu(\delta) + \delta}{4\delta^2}\left[\mu(\delta) + \delta - p_s - 2\delta\mu'(\delta)\right]\right]$$

스톡옵션형태의 임금구조하에서 주주는 [그림 8-6]과 같은 방식으로 경영자가 $\delta_s^*$를 선택하도록 임금구조를 설계한다.

[그림 8-6] 스톡옵션형태의 임금구조와 최적 위험수준




앞서 보인 바와 같이, $k = 1$이고 $p_s = \alpha$일 때, 임금구조는 (*IC*) 조건을 만족하고 주주의 이윤을 극대화시킨다. 하지만 경영자에게 지급할 수 있는 주식의 수에 제한이 있다면 주주는 최적의 $(k, p_s)$를 가진 스톡옵션형태의 임금구조를 짤 수 있다. $\delta \geq \delta_0$일 때, $\frac{\partial \omega'(\delta)}{\partial p_s} = \frac{k}{2\delta^2}[\mu(\delta) - p_s + \delta - 2\delta\mu'(\delta)]$이다. 또한 $p_s < \mu(0)$ 이고 $\mu(\delta) < \frac{1}{2}$ 이므로 $\frac{\partial \omega'(\delta)}{\partial p_s} > 0$을 만족한다. 따라

서 주주는 $k$를 줄이고자 할 때에는 $p_s$를 늘려서 결과적으로 $\omega'(\delta)$가 올라가도록 함으로써 경영자가 $\delta_s^*$를 선택하도록 만들 수 있다.

이제 보너스형태의 임금구조에 대해 알아보자. 이를 위해 다음의 임금구조를 살펴보자.[15]

$$W(x) = k_b \bullet I\{x \geq p_b\} + u_b$$

이때 $p_b > \mu(0)$이고, $I$는 지수함수를 의미한다. 즉, $x \geq p_b$일 때 $I$는 1의 값을 가지고 그렇지 않을 때는 0의 값을 가진다. 일단 주주에 의해 $p_b$가 선택되면 $\mu(\delta_1) + \delta_1 = p_b$를 만족하는 $\delta_1$을 정의할 수 있다. 이때, $\delta < \delta_1$이면 $\omega(\delta) = u_b$ 이고, $\delta \geq \delta_1$이면

$$\omega(\delta) = \int_{p_b}^{\mu(\delta)+\delta} k_b \frac{1}{2\delta} dx + u = \frac{k_b(\mu(\delta) + \delta - p_b}{2\delta} + u$$

$$= k_b \left[ \frac{\mu(\delta) - p_b}{2\delta} + \frac{1}{2} \right] + u_b$$

가 된다. 그리고

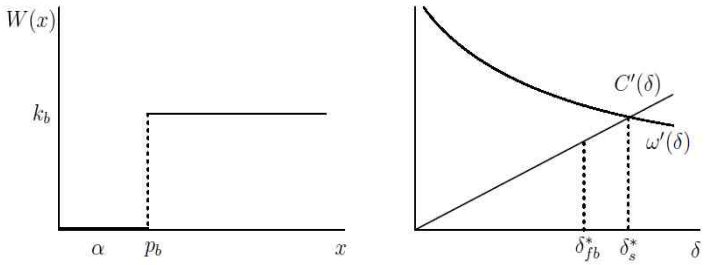
$$\omega'(\delta) = k_b \left[ \frac{\mu'(\delta)}{2\delta} - \frac{\mu(\delta) - p_b}{2\delta^2} \right] = \frac{k_b}{2\delta^2} \left[ p_b - \mu(\delta) + \delta\mu'(\delta) \right] \text{와 같은}$$

형태를 가진다. 따라서 주주는 최적의 $(k_b, p_b)$을 제시함으로써 경영자로 하여금 $\delta_s^*$를 선택하도록 만들 수 있다. 비록 $k_b$에 상방제약이 있긴 하지만, 주주는 이를 감안하여 최적의 $p_b$를 선택함으로써 경영자가 $\delta_s^*$를 선택하도록 유도할 수 있다.

이상에서는 균일분포의 가정하에서 주주는 일반적인 세 가지 형태의 임금구조(주식형태, 스톡옵션형태, 보너스형태)를 통해서 경영자로 하여금 $\delta_s^*$을 선택하도록 만들 수 있음을 보였다. 이처럼 주주가 효과적인

15) 본 논의에서는 가장 단순한 형태의 보너스형태를 살펴보고자 한다. 가장 단순한 형태의 보너스란 수익이 일정 수준을 넘으면, 경영자에게 약속된 금액을 지불하는 임금구조를 말한다. 이 같은 단순한 형태의 임금구조에서도 본 논의의 의미를 충분히 담을 수 있기 때문이다.

[그림 8-7] 보너스형태의 임금구조와 최적 위험수준




임금구조를 만들 수 있다면 사회적으로 최적인 위험수준보다 더 높은 수준의 위험수준이 경영자로 하여금 선택되도록 주주는 임금구조를 통해 유도할 것이다.

다만, 세 가지 임금형태는 그 유연성에서 차이가 있다. 주식형태의 경우 경영자의 선택을 주주의 이해관계와 완전히 일치시키는 것이 모든 주식을 경영자에게 부여함으로써만 가능한 반면, 스톡옵션에서는 사후적으로 그보다 적은 주식의 부여를 통해서도 동일한 선택을 유도할 수 있다. 반면, 보너스의 경우 보너스 금액과 보너스를 받을 수 있는 조건을 조정함으로써 동일한 선택을 유도할 수 있다는 점에서 주식기반 임금구조에 비해 보다 유연한 특징을 가지고 있다고 볼 수 있다.

이러한 차이의 함의 중 하나는, 현실적으로 경영자에게 부여할 수 있는 주식의 수에 한계가 있다는 점을 고려할 때, 주식부여보다는 스톡옵션을 통해 위험추구적 의사결정을 유도하는 것이 보다 용이하다는 점이다. 또한, 만약 규제당국이 은행 경영자의 보수구조에 제한을 가함으로써 적정한 위험추구를 유도하고자 할 때, 주식기반 유인보수 이외에 여타의 성과급을 종합적으로 고려할 필요가 있음을 시사한다.

## 4. 소 결

본 절에서는 보상체계와 위험에 대한 주주의 선호 및 경영자의 보수체계에 대해 이론적으로 검토하였다. 주주는 자산의 기대한계수익과 한계감시비용이 일치하는 수준에서 최적의 위험수준을 선택한다. 기대수

익이 수익변동성의 폭에 비해 더 빠른 속도로 증가하지 못할 경우, 유한책임의 주주는 사회적 최적수준보다 더 위험한 자산을 선호하는 결과를 볼 수 있다. 주주가 경영자를 고용하는 경우 주식부여, 스톡옵션, 보너스 등을 통해 적절한 보상체계를 제시함으로써 항상 자신이 원하는 수준의 위험수준을 선택하도록 할 수 있다.

금융규제와 관련하여 본 이론적 분석을 통해 몇 가지 흥미로운 결과가 도출된다. 우선, 자본규제 등을 통해 전체 자산 중 자기자본의 비중이 커질수록, 즉 예금으로부터의 자금조달 비중이 작을수록 주주의 위험선택과 사회적 최적의 위험선택 간 차이는 감소한다. 이는 은행 감독당국의 건전성 규제가 경영자의 보수에 대한 규제 혹은 지도와 상호보완적일 수 있음을 시사한다. 두 번째로 경영자에게 부여될 수 있는 주식의 규모에 한계가 있을 경우, 주주는 경영자의 위험추구 유도를 위해 주식부여보다는 스톡옵션을, 이보다는 보너스를 더 선호할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 따라서 규제당국의 보수에 대한 관리·감독 시에 주식기반 성과급 외에 다른 형태의 성과급에도 주의를 기울일 필요가 있다.

## 제4절 국내 은행의 실증분석

본 절에서는 국내 은행의 자료를 이용, 은행 임원의 보수구조가 은행의 위험도 혹은 위험추구적 의사결정에 어떤 영향을 미치는지를 실증적으로 분석한다. 제3절에서 이론적으로 분석한 바와 같이, 위험선택과 관련된 임원의 보수구조는 매우 다양할 수 있다. 그러나 우리나라의 경우 임원 전체의 총보수는 공시되나 각 임원의 개별적 보수는 공시되지 않고, 다만 스톡옵션의 경우 임원별 부여량과 부여조건이 공시된다. 따라서 본 실증분석에서는, 이론 모형과 일정 정도 괴리가 있으나, 임원 전체의 스톡옵션 부여와 은행의 위험도 간의 관계를 다루도록 한다.[16] 이

16) 이론적으로는 상임이사, 은행장 등 경영진과 사외이사는 이해관계를 달리할 가능성이 높다. 예를 들어 Pathan(2009)은 미국의 은행지주회사 자료를 이용, 이사회의 영향력이 강한 은행이 보다 위험추구적이며, CEO의 영향력이 강한 경우 위험추구적

를 위하여 본 절에서는 우선 분석 자료를 간략히 설명하고, 분석모형을 제시한 후, 분석 결과를 살펴보도록 한다.

## 1. 분석 자료

본 연구는 2000년부터 2008년 사이 국내 7개 시중은행의 자료를 사용하였다. 여기에는 KB국민, 신한, 우리, 하나, 외환, 씨티, 조흥은행(합병 전)이 포함된다. 예금을 수취하는 특수은행의 경우 기관의 스톡옵션 부여가 사실상 없었는데, 이는 기관의 특성을 반영하는 것으로 판단하여 분석에서 제외하였다. 일부 외국계 은행의 경우 스톡옵션이 외국에 상장된 모회사의 주식으로 부여되는 경우가 있었는데, 이는 분석에서 제외하였다. 또한 일부 은행의 경우 최근 스톡옵션 부여방식에서 제한된 주식 부여방식으로 성과보상 형태를 바꾸었는데, 이 경우 다른 은행과의 비교가 적절치 않다고 판단하여 분석에서 제외하였다.

설명변수 중 종합주가수익률, 은행업 지수수익률, 은행별 주가수익률은 자본시장연구원의 자료(KCMI-SD 2009)를 활용하였고, CD수익률 및 3년 만기 국채수익률은 금융투자협회의 채권정보센터로부터 얻었다. 그 외 은행별 자본, 자산 등 특성변수의 자료는 금융감독원의 금융통계정보로부터 수집하였다.

은행별 임원의 보수 자료는 각 은행의 사업보고서 및 감사보고서에서 수집하였다. 이 자료에는 각 은행 연도별 임원 총보수(스톡옵션 제외), 임원에게 부여된 스톡옵션의 공정가치, 특정 연도에 잔존하는 임원 스톡옵션의 누적 공정가치를 포함한다. 스톡옵션의 공정가치 산정은 사업보고서, 감사보고서 및 외부자료를 활용하고, 블랙-숄즈(Black-Sholes) 옵션가격모형[17]을 통해 직접 산정하였다. 자료의 구축과 관련 다음과

---

경향이 감소함을 보였다. 본 연구의 목적을 고려할 때, 은행장 혹은 상임이사의 보수만을 고려하는 것이 타당하다. 그러나 개별 임원의 보수정보가 없는 분석 자료의 한계상 이를 수행하지 못하였다. Lee, Yeo, and Yoon(2010)의 경우 스톡옵션을 제외한 보수를 전체 임원보수의 평균으로 대체하여 상임이사만의 보수자료를 구축, 분석하였으나, 이는 자의성이 존재하여 본 분석에서는 임원 전체의 보수자료를 이용하도록 한다.

17) 우리나라의 경우 옵션가격결정모형으로 회계실무상 거의 예외 없이 블랙-숄즈 모형

같은 몇 가지 사항에 유의할 필요가 있다.

우선, 일부 은행의 경우 금융지주회사로 변경되어 상장된 경우 주식선택권을 부여하는 주체가 지주회사인 경우가 있어 스톡옵션 계산 시 이를 반영하고, 분석 시 이에 대한 더미변수를 활용하였다. 총보수와 비교한 스톡옵션의 공정가치는 부여일 시점에서 산정하였다. 이는 총보수가 연평균 지급액으로 공시됨을 고려한 것이다. 반면, 누적된 스톡옵션의 가치는 그해 연말 기준으로 산정하였다. 다음으로, 공정가치 산정을 위해 사용한 블랙-숄즈 옵션가격모형은 다음과 같다.

$$\text{스톡옵션의 공정가치} = pN(d_1) - se^{-rt}N(d_2)$$

여기에서

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{p}{s}\right) + \left(r + \frac{v^2}{2}t\right)}{v\sqrt{t}}, \quad d_2 = d_1 - v\sqrt{t}$$

위 식에서 $p$는 주식가격, $s$는 행사가격(striking price), $t$는 1년의 백분율로 나타내는 존속기간, $r$은 현재의 무위험이자율, $v$는 연표준편차로 측정되는 주식의 변동성, $N(x)$는 누적정규분포함수를 나타낸다. 이를 통해 공정가치 산정을 위해 필요한 변수는 스톡옵션의 행사가, 기대존속기간(주식선택권 부여 시부터 행사 때까지 기대행사기간), 주식의 현재가격, 기대주가변동성, 무위험이자율이다. 각각에 사용된 자료는 다

---

을 이용해 왔다. 그러나 블랙-숄즈 모형은 주식기준보상의 적절한 공정가치 산정방식이라 보기는 힘들다. 우선 블랙-숄즈 모형은 유럽식 옵션(European option)모형이어서, 만기 이전에 행사될 가능성을 배제하고 있으며, 가득기간(주식기준보상 약정에서 지정하는 가득조건이 충족되어야 하는 기간) 이후의 행사를 고려하지도 못한다. 따라서 블랙－숄즈 모형을 적용하기 위해서는 기대행사 시점을 결정해야 하는데, 이때 회계담당자의 자의성이 작용할 가능성이 높다. 이에 기업회계기준에서는 국제재무보고기준(IFRS) 제2호 '주식기준보상(Share Based Payment)'에 따라 이항모형이나 공정가치측정 목적에 부합하는 한 몬테카를로시뮬레이션기법과 같이 '더 유연한 모형(more flexible model)'을 이용하여 블랙-숄즈의 단점을 보완하는 옵션가격결정모형도 사용할 수 있도록 하고 있다(김현아 · 정성창[2009]). 그러나 본 연구에서는 이러한 블랙-숄즈 모형의 단점들에도 불구하고 확보 가능한 자료를 고려하여 블랙-숄즈 모형을 사용하되, 사업보고서상 제시된 공정가치를 직접 사용하지 않고 몇 가지 변형을 하여 자료를 구축하였다.

음과 같다.

우선, 스톡옵션의 행사가격은 은행별 사업·감사 보고서에 기재된 수치를 이용하였는데, 일부 은행은 부여 시점에 행사가격, 부여 수량 등이 고정되어 있지 않는 성과연동 및 지수연동 가득조건부 스톡옵션을 부여한바, 이 경우의 행사가격은 사업·감사 보고서에서 사후 언급된 금액에 기초하여 산정하였다. 두 번째로 기대존속기간의 경우, 일부 감사보고서에 기대존속기간이 적시되어 있으나, 은행 간 편차가 상당히 존재하여 자의성을 배제하기 위해 가득기간[18] 후 즉시 행사한다고 가정하였다. 세 번째로 주식의 현재가격은 사업보고서에 언급된 경우 이를 사용하였고, 그렇지 않은 경우 외부자료를 사용하였는데, 사업보고서에 적시된 주식현재가격과 외부자료의 비교 결과, 그 차이는 거의 존재하지 않았다. 네 번째로 기대주가변동성은 감사보고서에 언급된 자료에 기초하였으나, 감사보고서에 자료가 적시되지 않은 경우, 은행 간 차이보다 연도별 차이가 컸던 점을 고려하여 각 연도마다 나머지 은행의 변동성 수치의 평균값으로 대체하여 산정하였고, 예상주가변동성이 구간값으로 주어진 경우 그 중간값을 사용하였다. 다섯 번째로 무위험이자율은 3년 만기 국채수익률로 산정하였는데, 일부 다른 연구에서 사용한 90일 CD수익률로 계산한 결과도 크게 다르지는 않았다.

사용한 주요 변수의 요약통계량은 <표 8-1>에 제시되어 있다. 이에 의하면, 스톡옵션 제외 임원의 총임금 평균은 약 22억 18백만원이고, 매년 부여된 스톡옵션의 총가치는 약 21억 48백만원이며, 평균적으로 31%의 보수가 스톡옵션으로 부여되었음을 알 수 있다. 또한 특정 해 말 미실현 누적 스톡옵션의 가치는 평균 55억 16백만원으로 나타났다.

18) 상법 제340조의4에서 주식매수선택권은 주주총회 결의일부터 2년 이상 재임 또는 재직하여야 이를 행사할 수 있다고 규정하고 있으며, 실제 기대존속기간은 정관에 의한 기업의 선택에 따르고 있다. 국내 은행의 경우 대부분 가득기간이 3년으로 정해져 있으나, 일부 은행은 2년의 가득기간을 설정하였다.

〈표 8-1〉 주요 변수 요약통계량(관측 수=50)

| 변수명 | 평균 | 표준오차 | 최솟값 | 최댓값 |
|---|---|---|---|---|
| SALARY | 2218.059 | 1215.886 | 676 | 4983 |
| OPTION | 2147.945 | 3853.333 | 0 | 17586.99 |
| TOTALCOMP | 4366.003 | 4577.125 | 676 | 22000.99 |
| COMP1 | 0.3076 | 0.2372 | 0 | 0.85 |
| COMP2 | 5516.077 | 8066.152 | 0 | 33700.07 |
| InAsset | 18.2 | 0.7075 | 16.32 | 19.33 |
| Cap_Ratio | 6.931 | 4.9961 | 2.82 | 24.63 |
| Non-Int_Income | 39.3752 | 15.3393 | 18.16 | 83.1 |
| mktrisk | 1.008 | 0.1950 | 0.5 | 1.45 |
| intrisk | 0.2622 | 0.6975 | -1.17 | 2.81 |
| totalrisk | 3.2354 | 1.2146 | 1.48 | 6.29 |
| idiorisk | 2.0776 | 0.8544 | 0.63 | 3.87 |
| Holding_Dummy | 0.22 | 0.4185 | 0 | 1 |

주: 1. SALARY는 주식매수선택권을 제외한 임원의 총보수(단위: 백만원). 2. OPTION은 모든 임원에게 특정 해에 부여된 주식매수선택권의 부여일 기준 가치의 총합(단위: 백만원). 3. TOTALCOMP는 총보수로 SALARY와 OPTION의 합(단위: 백만원). 4. COMP1은 당해 총보수 대비 부여된 주식매수선택권의 가치. 5. COMP2는 특정시점까지 누적된 실현 가능한 주식매수선택권의 가치. 6. EXECCOMP2는 상임이사에게 부여된 누적 실현 가능 주식매수선택권의 가치. 7. mktrisk, intrisk, totalrisk 및 idiorisk는 각각 체계적 위험, 이자율 위험, 총위험과 특정 위험으로 제4절 2.의 모형에서 도출됨. 8. ln(Asset)은 총자산의 자연로그치(단위: 백만원). 9. Cap_Ratio은 총자산 대비 자기자본 비율. 10. Non-Int Income은 비이자수입으로 이자 외 수입의 비중(단위: %). 11. Holding_Dummy는 주식선택권 대상 주식이 지주회사임을 나타내는 더미변수.

## 2. 분석모형

본 소절에서는 앞서 설명한 자료를 바탕으로 두 가지 서로 다른 위험지표, 즉 가격기준 위험지표와 투자기준 위험지표를 이용하여 국내은행 임원의 주식매수선택권 제도가 은행 위험추구에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

## 가. 가격기준 위험지표(price-based risk measures)

먼저 임원보수와 위험추구 간 관계를 고찰하기 위해서 네 가지 가격기준 또는 시장기준 위험지표를 추정한다. Chen *et al.*(2006), Pathan (2009) 등 기존 연구의 방법론을 따라 가격기준 위험지표들은 임원 보수지표 및 각종 통제변수의 함수로 가정한다. 따라서 특정 연도에 특정 은행 i에 대한 네 가지 가격기준 위험지표는 식 (3)과 같이 이변수 시장모형(two-variable market model)으로부터 간단하게 추정할 수 있다.

$$R_i = \alpha + \beta_{Mi} \cdot R_M + \beta_{Ii} \cdot R_I + \epsilon_i \quad (3)$$

여기서 $R_i$는 은행 $i$의 일별주식수익률, $R_M$은 벤치마크 일별수익률,[19] $R_I$는 3년 만기 국채수익률,[20] $\epsilon_i$는 잔차항이다. 식 (3)으로부터 추정된 계수인 $\beta_{Mi}$, $\beta_{Ii}$는 각각 시장위험(market risk) 또는 체계적 위험(systematic risk)과 금리위험(interest risk)을 나타내는 대리변수이다. 나머지 두 가지 위험지표들은 개별은행의 주가수익률의 표준편차로부터 계산되는 전체 위험(total risk) 또는 주가변동성(stock variability)과 앞선 식 (3)의 잔차항의 표준편차로부터 계산되는 개별은행의 특정 위험(unique risk or idiosyncratic risk)으로 대변된다.

위에서 언급한 대로 이와 같이 추정된 네 가지 가격기준 위험지표들은 임원 보수지표와 통제변수들의 함수로 나타낼 수 있다고 가정하였다. 또한 기존 관련 연구들과 마찬가지로 임원 보수지표는 서로 다른 세 가지 변수를 사용하였다. 첫 번째 임원 보수지표는 총보수 대비 부여된 주식매수선택권 가치의 비중, COMP1이며, 두 번째 임원 보수지표는 주식매수선택권의 누적가치, COMP2이다. 첫 번째 지표는 가장 널리 쓰이는 것으로 보수 가운데 임원의 위험추구행위에 영향을 미칠 직접적인 유인이 되는 주식매수선택권의 비중을 산출하는 것이다. 두 번째 지표는 누적가치로 임원의 저량적 부(wealth)가 위험추구행위에 미치는 영향을 고찰하기 위함이다. 특히 부여받은 주식매수선택권이 당시 위험추구

19) 벤치마크 일별수익률로 은행업종 평균 일별수익률을 사용하였는데 KOSPI 일별수익률을 사용한 경우에도 결과는 크게 달라지지 않음을 알 수 있었다.

20) 3년 만기 국채수익률 대신 90일물 CD금리를 사용한 경우에도 결과는 크게 달라지지 않았다.

행위 결정에 영향을 미쳐 위험추구도가 높아진다는 점을 고려하여 전년도 임원 보수지표를 사용하였다.[21]

이밖에 각종 통제변수로 은행 자산규모, 금융 레버리지 규모, 수익 다각화 정도 등 은행 특성변수를 사용하였다. 또한 특정 연도에 은행 위험에 공통적으로 영향을 미쳤으나 관찰할 수 없는 요소를 통제하기 위해 연도 더미도 포함하였다. 이와 같이 구성된 회귀분석식은 다음 식 (4)로 나타낼 수 있다.

$$RISK_{it} = \alpha' + \beta' \cdot COMP1/2_{it-1} + \beta'_{2-6} \cdot CTRL_{it} + \beta'_{7-14} \cdot YD_t + \epsilon'_{it} \quad (4)$$

여기서 $RISK_{it}$는 $t$년도에 특정 은행 $i$에 대한 네 가지 가격기준 위험지표, $COMP1_{it}$는 총보수 대비 주식매수선택권의 비중으로 대변되는 임원 보수지표, $COMP2_{it}$는 주식매수선택권의 누적가치로 나타나는 임원 보수지표, $CTRL_{it}$는 통제변수로 자연로그를 취한 은행 자산규모, 자기자본비율, 비이자수익 비중, 지주회사 소속 여부, 임원 재임기간을, $YD_t$는 연도 더미변수를 지칭한다. 또한 은행 위험에 영향을 미쳤으나 관찰할 수 없는 요소를 통제하기 위하여 은행 고정효과(fixed effect)모형 회귀분석을 수행하였다.

## 나. 투자기준 위험지표(investment-based risk measures)

가격기준 위험지표에 이어 또 하나의 위험지표로 투자기준 위험지표를 사용할 수 있다. 일반적으로 은행입장에서 투자 결정 시, 보다 구체적으로 대출 결정 시 가계대출, 대기업대출, 중소기업대출 순으로 위험도가 높아진다. 따라서 중소기업 대출규모 및 상대적인 비중이 은행 투자기준 위험지표라고 볼 수 있다. 특정 연도에 특정 은행 $i$의 투자기준 위험지표로 전체 대출에서 상대적으로 위험한 대출로 간주되는 중소기

21) 은행을 비롯한 금융업에서의 위험추구행위가 전년도 이전에 부여받은 주식매수선택권에 의거한 의사결정에 영향을 받을 가능성은 금융환경 변화가 커서 장기적인 계획 구축이 쉽지 않다는 업종의 특성상 그리 크지 않다고 볼 수 있다. 실제 2~3년의 지체변수(lag variable)를 사용한 분석을 수행하였으나, 유의한 차이를 발견할 수 없었다.

업대출 비중을 사용한다.

앞서와 마찬가지로 투자기준 위험지표는 임원 보수지표 및 다른 통제변수들의 함수로 나타낼 수 있다고 가정한다. 임원 보수지표 역시 앞서의 두 가지 변수를 사용하였다. 부여받은 주식매수선택권이 당시 위험추구행위 결정에 영향을 미쳐 위험추구도가 높아진다는 점을 고려하여 전년도 임원 보수지표를 사용한다.

앞서 사용된 통제변수인 은행 자산규모, 금융 레버리지 규모, 수익 다각화 정도 외에 무수익대출 규모, 대손충당금 규모, 순이자마진, 상위 4개 은행 시장집중도(CR4) 등 기업대출에 영향을 미칠 수 있는 은행 특성변수를 함께 고려하였고, 연도 더미를 포함하였다. 또한 은행 위험에 영향을 미쳤으나 관찰할 수 없는 요소를 통제하기 위하여 은행 고정효과(fixed effect)모형 회귀분석을 수행하였다. 해당 회귀분석식은 다음 식 (5)와 같이 나타낼 수 있다.

$$RISK_{it} = \gamma' + \delta'_1 \cdot COMP1/2_{it-1} + \delta'_{2-8} \cdot CTRL_{it} + \delta'_{9-16} \cdot YD_t + \epsilon'_{it} \quad (5)$$

여기서 $RISK_{it}$는 특정 $t$년도에 특정 은행 $i$에 대한 네 가지 가격기준 위험지표, $COMP1_{it}$는 총보수 대비 주식매수선택권의 비중으로 대변되는 임원 보수지표, $COMP2_{it}$는 주식매수선택권의 누적가치로 나타나는 임원 보수지표, $CTRL_{it}$는 통제변수로 자연로그를 취한 은행 자산규모, 자기자본비율, 비이자수익 비중, 자연로그를 취한 무수익대출, 자연로그를 취한 대손충당금, 순이자마진, CR4이며, $YD_t$는 연도 더미변수이다.

## 3. 분석 결과

먼저 가격기준 위험지표는 특정 위험으로 대변되는 경우만이 세 가지 임원 보수지표 모두와 통계적으로 유의하게 음(-)의 관계를 지니는 것으로 나타났다. 시장위험의 경우, 누적가치(COMP2)만 유의하게 나타났으며, 다른 위험지표의 경우 어떤 임원 보수지표도 유의하게 영향을 미

치지 않은 것으로 나타났다.[22] 이는 미국 자료를 바탕으로 수행한 기존 문헌의 실증분석 결과인 주식매수선택권과 위험추구행위 간 양(+)의 관계가 존재하는 것과 상반된 결과임에 유의할 필요가 있다. <표 8-2>에서 보듯이 임원 보수지표를 주식매수선택권 비중(COMP1)으로 하든 그 누적가치(COMP2)로 하든지 관계없이 둘 간 음(-)의 관계가 유지됨을 알 수 있다. 또한 주식매수선택권 비중을 지표로 한 회귀분석의 열 (3)을 보면 해당 연도의 임원 보수지표를 사용하는 것보다 앞서 언급한 바와 같이 전년도 지표를 사용하는 것이 바람직하다는 것을 재확인할 수 있다.[23]

다음으로, 관찰되지 않는 은행의 특성이 은행의 특정 위험에 미치는 영향을 통제하기 위해 고정효과모형 회귀분석을 실시하였다. 분석 결과는 <표 8-3>에 제시되어 있다. <표 8-3>에 의하면 관찰되지 않은 은행의 특성을 통제할 경우 주식매수선택권 비중이나 누적가치 모두 은행의 특정 위험에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 또한 은행의 비이자수익 비중을 제외하면 다른 특성변수들도 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 여기서 은행의 비이자수익에 대한 추정계수가 양으로 나타난 것은 예상과 일치한다고 볼 수 있다. 즉, 비이자수익 비중이 큰 은행일수록 안전한 투자라고 할 수 있는 예금 외에 다른 위험투자를 감행하기 때문에 둘 간에 양(+)의 관계가 존재한다고 해석할 수 있다.

그 밖의 통제변수에 관해서는 예상대로 자산규모와 자기자본 비중은 은행의 위험추구와 상반된 방향으로 작용함을 알 수 있으며, 비이자수익 비중 및 지주사 소속 여부와 은행 위험추구행위 간에는 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있었다. 다시 말하면 자산규모 및 자기자본 비중이 높은 경우 은행 위험추구 경향이 낮다는 의미인 반면, 비이자수익 비중이 높거나 지주사에 속한 은행일수록 위험추구 경향이 높다는 의미라고 볼 수 있다.[24]

---

22) 국내 은행들은 지배구조나 소유구조 측면에서 상당한 이질성(heterogeneity)이 존재하므로, 고정효과모형을 사용한 추정이 보다 타당할 것이다. 다만, 본 연구에서는 미국자료를 이용한 선행연구(Chen *et al*.[2006]) 등이 고정효과모형을 사용하지 않아, 결과의 비교를 위해 일반 선형회귀모형과 고정효과모형을 모두 제시하였다.

23) 누적가치의 경우 당해변수와 전해변수를 동시에 고려하는 것이 무의미하여 제외하였으나, 분석 결과는 주식매수선택권 비중을 사용한 결과와 동일하였다.

〈표 8-2〉 가격기준 위험지표 사용 시 선형회귀분석 결과(은행더미 제외)

| COMP1 지표 | 종속변수: 특정 위험 | | |
|---|---|---|---|
| | (1) | (2) | (3) |
| COMP1_t-1 | -1.0166***(-3.43) | | -0.8762**(-2.60) |
| COMP1_t | | -0.8747**(-2.59) | -0.2960(-0.88) |
| In(Asset) | -0.4571**(-2.68) | -0.4548**(-2.54) | -0.4392**(-2.56) |
| Cap_Ratio | -0.1053***(-4.55) | -0.0863***(-4.07) | -0.1062***(-4.57) |
| Non-Int Income | 0.02140**(2.31) | 0.0202*(1.96) | 0.0221**(2.37) |
| Holding_Dummy | 0.5149**(2.35) | 0.4449*(1.91) | 0.2241**(2.48) |
| CEO_Year | -0.0637(-0.76) | -0.0276(-0.30) | -0.0594(-0.70) |
| N | 43 | 50 | 43 |
| Adj-$R^2$ | 0.709 | 0.676 | 0.707 |

| COMP2 지표 | 종속변수: 특정 위험 | |
|---|---|---|
| | (1) | (2) |
| COMP2_t-1 | -0.000036**<br>(-2.80) | |
| COMP2_t | | -0.000039***<br>(-2.54) |
| In(Asset) | -.3265(-1.59) | 0.2849(1.25) |
| Cap_Ratio | -0.0869***(-3.27) | -0.0239**(-2.94) |
| Non-Int Income | 0.0185*(1.84) | 0.0180(1.65) |
| Holding_Dummy | 0.3262(1.35) | 0.3048(1.29) |
| CEO_Year | -0.0475(-0.50) | -0.0226(-0.23) |
| N | 40 | 46 |
| Adj-$R^2$ | 0.672 | 0.670 |

주: ***,**,*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
1.COMP1은 총보수 대비 당해 부여된 주식매수선택권의 가치. 2. COMP2는 특정 시점까지 누적된 실현 가능한 주식매수선택권의 가치. 3. 특정 위험은 본문 식 (3)의 잔차항의 표준편차로 산출. 4. ln(Asset)은 총자산의 자연로그치(단위: 백만원). 5. Cap_Ratio은 총자산 대비 자기자본 비율. 6. Non-Int Income은 비이자수입으로 이자외 수입의 비중(%). 7. Holding_Dummy는 특정 은행이 지주사 소속인지를 나타내는 더미변수. 8. CEO_Year는 특정 은행 CEO의 임기를 나타내는 변수.

24) 비이자수익 비중이 높은 은행일수록 예금 외에 위험이 따르는 투자비중이 높기 때문이며, 지주사 소속 은행의 경우 자신의 위험을 다른 계열사로 이전할 가능성이 있기 때문이라고 볼 수 있다.

〈표 8-3〉 가격기준 위험지표 사용 시 고정효과 회귀분석 결과

| | 종속변수: 특정 위험 | |
|---|---|---|
| COMP1_t-1 | 0.0299(0.88) | |
| COMP2_t-1 | | 0.0000(0.05) |
| In(Asset) | -0.2115(-0.43) | -0.0913(-0.17) |
| Cap_Ratio | -0.1198(-1.64) | -0.1629*(-1.87) |
| Non-Int Income | 0.0423**(2.48) | 0.0444**(2.57) |
| Holding_Dummy | -0.2497(0.91) | 0.1249(0.43) |
| CEO_Year | 0.0354(-0.44) | -0.0464(-0.53) |
| N | 43 | 40 |

주: ***,**,*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
1. COMP1은 총보수 대비 당해 부여된 주식매수선택권의 가치. 2. COMP2는 특정 시점까지 누적된 실현 가능한 주식매수선택권의 가치. 3. 특정 위험은 본문 식 (3)의 잔차항의 표준편차로 산출. 4. ln(Asset)은 총자산의 자연로그치(단위: 백만원). 5. Cap_Ratio은 총자산 대비 자기자본 비율. 6. Non-Int Income은 비이자수입으로 이자외 수입의 비중(%). 7. Holding_Dummy는 특정 은행이 지주사 소속인지를 나타내는 더미변수. 8. CEO_Year는 특정 은행 CEO의 임기를 나타내는 변수.

한편, 중소기업대출 비중을 이용한 투자기준 위험지표의 경우 선형회귀분석 결과 역시 임원 보수지표와 위험추구행위 간 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있음을 알 수 있었다.[25] <표 8-4>에서 볼 수 있듯이 가격기준 위험지표를 사용한 경우와 달리 총보수 대비 주식매수선택권 비중 지표만이 통계적으로 유의한 것을 알 수 있다. 따라서 임원 보수지표를 주식매수선택권 비중으로 한 경우 주식매수선택권 부여 자체는 은행의 위험추구행위를 유의하게 촉발시키는 것은 아니라고 볼 수 있다.

다음으로 고정효과모형에 의한 회귀분석을 실시한 결과, 앞서 가격기준 위험지표를 사용한 경우와 마찬가지로 통계적 유의성이 모두 사라지는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 <표 8-5>에 나타내었다.

그 밖에 주요한 통제변수에 대해서는 무수익대출 규모 및 대손충당금 규모와 은행 위험추구 간의 관계는 각각 양(+), 음(-)을 보인다. 이는

25) 중소기업 대출규모를 종속변수로 사용한 경우도 선형회귀분석 및 고정효과모형 회귀분석 결과는 비중을 사용한 경우와 크게 다르지 않음을 알 수 있었다.

무수익대출 규모가 큰 경우 전반적으로 대출 부실이 크기 때문에 부실을 만회하기 위해서 위험을 수반한 투자 결정을 하기가 쉬운 반면, 대손충당금 규모가 커서 손실에 대한 완충방안이 충분한 경우 굳이 위험을 수반한 투자를 수행할 필요가 없다는 의미로 해석할 수 있다. 또한 CR4와 은행 위험추구 간의 관계는 양(+)을 보인다. 이는 은행산업 집중도가 높은 경우 전체 대출 중 중소기업대출 비중이 높아 은행의 전반적인 대출구조를 다소 위험하게 만든다는 의미로 해석할 수 있다. 마지막으로 앞서 가격기준 위험지표와 달리 비이자수익 비중과 은행 위험추구 간 관계는 음(-)으로 나타났다. 이는 업무영역 확대 등으로 비이자수익 비중이 늘어남에 따라, 중소기업대출의 비중은 줄어들지만, 대출 포트폴리오 구성 이외의 경로를 통해 시장에서 평가되는 위험이 늘어나는 것으로 해석할 수 있다.

스톡옵션 보수의 비중 혹은 저량이 은행의 특정 위험에 음(-)의 영향을 미치거나, 관찰되지 않은 은행 특성을 고려할 경우 유의한 영향을 미치지 않는다는 분석 결과는 일견 이론 모형에서 도출된 결과와 괴리가 있는 것처럼 보인다. 이에 대해서는 다음과 같은 설명이 가능하다. 우선, 스톡옵션 이외의 다른 성과급에 대한 자료가 부재하여 유인보수 전체가 고려되지 않았을 수 있다. 다음으로, 임원의 금전적 보상 이외에 다른 요소가 임원의 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어 정부가 중소기업대출이나 서민대출 등을 독려할 경우, 평판효과(Career Concern)를 고려한 임원진이 이를 수용할 수 있으나, 이는 은행의 특정 위험 혹은 대출 관련 위험을 증가시킬 가능성이 있다. 이 경우 임원진의 위험선택은 주주의 위험선택에 비해 더 위험선호적일 수 있으며, 만약 이 효과가 지배적일 경우 금전적 보상과 은행위험 간의 관계가 유의하게 나타나지 않을 수 있다. 또한 은행에 대한 건전성 규제 등이 지배적 효과를 야기하여, 임원진의 선택에 제약이 있었을 가능성도 존재한다. 마지막으로 은행의 지배구조 등 본 분석에서 사용하지 않은 은행의 특성변수들이 은행의 위험과 임원진의 보수체계에 영향을 미쳤을 가능성도 배제할 수 없다.

이상의 분석은, 은행의 특성변수 및 임원진의 의사결정에 영향을 미치는 모든 요소를 고려하지 못하였고, 일부 내생성의 문제를 해결하지 못하였다는 점에서 한계를 가진다. 이는 향후 연구과제로 남긴다.

〈표 8-4〉 투자기준 위험지표 사용 시 회귀분석 결과

| COMP1 지표 | 종속변수: MSEL_ratio | | |
|---|---|---|---|
| | (1) | (2) | (3) |
| COMP1_t-1 | -4.0341**(-2.46) | | -2.7784(-1.50) |
| COMP1_t | | -4.1163***(-3.04) | -2.3249(-1.39) |
| In(Asset) | -1.3676(-0.82) | -2.1518(-1.60) | -1.7528(-1.05) |
| Cap_Ratio | -0.0487(-0.29) | -0.0802(-0.67) | -0.0824(-0.50) |
| Non-Int Income | 0.1568***(3.56) | 0.1623***(3.93) | 0.1583***(3.65) |
| ln(NPL) | -2.3977(-0.87) | -1.6785(-0.68) | -1.7689(-0.65) |
| ln(ABD) | 0.7101(0.24) | 0.9132(0.38) | 0.4621(0.16) |
| Nom_NIM | 0.6721(0.92) | 0.1458(0.26) | 0.5352(0.74) |
| CR4 | -0.1982(-0.51) | -0.2070(-0.98) | -0.1195(-0.31) |
| N | 43 | 50 | 43 |
| Adj-$R^2$ | 0.5536 | 0.6058 | 0.5680 |

| COMP2 지표 | 종속변수: MSEL_ratio | | |
|---|---|---|---|
| | (1) | (2) | (3) |
| COMP2_t-1 | -0.0002**(-2.57) | | -0.0001(-1.59) |
| COMP2_t | | -0.0002**(-2.58) | -0.0001(-1.30) |
| In(Asset) | -0.4581(-0.25) | -1.6519(-1.10) | -0.8299(-0.45) |
| Cap_Ratio | 0.03363(0.19) | -0.0395(-0.31) | 0.0012(0.01) |
| Non-Int Income | 0.1485***(3.18) | 0.1450***(3.22) | 0.1423***(2.97) |
| ln(NPL) | -3.0955(-1.09) | -1.4646(-0.56) | -2.1105(-0.73) |
| ln(ABD) | 1.3621(0.45) | 0.6301(0.25) | 0.6959(0.23) |
| Nom_NIM | 0.7622(1.01) | 0.5615(0.94) | 0.8723(1.17) |
| CR4 | -0.2083(-0.52) | -0.1907(-0.88) | 0.1657(0.66) |
| N | 40 | 46 | 39 |
| Adj-$R^2$ | 0.5738 | 0.6262 | 0.5951 |

주: ***,**,*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
1. COMP1은 총보수 대비 당해 부여된 주식매수선택권의 비중. 2. COMP2는 특정 시점까지 누적된 실현 가능한 주식매수선택권의 가치. 3. 특정 위험은 본문 식 (3)의 잔차항의 표준편차로 산출. 4. ln(Asset)은 총자산의 자연로그치(단위: 백만원). 5. Cap_Ratio는 총자산 대비 자기자본 비율. 6. Non_Int Income은 비이자수입으로 이자외 수입의 비중(%). 7. ln(NPL)은 무수익대출의 자연로그치. 8. ln(ABD)는 특정 은행의 대손충당금 규모의 자연로그치. 9. Nom_NIM은 특정 은행의 순이자 마진. 10. CR4는 국내 은행산업의 상위 4개 은행의 시장점유율의 합.

〈표 8-5〉 투자기준 위험지표 사용 시 고정효과모형 회귀분석 결과

| COMP1 지표 | 종속변수: MSEL_ratio | | |
|---|---|---|---|
| | (1) | (2) | (3) |
| COMP1_t-1 | 1.5462(1.53) | | 1.5357(1.49) |
| COMP1_t | | 0.2523(0.32) | 0.2798(0.31) |
| In(Asset) | 0.0246(0.02) | -0.7304(-0.58) | 0.0807(0.05) |
| Cap_Ratio | 0.0701(0.45) | 0.1288(1.45) | 0.0823(0.50) |
| Non-Int Income | -0.0725*(-1.95) | -0.0696*(-2.03) | -0.0780*(-1.91) |
| ln(NPL) | 1.8427(1.47) | 1.6818(1.35) | 1.7245(1.29) |
| ln(ABD) | -2.0837(-1.50) | -2.1637*(-1.88) | -2.0955(-1.48) |
| Nom_NIM | 0.1877(0.34) | 0.2574(0.53) | 0.1288(0.22) |
| CR4 | 0.4283***(4.48) | 0.0342(0.33) | 0.4251***(4.33) |
| N | 43 | 50 | 43 |

| COMP2 지표 | 종속변수: MSEL_ratio | | |
|---|---|---|---|
| | (1) | (2) | (3) |
| COMP2_t-1 | 0.0000499(1.39) | | 0.0000493(1.40) |
| COMP2_t | | -0.0000363(-1.18) | -0.0000379(-1.31) |
| In(Asset) | 1.8125(1.18) | 0.4442(0.36) | 2.1811(1.41) |
| Cap_Ratio | -0.0443(-0.32) | 0.1402(1.68) | -0.0631(-0.47) |
| Non-Int Income | -0.0813**(-2.62) | -0.0724**(-2.24) | -0.0811**(-2.62) |
| ln(NPL) | 2.5047*(2.03) | 2.0275(1.67) | 2.8928**(2.34) |
| ln(ABD) | -3.4481**(-2.78) | -3.1800**(-2.71) | -3.8677***(-3.10) |
| Nom_NIM | -0.2854(-0.49) | -0.3241(-0.64) | -0.3459(-0.58) |
| CR4 | 0.3903***(4.90) | 0.1509(1.45) | 0.1372(1.61) |
| N | 40 | 46 | 39 |

주: ***,**,*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
1. COMP1은 총보수 대비 당해 부여된 주식매수선택권의 비중. 2. COMP2는 특정 시점까지 누적된 실현 가능한 주식매수선택권의 가치. 3. 특정 위험은 본문 식 (3)의 잔차항의 표준편차로 산출. 4. ln(Asset)은 총자산의 자연로그치(단위: 백만원). 5. Cap_Ratio는 총자산 대비 자기자본 비율. 6. Non_Int Income은 비이자수입으로 이자외 수입의 비중(%). 7. ln(NPL)은 무수익대출의 자연로그치. 8. ln(ABD)는 특정 은행의 대손충당금 규모의 자연로그치. 9. Nom_NIM은 특정 은행의 순이자 마진. 10. CR4는 국내 은행산업의 상위 4개 은행의 시장점유율의 합.

## 제5절 결 론

본 장에서는 보수체계와 위험에 대한 주주의 선호 및 경영자의 보수체계에 대해 이론적으로 검토하고, 국내 은행의 자료를 바탕으로 실증분석을 수행하였다. 그 내용을 간략히 요약하면 다음과 같다.

이론적 분석에서 자산의 투자로 인한 수익의 범위를 증가시킬 때 기대한계수익이 수익변동성의 폭에 비해 더 빠른 속도로 증가하지 못할 경우, 유한책임의 주주는 사회적 최적 수준보다 더 위험한 자산포트폴리오를 선호한다. 주주는 경영자에게 주식부여, 스톡옵션, 보너스 등의 적절한 보상체계를 제시함으로써 위험에 관한 이러한 이해관계를 일치시킨다. 한편, 자본규제 등을 통해 자기자본의 비중이 커질수록, 주주의 위험선택과 사회적 최적의 위험선택 간 차이는 감소하는데, 이는 은행에 대한 건전성 규제와 보수 관리를 통한 유인 규제가 상호보완적일 수 있음을 시사한다. 또한 일정 조건하에서 주주는 경영자의 위험추구 유도를 위해 주식부여보다는 스톡옵션을, 이보다는 보너스를 더 선호할 수 있으며, 따라서 규제당국의 보수에 대한 관리·감독 시에 주식기반 성과급 외에 다른 형태의 성과급에도 주의를 기울일 필요가 있다.

2000년에서 2008년까지의 국내 은행 자료를 사용한 실증분석 결과, 우리나라에서는 관찰되지 않은 은행의 특성을 통제할 경우 스톡옵션 비중이나 미행사 스톡옵션 누적량이 가격기준 지표인 은행의 특정 위험이나 대출 관련 위험지표에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 이론적 예측이나 미국 자료를 이용한 선행연구(Chen *et al.* [2006])의 결과와 상이하다. 이는 스톡옵션 이외의 다른 성과급 혹은 비금전적 보수가 영향을 미쳤을 수 있으며, 그 외 모형에서 고려되지 않은 다른 은행의 특성변수들이 영향을 미쳤기 때문일 수도 있다. 본 연구의 분석 결과를 유도한 우리나라 은행업의 특성에 대한 이론적·실증적 분석은 향후 연구과제로 남긴다.

본 연구의 분석 결과는 은행 및 주요 금융기관들(SIFIs)의 보상체계에 대한 규제를 논의할 때 일부 시사점을 제시한다. 우선 주가는 은행의 장기 가치를 대변하므로 주식기반(stock based) 보상은 단기 위험추구행

위를 줄일 수 있을 것으로 기대되지만, 이론적으로 이는 사회적 최적보다 위험한 의사결정을 야기할 수 있음에 유의할 필요가 있다. 또한 주식기반 보상 이외의 다양한 보상형태와 보너스의 계약가격(striking price)과 같은 수단으로 위험추구행위를 유발할 수도 있다. 따라서 규제당국이 보수체계를 통한 유인을 규제·관리할 경우 보상의 다양한 측면을 고려할 필요가 있다. 또한 사회적으로 최적인 위험선택을 하도록 하는 유인구조의 설계는 자금의 조달방식에 상응하는 보수구조를 통해 가능할 수 있는데, 이를 위해서는 일부 보수를 부채기반(debt based) 혹은 채권기반(bond based) 보상으로 부여하는 것도 하나의 방식이 될 수 있다. 다음으로 보수체계를 통한 유인의 규제·관리와 건전성 규제 등 여타 규제의 상호 보완적 관계를 활용할 필요가 있다. 마지막으로, 현재의 공시제도는 주주, 예금주 및 감독당국이 임원진의 유인구조를 파악하기에 부족하다는 점을 인식할 필요가 있다. 특히 스톡옵션 외의 성과급이 공시되지 않는다는 점과, 개별 임원의 보수가 공시되지 않는 점은 유인구조에 대한 정보에 상당한 제한요인이 되고 있다. 따라서 이와 관련된 공시제도의 개선을 전향적으로 검토할 필요가 있다.

# 참 고 문 헌


금융위원회, 「FSB 보상원칙 국내 이행을 위한 업권별 모범규준 마련」, 2010. 1.

김인규 · 조성민 · 최준환, 「미국 금융개혁법의 주요내용」, 한은조사연구 2010-7, 2010.

김효경, 「국내 은행 임원진의 주식매입선택권과 은행 건전성」, 서울대학교 경제학석사 학위논문, 2010.

김현아 · 정성창, 「임직원 스톡옵션의 공정가치 평가에 관한 연구」, 한국증권학회 제1차 학술발표회 발표자료, 2009

오삼일, 「미국 금융기관 CEO의 보수규제에 관한 논란」, 해외경제정보 제2009-49호, 한국은행, 2009.7.

한국은행, 「글로벌 금융위기 이후 금융규제 및 감독 강화－논의내용 및 향후 과제」, 금융안정분석국 은행연구팀, 2009. 6.

한국회계기준원, 『기업회계기준서 제1102호 주식기준보상』, 2009.

Ang, James S., Beni Lauterbach, and Ben Z. Schreber, "Internal Monitoring, Regulation, and Compensation of Top Executives in Banks," *Internal Review of Economics and Finance*, Vol. 10, 2001, pp.325~335.

Bebchuk, Lucian A. and Holger Spamann, "Regulating Bankers' Pay," John M. Olin Center For Law, Economics, And Business Discussion Paper, No. 641, 2009.

Benson, George J. and Jocelyn D. Evan, "Performance Compensation Contracts and CEO's Incentive to Shift Risk to Debtholders: An Empirical Analysis," *Journal of Economics and Finance*, Vol. 30, No. 1, 2006.

Board of Governors, "Proposed Guidance on Sound Incentive Compensation Policies," 2009. 10.

Bris, Arturo and Salvatore Cantale, "Bank Capital Requirements and Managerial Self-interest," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 44, 2004, pp.77~101.

Chen, Carl R., Thomas L. Steiner, and Ann Marie Whyte, "Does Stock Option-based Compensation Induce Risk-taking? An Analysis of the Banking Industry," *Journal of Banking & Finance,* Vol. 30, 2006, pp.915~945.

Cheng, Ing-Haw, Harrison Hong, and Jose Scheinkman "Yesterday's Heroes:

Compensation and Creative Risk-Taking," mimeo, 2009.

Chesney, Marc, Jacob Stromberg, and Alexander F. Wagner, "Risk-taking Incentives, Governance, and Losses in Financial Crisis," Swiss Finance Institute Research Paper Series, No. 10-18, 2010.1

Dewatripont, Mathias and Jean Tirol, "The Prudential Regulation of Banks," Cambridge: MIT Press, MA, 1995.

Dewatripont, Mathias, Ian Jewitt, and Jean Tirol, "Multitask Agency Problems: Focus and Task Clustering," *European Economic Review*, Vol. 44, 2000, pp.869~877.

Diamond, Douglas W. and Raghuram G. Rajan, "The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies," *American Economic Review: Papers & Proceedings 2009*, Vol. 99, No. 2, 2009, pp.606~610.

Dittmann, Ingolf and Ernst Maug, "Lower Salaries and No options? On the Optimal Structure of Executive Pay," *The Journal of Finance*, Vol. 62, 2007, pp.303~343.

Financial Services Authority, "The Turner Report: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis," 2009. 3.

Financial Services Authority, "A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations," 2009. 11.

Financial Stability Board, "FSB Principles for Sound Compensation Practices: Implementation Standards," 2009. 9.

Financial Stability Forum, "FSF Principles for Sound Compensation Practices," 2009. 4.

Freixas, Xavier and Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking*, 2nd ed., Cambridge: MA, MIT Press, 2008.

Gollier, Christian, Pierre-François Koehl, and Jean-Charles Rochet, "Risk-Taking Behavior with Limitted Liability and Risk Aversion," Financial Institutions Center Working Paper, No. 96-13, Wharton School, 1995.

Hall, Brian J. and Kevin J. Murphy, "The Trouble with Stock Options," *Journal of Economic Perspectives*, No. 3, 2003, pp.47~70.

Holmstrom, B. and P. Milgrom, "Multi-task Principal-agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership and Job Design," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 7, 1991, pp.24~52.

House of Lords, "Banking Supervision and Regulation," 2009. 6.

Houston, Joel E. and Christopher James, "CEO Compensation and Bank Risk－Is Compensation in Banking Structured to Promote Risk Taking?" *Journal of*

*Monetary Economics*, Vol. 36, 1995, pp.405~431.

Jenson, Michael C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976.

John, Kose, Anthony Saunders, and Lemma W. Senbet, "A Theory of Bank Regulation and Management Compensation," *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 1, 2000, pp.95~125.

Kadan, Ohad and Jeroen M. Swinkels, "Stocks or Options? Moral Hazard, Firm Viability, and the Design of Compensation Contracts," *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 1, 2008.

Lee, Hojun, Eunjung Yeo, and Kyoungsoo Yoon, "Managerial Compensation and Risk-taking in Banks," presented at 2010 KDI Conference: Post-Crisis Regulatory Reforms to Secure Financial Stability, 2010, proceedings are forthcoming.

Laeven, Luc and Ross Levine, "Bank Governance, Regulation and Risk Taking," *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, 2009, pp.259~275.

Low, Angie, "Managerial Risk-Taking Behavior and Equity-Based Compensation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, 2009, pp.470~490.

Mehran, Hamid and Joshua Rosenberg, "The Effect of CEO Stock Options on Bank Investment Choice, Borrowing, and Capital," mimeo, 2008.

OECD, "Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis," 2009. 2.

Palomino, Frídíric and Andrea Prat, "Risk Taking and Optimal Contracts for Money Managers," *Rand Journal of Economics*, Vol. 34, No. 1, 2003, pp.113~137.

Pathan, Shams, "Strong Board, CEO Power and Bank Risk-taking," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, 2009, pp.1340~1350.

Raviv, Alon and Yoram Landskroner, "The 2007-2009 Financial Crisis and Executive Compensation: Analysis and a Proposal for a Novel Structure," mimeo, 2009.

Ross, Stephen, "Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness," *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 1, 2004.

Sinn, Hans-Werner, "Risktaking, Limited Liability, and the Competition of Bank Regulators," *FranzArchiv*, Vol. 59, No. 3, 2003.

Tirole, Jean, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.

Tung, Frederick, "Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for Risk Regulation," mimeo, 2010.

제9장

# 우리나라 기업의 환노출 측정 및 결정요인에 대한 분석

송 민 규 (금융연구원)
조 성 빈 (한국개발연구원)

## 제1절 서 론

한국경제는 소규모 개방경제로 실물부문과 금융부문 모두 국제적 거래의 비중이 높기 때문에 환율변동이 국내 경제에 미치는 영향에 대한 분석은 관심의 대상이 된다. 특히 2008년 금융위기 시에는 환율이 큰 폭으로 등락하였고, 2010년에 들어서도 유럽 국가들의 재정위기 등으로 인해 환율 변화에 대한 불확실성이 상존하고 있어, 최근 자료를 토대로 환율이 예상치 못하게 변화할 때 우리나라 기업들이 어떠한 영향을 받는지에 대한 연구가 필요한 상황이다. 특히 금번 금융위기는 1997년 IMF 금융위기가 고정환율제도, 기업부실화 등의 국내 요인에서 시작되었던 것과 달리 선진국의 금융위기에서 전파된 것임에 주목할 때, 금번 금융위기 기간을 대상으로 환율의 변화가 국내부문에 미치는 효과를 분석하는 것은 해외부문의 충격이 국내부문에 미치는 경로를 파악하는 의미도 지니게 된다.

본 연구는 환노출(foreign exchange exposure)을 '예상하지 못한 환율의 변동에 대한 기업가치의 변화 정도'로 정의하고, 2007~08년 우리나라 상장기업 중 비금융회사를 대상으로 환노출을 추정하고 기업의 어떠한 특성이 환노출에 영향을 미치는지에 대해서도 분석한다. 금번 세계적인

경제위기가 '금융위기'라고 불리는 만큼 위기의 국내 파급효과에 대한 다수의 분석들이 국내 금융부문에 초점을 두고 있으나 본 연구가 비금융기업을 대상으로 분석하는 것은 다음의 이유에서이다. 먼저 금융기관의 위험을 이해하는 데 비금융기관의 위험에 대한 평가가 직간접적인 도움을 줄 것으로 기대하기 때문이다. 예컨대 금융위기 기간 중 키코(knock-in knock-out derivatives: KIKO) 사태에서 볼 수 있듯이, 비금융기관의 환위험 관리가 금융기관의 안정성을 위협하는 요소가 되었다. 반대로 기업들의 환위험 관리가 원활히 이루어질 경우 금융기관의 위험을 축소하는 데 기여할 것이다. 기존의 연구에 따르면, 우리나라를 포함한 신흥국가(emerging countries)의 경제안정성은 국내 기업들의 환노출과 밀접한 관련이 있음을 지적하고 있다. Mishikin(1996)과 Hahm(2004)은 신흥시장 국가의 경우 음(-)의 환노출을 보일 때 해외 충격이 국내 경제의 불안정성으로 파급되는 경로가 될 수 있다고 지적하였다. 이때 음의 환노출인 경제는 환율이 상승(국내통화가 평가절하)할 때 기업 또는 금융기관의 가치가 하락하는 경제를 의미한다. 또 반대로 양(+)의 환노출이 개방경제에서 자동안정화장치(automatic stabilizer)의 기능을 수행할 수 있음을 지적하는 경우도 있다. 자동안정화장치는 외부의 충격으로 외화유출이 발생하면 환율이 상승하고, 이는 경상수지 흑자로 이어져 경기회복에 도움을 주는 기능을 수행한다는 것이다. 물론 이와 같은 자동안정화장치도 상당 수준의 경제적 비용을 수반하는 것으로 알려져 있다. 예컨대 경제의 변동성 및 불확실성, 내수 위주의 기업과 수출기업 간의 부의 배분 등에 영향을 줄 수 있기 때문이다.

한편, 2009년 말 세계적 금융위기가 안정화되면서 원-달러 환율도 빠르게 안정화되었는데 이때 일부에서는 한국 실물경제가 금융위기로부터 벗어나는 데 환율이 지나치게 빠른 속도로 하락하는 것에 대한 우려의 목소리가 있었다. 동시에 어떤 산업, 어떤 특성의 기업들이 환율의 하락으로 기업가치가 하락하는지에 대한 질문이 다수의 정책연구자 및 경제학자들에게서 제기되었다. 이러한 질문에 대해 답하기 위해서도 한국기업들을 대상으로 환노출에 대한 분석이 필요하다.

따라서 본 연구에서 분석하고자 하는 질문은 크게 두 가지이다. 하나는 한국기업의 환노출은 어느 정도인가이다. 이를 토대로 어떤 기업이

양(+)의 환노출을 보이며, 어느 기업이 음(-)의 환노출을 보이는가, 산업별로 환노출의 차이는 있는가 등 주로 환노출의 측정과 유형별 특성에 대한 분석을 한다. 둘째는 환노출에 영향을 주는 기업 고유의 특성은 어떠한지를 살펴본다. 이는 환노출의 결정요인분석(determinant analysis)에 해당한다.

우선 첫 번째 질문에 답하기 위해 환노출을 측정한다. 관련된 과거 연구를 보면, 환노출을 측정하는 방식이 매우 다양하다. 순외화자산 포지션(net foreign asset position)으로 측정하기도 하며, 영업활동에서 수출과 수입의 비중으로 측정하기도 한다.[1] 본 연구는 환노출의 다양한 측정방법 중 주식수익률의 외환리스크 프리미엄(foreign currency risk premium)에 대한 민감도로 측정하는 방식을 사용하였다(Solnik[2009]). 외환리스크 프리미엄은 환율의 변동에 해외와 국내의 무위험수익률 차이를 합한 것으로 정의되는데, 커버된 이자율형평정리(covered interestrate parity)를 이용해서 정리하면, 외환리스크 프리미엄은 예상하지 못한 환율의 변화율을 의미하게 된다.

두 번째 질문에 답하기 위해 개별 기업의 환노출을 측정한 후, 추정된 환노출과 기업특성 사이의 관계에 대한 회귀분석을 수행한다. 선행문헌을 참고하여 기업의 환노출과 관련성이 높을 것으로 보이는 기업규모, 외환헤지 여부, 설비투자, 원재료 수입 여부, 수출 비중, 순외화자산 등을 기업특성 변수로 선택하였다. 이를 토대로 몇 가지 기업의 환위험 관리에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제2절에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 살펴보고, 제3절에서는 환노출의 개념을 설명한다. 제4절에서는 환노출을 측정하고 산업 등 기업유형별로 환노출의 특징을 살펴본다. 제5절에서는 환노출의 기업특성 변수를 이용하여 결정요인을 분석하고, 제6절에서는 결론과 시사점을 제시한다.

---

1) 환노출 측정방식들에 대한 비교는 정찬우(2003), 김인준・이영섭(2008) 등을 참고하라.

## 제2절 관련 문헌

이 논문은 몇 가지 선행연구와 밀접히 연관되어 있다. Solnik(1974)은 상대적 구매력평가설과 국제 피셔효과가 성립하지 않을 경우, 자본자산 가격결정모형(Capital Asset Pricing Model: CAPM)에서 주식수익률의 외환리스크 프리미엄에 대한 민감도로 정의한 환노출을 이론적으로 도출하였다. Adler and Dumas(1983)는 순외화자산 포지션이나 해외영업비중 등으로 정의한 환노출과 비교할 때, 환율변동률에 대한 주식수익률의 민감도로 측정된 환노출이 환위험 관리의 관점에서 볼 때 더 풍부한 의미를 지니게 됨을 설명하였다.

이후 Jorion(1990), Bodnar and Gentry(1993), Allayannis(1995), Bodnar and Wong(2000), Williamson(2001) 그리고 He and Ng(1998) 등은 CAPM에 외환리스크 프리미엄 항을 추가하여 추정하고, 외환리스크 프리미엄의 추정계수를 환노출로 측정하였다. Jorion(1990)은 명목실효환율로 외환리스크 프리미엄을 측정하고 미국 다국적 기업에 대해 환노출을 측정하였다. 1972~87년을 세 기간으로 나누어 환노출을 비교하였는데, 시기에 따라 환노출이 변화하고 있음을 확인하였다. 시기에 따른 환노출의 변화는 Allayannis(1995)에 의해서도 확인된 바 있다. Amihud(1993)는 수출-매출 비율이 높은 미국 32개 기업들을 대상으로 환노출을 측정하였으나, 환노출이 유의하지 않은 것으로 나타났다. Bodnar and Gentry (1993)는 미국, 일본, 캐나다의 산업자료를 대상으로 환노출을 측정하였는데, 특정 산업에 있어서 환노출이 유의하게 나타나는 것을 확인하였다. Williamson(2001)은 다국적 기업을 대상으로 산업 내 경쟁(intra-industry competition)을 고려하여 환율의 효과를 추정하였는데, 해외 판매의 비중이 환노출에 유의미한 영향을 미치는 요소이며 동시에 헤징의 수단이 됨을 확인하였다. 한편, He and Ng(1998)은 일본기업을 대상으로 분석한 결과 수출비중이나 헤지 필요성 등이 환노출 정도에 영향을 미치며, 게이레츠에 속한 기업들의 환노출이 그렇지 않은 기업들의 환노출보다 큼을 확인하였다.

그리고 Bartram(2007)은 주식가격과 현금흐름을 이용하여 약 7,000개

의 미국 비금융기업을 대상으로 환노출을 측정하였다. 캐나다 달러(Canadian dollar), 일본 엔(Japanese yen), 유로(Euro)에 대해서 각각 측정하였다. 환노출을 보이는 기업이 소수이기는 하나 시간에 따라 점차 확대되는 경향을 발견하였다. 신흥국과 환노출에 관한 연구로는 Dominguez and Tesar(2006), Chue and Cook(2008) 등을 참고할 수 있다. Dominguez and Tesar는 신흥국가의 상장기업들의 환노출이 기업규모, 다국적 기업인지의 여부, 수출, 경쟁도 등에 영향을 받음을 확인하였다. Chue and Cook(2008)은 신흥국가의 상장기업들의 자료를 분석하여 1999~2002년 중에는 자국통화의 평가절하가 신흥시장 주식시장에 부정적인 영향을 미친 반면, 2002~06년 중에는 이러한 영향이 거의 존재하지 않음을 확인하였다.

환노출의 결정요인으로 재무제표상의 특성뿐만 아니라, 기업의 영업전략과의 연관성을 분석한 논문도 있다. Bartram and Bodnar(2007)는 기존의 이론적 연구에서 예상하는 바와 달리 실증적으로 분석한 문헌들에서는 환노출이 유효하게 나타나지 않는 이유를 분석하였다. 생산지역 및 비용이 산정되는 통화를 선택하는 운영헤지(operational hedge)를 사용하거나, 환위험 헤지 금융상품을 이용하여 환노출이 축소되는 현상을 발견하였다. 이후 Bartram, Brown and Minton(2010)은 이에 대한 분석을 확대하여 환율 변동으로 인한 비용의 상승을 소비자에게 전가(pass-through)하는 것도 환노출이 축소되는 데 기여하는 것을 실증적으로 분석하였다. Choi and Jiang(2009)은 1983~2006년 기간 중 미국기업을 대상으로 다국적 기업과 지역 기업의 환노출을 측정하여 비교하였다. 이를 통해 다국적 기업이 지역 기업에 비해 오히려 환노출이 작은 것을 확인할 수 있었다. 또한 그 이유로 다국적 기업이 운용헤지를 활용하기 때문이라는 결과를 제시하였다.

국내 연구로는 정찬우(2003), 안순권(2006) 등이 있다. 정찬우(2003)는 1990~2002년 기간을 세 기간으로 나누어 유의한 환노출을 보이는 기업의 수가 점차 증가하고 있음을 보였다. 안순권(2006)은 환노출의 비선형성(nonlinearity)을 감안하여 추정하고, 수출-매출 비율, 기업규모 등의 변수가 환노출과 관련이 있음을 주장하였다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 선행연구와 차별성이 있다. 첫째, 최

근 금융위기 중 환율 변화가 기업에 미친 영향을 파악하기 위해 2007~08년을 대상으로 환노출을 측정하였다. 정찬우(2003), 안순권(2006)은 환노출을 측정하기 위해 환율의 변동률을 사용하였으나, 이론적 모형인 Solnik(1974)와 정합성을 감안하여 환율의 변동률 대신 외환리스크 프리미엄을 사용하였다. 둘째, 환노출에 미치는 기업특성 변수로 수출뿐만 아니라 수입과 관련된 변수(원재료 수입 더미, 설비투자), 외환파생상품 사용 여부 변수를 추가로 도입하였다.[2] 그리고 환노출의 결정요인분석에서는 기존의 연구들이 피설명변수로 환노출 계수의 절댓값을 사용하였으나, 본 연구에서는 부호를 유지한 환노출 계수를 변환하지 않고 사용하였다. 그 이유는 절댓값을 사용할 경우 수출 및 수입과 관련된 변수의 효과를 충분히 분석할 수 없기 때문이다. 통상 수출이 증가할수록 환노출은 더욱더 양(+)의 수로 증가할 것으로 예상하는데, 환노출이 양인 경우에는 절댓값이 더 커지는 것을 의미하지만, 음(-)인 경우에는 절댓값이 오히려 축소되는 것이기 때문이다. 이와 유사하게 수입이 증가할수록 환노출은 더욱더 음(-)의 수로 감소할 것으로 여겨지는데, 환노출이 양인 경우에는 절댓값의 축소, 음인 경우에는 절댓값의 확대를 의미한다. 따라서 피설명변수로 부호를 그대로 유지한 환노출 계수를 사용하였다. 또한 환노출이 양수인지 음수인지에 따라 별도의 그룹을 구성하여 분석하여 절댓값을 사용한 분석과 비교할 수 있도록 하였다.

## 제3절 환노출의 개념

환노출은 주식시장의 전반적인 수익률의 변화가 주가수익률에 미치는 영향을 감안한 후 환율 변화에 기인한 주가수익률의 변화로 측정한다. 즉, 기업 $i$의 환노출은 다음과 같이 자본자산가격결정모형(CAPM)에 외환리스크 프리미엄 항을 추가한 회귀식에서 외환리스크 프리미엄의

2) 분석한 결과에서 환노출을 설명하는 데 수입 관련 변수들이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났지만, 이들 변수를 도입한 것은 나름 의미가 있다고 판단된다. 기존 한국기업을 대상으로 한 연구들이 수출 변수는 도입한 반면, 수입 관련 변수를 전혀 반영하지 못하였기 때문에 분석의 약점이 있었다.

추정계수($\gamma_i$)로 측정한다.

$$R_i = \alpha + \beta_i MRP + \gamma_i FCRP + \epsilon_i$$

- $R_i$ : 무위험수익률을 차감한 기업 $i$ 주식의 수익률
- $MRP$ : 무위험수익률을 차감한 시장 전체의 수익률(KOSPI 지수의 수익률)
- $FCRP$ : 외환리스크 프리미엄
- $\epsilon_i$ : 오차항

정찬우(2003), 김인준・이영섭(2008) 등에서 설명하는 바와 같이 환노출을 이러한 형태로 측정하는 데는 몇 가지 이유가 있다. 우선 환노출을 단순히 회계장부상의 외화표시 순자산으로 측정할 경우, 수출입 등 환율에 영향을 받는 다양한 영업활동이 반영되지 않는 단점이 있다. 또한 영업이익 또는 순이익에서 대외거래의 비중으로 측정할 경우, 환율변동이 기업가치에 미치는 중장기적 기대효과가 충분히 반영되지 못하며, 거시경제여건의 효과가 혼재하는 등의 단점이 존재하기 때문이다.

환율을 외국통화 가치 대비 국내통화의 가치로 정의할 때, 외환리스크 프리미엄은 다음과 같이 환율의 변동률을 감안한 외국통화의 무위험수익률에서 국내통화의 무위험 수익률을 차감한 것이다.

$$FCRP = \%\triangle S + i_{Foreign} - i_{Domestic} = (S - S_{Forward})/S_{-} + i_{Foreign} - i_{Domestic}$$

- $\%\triangle S$ : 외국통화 대비 원화의 가치로 측정한 환율의 변화율
- $i_{Foreign}$ : 외국통화의 무위험수익률
- $i_{Domestic}$ : 국내통화의 무위험수익률
- $S$ : 외국통화 대비 원화의 가치로 측정한 환율
- $S_{Forward}$: 선도환율
- $S_{-}$ : 전기환율

이는 커버된 이자율형평조건하에서 외환리스크 프리미엄은 실현된 환율에서 선도환율을 차감한 것을 전기 환율로 나눈 값이 되며, 이는 환

율의 예상치 못한 변화율을 의미한다. 따라서 환율의 상승, 해외 이자율의 상승 또는 국내 이자율의 하락은 외환리스크 프리미엄의 상승요인이다. 이론적으로 볼 때, 상대적 구매력평가설(relative purchasing power parity)과 국제 피셔효과(international Fischer effect)가 성립할 경우 외환리스크 프리미엄은 발생하지 않는다.

이같이 정의한 환노출은 기업의 순수출, 외화순자산, 외환리스크 관리능력 등에 따라 다양한 부호를 보일 것으로 예상할 수 있다. 예컨대, 환율과 수출·수입의 관계에 대한 통상적인 견해를 감안한다면, 수출기업의 경우 양(+)의 환노출을, 수입기업의 경우 음(-)의 환노출을 보일 것으로 기대할 수 있다. 즉, 환율이 상승하면 외환리스크 프리미엄은 상승하는데, 이때 수출기업의 경쟁력은 제고되고 기업의 가치는 상승할 것이기 때문이다. 이와 유사하게 외화순자산을 보유한 기업은 양(+)의 환노출을, 순부채를 보유한 기업은 음(-)의 환노출을 보일 것으로 기대할 수 있다. 그런데 기업의 환위험 관리가 환노출에 반영된다면 환노출을 해석하는 것이 단순하지는 않다. Adler and Dumas(1983) 등이 설명하는 바와 같이, 기업이 충분하게 환위험을 관리할 경우 환노출은 0에 가깝게 통계적으로는 무의미(insignificant)하게 나타날 것이기 때문이다.[3] 즉, 환율 변동에 대해 완전하게 헤지(hedge)를 한 경우 환노출은 0, 불완전 헤지의 경우 환노출은 음(-) 또는 양(+)의 부호를 보일 것으로 예상하는 것이다. 예컨대 순수출 기업의 경우, 외환에 대한 부분 헤지가 이루어진다면 양(+)의 환노출, 완전 헤지의 경우 0의 환노출이 나타날 수 있으며, 외화순자산을 보유한 기업에 대해서도 유사한 현상이 발생할 수 있다.

3) 외환헤지에 수반되는 비용이 환율수준과 상관관계가 작을 경우를 상정한 것이다.

# 제4절 환노출의 측정 및 분석

## 1. 자료의 구성[4)]

환노출의 측정을 위해 2007년, 2008년 상장된 비금융기업 주식수익률, 달러화, 엔화, 위안화 및 유로화로 구성한 명목실효환율, 각국의 3년 만기 국채수익률의 주별 자료(weekly data)를 사용하였다. 26주 이상 주가자료가 존재하는 기업으로 한정하였으며, 시장수익률은 KOSPI 지수의 변동률로 계산하였다. 명목실효환율에 대응하는 외환리스크 프리미엄을 새로이 계산하여 세계외환리스크 프리미엄(world foreign currency risk premium)이라고 칭하였다. 세계외환리스크 프리미엄은 명목실효환율의 변화율 및 각국의 3년 만기 국채수익률을 우리나라와 무역가중치로 가중평균하여 계산하였다.

분석은 명목실효환율 및 세계외환리스크 프리미엄을 위주로 행하였으나, 필요에 따라 각국 통화에 대응하는 환노출을 측정할 경우에는 달러 환율, 엔화 환율, 달러 및 엔화 환율을 기준으로 개별적인 추정식을 통해 환노출을 측정하였다. 즉, 하나의 회귀식에 다양한 통화를 모두 감안하여 환노출을 동시에 추정하지 않은 것인데, 이는 통화별 환율의 상관관계가 매우 높아서, 통화별 외환리스크 프리미엄을 동시에 감안할 경우 <표 9-1>에 나타난 바와 같이 다중공선성(multicollinearity) 문제가 발생하기 때문이다.[5)]

## 2. 환노출의 측정

통상 CAPM을 이용하여 환노출을 계산할 때 시장수익률과 외환리스크 프리미엄의 상관관계는 환노출로 해석하지 않는다. 시장수익률은 투자자의 심리, 거시경제여건 등이 반영된 거시가격요인(macro pricing

4) 주가자료와 기업 관련 회계자료는 WiseFN 및 상장회사협의회 TS2000를 사용하였다.
5) 모형들 중 달러화 및 엔화를 동시에 고려한 것은 추가적인 유의한 정보를 전달할 가능성이 있는 경우에 국한하였다.

〈표 9-1〉 통화별 상관계수

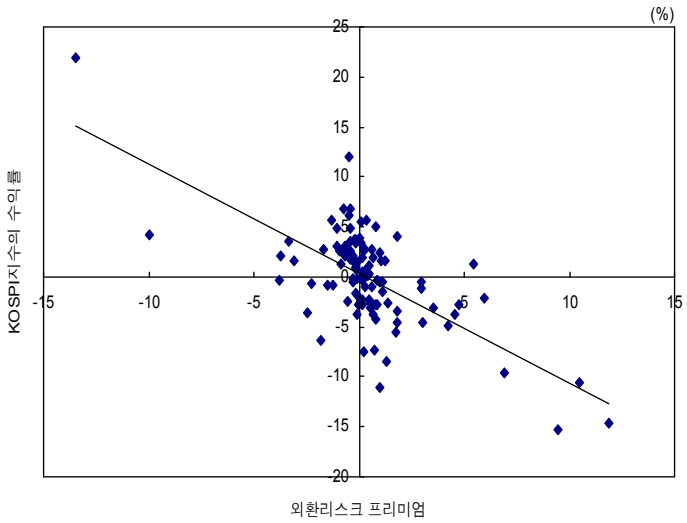
| | 달러 환율 | 엔화 환율 | 유로 환율 | 위안화 환율 |
|---|---|---|---|---|
| 명목실효환율 | 0.9857 | 0.9671 | 0.8936 | 0.9892 |
| 달러 환율 | | 0.9295 | 0.8356 | 0.9966 |
| 엔화 환율 | | | 0.8317 | 0.9326 |
| 유로 환율 | | | | 0.8496 |

factor)으로 간주하고, 환노출은 이러한 요인이 제어된 외환리스크 프리미엄에 대한 개별 기업의 주식수익률의 민감도로 정의하기 때문이다. 그러나 주식시장과 외환리스크 프리미엄에 대한 상관관계를 가늠해 보기 위해 KOSPI 수익률과 세계외환리스크 프리미엄의 단순한 회귀분석을 수행하였다.

[그림 9-1]에서와 같이 KOSPI와 외환리tm크 프리미엄의 상관관계는 -0.674로 음(-)의 상관관계를 보인다. 우리나라 기업들은 수출과의 관련성이 높아서 양(+)의 상관관계가 성립할 것이라고 추측할 수 있으나, KOSPI의 수익률은 외환리스크 프리미엄과 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있는 것은 주목할 만하다. 이와 같은 현상은 우리나라와 같은 신흥시장의 경우 환율이 국가위험(country risk)을 상당 수준 반영하여 변동하기 때문에 나타나는 것으로 추측된다. 즉, 국가위험이 증가할 경우 환율의 상승과 기업가치의 하락을 동시에 관측할 수 있을 것이기 때문이다.

본 연구의 주된 관심사인 개별 기업의 환노출을 측정하였다. 분석대상인 총 585개의 기업 중 16개 기업은 유의수준 10%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 환노출을, 240개의 기업은 통계적으로 유의한 음(-)의 환노출을 시현하였다. 환율이 상승할 때, 부정적인 효과를 받는 기업의 수가 긍정적인 효과를 받는 기업에 비해 월등히 많은 것이다. 이는 우리나라가 수출주도형 경제라는 일반적인 통념과 다소 상충되는 면이라고 할 수 있다. <표 9-2>의 우측 세 개의 열에서 산업별로 유의미한 환노출을 보이는 기업의 개수로 기업의 환노출을 측정한 결과를 요약하였다.[6)]

[그림 9-1] KOSPI 지수의 수익률과 외환리스크 프리미엄의 상관관계




그 다음 산업별 환노출을 살펴보기 위해, 산업별로 포트폴리오를 구성하고 그 포트폴리오의 환노출을 계산하였다.

<표 9-2>의 두 번째 열은 산업별 환노출을 요약한 것이다. 산업별로 보았을 때, 환율이 예상보다 빠르게 상승하는 등 외환리스크 프리미엄이 확대될 경우 자동차, 전자부품・컴퓨터 및 1차 금속산업의 기업가치에 유리하게 작용하는 반면, 건설, 목재・펄프, 기타 기계, 도・소매 등의 산업에 대해서는 불리하게 작용하는 것을 볼 수 있다. 대체로 수출과 관련성이 높을 것으로 보이는 산업에 대해서 양(+)의 환노출을, 수입과 관련성이 높을 것으로 보이는 산업에 대해 음(-)의 환노출이 시현하였다. 예컨대 명목실효환율이 1%p 상승할 때, 자동차 산업의 경우 수익률이 0.57%p 상승하며, 전자부품・컴퓨터 산업의 경우 0.27%p 상승하는 효과를 보였다. 반면, 명목실효환율이 1%p 상승할 때, 건설업의 경우 수익률이 0.38%p, 기타 기계 산업의 경우 0.55%p 하락하는 효과를 보였다.

6) 업종의 산업별 분류는 부록에 제시하였다.

〈표 9-2〉 환노출 추정 결과

| 산업 구분 | 환노출 | 기업의 수 (유의수준 10% 기준) | | 전체 기업 수 |
|---|---|---|---|---|
| | | (+) 환노출 | (-) 환노출 | |
| 1차 산업 | 0.255<br>(0.288) | 1 | 0 | 5 |
| 식음료・담배 | -0.109<br>(0.097) | 1 | 13 | 33 |
| 섬유 | -0.297**<br>(0.114) | 1 | 15 | 32 |
| 목재・펄프 | -0.588***<br>(0.142) | 0 | 18 | 24 |
| 연탄・석유정제품 | 0.099<br>(0.167) | 0 | 1 | 4 |
| 화학 | -0.086<br>(0.089) | 3 | 44 | 107 |
| 비금속제품 | -0.522***<br>(0.154) | 0 | 8 | 21 |
| 1차 금속 | 0.281*<br>(0.162) | 1 | 19 | 37 |
| 금속가공제품 | -0.488***<br>(0.166) | 1 | 5 | 10 |
| 전자부품・컴퓨터 | 0.271**<br>(0.130) | 2 | 22 | 47 |
| 의료정밀・기타 기계 | -0.545***<br>(0.198) | 1 | 14 | 31 |
| 전기장비 | -0.040<br>(0.177) | 0 | 6 | 16 |
| 자동차 | 0.572***<br>(0.190) | 4 | 8 | 35 |
| 기타 운송장비 | 0.128<br>(0.221) | 0 | 2 | 6 |
| 가구 및 기타 제조업 | 0.039<br>(0.139) | 0 | 1 | 5 |
| 전기가스 | 0.055<br>(0.137) | 0 | 2 | 11 |
| 건설 | -0.381**<br>(0.180) | 0 | 25 | 39 |
| 도소매 | -0.271**<br>(0.103) | 0 | 13 | 46 |
| 운수창고 | -0.080<br>(0.199) | 0 | 6 | 22 |
| 출판・방송통신 등 | 0.076<br>(0.158) | 1 | 7 | 22 |
| 전문서비스 | -0.342**<br>(0.134) | 0 | 8 | 22 |
| 기타 서비스 | -0.241**<br>(0.120) | 0 | 4 | 10 |

주: 1) ( ) 안의 수치는 표준오차이며, *, **와 ***는 각각 10%, 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

2) 산업별 환노출 추정치는 각 산업에 속한 기업들의 시가총액을 가중치로 포트폴리오를 구성한 후 추정한 결과로, 짙은 음영 부분은 음의 환노출을, 옅은 음영 부분은 양의 환노출을 의미.

수출·수입과 환노출과의 관계를 확인하기 위해, 수출기업과 수입기업으로 포트폴리오를 구성하고 각 포트폴리오의 환노출을 <표 9-3>과 같이 계산하였다. 자료의 제약으로 기계류 등 설비자산을 포함한 전체 수입품목을 감안하지 못하고 원재료를 수입하는 경우를 수입기업으로 분석하였다.[7] 흥미롭게 원재료 수입기업의 경우에도 수출기업과 마찬가지로 환율의 변동에 대해 양(+)의 환노출을 시현하였는데, 이는 수출과 수입을 동시에 하는 경우에도 수입기업에 포함되기 때문에 수출에 의한 효과가 지배하여 양의 환노출을 보였을 것으로 보인다. 또한 매출액 대비 수출의 비중이 상대적으로 높은 기업이 유의한 양(+)의 환노출을 보인 반면, 수출의 비중이 높지 않은 기업의 환노출은 유의하지 않은 것으로 나타났다.

수입기업이 양의 환노출을 보이는 것이 수출과 수입의 효과가 혼재하는 데서 기인할 가능성을 확인하기 위해 ① 수출과 원재료 수입을 동시에 하는 경우, ② 수출은 하되 원재료 수입이 없는 경우, ③ 원재료 수입은 하되 수출은 하지 않는 경우 및 ④ 수출과 원재료 수입이 없는 경우를 구별하여 분석하고 결과를 <표 9-4>에 요약하였다. 수출과 원재료 수입을 동시에 하는 경우에는 양(+)의 환노출을, 수출은 하지 않으며 원재료를 수입하는 경우에는 음(-)의 환노출을 보이는 것을 확인할 수 있다. 이는 <표 9-3>에서 수입기업이 양의 환노출을 보이는 것이 수출과 수입의 효과가 혼재하는 경우 수출효과가 지배하는 데에서 기인하는 것을 알 수 있다.

또한 달러 리스크 프리미엄과 엔 리스크 프리미엄을 별도로 분석하였는데, 원재료 수입은 없고 수출만 하는 기업의 경우(유형 ②), 엔화에 대해서는 양(+)의 환노출을, 달러화에 대해서는 음(-)의 환노출을 보이고 있다. 이러한 유형의 기업들은 주로 대일본 수출과 관련이 높을 것으로 추론할 수 있다. 그리고 원재료 수입은 하되 수출은 없는 기업의 경우(유형 ③), 달러화에 대해서는 매우 큰 음(-)의 환노출(-0.93)을 보이는 반면, 엔화에 대한 환노출은 유의하지 않아, 주로 달러화로 계약되는

7) 기업회계기준에 따르면 수출은 별도의 항목으로 계리하나, 수입항목은 그러한 기준이 없다.

〈표 9-3〉 수출 및 수입 여부에 따른 환노출의 비교

| 외환리스크 프리미엄 | 수출 여부 | | | | 원재료 수입 여부 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | o | | | × | o | × |
| | 전체 | 매출액 대비 수출액〉 30% | 매출액 대비 수출액 〈30% | | | |
| 명목 실효환율 | 0.104*** (0.032) | 0.163*** (0.049) | -0.065 (0.072) | -0.095 (0.065) | 0.233*** (0.047) | -0.078* (0.042) |
| 달러 환율 | 0.092*** (0.033) | 0.145*** (0.050) | -0.062 (0.073) | -0.104 (0.065) | 0.219*** (0.048) | -0.088** (0.042) |
| 엔 환율 | 0.089*** (0.027) | 0.138*** (0.041) | -0.051 (0.061) | -0.064 (0.055) | 0.187*** (0.040) | -0.050 (0.035) |
| 기업 수 | 448 | 238 | 210 | 137 | 184 | 401 |

주: ( ) 안의 수치는 표준오차이며 *, **와 ***는 각각 10%, 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

〈표 9-4〉 수출 및 수입의 유형별 환노출의 비교

| 외환리스크 프리미엄 | 유형① | | 유형② | | 유형③ | | 유형④ | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 수출 | 원재료 수입 | 수출 | 원재료 수입 | 수출 | 원재료 수입 | 수출 | 원재료 수입 |
| | o | o | o | × | × | o | × | × |
| 명목실효환율 | 0.247*** (0.048) | | -0.090* (0.049) | | -0.835*** (0.232) | | -0.071 (0.065) | |
| 달러 환율 | 0.234*** (0.050) | | -0.103** (0.050) | | -0.927*** (0.231) | | -0.077 (0.066) | |
| 엔 환율 | 0.341*** (0.106) | | 0.482*** (0.113) | | 0.282 (0.416) | | 0.256* (0.143) | |
| 기업 수 | 169 | | 279 | | 15 | | 122 | |

주: ( ) 안의 수치는 표준오차이며 *, **와 ***는 각각 10%, 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

수입과 관련이 높을 것으로 보인다. 수출과 원재료 수입이 없는 경우에는 유의한 환노출은 거의 발생하지 않았다.

많은 경우 환노출을 외화순자산으로 계산하고 있기 때문에 외화순자산과 CAPM 방식으로 측정한 환노출과의 관계를 보기 위해 외화순자산

인 경우와 순부채인 경우를 구별하여 환노출을 측정하였다. <표 9-5>는 그 결과를 보고하고 있는데 외화순자산인 경우에는 유의한 환노출을 보이지 않으나, 순부채의 경우 유의한 양(+)의 환노출을 갖는 것으로 나타나 일반적인 예상과 상충하는 모습을 보였다. 이는 삼성전자, 현대자동차, 포스코 등이 외화표시 순부채를 갖는 기업들인데, 이들은 대규모 수출기업이기 때문에 양(+)의 환노출을 갖는 것으로 추론할 수 있다.

앞선 결과들을 보면, 환노출이 대기업 집단 소속 여부와 관계가 있을 가능성을 짐작할 수 있는데, 이를 확인하기 위해 <표 9-6>에서는 기업집단 계열 소속 여부를 감안하여 포트폴리오를 구성하고 환노출을 측정하였다. 상호출자제한 대상, 출자총액제한 대상, 주채무계열 소속 여부를 구별하여 분석하면, 모든 경우에 있어서 계열 소속 기업들은 양(+)의 환노출을, 그렇지 않은 경우에는 음(-)의 환노출을 보여 환율 상승 시 대규모 기업집단 소속 계열기업들이 체계적인 수혜를 받고 있는 것으로 확인할 수 있다.

〈표 9-5〉 외화순자산의 포지션과 환노출의 비교

| 외환리스크 프리미엄 | 외화순자산 | |
|---|---|---|
| | + | - |
| 명목실효환율 | 0.016<br>(0.053) | 0.087**<br>(0.039) |
| 달러 환율 | 0.001<br>(0.054) | 0.078*<br>(0.040) |
| 엔 환율 | 0.027<br>(0.045) | 0.074**<br>(0.033) |
| 기업 수 | 290 | 295 |

주: ( ) 안의 수치는 표준오차이며 *, **와 ***는 각각 10%, 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

〈표 9-6〉 기업집단 소속 여부에 따른 환노출의 비교

| 외환리스크 프리미엄 | 상호출자제한 | | 출자총액제한 | | 주채무계열 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | o | × | o | × | o | × |
| 명목실효환율 | 0.127***<br>(0.032) | -0.201***<br>(0.069) | 0.167***<br>(0.044) | -0.073<br>(0.058) | 0.119***<br>(0.034) | -0.136**<br>(0.063) |
| 달러 환율 | 0.115***<br>(0.032) | -0.213***<br>(0.069) | 0.161***<br>(0.044) | -0.092<br>(0.058) | 0.107***<br>(0.034) | -0.150**<br>(0.063) |
| 엔 환율 | 0.105***<br>(0.027) | -0.140**<br>(0.059) | 0.139***<br>(0.037) | -0.049<br>(0.049) | 0.102***<br>(0.028) | -0.101*<br>(0.054) |
| 기업 수 | 129 | 456 | 81 | 504 | 139 | 446 |

주: ( ) 안의 수치는 표준오차이며 *, **와 ***는 각각 10%, 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

## 제5절 환노출의 결정요인 분석

지금까지는 한국기업의 환노출을 측정하였다. 본 절에서는 유형별 분석에서 한 단계 나아가 기업의 어떠한 특성이 환노출에 유의하게 영향을 미치는지를 분석한다. 소위 환노출에 대한 결정요인분석을 수행한다. 즉, 기업별 환노출 추정치를 종속변수로 기업특성 변수들을 설명변수로 하여 회귀분석을 하였다. 기업특성은 2008년 12월 결산법인의 자료를 이용하였으며, 기업특성 변수들은 선행 문헌 등을 참고하여 기업의 환노출과 관련성이 높을 것으로 보이는 것들을 다음과 같이 선택하였다.

- 기업규모: 총자산의 로그값
- 외환헤지: 외환헤지를 위한 파생거래가 있을 경우 1, 없을 경우 0의 값을 갖는 더미변수(dummy variable)[8)]

8) 헤지 여부는 대차대조표에서 파생상품자산(선도, 선물, 옵션, 스와프, 기타), 파생상품부채(선도, 선물, 옵션, 스와프, 기타) 그리고 손익계산서에서 파생상품평가이익,

- 설비투자: 설비자산 연중 증가분의 총자산 대비 비율
- 원재료 수입: 원재료 수입이 있을 경우 1, 없을 경우 0의 값을 갖는 더미변수
- 수출1: 수출의 매출액 대비 비중
- 수출2: 수출의 매출액 대비 비중의 제곱[9)]
- 순외화자산: 순외화자산(=외화자산－외화부채)의 총자산 대비 비중[10)]
- 순외환차익: 순외환차익(=외환차익－외환차손)의 매출액 대비 비중
- 영업이익률: 매출액 대비 영업이익

〈표 9-7〉 주요 변수 요약통계량

| | 평균 | 분산 | 최솟값 | 최댓값 |
|---|---|---|---|---|
| 기업규모(억원) | 15782.67 | 54027.22 | 63.75936 | 725192.2 |
| 외환헤지 | 0.5316 | 0.4994 | 0 | 1 |
| 설비투자 | 0.0098 | 0.1445 | -2.3933 | 0.6393 |
| 원자재 수입 | 0.3145 | 0.4647 | 0 | 1 |
| 수출1(%) | 29.2048 | 32.0122 | 0 | 100 |
| 순외화자산 | -0.0251 | 0.1000 | -0.4457 | 0.5095 |
| 순외환차익 | -0.0023 | 0.0312 | -0.4190 | 0.2441 |
| 영업이익률(%) | -0.3533 | 44.9269 | -666.0751 | 95.0962 |

파생상품평가손실, 선물거래대환입, 파생상품이익, 파생상품평가이익, 파생상품거래이익, 선물거래차상각, 파생상품손실, 파생상품평가손실, 파생상품거래손실 등의 항목에 자료가 존재하는 경우 헤지활동을 한 것으로 분류.

9) 수출변수의 비선형성(nonlinearity)을 통제하기 위한 것으로 제곱항을 제외하는 경우 수출변수 계수추정치는 통계적으로 유의하지 않다.

10) 외화자산은 유동자산 중 외화, 외화예금, 외화정기예금, 외화매출채권, 외화단기대여금, 외화미수금, 외화미수수익 그리고 비유동자산 중 외화정기 예금, 외화증권의 합으로 구성된다. 외화부채는 유동부채 중 외화매입채무, 외화단기차입금, 외화미지급금, 유동성외화장기차입금, 비유동부채 중 외화장기차입금, 외화장기성매입채무, 외화장기미지급금의 합으로 구성된다.

## 1. 기업특성의 환노출에 대한 가설

기업특성을 반영하는 변수별로 환노출에 어떠한 방향으로 영향을 줄 수 있는지에 대한 가설(hypothesis)을 살펴본다.

**기업규모:** 기업규모가 환노출에 미치는 영향에 관해서는 상반되는 의견이 공존한다. 하나는 '대기업은 환리스크 관리의 유인이 적다'는 가설(규모가설 Ⅰ)이며, 다른 하나는 '대기업은 환리스크 관리가 용이하다'는 가설(규모가설 Ⅱ)이다. 규모가설 I에 따르면, 대기업은 중소기업에 비해 부도비용이 작고, 다양한 계열관계에 의해 내부자금의 활용 가능성이 높기 때문에 환위험 관리의 유인이 낮다. 이 경우 기업규모가 환노출의 절댓값을 증폭시키는 관계가 존재할 것이다. 즉, 기업규모와 환노출의 관계는 환노출이 양(+)인 기업의 경우 양의 관계가, 환노출이 음(-)인 기업의 경우 음(-)의 관계가 존재하게 된다. 규모가설 II에 따르면 대기업은 리스크 관리 및 헤지 기법을 더 용이하게 사용할 수 있어 환노출이 작다. 이 경우 기업규모가 환노출의 절댓값을 축소시키는 방향으로 작용한다. 즉, 환노출이 양(+)인 기업의 경우, 기업규모와 환노출은 음(-)의 관계를, 환노출이 음(-)인 기업의 경우 기업규모와 양(+)의 관계를 보일 것으로 예상할 수 있다. 이를 정리하면 <표 9-8>과 같다.

〈표 9-8〉 규모가설에 따른 기업규모와 환노출의 상관관계

| | 규모가설 Ⅰ | 규모가설 Ⅱ |
|---|---|---|
| 양(+)의 환노출 | + | - |
| 음(-)의 환노출 | - | + |

**외환헤지 여부:** 외환헤지가 적절하게 이루어진다면 환노출의 절댓값은 축소하는 경향을 보일 것이다. 즉, 외환헤지가 이루어진다면, 양(+)의 환노출 기업은 환노출이 감소할 것이며, 음(-)의 환노출 기업은 0 수준으로 증가할 것이다.

**설비투자 및 원자재 수입:** 설비투자 및 원자재 수입은 증가할수록 환노출은 하락할 것으로 예상한다. 환율이 상승하면 외환리스크 프리미엄은 상승하는데, 이때 수입기업은 경쟁력이 하락하며, 환노출은 음(-)의 방향으로 나타난다. 이때, 수입규모가 클수록 이러한 효과는 더욱 커지기 때문에 환노출이 더욱 음(-)의 방향으로 감소한다. 즉, 양의 환노출 기업은 환노출이 0에 가깝게 감소하며, 음의 환노출 기업은 환노출이 0에서 더욱 멀어지게 감소할 것이다. 설비투자의 수입재 의존비율이 높기 때문에 설비투자의 증가는 일정 부분 수입의 증가를 의미하므로, 수입과 마찬가지로 환노출의 하락으로 이어질 수 있다.

**수출, 순외화자산 및 순외환차익:** 수출의 비중 또는 순외화자산 및 순외환차익이 증가할수록 환노출은 상승할 것으로 예상한다. 환율이 상승하면 외환리스크 프리미엄은 상승하는데, 이때 수출기업은 경쟁력이 상승하며, 환노출은 양(+)의 방향으로 나타난다. 이때 수출규모가 클수록 이러한 효과는 더욱 커지기 때문에 환노출이 더욱 양(+)의 방향으로 증가한다. 즉, 양의 환노출 기업은 환노출이 0에서 멀어지며 증가하며, 음의 환노출 기업은 환노출이 0에 가까워지며 증가할 것이다. 환율이 상승하면 외화자산의 경우 원화표시 가치가 상승하여 기업가치를 제고하는 요인이며, 반대로 외화부채는 기업가치를 하락시키는 요인이기 때문에 순외화자산이 증가할수록 수출과 유사한 이유로 환노출이 상승할 것으로 예상한다. 순외환차익은 환율이 변동할 때 순외화자산의 규모에 의존할 것이므로 순외환차익도 환노출과 양(+)의 상관관계를 보일 것으로 예상된다.

## 2. 환노출의 결정요인 분석

기업별 환노출 추정치를 종속변수로 하여 환노출과 기업특성 간의 관계에 대해 <표 9-9>에서와 같이 여러 가지 모형에 대해서 회귀분석을 수행하였다.[11] 모형 I과 Ⅱ의 표본은 분석대상의 모든 기업들이며, 모형

11) 유의하지 않은 환노출을 0으로 변환한 후 분석하여도 결과는 정성적으로 동일한 결과를 얻었다.

Ⅲ과 Ⅳ의 표본은 환노출 추정치가 음(-)의 값을 가지는 기업들이다. 모형 Ⅰ과 Ⅱ는 순외환차익을 고려하였는지의 여부로 구별하였다. 모형 Ⅲ과 Ⅳ의 차이점도 동일하다.

기업규모와 환노출의 관계는 기업의 환노출 방향에 따라 상이한 효과를 보였다. 기업규모는 환노출과 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있는데, 이는 음(-)의 환노출 기업들의 경우 기업규모가 증가할수록 환노출의 절댓값이 감소하고, 양(+)의 환노출 기업은 환노출의 절댓값이 확대됨을 의미한다. 환노출이 환율 변동에 따른 주가의 민감도로 측정된 것임을 감안하면, 양(+)의 환노출 기업은 규모가 큰 기업일수록 환율 변동에 주가가 민감하게 변화하며(즉, 환노출의 절댓값이 크며), 반대로 음(-)의 환노출 기업은 규모가 작을수록 환율 변동에 주가가 민감하게 반응하는 것을 시사한다.

외환헤지 여부와 환노출의 관계는 분석 대상 기업에 따라 상이한 결과를 보이고 있어, 일반적인 예상과 다르게 외환헤지를 목적으로 한 금융상품의 활용이 환노출을 축소시키는지에 대해 확실한 답을 하기 어렵다. 전체 기업을 대상으로 한 추정 결과에서는 외환헤지 여부와 환노출 사이에 음의 관계가 확인되었으나, 음(-)의 환노출 기업을 대상으로 분석하면(모형 Ⅲ, Ⅳ) 환헤지 여부가 환노출과 유의한 관계를 가지지 않는 것으로 나타났다. 그러나 이를 근거로 해서 외환헤지가 환노출을 줄이는 효과를 발생시키지 않는 것으로 단정하기는 어렵다. 왜냐하면, 기업들은 재무자료에서는 직접적으로 드러나지 않는 매칭(matching), 지불시점의 조정(leads and lags), 상계(netting), 가격조정 등 다양한 외환헤지 방법들을 사용하고 있어 분석에 사용한 외환헤지 상품 사용 여부는 기업들의 외환헤지 수단의 일부만을 보여주기 때문이다.

수출이 환노출에 미치는 영향은 일의적이지 않아서, 수출이 일정 수준까지 증가하는 경우에는 환노출이 증가하지만, 그 수준을 넘어서는 경우 환노출이 감소하는 것으로 보인다. 전체 기업을 대상으로 한 추정 결과, 수출은 환노출과 비선형관계를 가지는 것으로 나타나기 때문이다. 이는 수출 비중이 높은 기업의 경우, 내부적인 관리기법 등을 활용하여 환위험을 다양한 방식으로 관리하고 있기 때문인 것으로 추론된다. 음(-)의 환노출 기업을 대상으로 분석하면(모형 Ⅲ, Ⅳ) 수출과 환노출이

〈표 9-9〉 환노출의 결정요인

| | 전체 기업 | | 음(-)의 환노출 기업 | |
|---|---|---|---|---|
| | 모형 Ⅰ | 모형 Ⅱ | 모형 Ⅲ | 모형 Ⅳ |
| 기업규모 | 0.0790***<br>(0.0141) | 0.0823***<br>(0.0141) | 0.0525***<br>(0.0143) | 0.0559***<br>(0.0142) |
| 외환헤지 | -0.0973**<br>(0.0447) | -0.0930**<br>(0.0447) | -0.0415<br>(0.0431) | -0.0377<br>(0.0429) |
| 설비투자 | 0.2419<br>(0.1602) | 0.2312<br>(0.1478) | 0.2268<br>(0.1496) | 0.2042<br>(0.1264) |
| 원자재 수입 | 0.0203<br>(0.0455) | 0.0275<br>(0.0453) | -0.0190<br>(0.0441) | -0.0113<br>(0.0441) |
| 수출1 | 0.0047**<br>(0.0022) | 0.0044**<br>(0.0022) | 0.0026<br>(0.0021) | 0.0025<br>(0.0021) |
| 수출2 | -0.0001**<br>(0.0000) | -0.0001**<br>(0.0000) | -0.0000<br>(0.0000) | -0.0000*<br>(0.0000) |
| 순외화자산 | 0.5702***<br>(0.2027) | 0.3278<br>(0.2275) | 0.3823**<br>(0.1854) | 0.1183<br>(0.2206) |
| 순외환차익 | | 2.0031**<br>(0.7890) | | 2.1987**<br>(0.9120) |
| 영업이익률 | 0.0005<br>(0.0004) | -0.0000<br>(0.0004) | 0.0005<br>(0.0005) | -0.0001<br>(0.0005) |
| 상수항 | -1.4246***<br>(0.1788) | -1.4625***<br>(0.1780) | -1.2072***<br>(0.1813) | -1.2457***<br>(0.1797) |
| 관측치 수 | 585 | 585 | 498 | 498 |
| Adjusted $R^2$ | 0.068 | 0.076 | 0.033 | 0.044 |

주: ( ) 안은 이분산성을 감안한 표준오차이며 *, **와 ***는 각각 10%, 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

유의한 관계를 가지지 않는 것으로 나타나는데 이는 수출은 주로 양(+)의 환노출 기업과 관련을 갖기 때문이다.

순외화자산은 환노출과 양의 상관관계를 나타내어, 예상하는 바와 대체로 부합한다. 순외화자산은 음(-)의 환노출 기업의 환노출 절댓값을 감소시키고, 양의 환노출 기업의 환노출 절댓값을 증가시킨다. 순외환차익을 모형에 도입하면 순외화자산의 통계적 유의성이 사라지는데, 이는 순외환차익이 순외화자산의 보유와 관련이 높음을 시사한다.

## 제6절 결론 및 시사점

본 연구에서는 상장된 비금융회사를 중심으로 우리나라 기업의 환노출을 측정하고, 기업유형별로 특징을 분석한 결과 다음과 같은 점들을 발견하였다.

첫째, 환율 상승으로 기업가치의 혜택을 입는 기업은 소수에 불과하며, 상당수의 기업들은 환율 상승으로 기업가치가 하락하는 것으로 보인다. 이는 한국경제가 수출 위주의 경제라는 일반적인 생각에 주의가 필요함을 암시한다. 비록 한국경제가 수출 위주의 경제일지라도 환율 상승의 혜택은 소수의 기업들에만 집중되어 나타나는 것이다. 산업별로 보면, 수출 위주의 자동차, 전자부품・컴퓨터 산업이 환율 상승의 혜택을 받으며, 건설, 의료정밀・기타 기계 등 내수산업은 환율이 상승할 경우 손실을 입고 있다. 다만, 수출이 환노출에 미치는 영향은 일의적이지 않아서 일정 수준까지는 수출이 증가할수록 환노출의 절댓값이 증가하지만, 그 이상 수출이 증가할 경우 환노출은 오히려 감소하는 모습을 보인다.

둘째, 음(-)의 환노출 기업들의 경우 기업규모가 작을수록 환노출의 절댓값이 커진다. 이는 음(-)의 환노출을 보이는 중소 내수기업 또는 수입기업들이 환위험 관리에 더욱 신경을 써야 함을 암시한다.

셋째, 외환헤지 여부와 환노출 사이의 관계가 강건하지 못하나, 이를 외환헤지가 환노출을 줄이는 효과를 발생시키지 않는 것으로 단정하는 것은 곤란하다. 오히려 이러한 결과를 나타나게 한 요인으로 보이는 다

양한 내부적 환위험 관리기법들에 대한 관심이 필요하다. 보통 기업들의 환위험 관리 능력을 제고하자고 할 때, 금융 헤지상품에만 초점을 두는 경향이 있는데, 다양한 내부적 기법들에 대해서도 관심을 기울여야 할 것이다.

넷째, 이러한 결과를 볼 때 환율 관련 정책은 산업 및 기업의 특성에 따라 차별적인 효과를 발생시키는 것을 염두에 두어야 할 것이다. 환율의 변동성을 축소하는 정책은 환율의 불확실성을 줄인다는 측면에서 바람직하지만, 환율수준의 방향에 영향을 주는 정책은 기업들에 차별적으로 영향을 미치므로 경제 전반에 대한 효과는 일의적이지 않을 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 특히, 수출 지향적인 고환율정책의 경우 소수의 대규모 기업에 혜택이 집중될 가능성이 있으며, 내수 및 수입 위주의 기업으로부터 수출 위주의 기업으로 부의 이전이 발생할 수 있음을 시사한다.

본 연구는 최근 금융위기 기간을 대상으로 비금융 상장기업을 대상으로 환노출을 측정하고 그 결정요인을 분석하였다. 해외 선행연구들이 지적한 바와 같이 환노출은 시기에 따라 변화할 수 있으므로, 향후 보다 장기의 시계열 자료에 대한 분석을 통해 우리나라 기업들의 환노출 변동 및 정도를 파악하는 것은 흥미로운 연구주제가 될 것이다.

# 참 고 문 헌

김인준・이영섭,『국제금융론』, 제2판, 율곡출판사, 2008.

안순권,『한국기업의 환노출 특성에 관한 연구』, 연구보고서, 한국경제연구원, 2006.

정찬우,『우리나라 기업의 환노출 분석』, 금융조사보고서, 한국금융연구원, 2003.

Adler, Michael and Bernard Dumas, "International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis," *Journal of Finance*, Vol. 38, 1983, pp.925~984.

Allayannis, G., "The Time-variation of the Exchange-rate Exposure: An Industry Analysis," Working Paper, New York University, 1995.

Amihud, Y., "Evidence on Exchange Rates and Valuation of Equity Shares," in Y. Amihud and R. Levich (eds.), *Exchange Rates and Corporate Performance*, New York, NY: Beard Books, 1993, pp.49~50.

Bartram S., "Corporate Cash Flow and Stock Price Exposure to Foreign Exchange Rate Risk," *Journal of Corporate Finance*, 2007, pp.981~994.

Bartram, S. and G. Bodnar, "The Exchange Rate Exposure Puzzle," *Magerial Finance* 33, 2007, pp.642~666.

Bartram S., G. Brown, and B. Minton, "Resolving the Exposure Puzzle: The Many Facets of Exchange Rate Exposure," *Journal of Financial Economics* 95, 2010, pp.148~173.

Bodnar, G. M. and W. M. Gentry, "Exchange Rate Exposure and Industry Characteristics: Evidence from Canada, Japan, and the USA," *Journal of international Money and Finance* 12(1), 1993, pp.29~45.

Bodnar, G. M. and M. H. Wong, "Estimating Exchange Rate Exposure: Some 'Weighty' Issues," Working Paper 7497, NBER, 2000.

Choi, J. J. and A. M. Prasad, "Exchange Risk Sensitivity and Its Determinants: A Firm and Industry Analysis of U.S. multinationals," *Journal of Banking and Finance* 21, 1995, pp.77~88.

Choi, J. and C. Jiang, "Does Multinationality Matter? Implications of Operational Hedging for Exchange Risk Exposure," *Journal of Banking and Finance*

33, 2009, pp.1973~1982.

Chue, T. and D. Cook, "Emerging Market Exchange Rate Exposure," *Journal of Banking and Finance* 32, 2008, pp.1349~1362.

Dominguez K. and L. Tesar, "Exchange Rate Exposure," *Journal of International Economics* 68, 2006, pp.188~218.

Hahm, J.-H., "Interest Rate and Exchange Rate Exposures of Banking Institutions in Pre-Crisis Korea," *Applied Economics* 36, 2004, pp.1409~1419.

He J. and L. K. Ng, "The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 2, 1998, pp.733~753.

Jorion, P., "The Exchange-rate Exposure of U.S. Multinationals," *Journal of Business* 63(3), 1990, pp.331~345.

Jorion, P., "The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26(3), 1991, pp.363~376.

Mishikin, F. S., "Understanding Financial Crises: a Developing Country Perspective," in M. Bruno and B. Pleskovic (eds.), *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington DC, World Bank, 1996, pp.29~62.

Solnik, Bruno, "An Equilibrium Model of the International Capital Market," *Journal of Economic Theory*, Vol. 8, 1974, pp.500~524.

Solnik, Bruno and Dennis McLeavey, *Global Investment*, 6th ed., Pearson and Prentice Hall, 2009.

Yoon, S. W, "Foreign Exchange Exposure of Korean Corporations before and after the Asian Crisis," A Phd. dissertation at University of Missouri-Columbia, 2003.

Williamson, R., "Exchange Rate Exposure and Competition: Evidence from the Automotive Industry," *Journal of Financial Economics* 59(3), 2001, pp.441~475.

# 【부 록】 산업분류표

| 산업 구분 | 해당 산업 |
|---|---|
| 1차 산업 | 어업, 석탄, 원유 및 천연가스 광업 |
| 식음료·담배 | 식료품, 음료, 담배 제조업 |
| 섬유 | 섬유제품, 의복, 의복액세서리 및 모피제품, 가죽, 가방 및 신발 제조업 |
| 목재·펄프 | 목재 및 나무제품(가구 제외), 펄프, 종이 및 종이제품 제조업 |
| 연탄·석유정제품 | 코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업 |
| 화학 | 화학물질 및 화학제품, 의료용 물질 및 의약품, 고무제품 및 플라스틱제품 제조업 |
| 비금속제품 | 비금속 광물제품 제조업 |
| 1차 금속 | 1차 금속 제조업 |
| 금속가공제품 | 금속가공제품 제조업; 기계 및 가구 제외 |
| 전자부품·컴퓨터 | 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업 |
| 의료정밀·기타 기계 | 기타 기계 및 장비, 의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업 |
| 전기장비 | 전기장비 제조업 |
| 자동차 | 자동차 및 트레일러 제조업 |
| 기타 운송장비 | 기타 운송장비 제조업 |
| 가구 및 기타 제조업 | 가구 및 기타 제품 제조업 |

| 산업 구분 | 해당 산업 |
|---|---|
| 전기가스 | 전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업 |
| 건설 | 종합 건설업 및 전문직별 공사업 |
| 도소매 | 자동차 및 부품 판매업 및 도매 및 상품중개업, 소매업 |
| 운수창고 | 육상운송 및 파이프라인 운송업, 수상 운송업, 항공 운송업, 창고 및 운송 관련 서비스업 |
| 출판·방송통신 등 | 출판업, 영상·오디오 기록물 제작 및 배급업, 방송업, 통신업, 컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업, 정보서비스업, 부동산업 |
| 전문서비스 | 전문서비스업 |
| 기타 서비스 | 건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술 서비스업, 기타 전문 과학 및 기술 서비스업, 사업지원 서비스업, 교육 서비스업, 스포츠 및 오락 관련 서비스업, 기타 개인 서비스업 |

제10장

# 글로벌 금융시스템설계 개혁[1)2)]

Garry J. Schinasi (Bruegel)
Edwin M. Truman (Peterson Institute for International Economics)

## 제1절 서 론

글로벌 금융위기가 발생한 지 3년 이상 지났고 리먼브라더스(Lehman Brothers)의 몰락과 AIG의 국영화로 인한 후폭풍에 금융시장이 제 기능을 상실한 지도 어느덧 2년이 되었다. 그동안 금융분야 정책 및 국제통화기금(International Monetary Fund, 이하 IMF)과 금융안정위원회(Financial Stability Board, 이하 FSB)의 개혁에 있어 다소 진전을 거두었지만, 세계 금융안정을 지키고 위기해소 능력을 향상시키기 위해 꼭 필요한 개혁 제정이나 실행은커녕 합의조차 제대로 이루어지지 않은 상태이다.[3)]

---

1) [편집자 주] 본 장의 원고는 당초 유럽위원회(European Commission)가 후원하는 "경제 다극화의 시대, 범대서양 프로젝트"의 일환으로 벨기에 소재 싱크탱크인 브뤼겔(Bruegel)과 미국 워싱턴에 소재한 피터슨국제경제연구소(Peterson Institute for International Economics)가 2010년 10월 8일 공동 주최한 국제 컨퍼런스를 위해 작성되었다. 이 귀중한 원고가 본 보고서에 포함되는 것을 허락해 준 양 기관에 감사드린다.

2) 본 장의 초고에 대해 귀중한 조언을 주신 Morris Goldstein과 Larry Promisel에게 감사의 말씀을 전한다. 물론 본 연구에 제시된 의견은 모두 필자의 견해이다.

3) 논의 중인 다양한 개혁 권고안에 대하여는 다음을 참조; UK Treasury(2009); US Department of the Treasury(2009); European Commission(2009); de Larosiere(2009); Group of Thirty(2009); UK Financial Services Authority(2009); Committee on Capital on Capital Markets Regulation(2009); FSB(2008); Group of Twenty(2009); Issing Committee (2009); IMF(2009).

이러한 배경하에 본 논문은 글로벌 금융위기가 국제금융시스템(Global Financial Architecture, 이하 GFA)의 개혁에 미친 영향을 검토하며, 특히 IMF와 FSB의 개혁을 통해 글로벌 금융시스템의 기능과 지배구조(governance)를 개선할 수 있는 영역에 초점을 맞추고자 한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 우선 금번 금융위기 이전에 구축된 국제금융안정체계를 살펴보고 이를 근거로 금융시스템 개혁이 필요한 주요 6개 분야를 식별한다. 그 다음 절에서는 IMF와 FSB(금융안정포럼(Financial Stability Forum, 이하 FSF)의 후신)의 최근 및 향후 개혁방향을 집중 조명한다. 그런 다음 이 두 기관이 앞서 언급한 6개의 주요 영역에서 어떤 역할을 수행하고 어떤 영향을 미치게 될지를 논의해 본다. 마지막 절은 본 연구의 주요 결론 및 제언으로 구성되어 있다.

IMF와 FSB는 별개의 기관으로서 동일한 잣대로 비교할 수는 없다. 그러나 글로벌 금융시스템의 개혁과 성과를 달성하기 위해서는 종전보다 더욱 긴밀한 협력관계가 양자 간에 구축될 필요가 있다. 현재로서는 이 두 기관 이외의 다른 어떤 기구도 국제금융시스템상에서 이 같은 역할을 담당할 수 없으며, 이들을 대체할 기관을 만든다는 것도 정치적으로는 실현 가능성이 없기 때문이다. 이에 따라 여기에서 우리는 IMF와 FSB가 해결해야 해야 하는 주요 과제를 살펴보고자 한다.

제도 개선을 병행하는 IMF와 FSB의 실질적인 지배구조 개혁이 중앙은행 대 IMF의 상호관계 재설정, 거시건전성정책 측면에서의 중앙은행의 역할 정립 그리고 국제 자본이동에 관한 IMF-FSB 협력체계의 활용 등 다양한 측면에서 이루어질 수 있도록 정책 제언을 하고자 한다.

이와 더불어 IMF와 FSB에 전문인력 확충, 국제통화금융위원회(International Monetary and Financial Committee: IMFC)에 대한 FSB의 보고 정례화, 포괄적인 정책안 채택, FSB의 활동에 대한 IMF의 보다 직접적인 개입 등 다양한 제도적 개혁방안을 제안한다.

본격적인 분석에 들어가기 전에 앞으로 다룰 주요 개념을 정의하고 배경지식을 제공하고자 한다.

본 연구는 글로벌 금융시스템과 이를 지탱하는 GFA에 초점을 맞추고 있다. 글로벌 금융시스템은 글로벌(국제) 통화시스템으로 구성되어 있다. 통화시스템은 공식적 양해각서, 합의, 협의회와 제도뿐만 아니라

사적 절차 및 공적 절차, 제도, 민간금융활동과 관련된 협의회 등을 망라한다.[4] 보다 완벽을 기하기 위해 글로벌(국제) 통화시스템에 대한 Gold(1981)의 정의를 참고했다. 이에 따르면 글로벌(국제) 통화시스템은 국제수지를 통해 국가 간의 관계를 관장하는 규칙과 그 규칙을 운용하는 통화당국(재무부, 중앙은행, 안정화기금, 국가별 기관 등)으로 구성되어 있다.

글로벌 금융시스템은 민간기관, 민간기관에 대한 감독권을 지닌 국가, 국가 간의 공조와 협력을 이끌어 내는 국제기구, 이 세 주체로 구성된다. GFA는 글로벌 금융시스템의 효과적인 기능(과 안정성)을 확보하기 위한 글로벌 차원의 집합적인 지배구조에 관한 협정(arrangement)이다.[5] GFA는 그 집합적인 지배구조에 참여하기로 동의한 국가, 예를 들어 IMF 회원국이 되거나 다른 국제조직에 참여하고 협정을 체결하며 각종 규약과 기준, 양해각서 등을 통해 그 일부가 되겠다고 동의한 국가에 의해 지배를 받는다. 따라서 GFA의 성패 여부는 회원국에 달려 있고 특히 막대한 영향을 미치는 주요 회원국의 책임이 크다. 회원국들은 GFA의 역할과 이에 기인한 내부적, 지역적 그리고 국제적 차원에서의 경제·금융 시장의 성과에 대해 자국 국민들에게 책임을 지운다.

2007~10년 금융위기를 겪으면서 위기 이전의 GFA의 구조와 역할 수행에 있어 결함이 있었음이 드러났다. 돌이켜 보면, 위기에 대한 경고가 있었음에도 불구하고 이를 제대로 대처하지 못한 정책적 실책 및 오판이 있었던 것이다. 그리고 이미 구조화되어 실행 중이던 GFA는 금융시스템의 위기가 현실로 구체화되기 전까지는 국가적, 지역적, 대륙적, 국제적 차원에서 구제책을 마련하도록 재촉하거나 설득하는 데 효과적이지 못했다. Stanley Fischer(2009)가 언급했듯이 경고 자체는 별개의 문제이다. 의미 있는 행동이 뒤따르지 않는다면 경고는 그 가치를 상실하게 마련이다.

위기 이전의 GFA는 많은 구조적 결함을 노출했다. GFA의 국제 공조 메커니즘은 국가 간의 문제를 해결하는 데 실패했으며, 결국 문제 해결

4) Truman의 개념 정의를 약간 변형하여 사용했다.
5) 우리의 목적에 맞게 여기서는 Elson(2010)의 정의를 적용했다.

을 위해 각국 정부는 위험차단조치(ring-fencing)를 단행할 수밖에 없었다. 중앙은행은 대대적인 유동성을 시장에 투입했으며, 재무당국은 유례가 없는 규모로 개별 금융기관에 신용보증과 자본확충을 제공했다. 전례 없는 대대적인 정부 개입이 필요했다는 측면에서, 이번 금융위기를 통해 얻은 글로벌 지배구조와 관련된 가장 중요한 교훈은 국제공동체에는 법체계, 혹은 최소한의 공식적 합의나 협약뿐만 아니라 서로 복잡하게 얽혀 있는 거대 금융회사의 취약점과 지급불능상태를 해결하기 위한 사전적 고통분담 메커니즘(또는 대차대조표) 역시 부재하다는 사실을 인식하였다는 것이다.

<표 10-1>에는 IMF와 FSB가 위임받은 정책적 업무, 수단, 지배구조가 요약되어 있다. 본론에서 자세히 다루겠지만 FSF의 후신인 FSB는 기본적으로 회원 수와 소관업무가 확대되었지만 기본구조는 FSF와 동일하다. <표 10-1>을 보면 알 수 있듯이 IMF는 구체적인 정책수단과 실질적인 재원을 확보하고 있다. IMF는 대출을 제공하고 양자 간/다자간 감독(평가) 활동에 관여하며 회원국의 거시경제와 금융부문 정책 개선을 위해 기술적인 지원을 제공한다. 이와 대조적으로 과거의 FSF와 현재의 FSB는 모두 기본적으로 조정기관이다. 금융위기 이전에는 FSF의 회원이었던 선진국들은 FSF를 통해 건전성 규제와 감독에 있어 전 세계 모든 국가가 본보기로 삼을 만한 모범사례를 만들어 내는 한편, 글로벌 금융시스템의 취약성과 규제의 허점을 확인하고자 노력하였다. 하지만 IMF나 FSF 모두 민간금융기관과 시장에서 비롯된 금융위기를 예방하거나 해결할 만한 정책적 수단을 보유하고 있지 못했다. 물론 2007~10년 글로벌 금융위기의 예방이나 해결에 대한 책임을 전적으로 이 두 국제기구에게만 지울 수는 없다. 그러나 금융시스템 불균형에 대해 공정한 평가를 내리고 금융안정성 보장을 위한 구제방안을 수용하도록 회원국과 각국 유권자들에게 효과적인 압박을 가하지 못한 점에 대해서는 이 두 국제기구(운영진과 직원 포함)에게 책임을 지울 수 있으며 또한 그렇게 하는 것이 마땅하다.

이처럼 IMF와 FSB(전신인 FSF)는 금융안정성 강화라는 공동목표 하에 시스템 리스크와 취약성을 평가함에 있어 상호 협력할 임무를 부여받고 있지만, 기본적으로 양자는 매우 상이한 기관이다.

〈표 10-1〉 IMF와 FSB의 정책 초점, 수단, 지배구조

| | IMF | FSB |
|---|---|---|
| 정책 초점 | - 환율시스템과 국제수지 균형<br>- 회원국 거시경제 및 금융안정성<br>- 글로벌 경제 및 금융안정성 | - 금융 규제·감독을 위한 국제 기준과 모범사례<br>- 글로벌 금융안정성 |
| 수단 | - 국제수지 필요에 따른 자금 공여<br>- 양자 간 혹은 다자간 감시활동<br>- 기술적 지원 | - 글로벌 금융 취약성의 원인 확인/평가<br>- 안정 보장/회복을 위한 교정정책 개발 촉진<br>- 회원국 간 금융시스템 정책의 조정 촉진 |
| 내부적 지배 구조 | - 총회는 총재 한 명과 187개 회원국 각국의 대리인(대개 재무장관이나 중앙은행총재)<br>- 계속 회기 동안의 상임이사회<br>- IMF 운영진과 직원<br>- 국제통화금융위원회(IMFC)<br>- 개발위원회 | - 총회는 G-20 국가의 중앙은행 총재나 대리인, 주요 감독/규제기관의 장이나 대리인, 재무부의 차관; 국제기준제정기구(SSB)와 중앙은행위원회, IMF, 세계은행, BIS, OECD의 고위 대표자<br>- 운영위원회는 총회에서 선출한다.<br>- 의장<br>- 회원국에서 차출한 사무국 직원 |
| 책임성 | - 회원국 정부 | - G-20 정상 |

IMF는 IMF 협정문에 명시된 대로 각국 정부의 비준을 받은 공식적인 국제협정에 의해 설립되었다. IMF는 국제통화협력과 금융안정성을 증진하고 다른 공공재도 제공할 목적으로 조직되었다. 이처럼 IMF는 회원국으로부터 독립되어 있으며, 어떤 면에서는 회원국을 초월하는 조직이라고 보아야 한다. 또한 IMF는 총회나 이사회에서 독립된, IMF 본연의 목표를 추구할 임무를 부여받은 운영진과 직원을 두고 있다. 이들은 기관을 대표하여 발언하는 것 외에도, 전문적 연구 결과와 분석, IMF와 회원국 관련 사안에 대한 정책적 판단을 일정 수준을 유지하면서 자유롭게 발표할 수 있음은 물론 적절한 면책 조치도 받을 수 있다. 운영진

과 직원들은 빈번히 이러한 행동을 하며 때로는 단호한 입장을 취하기도 한다. 예를 들어, IMF의 대표적인 정기 간행물인 『세계경제전망(World Economic Outlook)』과 『국제금융안정보고서(Global Financial Stability Report)』는 IMF라는 기관의 의견이 아닌 IMF 직원들의 견해를 표명한다.

IMF와 마찬가지로 FSF와 FSB 헌장 역시 각각의 위임 임무(mandates)에서 회원국의 범위를 넘어서는 국제 공동목표의 추구가 포함된다는 점을 분명히 밝히고 있다. 구체적으로 효과적인 글로벌 규제, 감독·금융부문의 정책을 발전시키고 진작시키며, 글로벌 금융시스템을 위협하는 금융시스템상의 취약점을 평가하는 것 등이다. FSB의 의장과 사무국의 역할은 FSB의 견해를 대표하는 데 있으며, 그렇다고 하여 회원국들과 완전히 독립적인 견해를 피력하는 것은 아니다.

## 제2절 위기로 노출된 글로벌 금융시스템 관련 쟁점

세계적 (금융)위기는 위기 이전의 글로벌 금융시스템체계(GFA)가 글로벌 금융시스템에서 발생하는 위기를 예방하고 대처하며 해결하는 데에 근본적인 결함이 있었음을 드러냈다. 이번 절의 결론은 위기가 진행되면서 시스템적 위기를 막기 위한 방어선이 모두 뚫렸다는 것이다. 따라서 본 절에서는 개혁이 필요한 주요 분야를 집중 조명한다.

### 1. 글로벌 금융안정 보장을 위한 위기 전 협력체계

금융안정을 보장하고 경제·금융 효율성을 장려하기 위한 위기 이전의 협력체계는 안정을 위협하는 시스템 차원의 문제에 대처하기 위한 방어선으로 볼 수 있다. 이것은 주요 금융중심지에서 활동하는 민관 이해관계자들이 오랜 시간에 걸쳐 만들어 온 것으로,[6] 주요 사건이 발생할 때마다 그에 맞춰 진화를 거듭한 것이다. 거대한 설계도나 시스템 발

6) 이 부분은 Schinasi(2009a)의 분석 체계를 변형한 것이다.

전방향을 미리 결정짓는 기저에 깔린 '유전자' 코드에 따른 결과가 아니었다. 오히려 문제가 발생하면 주요 금융중심지의 이해관계자들이 의견일치를 본 사항을 섞어 짠 조각보처럼, 민간·공공 부문의 국제적 합의와 협약을 모아 놓은 유기적인 집결체에 더욱 가깝다.

안정을 위협하는 잠재적 요소와 이를 막기 위한 방어수단으로 구성된 위기 이전의 국제금융협력체계는 <표 10-2>에 정리하였다. 표의 가로축은 ① 글로벌 금융기관: 주로 대형 국제은행/그룹으로 세계적인 투자은행, 보험과 재보험 회사 포함 ② 글로벌 금융시장: 외환, 채권, 장외파생상품 거래 시장 ③ 규제 대상이 아닌 기관투자자의 금융시장 활동, 예를 들어 보험과 재보험 회사, 뮤추얼펀드, 연금기금, 헤지펀드의 자본시장 활동 ④ 경제·금융 안정화정책의 실패 등 글로벌 시스템상 금융위기의 4가지 주요 원인을 정리한다.

금융 인프라 역시 시스템 리스크의 원인에 포함시킬 수 있지만 단순화를 위해 제외했다. 전반적으로 볼 때, 금융위기 동안 정산·결제·지급 시스템은 비교적 양호하게 운영되었다. 리포시장과 같이 일부 예외적인 경우도 있지만 이는 리포시장의 주요 거래상대방인 금융기관의 취약성이 표면화된 것과 관련되어 있었다. 보다 일반적으로 말하자면, 대형 글로벌 은행들은 주요 거래교환뿐만 아니라 민간·공공 부문의 국내외 정산, 결제, 지급의 인프라에 관여하는 주요 참여자이다. 이러한 금융기관은 국내외 인프라를 일부 공동으로 소유하고 있기 때문에 인프라의 성과와 안전성, 자생력(viability)에 대한 이해관계를 가지는 것은 당연하다. 인센티브는 사적·집합적 순편익의 달성과 어느 정도 연계되어 있다.

하지만 국제거래가 활발한 은행들은 점차 금융 인프라를 거치지 않는 장외거래에 깊게 관여하게 되었다. 이에 따라 시스템 리스크의 발생 가능성이 커지고 대부분은 과거 롱텀캐피탈매니지먼트(LTCM) 사태와 이번 금융위기를 통해 표면화되었다. 이와 더불어 금융 인프라의 일부로서 시스템 리스크를 야기할 수 있는 금융의 다른 측면들도 존재한다. 예를 들어 (주로 VaR 모델을 토대로 한) 리스크 관리 체계, 리스크 분산의 개념 및 실무적 정의, 리포나 스와프와 같이 광범위한 시장에 '효용'과 '유동성' 서비스를 제공하는 금융부문, 회계규칙과 관행, 기업 지배구조와 보상 관행, 감독·규제 기준과 관행 등을 들 수 있다(Garber[2009]).

〈표 10-2〉 글로벌 금융안정성 보장을 위한 위기 이전의 협력체계

| | 국경 간 시스템적 리스크 주요 원인 | | | |
|---|---|---|---|---|
| 방어 수단 | 글로벌 금융기관 | 글로벌 시장 | 규제 대상이 아닌 금융시장 활동 | 경제·금융 안정 화 정 책 상 실책 |
| 시장규율과 투명성 | 부분적 | 주로 | 배타적 | 위원회 구조, 상호 압박, 명확성과 투명성 |
| 금융규제 | 각국의 자본요건에 대한 국제적 협력 지향 | 형식적 규제 없음 | 규제 없음 | 명확한 협력체계가 없고 비효율적인 조정/협력 활동 |
| 미시건전성 감독 | 바젤제도를 통해 모범사례에 대한 협력 지향 | 적용 안 됨 | 감독 없음 | 국제협력은 시스템적으로 중요한 금융기관을 감독하기에 불충분한 것으로 드러남. |
| 거시건전성 감독 | 시스템적으로 중요한 경우 | 각국의 시장 감시, IMF의 다자간 감독 활동, FSF의 취약성 논의 | 각국 시장과 금융기관의 감독을 통해 일부 | 각국 당국과 국제협력은 시스템적 압박이 발생하기 전에 거시경제적 그리고 감독정책을 조율하는 데 실패함. |
| 위기관리와 정리절차 | 국가별 법안 지향 | 각국 중앙은행과의 공조/협력활동 지향 | 협력체계 없음 | 협력체계 없고 비효과적인 공조/협력 활동 |

자료: Schinasi(2007, 2009a) 인용.

<표 10-2>의 세로축은 시스템에 문제가 발생했을 때의 대처방안을 제시한 것으로 다음과 같이 풀어 쓸 수 있다.

(1) 시장규율: 재무 보고와 시장 투명성을 통한 적절한 공개 그리고 사적 리스크 관리와 지배구조를 포함

(2) 금융규제: 거래와 관계에 대한 게임의 규칙을 설정
(3) 금융기관과 상품에 대한 미시건전성감독
(4) 시장과 금융시스템 전체에 대한 거시건전성감독
(5) 위기관리와 정리절차

<표 10-2>에서 '글로벌 금융기관'이라고 분류된 대형 다국적 은행그룹은 세로축에 표시된 5개의 방어수단 모두에 적용된다. 그만큼 이들 금융기관은 현존하는 상업조직 중 가장 철저한 규제와 감독을 받는 것이 불가피하다. 규모와 범위, 복잡성뿐만 아니라 매우 높은 레버리지를 이용한 리스크 부담을 허용하는 리스크 관리시스템 때문에, 이 부류의 금융기관들은 예금자, 투자자, 시장, 심지어는 직접적인 관련이 없는 금융이해관계자들마저 위험에 빠트릴 우려가 있다. 물론 금융중개기관, 투자자, 브로커, 딜러, 보험사, 재보험사, 금융 인프라 소유자와 시장 참여자 등이 이 부류에 속할 수 있으며, 하나의 복합금융기관이 이러한 수많은 역할을 담당하는 경우도 있다. 이 부류에 속하는 기관은 금융시스템 안정성 측면에서 해당 국가 차원에서는 물론 중요할 뿐 아니라, 이 중 상당수는 지역적으로 중요하며 특히 20여 개의 기관은 국제적으로 중요하다. 보호, 안전망, 시스템 리스크가 공공정책의 주요 과제이다. 이들 기관에 대한 감독은 시장규율과 공식적 개입을 통해 국가 차원에서 이루어지고, IMF, OECD, 국제결제은행(Bank for International Settlements: BIS)과 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision, 이하 BCBS)와 (금융위기 이전의) FSF 등의 국제기구와 그룹을 통해 국제적 차원에서도 간접적인 감독이 이루어진다.

이와 정반대로 규제 대상이 아닌 금융시장 활동(과 기관)은 <표 10-2>의 가로축 세 번째에 나와 있다. 여기에 해당하는 금융기관과 금융활동은 규제나 감독의 대상이 아니다. 이들 기관이 전략, 전술적으로 사용하는 금융상품의 대다수(예를 들어 장외파생상품)는 공식적인 증권규제를 받지 않는다.[7] 이와 더불어 이 기관들이 활동하는 시장에 대해서도 대체로 최소한의 규제와 감독만 이루어진다. 이렇듯이 규제와 감독이 결여된 경우 이 점을 이용해 기관들은 투자전략을 세우고 이윤추구

7) 물론 이러한 활동은 통상적인 사기(fraud)방지법과 상법의 적용을 받는다.

의 범위를 결정하기 마련이다. 따라서 일부 국가에서는 헤지펀드와 구조화투자회사와 같이 규제를 받지 않는 기관의 활동을 금지하기도 한다. 물론 부분적으로 규제하는 국가도 있지만 이들 기관의 사업모델이 지닌 글로벌적 특징과 대체가능성을 감안하면 활동이 금지된 것이나 다를 바 없다. 규제 받지 않는 기관의 시장 활동도 다른 기관과 마찬가지로 시장의 감시를 받지만 누가 무엇을 어떤 식으로 누구와 함께 하는지는 여전히 불투명한 상태로 남는다. 또한 이들 비규제대상 금융기관들은 기관투자자나 (연금기금, 보험회사, 헤지펀드 등과) 최소 투자금액이 상대적으로 높은 부유층을 투자기반으로 한정하여 투자자 보호에 대한 관심이 크지 않다.

1992~93년 유럽환율조정체제(European Exchange Rate Mechanism)의 붕괴를 시작으로, 그 후 아시아 외환위기와 러시아의 채무불이행 선언(1998), LTCM 사태를 겪으면서 헤지펀드가 금융시장을 교란시킬 잠재적인 위험요소의 하나라는 인식이 강해졌다. 더욱이 헤지펀드의 빠른 외형적 성장은 이와 같은 인식 변화의 진위를 떠나 헤지펀드가 시스템 리스크를 야기할 가능성이 실제로 커졌음을 의미한다. 한편, 일각에서는 시스템 리스크의 요인으로 헤지펀드를 지목하는 것은 잘못되었으며, 오히려 장외파생상품시장을 경계해야 한다는 주장이 있어 왔다(Schinasi *et al.*[2000]). 최근 글로벌 위기에서 드러났듯, 연쇄 위기를 초래한 시장 동력과 기능장애에 헤지펀드의 역할은 크지 않았던 반면, 장외시장은 크게 일조했다.

시스템 위험의 세 번째 원인으로 <표 10-2>의 가로줄 두 번째에 지목된 글로벌 금융시장은 규제와 감독을 받고 있는 상태와 받지 않는 상태의 중간에 해당된다. 글로벌 시장이란 무엇을 의미하는가? 외환시장과 관련 파생시장(장내외 모두 포함) 그리고 G-3(미국 달러, 유로, 일본 엔) 통화의 채권시장을 비롯하여 국제 금융중심지(영국 파운드, 스위스 프랑 등) 관련 파생시장을 예로 들 수 있다. 달러, 유로, 엔화로 된 국채는 글로벌 시장에서 거래되고 관련 파생상품 역시 전 세계를 무대로 거래된다. 이들 시장에서 시스템 리스크의 주된 방어수단은 시장규율이다.

글로벌 시장은 간접적인 규제의 대상으로, 다양한 형태의 민간 차원의 국제 네트워크와 사업협력협정을 통해 감독을 받는다. 각국 중앙은

행 간 혹은 금융 규제·감독 당국 간의 정보 공유, 공식적 채널과 위원회, 실무 작업반을 통한 방법, IMF를 매개로 한 글로벌 시장에 대한 다자 감독활동 등이 그 예이다. 글로벌 시장은 국가 차원의 정산, 결제, 지급 인프라와 연관되어 있어 이러한 경로를 통해 감독을 받는다. 이해 당사자들에 의해 글로벌 시장에서 활동하는 대형 국제은행과 같은 주요 행위자에 대한 감독과 시장규율이 이루어지는 한 글로벌 금융시장의 잠재적 리스크는 우려할 만한 수준이 아닐 것이다. 그럼에도 불구하고, 만에 하나 주요 기관에 대한 감독활동이 소홀해진다면 글로벌 금융시장은 시스템 리스크를 야기할 가능성이 높아지게 된다. 일례로 글로벌 장외파생시장을 들 수 있다. 파생시장은 위기 이전부터 지금까지 비규제대상으로 일부의 예외(장외파생시장에 참여 규모가 큰 몇몇 기관)를 제외하면 공식적 감독이 부재한 상황이었다.

<표 10-2>에서는 시스템 리스크의 네 번째이자 마지막 원인으로 거시경제정책과 금융안정체제를 아우르는 정책협력체계를 꼽고 있다. 뒤에서 다루겠지만 금융안정화설계(architecture) 자체의 여러 측면과 마찬가지로, 시스템 리스크로 귀결되거나 시스템 리스크를 직접 야기하는 행동을 부추기는 정책부문의 오류가 많이 발생했던 것으로 보인다.

<표 10-2>의 세로줄 다섯 번째에 나타난 정책대응체계는 일단 금융문제가 발생하여 시스템 전체를 흔들게 되었을 때의 위기관리와 정리에 관한 것이다. 여기에는 다음과 같은 사항이 주요 내용으로 포함된다. 대규모 예금인출사태를 막기 위한 예금보험 보호, 시장의 원활한 기능을 위한 중앙은행의 적정한 유동성 제공, 시장의 오작동과 비유동성뿐만 아니라 자생 가능한 금융기관의 파산을 막기 위한 최후의 대부자 역할 수행, 자본 확충과 구조조정, 자생 능력이 없는 기관에 대한 정리절차(물론 공공 차원보다는 민간 차원이 우선되어야 할 것이지만)가 해당된다. 이번 글로벌 금융위기를 통해 깨달은 바와 같이, 시스템적으로 중요한 금융기관들이 야기할 수 있는 잠재적인 시스템 차원의 문제를 해결할만한 효과적인 정책대응체계가 부족하다는 점을 간과해서는 안 될 것이다.

## 2. 최근 금융위기를 통해 드러난 여러 문제점

글로벌 금융위기는 서브프라임 모기지 부실사태로 촉발되었다고 규정할 수 있을 것이다. 하지만 위기상황이 유로 단일 통화지역, 더 넓게는 유럽에서 현재까지 지속되고 있는 것에 비추어 볼 때, 지금까지의 미국발 금융위기 사태는 무분별한 위험추구행위, 과도한 레버리지, 전 세계적인 신용거품, 민간·공공 영역에서 급격한 부채 누적 등을 조장하는 경제·금융 환경이 조장한 현상으로 파악되어야 할 것이다. 언론매체 등에서 광범위하게 논의되어 왔듯, 위기의 원인으로는 수많은 경제적·금융적 요인들이 지목되고 있으며, 이를 다시 여기에서 언급할 필요는 없을 듯하다.[8)]

본 연구의 목적인 GFA 개혁 측면에서 볼 때, 앞서 상술한 위기 전 정책체계 및 위기대응 시스템은 금융시장 불균형을 (비용 대비) 효과적으로 예방하고 해결하는 데 실패했다. 결국 금융시장 불균형이 시스템 리스크 전이와 이에 따른 전 세계적 경기침체로 이어질 수밖에 없었던 것이다. 이와 같은 위기 전 정책체계는 주로 미국과 유럽의 정책 설계자들이 오랜 시간에 걸쳐 다듬어 온 것으로, 견제와 균형을 통해 경제와 금융의 안정성을 해치는 시스템적 위협요소를 사전에 차단한다는 목적하에 시장규율과 공식적 감독체계 간의 균형을 달성하고 유지하는 것에 주안점을 두고 있었다.

그러나 의도했던 균형은 달성되지 못했다. 시장규율이나 각국 금융당국, IMF와 FSF와 같은 국제기구의 공식적인 감독활동이 제 기능을 하지 못했다. 모호한 사전적 시장규율에 치우쳐 예방효과를 거두지 못했을 뿐 아니라, 사후적 시장규율 준수 활동은 오히려 금융시장의 공황 및 오작동을 야기했다. 또한 공식적 감시체제는 시스템적으로 중요한 불균형과 취약점이 심화되는 것을 예측하기에는 너무나 빈약했다. 더욱이 실제 위기가 닥치자, 이에 대한 효과적인(최소 비용의) 대응을 하지 못

8) 다양한 주장이 수많은 논문을 통해 발표되었다. 이와 관련해 다음 논문 참조; Carmassi, Gros, and Micossi(2009); Caprio, Demirguc-Kunt, and Kane(2009); De Larosiere(2009); Gorton(2008 and 2009); Lane and Milesi-Ferretti(2010); Levine(2010); Obstfeld and Rogoff(2009); Truman(2009); Visco(2009).

했다. 일례로, 미국에서 리먼브라더스가 미연방 예금공사 적기시정조치(prompt-corrective action) 등의 규제를 받았더라면 파산을 면할 수도 있었을 것이다. 또한 예방에 실패했다 하더라도 리먼브라더스의 파산과정리과정에서 비롯된 파장을 줄이고 더 적은 규모의 공적자금으로 처리가 가능했을 것이다. 유럽의 금융그룹 포티스(Fortis)의 정리과정도 마찬가지이다. 이들 사례에서 알 수 있듯이 위기관리와 정리절차에 대비한 국가 차원의 금융위기 관리 및 정리 체계만으로는 국가 간 문제나 심지어는 국가의 안정화 문제를 관리하고 해결하는 데 역부족임이 증명되었다.

요컨대, 시스템 안정성을 위협하는 요인에 대비한 위기 이전 정책대응체계는 적절하지 않았으며, 특히 최근 위기를 겪으면서 EU와 미국에서 이런 점이 명확히 확인되었다.

- 민간 리스크 관리와 시장규율은 실패했고 시장은 제 기능을 발휘하지 못했다. 이는 불완전한 정보, 불투명한 수단과 위험 노출, 빈약한 인센티브 구조, 불충분한 완충자본과 유동성 완충장치, 과도한 레버리지, 고위급 경영진의 부적절한 통제/지배 구조, 사전적 시장규율의 부족과 신뢰 상실이 서로 결합되어 낳은 결과이다.
- 공식적 감독은 '시스템적으로 중요한 금융기관(systemically important financial institutions, 이하 SIFIs)'의 안정성과 건전성을 증진시키지 못했다.
- 거시경제정책이 금융위기 발생에 일조했다.
- 국가적 차원 혹은 글로벌 차원의 시장감시체계는 제도, 시장, 시스템상 금융 불균형의 축적상황을 통찰력 있고 엄격하게 규명하여 정책 수립자들이 조정정책을 마련하도록 설득하는 데 실패했다.
- 위기 이전 중앙은행과 재무부처가 보유했던 수단은 유동성과 지불능력 문제를 해결하고 시장에 대한 신뢰와 신용을 회복하기에는 적절치 않았고 시대에 뒤처지는 것으로, 빠른 속도로 전 세계에 확산된 21세기형 금융위기에 대처하기에는 역부족이었다.

강조점에 다소 차이가 있겠지만 대다수가 공감할 만한 이러한 일반적인 평가에 근거할 때, 이번 금융위기에서 중대한 취약점이 드러난 분

야에서의 개혁은 필요하다. 3년 전 위기가 시작된 이래 여기에 대한 광범위한 논의가 전개되고 있으며, 주요 금융중심지와 기타 G-20 회원국 역시 이러한 취약점을 해결하기 위한 방안을 활발한 토론을 통해 모색하고 있다.

## 3. 개혁이 필요한 주요 영역

글로벌 금융시스템의 안정성에 미치는 심대한 영향을 고려할 때, GFA의 개혁과 관련해 광범위하고 긴밀하게 연관(때로는 중첩)되어 있는 주요 영역을 다음과 같이 6개로 구분할 수 있다.

### 가. 자본, 유동성, 레버리지에 대한 규제 및 시스템 리스크 세(tax)의 잠재적 편익과 비용

글로벌 금융위기를 통해 개별 금융기관의 안정성과 건전성(이나 은행에 대한 미시건전성 규제)은 규제요건만으로는 충분히 보장되지 않는다는 사실이 드러났다. 오히려 이러한 규제요건이 의도하지 못한 측면에서 불균형과 리스크를 축적하는 데 일조했다. 즉, ① 바젤 II는 부내/부외 거래상 신용위험 노출에 대비한 자기자본기준을 결정하는 데 있어 결함을 드러냈다. ② 유동성 리스크를 사적 리스크 관리 및 규제 차원의 문제로 인식하였다. ③ 레버리지 제한은 충분치 않거나 구속력이 없었으며, 특히 유럽의 경우에는 거의 부재한 상태였다. ④ 개별 국가의 금융감독체계와 지속적인 감시체계가 효과적으로 작동하지 못했다.

BCBS와 FSB는 금융기관의 안정성과 건전성 보장을 위해 선택한 접근법에서 앞서 언급했던 4가지 문제점을 해결하기 위한 개혁안을 마련 중이다. 자본과 유동성, 레버리지에 대한 규제 강화는 2009년 12월 제출된 BCBS의 제안서에서 당초 구상된 내용이었다.

2010년 7월 26일, BCBS의 감독기관인 중앙은행총재 및 감독기구수장 회의(Group of Governors and Heads of Supervision, 이하 GHOS)는 BCBS의 자본 및 유동성 규제 개혁안을 검토하기 위해 회의를 열었다. 이 회의에서 자본의 질과 양, 국제적 일관성을 제고하고 유동성 기준을

강화하며 과도한 레버리지와 위험추구행위를 줄이고 경기순응성을 완화하겠다는 확고한 의지가 표명되었다. 또한 자본의 정의, 거래상대방의 신용위험 처리, 레버리지 비율, 글로벌 유동성 기준 등 전반적인 자본 및 유동성 개혁안 구상에 대한 큰 틀에서의 합의에 도달했다고 발표했다.

하지만 2009년 12월에 나온 바젤 II의 개선안과 비교해 볼 때, 2010년 7월 합의된 내용은 은행업계에 유리하도록 상당히 후퇴한 수준이라는 점이 아쉬움으로 남는다. 이에 따르면 Tier 1 기본자본의 정의와 유동성 기준이 완화될 뿐 아니라, 겨우 3%에 불과한 레버리지 규제 역시 2017년까지 단계적으로 도입될 계획이다.

중앙은행총재 및 감독기구수장 회의(GHOS)는 2010년 9월 12일 자본규제 강화를 골자로 하는 Basel III안을 발표하였고, 이전 7월의 합의 내용을 지지하였다. 바젤위원회는 최소 보통주(common equity) 비율을 2%에서 4%로 올리고 위기상황에 대비하여 2.5%의 완충자본(capital buffer)을 적립하는 것을 의무화하는 개혁안을 지지한바, 총 보통주 요구비율은 7%에 이르게 된다. 최소 보통주 비율과 기본자본(Tier 1) 규제는 2013년 1월 1일과 2015년 1월 1일 사이에 단계적으로 도입될 예정이다. 반면, 완충자본은 2016년 1월 1일부터 2018년 12월 31일 사이에 도입되어 2019년 1월 1일부로 발효될 예정이다. 그리고 비핵심 자본(non-core-equity assets)과 자본 확충(recapitalization)에 대한 규정은 2018년 1월 1일까지 도입될 것이다.

한편, 바젤위원회는 이와 같이 강화된 자기자본규제를 보완하는 차원에서 유동성 규제 및 레버리지 규제를 점진적으로 도입할 계획이다. 새로운 유동성 커버리지 비율(2015년 발효), 순안정자금조달비율(2018년 발효) 그리고 3%의 레버리지 규제(2018년까지 도입)가 그 대표적인 예이다.

중앙은행총재 및 감독기구수장 회의(GHOS)는 또한 2010년 9월 12일 시스템적으로 중요한 대형은행들이 이미 발표된 기준보다 더 높은 수준의 손실흡수능력을 보유하여야 하며, 이는 FSB(금융안정위원회)와 바젤위원회의 주요 과제로 다루어져야 할 것임을 천명한다.

물론 2010년 9월 발표된 합의가 이전보다 진보된 것이기는 하나, 주

요 부분에 대한 조속한 금융개혁의 실행에 대한 동의를 얻는 수준에 이르지는 못한 것으로 보인다. 일례로 G-20 국가들이 합의한 자기자본규제 강화 조치들이 2013년이 되어서야 시작되어 2015년까지 점진적으로 도입될 예정이다. 이는 2015년까지 일부 은행들이 과소자기자본에 따른 위험에 온전히 노출될 수 있음을 시사한다. 더욱이 바젤위원회는 역시 G-20 국가 간에 합의된 유동성 규제 및 3%의 레버리지 규제 강화 등 다른 개혁안건의 실행에 있어서도 2018년까지 기다려야 하는 입장이다. 주요 국제 은행들의 과도한 레버리지와 부족한 유동성 위험 관리가 전 세계적인 금융위기의 단초가 될 수 있으며, 치명적인 시장 장애 및 공황에 이를 수 있음은 2008~09년도의 위기를 겪으면서 우리가 얻은 교훈이다. 그럼에도 불구하고 지금까지 논의된 금융개혁안의 실행과 관련하여 국가 간 합의가 이루어지지 않고 있는 현실은 다소 실망스럽다. 아마도 시스템적으로 주요한 대형 금융기관(SIFI), 장외파생상품 거래, 해외영업은행 등 다양한 규제개혁 안건에 따른 득실을 고려한다면 쉽사리 대서양을 사이에 둔 미국과 유럽의 금융감독 당국자들이 합의에 이르기는 쉽지 않을 것이다.

주요 금융 선진국의 정책당국 역시 리먼브라더스처럼 상대적 규모는 작아도 상호연관성이 높은 회사가 글로벌 금융시스템과 경제에 시스템 리스크를 야기할 수 있다는 사실을 깨달은 후, 비은행 금융기관이 지닌 시스템적 속성에 대처할 방안을 찾고자 고심해 왔다. 자본 확충에 투입된 비용 충당, 미래 위기에 대비한 별도의 '보험' 기금 마련 그리고 과도한 위험추구행위를 줄이기 위한 인센티브 구조 개선이라는 목표를 달성하기 위해 SIFI에 다양한 형태의 조세, 부과금 혹은 부담금을 부과할 것을 고려하고 있다. 이러한 조치들은 시스템 리스크를 유발할 가능성이 있는 금융기관에 대해 해당 기관에 대한 법적 체계 및 규제 관할 조직에 상관없이 부과할 수 있는 미시건전성 조치를 개발하기 위한 작업의 일환이다. 일찍이 G-20 국가들은 개별 금융기관이 발생시키는 외부효과를 억제하여 금융시스템을 보호하는 차원에서 SIFI에 미시적 수준의 조세를 부과하는 시스템 리스크 자본 부담금(systemic-risk capital surcharge)을 도입할 것을 고려하였으나 이러한 구상이 현재도 활발하게 논의되고 있는지는 확실치 않다.

미국의 금융개혁법안인 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)은 입안과정에서 예상됐던 바와는 달리 사전 과세 내용을 담고 있지 않았다. 대신 미연방예금보험공사와 재무부는 금융회사 청산과정에 투입한 재정 자금에 대해 사후적으로 금융기관에 상환 의무를 부과할 수 있다. 또한 영국정부는 미래 금융위기의 리스크와 충격을 줄이는 데 도움이 되도록, 국제공조를 기반으로 한 시스템 리스크세(tax)를 금융기관에 부과하는 방안을 고려하고 있다. 그 외의 유럽 국가들 역시 향후 문제에 대처하기 위한 분담금 도입을 검토 중이다. 금융수단은 항상 대체가능하며 금융기관이 그러하듯이 이윤을 좇아 전 세계를 무대로 이동하기 때문에 시스템 리스크 관련 부담금이나 세금을 한 국가에서 일방적으로 부과한다면 시스템 리스크 축소라는 소기의 목적에 제한적인 효과를 거두게 될 가능성이 높다. 물론 국제 공조가 제대로 이루어지면 시스템 리스크 부과금의 효율성을 증진시킬 수 있지만, SIFI의 경쟁 영역이 지금과 마찬가지로 앞으로도 공평한 경쟁의 장은 아닐 것이다. 이런 맥락에서 집단적 해결방안에 대한 구상이 명확하고 이를 실행에 옮기는 것이 불가능하지 않음에도 불구하고, 국제적 합의를 통해서 최소한의 공동기준을 만들어 내는 데 그칠 수밖에 없는 정치적 현실이 안타깝다.[9]

## 나. 금융감독, 규제, 인프라의 '범위' 또는 '경계'

금융감독과 규제, 금융 인프라의 '범위(perimeter)'나 '경계(boundary)'는 시스템적 문제의 발생과 악화를 막기에는 너무 지엽적이고 불명확한 것으로 드러났다. 일례로, 미국의 관련 기관들은 위기관리와 부실은행 정리를 담당하고 있지만 베어스턴스(Bear Stearns)와 리먼브라더스 사태

9) 토론토 G-20 정상회의(2010, annex Ⅱ. Paragraphs 21~23)는 금융세를 통해 금융부문의 책임을 증진시키기 위한 다섯 가지 원칙을 최종 승인했다. 이 원칙들이 '공정경쟁기반(level playing field) 구축'을 도울 수 있을지는 지켜봐야 한다. 2010년 7월 20일, 상원의 은행주택도시문제위원회의 안보국제통상금융소위원회가 주최한 청문회에서, 라엘 브레이너드(Lael Brainard) 재무부 국제업무담당 차관과 다니엘 타룰로(Daniel Tarullo) 연방준비제도이사회 이사는 글로벌 차원의 의견 수렴은 국가들의 다양한 접근법이 필요할 것이라고 말했으며, 도드-프랭크법의 모든 측면이 미국 이외의 지역에서 전적으로 수용될 수는 없을 것이라고 인정했다. 그 예로 자기자본거래(proprietary trading)와 파생상품거래 참여의 규제 및 금융기관의 규모에 대한 제한 등을 들었다.

를 해결할 법적 권한도 없었고 어떤 입장을 갖고 있지도 못했다. 연방준비제도이사회는 베어스턴스 인수를 신속히 처리하는 데 도움을 줄 수 있었지만 리먼 브라더스의 경우에는 그렇게 할 능력이 없었거나 의지가 부족했다. 이와 같은 대응은 사전적(예방적) 조치라기보다는 화재를 진압하는 것과 같이 사후처리방식에 불과하다. 사전적으로 금융감독 또는 규제의 범위 문제는 해외영업행위에 따른 위험에 노출된 정도가 상대적으로 큰 비은행 금융기관에게 특히 중요하다.

금융감독 또는 규제의 범위 문제는 여러 각도에서 파악될 필요가 있다. 이러한 문제의 가장 두드러진 원인으로는 ① 장외파생상품시장을 통해 이루어지거나 규제를 받지 않는 특수목적회사(special purpose vehicles)에서 구체화되는 부외거래활동, ② 복수의 국가에서 활동하는 다국적 금융기관이 존재함에도 불구하고 금융감독은 개별 국가차원에서 이루어지는 현실, ③ AIG, 리먼브라더스, GE캐피탈, 헤지펀드 등 시스템적으로 중요한 비은행 금융기관을 배제한 은행 중심의 규제 및 감독체계, ④ 각국의 금융시스템 내에서, 혹은 물리적 국경 및 법률적 경계에 걸쳐 발생하는 규제차익 등(예를 들어 바젤 관련 자기자본기준의 부외거래 차익)이 있다.

아직 해결하지 못한 주요 안건은 다음과 같다. 기존의 국가별 감독 및 규제 체계를 개혁하면 다국적 금융기관 문제에 대한 예측력을 향상시켜 이를 사전에 예방할 수 있을 것인가? 예를 들어 범대서양 혹은 전세계적 차원에서 구축된 국제적 모임과 위원회가 조기경보를 제공하는 역할을 적절히 수행할 수 있도록 개선될 수 있을까? 이런 점에서 국가간 금융거래 감독체계에 대한 공동감시단을 구축하는 것은 바람직한가? 그렇지 않다면 어떤 식으로 국제 공조를 강화시켜야 시스템적으로 중요한 금융기관(주 사업지역이 어디 있든지 간에 상관없이)이 일으키는 문제를 예방·해결하는 메커니즘을 개선시킬 수 있을까?[10] 단일화된 접근

10) Giovannini(2010)는 사회가 원하는 금융서비스와 실제로 이 서비스를 제공하는 금융기관 사이에 존재하는 '경계문제'를 연구했다. 그는 글로벌 금융위기를 통해 금융기관과 기능 사이에 '범위'나 '경계'의 불일치가 존재한다는 것을 확인했다. 그리고 그는 금융서비스와 해당 서비스를 제공하는 금융기관을 재조정하는 개혁을 통해 보다 효과적인 사적 위험관리와 시스템 리스크 예방 차원의 공식적인 규제 및 감독이 수행되어야 한다고 결론을 내린다.

법은 차치하더라도 상이한 국가 파산의 법적 처리방식과 회계관행은 어떻게 조율할 것인가? 이러한 문제의 해결을 위해 미국과 EU에서 발전시켜 온 접근법이 서로 일치하는지는 확실치 않다.

## 다. 국제 단기자금 및 국제 금융시장의 규제와 감독

주요 금융선진국의 정책당국들은 국제 통화 및 금융시장, 특히 장외파생시장에 대하여 효과적인 규제와 감독이 있어야 한다는 점에 동의하고 있다. 하지만 아무리 효과적인 금융감독 및 규제체계가 도입된다고 하더라도 이로 인해 운용상 혹은 정치적으로 적지 않은 도전에 직면하게 될 가능성이 높다. 장외파생시장에서는 주로 SIFI 간의 글로벌 거래 네트워크가 형성된다. 이 네트워크하에서 SIFI는 시장 조성자이자 거래자의 역할을 하며 금융위기를 관리하고 자기자본거래를 수행한다. 사실 이 네트워크는 글로벌 은행 간 단기 자금시장이 확장된 형태를 갖고 있어, 글로벌 금융시스템의 핵심적인 위치에 있으면서 가계 및 기업 재무의 여러 측면에서 간접적 영향을 미치는 금융서비스를 제공한다. 글로벌 금융위기에서 드러났듯 단 한 건의 신용위기나 네트워크상의 취약부분도 SIFI가 포트폴리오를 재조정하고 가격을 재산정하여 위험 노출을 최소화하고 유동성을 확보하고자 움직이는 과정과 맞물려 시스템 차원의 문제로 확대될 수 있다. 상황이 이렇게 전개되면 금융거래 네트워크는 2008년 가을 전 세계가 목격했듯이 제 기능을 상실하여 위축되거나 취약해진다.

금융 네트워크가 붕괴 직전까지 간 것은 2008년 가을이 처음은 아니었다. 10년 전 1998년 9월, 세계 최대 헤지펀드였던 LTCM(Long-Term Capital Management)의 몰락을 둘러싼 시장의 대격변도 동일한 네트워크에서 발생했다. 물론 이는 금융시장이 상당한 수준의 시스템 리스크에 노출되어 있음을 알려주는 경종이기도 하였다.[11] LTCM 사태가 진행되면서 복잡하게 얽혀 있던 수많은 거래상대방 위험과 유동성 위기 문제가 표면화되었다. 유사한 위기상황이 2007~10년에 다시 한 번 보다 극

11) 장외파생시장에 대한 잠재적 시스템 리스크를 둘러싼 광범위한 논의는 Schinasi, Craig, Drees, and Kramer(2000) 참조.

적인 양상을 보이며 전개되었지만 이때 주범은 헤지펀드가 아니었다. 이러한 사실에 기초할 때 지금까지 민간·공공 부문의 전문가들이 수차례 모여 개혁과 실천방안을 모색하고 다수의 보고서를 발표했지만, 거래상대방 위험과 유동성 위기관리의 절차와 실행방안에 대한 개혁은 충분히 효과적으로 이루어지지 않은 것으로 보인다.

이 부문에서 효과적이고 지속적인 개혁이 이루어지려면 법률상, 과정상, 설계상 그리고 국가 간 협력 등 다양한 차원에서 변화가 필요하다. 미국과 유럽의 개혁안이 상이하며 주요 금융중심지 간에도 치열한 경쟁이 벌어지고 있기는 하지만 여전히 많은 공통분모를 갖고 있다. 단기자금 및 파생상품의 장외거래시장은 전 세계를 무대로 하며, 시스템적 속성을 지니고 있다. 따라서 국가 간에 제대로 조율되지 않은 해결책은 오히려 상황을 악화시킬 우려가 있다. 예컨대 문제가 되는 활동이 규제와 감독이 허술한 곳으로 대거 이동하여 과도한 리스크 추구행위와 리스크의 집중, 과도한 레버리지 등이 초래될 수 있는 것이다. 보다 일반적으로는, 글로벌 해결책이 아닌 조치가 취해지는 경우 규제차익과 복잡성, 불투명성, 시스템적으로 위험한 거래상대방 관계 등의 제반 문제가 지속될 우려가 있다. 이러한 맥락에서 국제 단기자금 및 금융시장에 대한 효과적이며 지속적인 감독과 규제가 있어야 하며, 이에 대해 각국 정상들이 리더십을 발휘할 필요가 있다.

## 라. 시스템적으로 중요한 금융기관 혹은 '대마불사(Too Big to Fail: TBTF)' 문제[12)]

앞서 시스템 리스크에 대한 부과금과 과세 논의에서 다루었듯이, 글로벌 금융위기는 SIFI가 일으키는 글로벌 금융시스템상의 문제를 예방하기 위해 위기 이전에 구축된 GFA에 근본적인 결함이 있음을 드러냈다. 지난 수년간 금융기관, 특정 금융시장, 금융 인프라 등에 걸쳐 시스템 리스크의 원인을 규명하고 연구하는 다수의 논문이 발표되었다.[13)] 글로벌 금융위기가 경제에 끼친 큰 충격을 경험한 이후에는 G-20의 지

12) Goldstein and Véron(2010)의 논문은 대마불사 문제를 집중 조명하고 있다.
13) G-10(Promisel Report)(1992); Schinasi *et al.*(2000); G-10(2001) 참조.

도자들뿐만 아니라 일반 국민(납세자)들 역시 시스템 리스크의 원인에 대해 지대한 관심을 갖게 되었다. 따라서 특정 금융기관이 그 규모, 복잡성 그리고 상호연관성 등으로 인해 전체 글로벌 금융시스템의 안정성을 위협할 수도 있다는 사실에 대해 폭넓은 이해가 형성되었다.

이렇게 높아진 인식은 위기 이전에는 단 하나의 금융기관(복합금융그룹)이 어떻게 시스템상 금융 리스크와 경제 불안을 유발할 수 있는지에 대하여 지식 부족 혹은 상상력 부재로 말미암아 잘못된 생각이 만연했다는 반증으로 해석될 수 있다. Fischer(2009)에 따르면, 리스크 발생원인의 '인식'과 그 리스크가 심각해져 시스템화되어 간다는 '경고' 그리고 리스크가 현실로 표출되는 것을 막기 위해 '조치'를 취하는 것 사이에는 명백한 차이가 있다. 지난 수년간 위기가 발생하기 이전에도 위험에 대한 인식은 폭넓게 이루어졌지만, 이에 대한 신뢰할 만한 수준의 강한 경고는 드물었고, 시스템상의 위기로 이어졌던 불균형을 줄이거나 피하기 위해 강력한 조치가 취해진 경우는 극히 드물었다.

이런 점에서 글로벌 금융안정보장을 위한 금융위기 전의 GFA는 개별 금융기관 내에서 발생하는 재무 불균형과 취약점이 가져올 파장을 측정하고 모니터링하며 관리하는 데 실패했다고 판단할 수 있다. 간단히 말해, 금융시스템이 글로벌 금융기관과 시장 중심의 증권화된 금융으로 구성되면서 시스템 리스크의 속성 역시 변화한 반면, 금융안정을 책임져야 할 정책당국의 이해는 시류에 뒤처져 시스템 리스크의 관리가 제대로 이루어지지 못한 측면이 있다는 것이다. 한편, 시스템 리스크의 도화선이 된 해당 금융기관들을 지칭할 만한 마땅한 용어가 없었기 때문에 '대마불사(too-big-to-fail, TBTG)'기업으로 불리고 있다.[14] 물론 보다 중립적인 용어로 '시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI)'이 있지만 이 명칭은 시스템상 중요성을 강조하는 반면, 앞서 언급했던 거대함, 복합성, 높은 상호연관성이라는 고유의 특징은 경시하고 있다.

G-20 재무장관과 중앙은행총재에게 제출된 최근 보고서에 따르면

14) 평상시라면 노던록(Northern Rock)과 같은 중소 은행이 SIFI로 간주되지는 않을 것이다. 하지만 당시 영국에서 전개된 상황과 환경으로 인해 시스템적 성격을 띠게 된 것뿐이다. 뒤에서 다루겠지만, 이처럼 시스템적으로 중요한지 여부는 크기나 복잡성, 상호연관성뿐만 아니라 당시 상황이나 시기 등에 의해 결정된다.

(FSB, IMF, and BIS(2009) 참조),

> "현실적으로, 특정 기관이나 시장, 상품의 실패와 오작동이 동기가 되어 직접적 영향을 미치거나 광범위한 파장을 일으킨다면, G-20 국가들은 해당 기관이나 시장, 상품이 시스템적 성격을 지닌다고 파악한다. 하지만 해석상에는 미묘한 차이가 있어, 금융시스템에 미치는 영향에 주목하는 국가가 있는가 하면 궁극적으로 실물경제에 미치는 영향을 중시하는 국가도 있다."

이러한 구체적인 표현은 시스템상의 중요성에 대한 정의가 어려울 뿐 아니라 G-20 재무장관과 중앙은행총재 사이의 합의 도출 역시 어렵다는 점을 반영한다.[15]

그럼에도 불구하고 일부 연구자들은 SIFI의 개념 정의를 시도했다.[16] 이에 따르면 다음의 요인들이 단독 혹은 결합하여 작용하는 경우 개별 금융기관이 시스템상 중요한 것으로 간주한다.

- 경제, 주요 시장, 타 유사기관 대비 규모
- 활동 범위
- 사업모델과 조직, 리스크 추구행위의 복잡성
- 위험 노출의 속성과 규모의 불투명성
- 여타 금융기관, 시장, 인프라와의 상호연관성
- 여타의 금융기관에 대한 활동 및 이에 수반하는 위험 노출의 유사성(혹은 상관관계)
- 시스템상 중요한 기관 고유의 활동

거시경제 혹은 거시금융 등의 제반 환경요인들도 위 논의와 무관하지 않다. 따라서 어떠한 기관이 SIFI인지 여부는 해당 금융기관의 구조

15) FSF는 핵심 감독기관 및 상임 해외위기관리그룹에 의해 반드시 관리되어야 할 뿐 아니라 실제로 현재 관리 중인 30여 개의 거대복합금융기관에 대해 언급하였다. 다만 해당 기관의 명단은 공개되지 않았기 때문에 추정 명단을 보려면 영국의 경제전문지 *Financial Times* 2009년 11월 29일자에 실린, Patrick Jenkins와 Paul J. Davies가 작성한 '대마불사급 30개 금융업체 명단'을 참조하기 바란다.

16) Thomson(2009); U.S. Department of Treasury(2009); Brunnermeier *et al.*(2009); ECB (2006, 2007, 2008) 참조.

에도 좌우되지만 기관의 통제를 벗어나는 경제·금융 상황에도 일부 좌우된다. 즉, 개념 자체가 불가피하게 어느 정도 '상황 의존적'이고 '시간 가변적'이라 볼 수 있다.

전문 용어야 어떻든지 간에 최근 금융위기 사태에서 일부 글로벌 금융회사가 시스템 리스크와 그에 따른 일련의 사태의 원인이자 결과였음은 부인할 수 없는 사실이다. 베어스턴스, 리먼브라더스, AIG 등을 통해 거래상대방이 복잡하게 얽혀 있는 네트워크가 형성되었으며, 결국 이 네트워크가 지탱되지 못하고 와해되면서 시장을 공포로 몰아넣는 연쇄 파산을 일으켰고 글로벌 금융시스템은 제 기능을 상실했다. 이때 합병되거나 파산하지 않고 살아남은 다수의 거대 글로벌 금융기업 역시 위기 이전 과도한 리스크 추구행위와 레버리지의 축적에 일조했던 것이 사실이다. 따라서 이들에 대해서도 개별적·집단적 차원의 대대적인 개편이 반드시 필요하다. 여하튼 위기 이후에도 생존한 국제 금융기관들은 현재 글로벌 금융시스템의 핵심적인 위치에서 거래 네트워크를 구성하고 있으며, 따라서 이 거래 네트워크는 위기 이전보다 더욱 고도로 집중화되어 있다. 즉, 글로벌 금융기관의 구조조정과 파산으로 훨씬 고도로 집중화된 글로벌 금융시스템이 탄생한 것이다. 살아남은 글로벌 기관들의 활동과 연관된 시스템 리스크가 높아진 것이 일련의 구조조정과 자금조달 방식 때문이었다고 생각하는 것도 무리는 아니다.

이번 금융위기를 통해 다음과 같은 결론을 도출할 수 있다. 위기 이전의 은행규제, 감시협력체계/관행 그리고 시장감시체계는 실패했을 뿐만 아니라, 사실상 위기 발생 전과 위기 진행 초기단계에서 글로벌 기관의 리스크 프로파일과 글로벌 금융시스템 안정에 미치는 파장을 평가·모니터링하고 감독할 여력도 없었다. 당시 GFA가 글로벌 금융기관들과 이들의 활동을 감당하지 못했다는 점이 그 이후의 정책 반응에 중대한 영향을 미쳤다. 바로 유례를 찾기 힘들 정도의 대대적인 정부의 지급보증과 자본 확충 그리고 지급보증과 소유권이 연계된 강제적 구조개혁, 지금까지도 팽배한 도덕적 해이 등이 좋은 예이다.

금융위기로 드러난 또 다른 문제는, 리먼브라더스와 같은 다국적 기관을 살리기 위한 자본 확충 노력이 즉각적으로 개별 국가 차원의 관할권 확정(ring-fencing) 방식의 해결책으로 귀결되었고 이로 인해 시장 공

황과 시스템적 문제는 악화되었다는 점이다. 유럽의 대형 금융기관 포티스(Fortis)의 경우에도 관련 당사자인 베네룩스 3국 사이에 구제공조를 위한 제반여건은 훌륭했지만, 결국 금융해결지원은 국가 차원에서 자국 관할에 한해 자본을 확충해 주는 방식으로 귀결되고 말았다.

향후 시스템 리스크 관리능력을 크게 개선하려면 규제, 감독, 시장감독, 위기관리, 구제 그리고 정리절차 등 SIFI 관련 여러 분야에 있어 개혁이 꼭 필요하다. 일부 개혁 옹호론자들은 규제나 감독, 구제 및 회사정리가 용이하도록 SIFI를 보다 투명하고 특화된 전문 기관으로 분해해야 한다고 주장한다. 하지만 장점이 무엇이든 간에 이 주장은 정치권에서 고려 대상이 아니다. 이러한 외형적 개혁효과는 차치하고라도, SIFI가 현대 금융시스템에서 최상의 리스크 관리방식으로 서비스를 전달할 때 발생하게 되는 사적인 편익과 잠재적인 사회적 비용 사이의 균형을 재조율하는 방향으로 개혁이 이루어져야 할 것이다.[17]

## 마. 위기관리, 구제, 정리절차

개혁안의 주요 내용은 GFA의 위기예방능력을 개선하는 데 초점을 두고 있다. 일례로 미국에 금융안정감독위원회, 유럽에 시스템관리위원회(European Systemic Risk Board)를 창설하는 것은 시장의 요구와 적절한 감독 및 규제가 부재한 상황에서 잠재적인 시스템 리스크 평가능력을 향상시키는 차원에서 필요성이 인정된다. 리스크 완화조치를 통해 금융불균형이 금융안정성을 위협하는 시스템 차원의 문제로 확산되는 것을 막기 위해서라도 금융불균형의 사전 감지는 반드시 필요하다. 따라서 미국과 유럽의 금융당국은 상당한 물적 재원과 정치적 수단을 동원하여 신뢰할 만한 수준의 조기경보시스템을 갖고자 노력하고 있다.

그렇지만 각국 당국은 이러한 조기 경보시스템의 실효성에 대해 현실적으로 생각해야 한다. 위기의 재발이 필연적임을 감안할 때, 보다 중요한 문제는 조기 경보시스템이 제공하는 경고가 과연 행동으로 이어질 수 있는가 하는 점이다.

글로벌 위기 속에서 막대한 비용을 치르며 임시변통으로 취해진 금

17) FSB, IMF, and BIS(2009); FSB(2010) 참조.

융당국의 구제·정리 노력은, SIFI와 같이 여러 국가에 걸쳐 상당한 위험을 노출하고 있는 부실 금융기관을 비용-효율적인 방식으로 관리·구제하며 정리할 수 있는 메커니즘이 부재하다는 사실을 극명하게 보여준다. 이와 같은 문제점은 국내적, 지역적, 혹은 전 세계적 규모의 금융기관과 시장에 대한 문제를 다룰 때 더욱 뚜렷이 드러난다.

SIFI를 적절한 시점에 체계적으로 정리하되 시스템에 미치는 충격과 납세자의 부담비용을 최소화할 수 있는, 법적으로 견고하고 운용상 실질적이며 조화로운 체계를 구축하는 것이 지금 모든 세계 주요 금융중심지가 당면하고 있는 과제이다. 대서양을 사이에 두고 미국과 유럽에서 각각 해결책을 모색 중이지만, 여러 사법관할구역에 걸쳐 활동하는 국제적 금융기관을 정리하기에는 두 안의 조정과 양립 가능성이 기대에 못 미칠 것으로 예상된다.

금융위기는 구제활동과 정리절차 외에도 금융 경색과 불안으로 인한 유동성 문제를 관리·해결하는 능력에 있어서도 취약함이 드러났다. 주목할 만한 점은 유럽중앙은행, 영국중앙은행, 미연방준비제도이사회가 통화문제를 해결할 확실한 수단이 부족했고, 금융 불안이 전개되는 상황에서 통화를 안정시키기 위해 금융시장의 운용수단을 쇄신하고 새로운 수단을 도입할 필요가 있었다는 사실이다. 금융위기 이전에 주요국의 중앙은행들은 증권화된 시장에서 유동성에 대한 수요가 커지는 한편 시장 차원의 시스템 리스크가 높아지며 그 범위가 전 세계로 확대되는 속성을 제대로 간파하지 못했다(Schinasi[2009c] 참조). 향후 위기를 관리하는 중앙은행의 능력을 향상시키는 것은 반드시 필요하며, 특히 건전성 규제 영역에서는 다음의 두 가지 쟁점을 주목하여야 한다.

- 미국과 유럽의 금융중심지에서 건전성 규제를 위해 중앙은행이 위임받은 권한은 금융문제가 시스템화되는 것을 예방하거나 이미 시스템화된 위기상황에 대처하기에는 부족한 것으로 드러났다. 미국의 경우, SIFI의 대다수가 투자은행과 보험회사이며 연방준비제도이사회는 이들 기관을 감독할 의무가 없었다. 영국의 경우에도 영란은행이 금융시장 안정이라는 임무를 지고 있지만, 은행감독의 책임은 없어, 필요시에는 금융감독청(Financial Services

Authority: FSA)과 협력해서 조치를 취해야만 하는데 이것이 결과적으로는 별 실익이 없었다. 유럽지역은 유럽중앙은행제도(European System of Cental Banks: ESCB) 내의 일부 국가별 중앙은행이 감독권을 가지고 있는 반면, 유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)은 공식적인 감독권을 가지고 있지 않았다.

- 관련 당국은 SIFI와 규제를 받지 않는 금융기관으로부터 적절한 시기에 필요한 정보를 수집할 수 있는 포괄적인 권한이 없었고, 필요에 따라 SIFI의 운영, 청산, 정리 절차에 개입할 권한도 없었다.

## 바. 변동성이 큰 자본흐름의 효과적인 관리

2007~10년 글로벌 위기의 진원지는 미국경제와 금융시스템이었고 2차 위기는 서유럽에서 발생했다. 그러나 위기가 전 세계로 퍼져 나가면서 중앙유럽과 동유럽, 라틴아메리카, 아시아, 아프리카에까지 영향을 미쳤다. 주요 파급 메커니즘은 글로벌 금융시스템과 관련 자본의 흐름으로 우선 아이슬란드와 동유럽의 자금이 고갈되었고 결국 한국을 비롯해 다수의 주요 신흥경제국까지 자금난을 겪게 되었다. 2차적 파급 메커니즘은 선진국에 불어닥친 경기후퇴로 인해 2차 세계대전 이후 최악의 국제 교역 붕괴 사태로 이어졌다.[18)]

Blanchard and Milesi-Ferretti(2009)의 연구에서 보여주듯, 금융위기 이전에는 총자본흐름이 북대서양 중심의 선진국 위주로 이루어졌다. 신흥경제국은 순자본흐름의 원천이었다. 동유럽 국가로의 총/순자본흐름이 이들 국가의 경상수지 적자를 메꾸어 주었으나, 특히 아시아와 라틴아메리카 국가로의 자본유입이 두드러졌으며, 한국이 가장 대표적이었다.

2008년 2월 기준 한국의 외환보유액 규모는 세계 5위였고, 금융위기가 발생하기 전까지 상당 규모의 경상수지 누적 흑자를 기록한 상황이었다(Truman[2009]). 그럼에도 불구하고 위기 직전까지 지속되던 총자본의 흐름이 반전되자 한국은 심각한 타격을 입었다. 한국은행은 미국의 연방준비제도이사회가 제공한 300억달러 규모의 통화스와프라인을 활용해 금융기관의 차관 상환을 지원할 수 있었다. 연방준비제도이사회는

18) IMF(2010b); Herrmann and Mihaljek(2010); McGuire and von Peter(2009) 참조.

브라질, 멕시코, 싱가포르의 중앙은행과도 비슷한 통화스와프라인을 개설했다.[19] 콜롬비아, 폴란드, 멕시코는 2009년 3월 IMF가 도입한 탄력대출제도(flexible credit line: FCL)를 통해 대출을 신청했다.

글로벌 금융위기의 여파 속에 다수의 신흥경제국이 선진국들보다 더 빠른 회복세를 보이며 중앙은행이 공식금리를 인상하자, 일부 국가에서 국제자본 유입이 문젯거리로 재부상하였으며, 이 중 몇몇 국가에서는 자본유입을 막는 제도적 조치를 마련했다.

대개 자본 유출입은 국내 금융시스템을 통하여 경제에 영향을 미친다. 따라서 원치 않는 자금의 유출입은 일반적으로 거시경제정책의 운용에서뿐만 아니라 국내 금융시스템의 안정성 확보에 있어서도 난제로 인식된다.[20] 게다가 금융시스템의 세계화로 인해 2007~10년과 같은 금융위기가 아니더라도 자본흐름은 계속해서 우려의 근원이 될 가능성이 있다. 이처럼 자본흐름의 효과적인 관리는 금융안정과 거시경제정책의 핵심과제이다. 자본흐름에 합리적으로 대처하기 위해서는 미시/거시 건전성 감독정책과 관련된 자금 공급국과 유입국의 협력이 필수적이다 (Truman[2010a]).

바로 이 부분에서 EU와 미국 대표자들은 유보적 태도를 보이고 있다. 미국은 IMF 대출제도의 확장에 대해 보다 수용적인 입장을 취하는 반면, EU 회원국들은 현재의 유로존에 속한 다수 국가들이 이미 IMF의 신축적인 대출 확대의 혜택을 받았음에도 대출제도 확대를 수용하는 것에 소극적이다. 이 연구논문이 작성된 시점을 기준으로 유럽 국가들은 IMF의 출연금을 대폭 상향 조정하는 것에 반대하고 있다. IMF 출연금 증액은 IMF가 최종 대부자로서 확장된 역할을 수행하려면 필수적이다. 미국의 입장은 회의적이지만 확언하기는 힘들다. 자본유입에 통제가 필요하다는 주장에 대해 유럽과 미국은 1990년대 말부터 유화된 입장을 취하고 있다. 그러나 양자 공히 자국의 거시경제정책, 특히 통화정책이 국제자본 이동 추세에 맞추어 바뀌어야 한다는 견해를 공개적으로 수용

19) 한국은행 외에 멕시코 중앙은행도 이 스와프라인을 이용했지만 브라질 중앙은행과 싱가포르 통화청은 이용하지 않았다.

20) Zahler(2010)는 단기자금은 주식시장이나 자국 금융기관을 거치지 않고 비금융 대출자에게 직접 유입될 수 있다고 강조한다.

할 준비가 되어 있는 것 같지는 않아 보인다.

## 제3절 국제통화기금(IMF)과 금융안정위원회(FSB)

앞에서 살펴본 개혁이 필요한 주요 분야를 배경으로 이번 절에서는 금융위기 발발 이후 국제금융시스템을 책임지고 있는 주요 국제기구인 IMF와 FSB를 고찰한다. (1) 회원과 대표, (2) 도구와 수단, (3) 이행과 영향력, (4) 거시건전성 지향, (5) 책임성과 투명성 등 다섯 가지 측면으로 나누어 살펴본다.

### 1. 국제통화기금(IMF)

IMF는 65년 전인 1945년에 업무를 시작했다. 창설 당시의 목표이자 지금까지 유효한 목표는 대출과 감독 활동 그리고 국제협력을 도모하는 다양한 메커니즘을 통해 성장과 금융안정성을 증진하는 것이다. 초기 IMF의 역할은 환율의 안정성 확보와 국제무역 확대를 제한하는 지불 시스템에 대한 제약을 철폐하는 것에 초점을 두고 있었다.

IMF의 주 관심대상은 국제통화시스템과 고정환율제를 기본으로 필요시 환율을 조정하는 브레튼우즈체제였다. 협정문 제1조에 기술된 IMF의 주요 목표는 오늘날과 마찬가지로 '국제통화문제를 협의하고 협력하는 기구로서 역할을 수행하고 …… 국제통화협력'을 촉진하는 것이다. 제2차 세계대전 직후부터 브레튼우즈체제가 압박을 받는 1960년대까지 국제금융시스템에서 민간영역의 역할은 상당히 무시되었다. 그 당시 국제통화시스템이라 하면 앞서 정의한 바와 같이 글로벌 금융시스템 전반을 의미했다. 오늘날에도 마찬가지로 협정문 제7조는 IMF 재원을 자본이전에 사용하는 것을 제한한다. 자본규제에 대한 유일한 제한은 자본규제가 무역과 경상 수지거래를 방해하기 위해 사용되어서는 안 된다는 점이다.

1960년대 민간자본 유입의 확대는 브레튼우즈체제의 종말을 부른 요인 중 하나였다. 일각에서는 G-10 국가[21]의 통화를 주요 통화로 사용하던 시절 이들 국가가 고정환율제를 포기하자 IMF의 붕괴는 당연한 수순

이란 생각이 팽배했다. 그러나 이러한 희망 혹은 두려움은 현실화되지 않았다. 오일쇼크와 1970년대에 만연했던 인플레이션, 1980년대 세계를 휩쓴 부채위기, 1990년대 동유럽 국가들의 시장경제체제로의 전환, 1990년대 중후반 외환위기와 2007~10년 글로벌 경제·금융 위기 속에서 회원국들은 세계경제 환경 변화에 따른 IMF의 진화를 옹호했다(Truman [2006b, 2008, 2010b]).

시간이 흐르면서 IMF와 회원국의 관심은 각국의 국제통화시스템과 제도의 구조와 기능으로부터 점차 글로벌 금융시스템으로 이동했다. 이 점은 1990년대 자본수지 금융위기에 IMF가 개입함으로써 명확해졌다. IMF는 2001년부터 『세계금융안정보고서』를 발간해 오고 있다. 처음에는 분기별로 발행하다 그 후 매년 2회, 반기 보고서로 발행하며 분기별로 업데이트한다. 『세계금융안정보고서』가 발행되기 이전인 1980~90년에는 『국제자본시장보고서』가 매년 발행되어 국제자본시장 취약성의 원인을 집중적으로 다루었다. 특히 1980년대에는 글로벌 부채위기에 대응하고 1990년대는 격동과 위기의 시기에 대응하면서 국제자본시장보고서는 진화하였다. 따라서 IMF의 직원, 운영진, 회원국은 30년이 넘는 세월 동안 글로벌 금융시스템의 취약성을 평가하고 감독하는 다양한 형태의 체계적 작업에 관여해 왔다.

그럼에도 불구하고 IMF(의 운영진과 직원)는 다양한 논문과 보고서를 통해 위험요소를 확인하면서도 임박한 경제·금융 위기를 경고하는 데에는 실패했다. 이러한 점에서 전반적 기능평가(Global Assessment of Functioning: GAF)에 높은 점수를 주기에는 한계가 있다.

아래에서는 글로벌 금융시스템에서 IMF가 담당한 역할의 변화에 따른 다양한 측면을 논의한다.

## 가. 회원국과 대표성

IMF는 187개국으로 구성된 범세계적인 국제기구이다. 원칙적으로 회원국은 IMF 최고기관인 총회에서 직·간접적으로 자국을 대표하기

21) G-10을 구성하는 11개국은 벨기에, 캐나다, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국이다.

때문에 대표성을 띠고 있다. 자세한 내용은 <표 10-1>을 참고한다.

그러나 IMF는 1국 1표제 원칙을 택하지 않고 회원국의 경제적 중요성을 반영하는 IMF 출자지분에 근거한 가중 다수결 방식을 통해 대부분의 공식적 결정을 내린다. 현재에는 이러한 방식이 IMF 의사결정의 대표성을 희석시킨다는 의견이 만만치 않다(Bryant[2010]).

또한 IMF의 통상 업무를 처리하는 24인 상임이사회의 의사결정 역시 24인 상임이사 중 8~10석을 차지하는 미국과 유럽 출신의 인사에 의해 좌우될 수밖에 없다.[22] 일부 예외를 제외하고 상임이사와 그 대리위원, 자문관 및 직원은 중앙은행이 아닌 재무부에서 차출되며, 감독·규제 분야에서 활동한 경력이 있는 인력의 포함이 의무화되어 있지는 않다.

이처럼 원칙적으로 IMF는 대표성을 띠지만, 모든 국가가 회원이고 이들을 대표해야 한다는 존 로크의 논리에서 보면 현행 구조가 투표권과 발언권에 있어 정당성을 약화시키는 측면이 있다.[23] 한편, IMF는 대표성이 결여되어 있을 뿐 아니라 회원국의 동의도 불완전하다고 보는 시각도 있다. 2010년 11월 서울에서 개최되는 G-20 정상회담에서 도출될 합의를 통해 이러한 상황이 크게 개선될지는 두고 보아야 한다.

## 나. 도구와 수단

IMF는 대출, 감시, 분석적 연구, 기술적 지원이라는 목표 달성을 위

22) 지분비중 상위 5개국은 상임이사를 임명할 권리가 있다. 나머지 상임이사 19명은 회원국이 선출하는데, 각 3개 국가가 1명의 상임이사를 선출하는 투표권 그룹을 형성한다(예를 들어 중국, 러시아, 사우디아라비아). EU 국가들은 10명의 임명상임이사와 선출상임이사 투표권 그룹에 속해 있는바, 원칙적으로 최대 10개의 의석이 EU에 의해 대표될 수 있다. 물론 비EU국가인 스위스가 이끌고 있는 상임이사선출그룹을 감안하면 EU회원국의 최대 의석수는 9개로 줄어든다. 또한 유럽중앙은행은 몇몇 유형의 상임이사회 회의에서 독자적인 대표자가 될 수도 있다. 여하튼 이와 같은 유럽 편중 경향은 2010년 11월 1일 신임 상임이사회가 업무를 인계받으면 다소 약화될 것으로 보인다.

23) 우리는 본 장에서 '정당성'이란 단어를 정치학 이론에서 사용한 대로 쓴다. 예를 들어, 존 로크에 따르면 '[두 번째] 논고(시민정부론)에서 주장하는 바는 정부는 국민의 동의를 확보해야만 정당성을 갖는다는 것이다'(Ashcraft, Richard(eds), *John Locke: Critical Assessments*, London: Routeledge, 1991, p.524).

해 활용할 수 있는 다양한 도구와 수단을 갖추고 있다.

먼저, IMF의 대출 활동에 드는 비용은 행정경비의 1/4에도 미치지 못하지만 이에 대한 관심은 지대하다. IMF는 대출프로그램을 통해 금융위기에서 빠져나오고 향후 위기 발생 가능성을 낮추도록 특정 조건을 부과하여 회원국의 정책에 직접적으로 영향을 미친다.

2000년대 초 신용 공여 및 약정 형태로 1,000억달러 이상 누적됐던 IMF 대출규모는 금융위기의 첫해가 끝날 무렵인 2008년 9월경 100억달러로 줄었다가 다시 2,000억달러 이상으로 확대되었다. 이에 IMF의 대대적인 재원 확충이 이루어졌다. 주로 개별 회원국의 특별 차입금을 통해 그리고 신차입협정(New Arrangements to Borrow)으로 5,500억달러까지 한도를 확대함으로써 사용 가능한 재원규모를 2,500억달러에서 7,500억달러로 늘렸다.[24]

지난 수십 년에 걸쳐 IMF의 회원국 정책과 글로벌 경제·금융 환경에 대한 감독활동의 중요성이 강조되어 왔다. 이러한 활동에는 각국의 경제·금융 정책에 초점을 두고 IMF의 협정문 4조에 의거, 12~18개월마다 의무적으로 평가하는 양자 간 감독활동과 1999년부터 실시된 금융부문평가프로그램(Financial Sector Assessment Program: FSAP)하의 자발적인 평가도 포함된다.[25] 또한 IMF의 감독은 다자간 감독이라는 글로벌적인 요소가 있으며, 경제전망과 금융시스템 관련 보고서를 토대로 상임이사회의 토론과 결론의 형태로 이루어진다. 「세계경제전망(World Economic Outlook: WEO)」은 반기별 보고서로 1980년에 처음 발행되었고 현재는 분기별로 업데이트를 하고 있다(Hacche[2009]).

IMF 상임이사국은 2006~07년 글로벌 불균형이란 문제를 두고 중국, 일본, 사우디아라비아, 미국, 유로 지역과 다자간 협상을 시도했으나 별다른 성과를 거두지 못했다. 참여국은 새로운 정책수단을 꺼렸고 글로벌 불균형이란 주제는 이후 발생한 경제·금융 위기로 인해 관심의 대

24) IMF의 특별인출권(Special Drawing Rights: SDR) 2,800억달러의 신규 배분을 통해 즉각적으로 회원국의 재원을 증강시켜 위기 극복을 지원했다.

25) 세계은행 역시 개도국에 대한 FSAP에 참여하고 있다. IMF와 세계은행의 경우, 자체적으로 평가를 수행할 직원과 자원이 부족하기 때문에 주로 각국에서 현지 직원을 지원받는다.

상에서 멀어졌기 때문이다.[26] 당시에는 글로벌 금융시스템 문제를 향후에 다시 협의 내용에 포함시키자는 의견이 제기되었지만, 결국 금융위기가 발발함에 따라 후순위로 밀려버렸다.

3천여 명에 이르는 직원이 운영진(총재와 3명의 부총재)의 지원과 선도에 의해 출간하는 IMF의 다자간 감독분석간행물(「세계경제전망」, 「글로벌금융안정보고서」와 그 전신, 그 외 다양한 활동보고서, 직원의 전망보고서, 기타 문서 등)은 회원국의 정책에 영향을 미치거나 현재 정책 이슈와 문제점을 둘러싼 논의를 결정짓기 위한 중요한 수단이다.

IMF는 기술지원 프로그램을 통해 회원국의 금융정책을 포함한 보다 나은 정책을 지원하고 장려하는 또 하나의 메커니즘을 제공한다. 이 정책은 개별 국가의 금융시스템 안정과 전체의 시스템 안정에 이바지하지만 앞에서 살펴보았듯이 오늘날 GFA가 직면하고 있는 핵심 쟁점은 아니다.

## 다. 이행과 영향력

IMF는 엄격한 국제규제기구가 아니다. 협정문에 따른 회원들의 공식적 의무조항은 거의 없고 그나마 있는 의무사항도 잘 지켜지지 않는다. 이러한 현실을 근거로 Truman(2010b, p.38)은 '규제기관으로서의 IMF의 역할은 국가 차원의 규제기관보다는 상당히 넓으나 각국 정부의 상호동의에 의존하고 있다'고 주장한다. 이와 더불어 Truman(2010b)은 '각국 정부는 우선 개별적으로 IMF의 감독을 받고 그 다음 감독의 결과에 따라 자국의 정책을 조정하겠다고 동의해야 된다. IMF의 감독・규제 역할은 회원국의 상호평가에 의한 자발적 적용에 따라서 강화될 수 있다.'고 주장한다.

IMF는 경제 회복・개혁 프로그램을 위한 금융지원이 필요한 국가들에게 상당한 영향력을 발휘하며 지금까지 효과적으로 그 영향력을 이용해 왔다. 라틴아메리카, 아시아, 아프리카 지역의 국가에서 최근 금융안정성이 강화된 것은 IMF가 장려한 개혁이 한몫 단단히 했다. IMF와 세

26) 글로벌 불균형이 2007~10년 금융위기를 초래하는 데 중요한 역할을 했다고 생각하는 소수의 의견도 있지만, 우리의 견해는 그렇지 않다.

계은행, 기타 개발은행은 이들 지역 국가들의 개혁프로그램에 금융지원을 하며 개혁을 장려했다.[27] 대출프로그램과 연계되지 않는 경우, IMF는 지원을 받고자 하는 국가에 한해서 도울 수 있을 뿐이다.

끝으로, IMF는 규모와 다양한 기술력, 상대적으로 독립적이며 전문적인 직원과 운영진 덕분에 다수 국가의 정책에 영향력을 행사할 수 있다.[28] 많은 연구자들은 IMF의 직원과 운영진을 '믿을 수 있는 자문가'로서 중요한 역할을 담당한다고 파악한다. 이러한 역할은 회원국의 정책을 글로벌 수준의 규범과 기준에 걸맞게 만들기 위해 위반 국가의 명단을 공개하는 행동(name and shame)과 상충되기도 한다. 그러나 IMF와 의견을 달리하는 국가는 IMF나 민간부문의 금융지원을 받지 않는다면 IMF의 권고나 요청을 묵살하거나 IMF에 정보 제공을 거부할 수 있다. 게다가 IMF 직원과 운영진의 메시지는 정치성이 강한 상임 이사국의 입김으로 약화되기도 한다.

IMF의 대표성 문제는 정당성을 훼손시키고 결국 상호평가 등을 통해 행사되는 영향력까지 약화시킨다. 또한 주요 회원국(초기 G-7에서 확대됨)에 대한 IMF 운영진과 직원의 영향력도 의문의 대상이 될 수 있다. 이는 물론 이들 회원국의 지배과정과 미디어 및 이익 단체의 역할에 의해 어느 정도 좌우된다.

---

27) IMF(2010b, p.4)의 주요 결론은 다음과 같다. '금융위기 이전의 기간 동안 정책의 기본요인을 개선하고 취약성을 감소시킨 신흥경제국은 위기가 진행되는 동안 이러한 개혁의 혜택을 누렸다.'

28) '전문적인 직원'은 기술과 숙련경험, 전문적 지식을 활용해 정치적 영향력이나 회원국과 기관의 정책 선호와는 독립적으로 주어진 조직의 임무 달성을 돕는 일을 주요 목표로 하는 자를 말한다. '독립성'이란 직원이 회원국과 기관의 정치적·정책적 영향에 구애받지 않고 자유롭게 직무를 수행하고 전문적 판단과 의견을 표현하고 발표하는 것을 말한다. IMF 협정문 7조 4(c)항에 따르면 'IMF 총재와 직원은 직무를 수행함에 있어 오직 IMF에 전념해야 한다. 각 회원국은 국제헌장의 이 의무 조항을 존중하며 직무를 수행하는 직원에 영향을 미치기 위한 어떠한 시도도 해서는 안 된다.' 실제로 IMF는 직원들이 IMF 활동보고서와 비정기 보고서, 직원의 전망보고서 등 다양한 간행물을 통해 전문적 판단과 개인적 의견을 밝히도록 장려한다. 『세계경제전망』과 『글로벌금융안정보고서』는 직원들이 작성한 보고서로 '본 논문은 저자의 견해를 바탕으로 한 것으로 IMF 운영진과 상임이사회의 의견과는 무관하다'는 면책 문구가 포함되어 있다. IMF 경제전문가는 대부분 대학원에서 직접 채용하며, 각국 당국으로부터 일정 기간 동안 고용하거나 지원을 받기도 한다. IMF 홈페이지에서 전문성 요건, 연봉 및 혜택, 기타 직원 관련 정보를 구할 수 있다.

## 라. 거시건전성 지향

IMF는 거시경제정책 분석 및 평가에 있어 최고의 국제기구이다. IMF가 관련 쟁점을 독점하는 것은 아니지만, 관련 임무를 위임받았고 대부분의 국가가 가입되어 있다는 점에서 가장 광범위한 영역을 다루며 그 의견에 있어 권위를 인정받는다.[29] 앞에서 언급했듯이 IMF는 1980년대부터 자본시장과 글로벌 금융시스템 감독활동에 관여해 왔고 다수의 정례 보고서를 발행해 오고 있다. IMF는 다자간 쟁점을 집중적으로 다루는 다수의 직원을 보유하고 있으며, 개별 국가에 대한 감독활동의 초점이 거시금융 쪽으로 맞춰지면서 거시경제, 통화, 재정, 환율 정책에 대한 감독활동을 보완하는 또 하나의 축으로서도 역할을 수행하고 있다.

다른 한편으로 브레튼우즈체제가 붕괴된 이후 IMF의 지배구조에서 재무부의 입지가 점차 강화되었고 이에 어느 정도 영향을 받아 IMF에 대한 중앙은행들의 불신은 점차 커졌다. 또한 상임이사회와 국제통화금융위원회(International Monetary and Financial Committee: IMFC)의 실무진은 장관과 중앙은행 총재들보다 아래 직급에서 재무부를 대표하는 이들로, 국제문제에 대한 경력과 능력은 지니고 있지만 반드시 거시경제의 전문가라고는 할 수 없는 인사들로 구성되었다. 이러한 IMF의 지배구조로 인하여 IMF 직원들의 전문성에 있어 거시경제당국 및 금융감독당국 간의 공식적인 상호작용이라는 연결 고리가 끊어진 셈이 되어 버렸다.

차이는 있지만 각국은 금융안정보고서의 형식으로 시스템 전반에 대한 금융감독 활동에 참여하고 있다. 그러나 이러한 보고서는 글로벌 환경 변화가 자국에 영향을 미치지 않는 이상 자국(또는 지역) 시장과 우선순위에 초점을 맞추고 있다. 다수의 금융안정보고서는 국내 시장, 금융기관, 인프라의 상황과 리스크에 영향을 미치는 글로벌 금융환경을 조사하여 리스크 평가를 위한 기초분석을 실시한다. 하지만 이들 보고서는 금융규제당국으로부터 관련 정보를 넘겨받은 중앙은행이 주도적으로 작

29) IMF에 필적하는 국제조직으로는 세계은행(마찬가지로 범세계적이지만 상이한 임무를 위임받음), OECD(회원이 보다 제한됨), 국제결제은행(보다 제한된 회원에 제한된 임무를 위임받음)이 있다.

성하며, IMF는 이들 조직과 제한적인 상호관계를 유지하고 있다.[30]

### 마. 책임성과 투명성

민간부문에서 IMF를 보는 시선은 곱지 않다. 불투명하고 베일에 싸인 기관으로 보기도 하며 악의는 없더라도 음모가 도사리고 있는 것으로 보기도 한다. 그러나 IMF는 회원국의 공식 승인이라는 국제적 합의에 의해 설립되었다는 정당성이 있고, 광범위한 정부제도는 없을지라도 나름의 지배구조를 구축하고 있다. IMF는 정부 간 조직이기 때문에 회원국에 영향을 미치는 정치제도의 차원을 넘어 운영될 수 있다. IMF의 활동에 만족하는 회원국이 다수가 되면 이들이 외부 압력과 비판으로부터 IMF를 보호하게 될 것이다.

그렇지만 앞서 살펴본 바와 같이 일부 회원국은 IMF의 정당성에 대해 의구심을 갖고 있다. 게다가 몇몇 회원국의 정당성이 NGO로부터 의심을 받고 있기도 하다. 이처럼 IMF는 정책결정과정에의 접근성과 그 과정의 투명성뿐만 아니라 정당성이란 부분에서 논란에 휩싸여 있다. 형식적인 문제에 있어서 상임이사회의 회의록 등 IMF가 수행하는 공식 업무의 투명성은 상임이사회를 통해 회원국들의 통제를 받는다. 또한 운영진과 직원은 책임성과 투명성이라는 21세기 대중의 요구에 부응하여 논문출간이나 웹사이트 게시를 통해 이사회를 거치지 않고 독립된 영역에서 의견을 개진하고 있다.

## 2. 금융안정위원회(FSB)

FSB의 전신인 FSF는 아시아 외환위기, 러시아 채무불이행, 당시 세계적인 헤지펀드 회사 LTCM의 몰락을 수반한 금융위기(FSF의 간략한 역사는 Box 1 참조)의 여파 속에 1999년 2월 G-7 국가들의 주도하에 설립되었다. 이 기구는 어떤 조치를 취하기 위해서가 아니라 국제 공조를 다지기 위해 창설되고 구조화되었다.

---

30) 향후 미국은 이런 일반론의 예외가 될 것이다. 미국 재무부는 금융안정감독위원회를 대표해 금융안정성에 관한 보고를 책임지게 될 것이다.

〈Box 1〉 금융안정위원회의 역사

2009년 4월 금융안정위원회(FSB)가 금융안정포럼(FSF)의 후신으로 설립되었다. FSF는 1999년 한스 티트마이어 독일연방은행총재의 제안에 따라 G-7 재무장관과 중앙은행총재의 주도로 결성되었다. G-7 국가의 재무장관과 중앙은행총재는 국제금융시스템의 안정을 도모하기 위해 티트마이어 총재에게 다양한 국가 및 국제 차원의 감독기관과 국제금융기구들의 협력 증진을 위한 새로운 구조를 제언할 것을 요구했다. 이에 따라 티트마이어 총재는 FSF의 창립을 제안했다.

G-7 재무장관과 중앙은행총재는 1999년 2월 독일 본에서 열린 회의에서 FSF의 창립을 승인했다.

FSF는 다음 금융관계자들을 한데 모으는 역할을 한다.

- 주요 국제금융 중심지의 금융안정을 책임지는 금융감독당국, 이른바 재무부, 중앙은행, 감독기관
- 국제기준과 모범사례를 발전시키는 일에 관여하는 부문별 특화된 규제·감독기관 그룹 및 국내외 국제금융시스템의 감독과 기준 실행 여부를 모니터링하고 촉진하는 일을 책임지는 국제금융기관
- 시장 인프라 및 기능과 관련된 중앙은행전문가 위원회

FSF의 제1차 회의는 1999년 4월 미국 워싱턴에서 개최되었다.

2008년 11월, G-20 정상들은 FSF의 회원 확대를 요구했다. 그 후 몇 달에 거쳐 FSF의 회원 확대를 통해 제도적 입지를 강화하는 방향으로 합의가 모아졌다. 이를 통해 각국 금융당국과 기준제정기구, 국제금융기관을 위한 메커니즘으로서 효과를 높여 금융을 안정화시키기 위해 취약성을 해결하고 강력한 규제, 감독 및 기타 정책을 발전시키고 시행하고자 했다.

2009년 4월 G-20 정상들이 발표한 바대로 금융안정의 도모를 위하여 FSF를 확대·개편하여 보다 확대된 권한을 지닌 금융안정위원회(FSB)를 설립하였다. <출처: http://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm>

FSF의 사무국은 소규모였다. 정책상의 취약점과 사각지대를 파악하기 위한 활동과 이 사각지대를 메우기 위한 권고안 작성 이외에도, 상당히 많은 활동이 위원회를 중심으로 이루어졌다. 이 위원회는 FSF 회원으로 구성되었고 회원국이 의장직을 맡았다. 발행된 보고서는 소수의 주요 쟁점에 초점을 맞춘 전원 합의 문서였다. 2000~02년 사이에 다수

의 보고서를 발표한 이후 FSF는 국내외 금융의 취약성을 초기에 규명하는 노력과 다른 기관에서 발표된 보고서를 검토하는 역할을 수행하는 것으로 자리매김했다.[31]

이 기간 동안 FSF는 여러 국제기준제정기구(Standard Setting Bodies, 이하 SSB), IMF, 세계은행 등과 협력하여 금융규제와 감독에 있어 기준과 규범, 모범사례를 발전시키고 보급하기 위해 공조했다. FSF는 회원국과 국제금융기관, SSB에 유용한 토론의 장으로 기능하면서 정보와 분석결과를 공유하고, 금융시장에 존재하며 글로벌 금융시스템에 위험을 야기하는 수많은 외부효과(일례로 정보비대칭성과 같은 취약점에 대한 논의)와 이로부터 파생하는 국제금융시장의 위험요인을 언급하는 기회를 제공했다. FSF의 활동과 이로 인한 회원국들의 역할 학습은 결과적으로 공공재와 같은 편익을 제공하였다.

FSF는 국가와 기관이 모인 집합체로, 훗날 글로벌 경제·금융 위기를 초래한 것으로 밝혀진 수 개의 리스크 요인을 규명한 바 있다. 특히 2003년부터 FSF 내에 '공동포럼'을 설치하고 신용위험 이전거래에 관한 연구를 장려했다.[32] 그러나 공동포럼의 연구성과를 기준으로 볼 때, 회원국들이 취한 조치는 미비한 수준이었다. 다시 말해, 금번 글로벌 금융위기를 초래한 국가들이 모두 FSF의 회원국에 포함되어 있었지만, 위기 이전에 이들 회원국 중 어느 누구도 독자적으로든 집단적으로든 단호한 조치를 충분히 취하지 않았다.

따라서 글로벌 위기 이전 시스템 리스크와 취약성의 문제가 커져 가는 시기에 FSF가 수행한 활동에 과연 어떤 가치를 부여할 수 있는지 의구심을 갖는 것은 당연하다. 특히 글로벌 시스템 리스크를 예방할 감시·규제 기준을 발전시키고 실행하는 측면에서, 그리고 글로벌 시스템 리스크와 취약점의 원인을 정확하게 규명하고 평가하는 집단적 절차를 개발하는 측면에서, FSF는 (집단적 조직으로서) 실패했다고 보아야 할

31) 왕성한 활동을 벌이던 초기 2년간, FSF는 초高레버리지 금융기관(헤지펀드), 자금흐름, 역외금융 중심지에 대한 실무작업반을 지원했다. 그러나 미국과 다른 G-7 국가들의 요구에 따라 이러한 주도적인 이니셔티브는 줄어들었다(Helleiner[2010]).

32) 공동포럼에는 BCBS, 국제증권감독자기국(International Organization of Securities Commission), 국제보험감독자협의회(International Association of Insurance Supervisors)가 포함된다.

것이다. 게다가 위기 발발 이전에 비회원국들이 FSF의 규모와 쟁점의 범위가 제한적이라며 비판적 입장을 취했다는 점은 주목할 만하다.

이와 반대로, 위기가 발생하자 FSF는 2008년 4월 초 금융시장과 금융기관의 위기대응능력 강화에 대한 우수한 보고서를 내놓았다. 이 보고서는 뒤이어 나온 개혁의 토대가 되었으며 G-20 정상들은 이 개혁안을 승인하고 단행했다. 물론 G-20 정상들의 회동은 그해 11월에야 성사되었지만 말이다.

글로벌 금융위기가 극에 달한 2008년 11월, G-20 정상들은 FSF 회원의 확대를 요구했다. 그 후 수개월에 걸쳐 회원국 확대를 통해 FSF의 제도적 입지를 강화해야 한다는 공감대가 폭넓게 형성되었다. 국가, SSB, 국제금융기관을 위한 메커니즘으로서 효율성을 강화해 취약점을 해결하고, 금융안정을 위한 강력한 규제감독 및 기타 정책을 발전・실행시키자는 것이었다. 2009년 4월 2일 런던에서 개최된 G-20 정상회의에서 발표된 바와 같이 FSF를 확대・개편하여 금융안정을 증진하기 위한 폭넓은 임무를 부여받은 FSB가 탄생했다. FSB에 위임된 권한이 강화됨에 따라 회원국들은 IMF/세계은행의 공식 FSAP와 국제기준이행평가(Report on Observance of Standards and Codes, 이하 ROSC)를 의무적으로 수행하게 되었고, IMF와 협력하여 거시건전성감독 관련 사항에 대한 초점을 더욱 명확하게 규정하고 확대했다(Box 2의 'FSB 위임임무'와 표 10-3 참조).

티모시 가이트너(Timothy Geithner) 미국 재무장관(2009)은 확대・강화된 FSB가 IMF, 세계은행, WTO와 더불어 글로벌 경제지배구조를 떠받치는 제4의 기둥이라고 역설했다. 하지만 잇따른 FSB에서의 토론과 본 연구의 검토를 통해 암묵적으로 이 명제를 검토해 본 결과, FSF를 이런 식으로 규정하는 것이 유용하지 않아 보인다.

FSB 헌장 1조(FSB 2009)는 G-20 정상들이 구상한 목표를 다음과 같이 자세히 설명하고 있다. '금융안정위원회(FSB)는 각국 금융당국, 국제기준제정기구(SSB)와 국제금융기구의 업무를 국제수준에서 조정하고, 효과적인 규제・감독 및 기타 금융분야의 정책 개발과 이행을 촉진하기 위해 설립되었다. FSB는 글로벌 금융안정성의 증진을 위해 금융시스템 상의 취약성을 국제금융기구와의 협력을 통해 해결해 나갈 것이다.'

〈표 10-3〉 금융안정포럼(FSF)과 금융안정위원회(FSB)의 회원 및 대표의 변화

| | 대 표 | |
|---|---|---|
| 초기 회원 | FSF | FSB |
| 캐나다 | 3 | 3 |
| 프랑스 | 3 | 3 |
| 독일 | 3 | 3 |
| 이탈리아 | 3 | 3 |
| 영국 | 3 | 3 |
| 미국 | 3 | 3 |
| IMF | 2 | 2 |
| WB | 2 | 2 |
| BIS | 1 | 1 |
| OECD | 1 | 1 |
| BCBS | 2 | 2 |
| IOSCO | 2 | 2 |
| IAIS | 2 | 2 |
| GCFS | 1 | 1 |
| CPSS | 1 | 1 |
| ECB | 1 | 1 |
| 1999년 FSF에 편입 | | |
| 호주 | 1 | 2 |
| 홍콩 | 1 | 1 |
| 네덜란드 | 1 | 2 |
| 싱가포르 | 1 | 1 |
| 2002년 FSF에 편입 | | |
| IASB | 1 | 1 |
| 2007년 FSF에 편입 | | |
| 스위스 | 1 | 2 |
| 2009년 FSB에 편입 | | |
| 아르헨티나 | | 1 |
| 브라질 | | 3 |
| 중국 | | 3 |
| 인도 | | 3 |
| 인도네시아 | | 1 |
| 멕시코 | | 2 |
| 러시아 | | 3 |
| 사우디아라비아 | | 1 |
| 남아프리카공화국 | | 1 |
| 한국 | | 2 |
| 스페인 | | 2 |
| 터키 | | 1 |
| 유럽공동체위원회(EC) | | 1 |

〈Box 2〉 금융안정위원회의 임무

금융안정위원회(FSB)의 임무는 다음과 같다.

- 국제금융시스템에 영향을 미치는 취약성 평가와 그 대응을 위해 필요한 조치의 확인과 감독
- 금융당국 간 정책조율과 정보교환 증진
- 금융시장의 현황 및 규제정책에 미치는 영향에 대한 모니터링과 조언
- 규제기준 준수를 위한 모범사례에 대한 모니터링과 조언
- 국제기준제정기구(SSB)의 정책개발이 시의적절하게 우선순위에 따라 잘 조율되고 규제 사각지대를 해소할 수 있도록 회원국 공동의 전략적 검토 수행
- 공동감시단의 설립을 위한 지침 마련과 지원
- 특히 시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI) 관련 국가 간 위기관리에 대한 비상계획 수립 지원
- 조기경보활동 수행을 위해 국제통화기금(IMF)과 협조

FSB에 가입한 회원은 회원으로서의 의무를 충실히 이행해야 한다. 회원국은 금융시장의 안전성을 추구하고 금융부문의 개방성과 투명성을 유지해야 한다. 또한 12가지 주요 국제기준과 규범을 포함해 국제금융기준을 이행하며, IMF/세계은행의 공식 금융부문평가프로그램(FSAP) 보고서를 포함한 기타 자료를 활용한 정기적 상호검토 수행에 합의한다.

FSB는 회원과 협력하여 금융시스템을 강화하고 국제금융시장의 안정을 위해 포괄적인 다각적인 의제에 탄력을 불어넣어 준다. 각국의 금융당국은 필요한 개정사항을 법제화한다.

FSB 총회는 연 2회 개최하며 필요할 경우 소집할 수 있다. 국제금융의 안정을 도모하고자 관련 국가의 범위를 확대하기 위해 FSB는 비회원국 금융당국과 지역별 회의를 개최한다.

<출처: http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate.htm>

FSB의 헌장에 나와 있듯이 FSB 총회는 FSB의 집행·의사결정 기구이고, 운영위원회는 조정기관이며, 3개 운영위원회가 취약성 평가, 규제·감독 정책과 조율 작업, 국제기준의 이행을 담당한다. FSB는 취약성을 평가하고 이에 대한 필요한 조치를 취해야 하는 책무를 명확하게

〈Box 3〉 FSB 의장의 역할

FSB 헌장에 따른 FSB 의장의 역할은 다음과 같다.

- 의장은 회원 중에서 총회에서 선출되고, 임기는 3년이다.
- 의장은 국제금융정책분야에서 인정받은 전문성을 보유하고 상임직이다.
- 의장은 총회와 운영위원회를 소집하고 주재한다.
- 의장은 사무국을 관할한다.
- 의장은 FSB의 주요 대변자로 대외적으로 FSB를 대표한다.
- 의장은 FSB와 관련된 모든 중요 사안에 대해 보고를 받는다.
- 의장은 총회의 지시에 따라 FSB의 목표를 달성하기 위해 필요한 모든 결정과 조치를 취한다.
- 의장은 의장으로서 그 기능의 수행에 있어 다른 당국이나 기구가 아닌 FSB에 전념하여야 한다.

<출처: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925d.pdf>

위임받았다. FSB는 글로벌 수준에서 우수한 분석 자료를 활용할 수 있는 위치에 있으며, 최고의 전문지식을 갖춘 직원들이 사무국을 운영한다.

FSB의 의장과 사무국은 조정자의 역할을 수행한다. FSB 의장의 역할은 <Box 3>에 요약·정리되어 있다. FSB는 글로벌 금융 취약성을 분석·연구하고 독자적으로 평가하는 데 필요한 명시적인 정책임무를 부여받지 못했고 전문성을 갖춘 직원도 보유하고 있지 않다.[33] 그러나 이를 위해 국제금융기관의 연구 자료와 자원을 활용할 수 있다. FSB 사무국은 회의를 소집하고 의제를 구성하며 금융안정성이라는 임무와 관련된 쟁점을 다룬 다국적 보고서의 작성과정을 관리한다(Box 4 'FSB 사무국의 역할' 참조). 그리고 예외적으로 사무국은 글로벌 금융시스템의 위험이나 취약성과 관련해서 IMF와 협력하고, 회원국은 FSB의 '국제기준 준수 강화를 위한 협력체계'하에서 상호평가과정에 참여할 것을 약속한다.[34]

33) FSB 헌장 15조는 사무국의 역할을 상세히 밝히고 있지만 FSB 헌장과 홈페이지 어디에서도 사무국 직원의 전문적 지위나 독립성에 대한 정보를 찾을 수 없다. 따라서 사무국장과 사무국 직원을 제외한, FSB의 '전문적인' 직원은 회원 조직들이 파견하고 보수를 지급하는 인력으로 파악한다.

〈Box 4〉 FSB 사무국의 역할

FSB 헌장 15조는 FSB 사무국의 역할을 다음과 같이 규정한다.

(1) 사무국은 사무국장의 지시를 따른다.

(2) 사무국장은 의장의 제안에 따라 총회에서 임명한다.

(3) 사무국장은 의장의 책임하에 있으며 의장의 지시에 따라 행동한다. 의장은 총회의 지시에 따라 사무국장에게 전반적인 지시를 내려야 한다.

(4) 사무국 직원의 임명에 있어, 효율성과 기술적 역량에 대한 최상의 기준을 갖추어야 할 중요성을 조건으로 사무국장은 지리적 지역과 기구의 기능이라는 측면에서 균형 있는 구성의 중요성을 적절히 고려하여야 한다.

(5) 사무국장과 사무국 직원은 그 직무를 수행함에 있어 다른 당국이나 기구가 아닌 FSB에 전념해야 한다.

(6) 사무국의 주요 책임은 다음과 같다.

(a) FSB의 상임위원회와 작업반 등 FSB의 활동 지원

(b) 회원 간 그리고 FSB와 관련 기관 간 협력 촉진

(c) 회원과 관련 기관 간 효율적인 의사소통 보장

(d) FSB에 배정된 재정적, 인적·물적 자원관리(회원이 파견하는 직원의 임명 포함)

(e) 기록의 유지관리, 홈페이지 관리 및 FSB의 의사소통 처리

(f) 의장 또는 총회가 지시한 기타 기능 수행

(7) 사무국은 바젤에 소재한 BIS에 위치한다.

<출처: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925d.pdf>

## 가. 회원국과 대표성

FSF의 초기 회원은 G-7 국가, 국제금융기관, SSB에 국한되었다. 1999년 후반, FSF는 주요 금융중심국가인 호주, 홍콩, 네덜란드, 싱가포

34) 첫 번째 쟁점에 따른 상호평가는 2010년 3월에 완료되었으며 건전한 보상관례와 실행을 위한 기준 적용에 초점을 맞추고 있었다. 두 번째 상호평가에서는 시장과 기관의 충격 대응능력 강화를 다룬 2008년 FSB 보고서에 입각해서 위험공시(risk disclosure)에 대한 권고사항의 실행 여부를 검토하게 될 것이다. 또한 FSB는 IMF/세계은행의 FSAP를 기준으로 이탈리아, 멕시코, 스페인, 국가별 상호평가를 2010년에 시행할 계획이다.

르를 회원으로 받아들이며 확대되었고 2007년에는 스위스가 회원이 되었다(FSF와 FSB의 회원 및 대표의 변화에 대해서는 표 10-3 참조). FSF와 BCBS, FSF와 관련된 주요 SSB라는 제한된 회원으로 인해 '규칙 제정자'(G-7과 FSF 구조)와 '규칙 수용자'(그 외 세계)라는 인식이 팽배해졌다.

이러한 인식은 FSF가 지역회의를 개최함으로써 일부 개선되었다. 2001~02년 사이에 지역회의는 5차례 개최되었지만 이후 점차 줄어들어 금융위기 발생 전인 2007년 중반까지 4년 6개월 동안 고작 6차례 개최됐을 뿐이었다.[35] 위기의 중심에 G-7 국가가 있고 여타의 많은 국가에 영향을 미쳤다는 사실은 FSF와 SSB가 비회원 국가들에 너무 관심을 쏟은 나머지 회원국 내부 문제점과 쟁점을 모니터링하는 데는 등한히 했다는 주장에 힘을 실어주었다. IMF와 다른 기관들과 마찬가지로 존 로크(John Locke)의 자유주의라는 관점에서 볼 때, 과거 FSF와 현재의 FSF 모두 정당성에 문제가 있다(각주 21 참조).

위에서 언급한 바와 같이 이러한 비판에 대한 대응으로 FSB는 회원을 확대하여 G-20 국가와 유럽집행위원회를 포함시켰다. 회원국 확대로 신흥경제국의 쟁점과 요구사항, 관심사에 대한 발언 가능성을 높여 보다 포괄적인 사안을 다룰 수 있게 되었다. 또한 국제 기준과 규범을 이행하고 금융 규제·감독의 모범적 사례를 적용하는 수준도 높이는 데 일조할 수 있게 됐다. FSB 내 대륙적/지역적 회원과 대표성이 확대되고 강화되는 만큼 글로벌 금융의 기준과 모범사례라는 측면에서 FSB의 정당성을 강화하는 데에도 도움이 될 것이다.

FSB의 회원국은 여전히 G-7 국가와 지리적으로 유럽에 치우쳐 있다. 총 67석 가운데 국가 대표에게 배정되는 52석 중 21석을 G-7 국가가 차지하고 있고, 54개의 국가 배정석 중 20석은 유럽집행위원회와 유럽중앙은행을 포함한 유럽 국가가 차지하고 있다. FSB는 회원국의 범위를 확대하여 시스템적으로 중요한 신흥경제국이 전부는 아니라도 상당수 포함해 선진국 대열에 진입하기를 갈망하는 주요 국가들에게 최대한의

35) 어떤 의미에서 FSF에서 IMF와 세계은행의 대표자들의 역할은 비회원을 '대표한다'는 것이었다. 이러한 견해는 IMF와 G-7과 관련해서 내놓은 것이지만 아주 설득력이 있는 것은 아니다.

대표성과 잠재적 발언권을 부여해야 한다.

FSB가 중국과 기타 시스템적으로 중요한 신흥경제국의 목소리와 시각을 포용하는 것은 대변혁이라 주장하는 이도 있다. 그러나 구체적으로 살펴보면 G-7, 브라질, 중국, 인도, 러시아는 각각 3명의 대표자를 두고 있는 반면, 호주, 멕시코, 네덜란드, 스페인, 한국, 스위스는 2명씩, 아르헨티나, 홍콩, 인도네시아, 싱가포르, 사우디아라비아, 남아프리카, 터키는 각각 1명의 대표자를 두고 있다. FSB는 전원 합의로 의사결정이 이루어지기 때문에 이러한 구조에서 발언권의 수는 매우 중요하다.

이처럼 FSB의 회원국은 특정 국가와 특정 지역에 편중되어 있고 그 틀 내에서 국가를 대표하기 때문에 이 점은 FSB의 정치적 정당성에 대한 선입견에 계속해서 영향을 미칠 것으로 보인다. 인식에 따라 결과의 양상이 달라진다.

## 나. 도구와 수단

FSB는 회원국 간 협력과 조정을 증진시키고 금융시스템의 취약성과 사각지대를 규명한다는 임무를 위임받은 것 이외의 정책도구나 수단은 없다.

FSB에는 회원 기관에서 주로 차출한 소수의 전문가로 구성된 사무국이 있다. 사무국은 주요 쟁점을 독자적으로 연구하기 위해 설치된 기관이 아니다(<Box 4> 참조). FSB는 실질적으로 임무를 수행할 자원을 갖춘 회원국이나 기관, 국제금융기관에 의존해서 소관 임무를 수행한다. 제도상 이니셔티브와 분석능력은 국가나 조직에 우선순위를 두거나 유권자에 대한 정치적 의무를 지닌 이들에게 맡겨진다. 이로 인해 주요 강대국은 비회원국의 실행프로그램에 영향을 미치기도 하지만 FSB의 의제와 전원합의를 계속해서 자국에 유리하게 이끌어 가게 될 것이며, 이는 글로벌 경제·금융 안정화에 필요한 집단적 행동을 할 때 단점으로 작용할 수 있다.

## 다. 이행과 영향력

FSF의 회원국은 자발적으로 국제기준과 모범사례를 이행하는데, 초

기에는 이러한 자발성이 취약점으로 여겨졌다. 이 구조는 타협의 산물이었다. 지금도 글로벌 규제자나 감독관을 달가워하지 않듯 1999년에도 마찬가지였다. FSF는 글로벌 금융안정성 증진을 목표로 하는 세 가지 요소로 구성된다. 첫째는 FSAP/ROSC의 형태로 이루어지는 IMF/세계은행의 자발적인 금융부문 감독, 둘째는 국제기준과 모범사례 준수를 장려하는 시장압박과 규율, 셋째는 새롭게 무역장벽을 도입하는 국가의 명단을 공개하는 공식적 과정이다. 이를 통해 역외금융센터(OFC)에 제재를 가할 수 있게 했다.

FSB의 헌장은 보다 지시적인 내용으로 이루어져 있다. 각 회원국은 ① 5년마다 정기적으로 진행하는 IMF/세계은행의 FASP를 의무적으로 실행하며, 국제기준과 규범의 준수 여부를 감시하기 위한 ROSC를 실시하고 ② 국제기준을 이행하며 ③ IMF가 수행하는 FSB 내 상호평가를 수행해야 한다. 게다가 명단공개 과정은 역외금융센터에 국한시키지 않고 여타 비회원국에까지 확대시킬 수도 있다(Helleiner[2010]).

국제기준과 IMF/세계은행의 금융부문 감독에 부합하는 시스템적으로 중요한 국가들이 늘어난다면, 이 의무적 접근법은 상당한 진전을 거두게 될 것이다. 2008년 9월 기준으로 G-20 회원국 중 4개국을 제외한 모든 국가가 이미 금융부문 감독 절차에 참여했다. 미참여국은 아르헨티나, 중국, 인도네시아, 미국이다(Truman[2010c]). 그러나 미국은 IMF/세계은행의 FSAP/ROSC의 이행을 완료했고 중국과 인도네시아 역시 추진 중이라는 점은 눈여겨볼 만하다.[36]

금융위기 이후 FSB가 직면한 보다 시급하면서 힘든 과제는 금융규제와 회계, 감독협력체계, 일상감독업무를 형성하는 기존의 기준과 관행을 한층 더 발전시키는 일이다. 앞에서 논의한 바와 같이 이 과제는 금융위기를 겪으면서 규제·감독 시스템 설계에 주요 취약점을 노출시킨 주요 금융중심지에서 시급한 문제이다. 5년마다 FSAP를 시행하고 FSB 회원들 간에 상호평가를 의무화하면 이런 점에서 도움이 될 것이다. 반면, 이러한 FSB의 활동은 IMF와 세계은행의 활동과 마찰을 빚을 가능성도 커진다. 그러나 FSB를 통해 그리고 함께 협력해서 보다 효과적인

36) IMF 홈페이지(www.imf.org)에 게재된 US FSAP 문서 참조.

규제·감독 체계와 기준 및 규범, 그리고 모범사례를 발전시켜 실행하는 것이 주요 금융중심지에 부여된 핵심과제라 할 수 있다.

FSF 헌장은 언뜻 보기에는 모호한 방식으로 FSF와 SSB 간의 관계를 규정한다. Tietmeyer(1999, p.6)의 보고서는 '국내외 규제기관을 모으는 일을 조율하고 그들 간의 정보교환과 수집을 위한 절차를 만들어낼 임무'를 FSF에 부여하였다. 이러한 공식화로 인해 FSF가 '규칙 제정자'인지 '규칙 수용자'인지를 둘러싼 의문이 제기되었다. 모니터링과 조정과정에서 양방향의 과정이 있었을 수도 있다. 그러나 FSF의 명확한 감독체제가 결여됐다는 점은 약점으로 인식되었다. 왜냐하면 FSF 창립의 주요 이유 중 하나가 기준을 발전시키고 이행을 촉진하는 것이었기 때문이다.

이런 점에서 FSB는 SSB의 업무와 결정에 영향력을 행사하기 위해 다음 세 가지 절차를 밟는다. 특히 이는 FSF 회원들이 동의한 사항이다.[37]

- SSB는 FSB에 업무 보고를 한다. 목적은 강력한 기준 제정의 지원을 강화하는 것으로, 보다 광범위한 책임협력체계를 제공하되 SSB의 독립성과 기존 보고체계에 어떠한 선입견도 불어넣지 않도록 한다.
- FSB는 SSB의 정책 개발에 대한 공동 전략평가를 착수하여 SSB의 작업이 시의적절하게 조율되고 우선순위에 초점을 두며 사각지대를 보완할 수 있도록 한다.
- FSB는 SSB의 활동 정비를 촉구하고 공조를 통해 이를 도움으로써 중복되거나 사각지대에 놓인 활동을 해결할 뿐만 아니라, 건전성 위험 및 시스템 위험과 시장 고유성, 투자자/소비자 보호, 인프라, 회계 및 감사와 관련하여 국가적/지역적 규제구조의 변화라는 측면에서 관할 경계를 명확히 구분하게 한다.

FSB와 SSB의 관계를 규정하는 이러한 원칙은 FSF를 넘어서는 진전이라 볼 수 있지만, FSB가 SSB의 의제와 내용에 영향을 미칠 수 있는지

37) FSB Chapter, FSB(2009) 참조.

는 불투명하다. FSB 헌장에 사용된 용어에서도 그 긴장 관계를 엿볼 수 있다. 또한 가장 중요한 SSB는 BCBS이다. BCBS는 현재 감독기구인 GHOS에 공식 보고를 하고 있다. GHOS는 장 클로드 트리셰(Jean Claude Trichet) 유럽중앙은행 총재가 의장으로 있으며, G-20 국가의 중앙은행총재와 감독관으로 구성되어 있다. 2009년까지 GHOS는 비공식기관이었다. 이 기관은 G-10 국가의 중앙은행총재들이 자신들이 처한 모호한 상황을 타개하기 위해 설립한 것이다. 이들은 1974년 BCBS를 설립했고 BCBS는 이들에게 '보고'하는 시스템이었지만, 중앙은행이 은행감독에 관여하는 정도가 축소되거나 사라지면서 BCBS는 자국의 중앙은행이 아닌 은행 감독관을 회원으로 포함시키게 되었다.

2009년부터 IMF는 BCBS의 참관인 자격을 부여받았고 바젤 협의그룹(Basel Consultative Group)에 다른 국제기구와 함께 참여한다. 이 자문그룹에는 BCBS 회원국이 아닌 칠레, 말레이시아, 태국 등 신흥경제국이 포함된다. 물론 BCBS는 현재 회원 범위를 G-20 전체로 확대하였다.

추론컨대, 국제기준을 개발하는 과정에서 양방향의 상호작용이 이루어질 여지는 있지만, BCBS의 권고안이 17개국의 재무장관과 국제기구를 포함한 FSB에 도착할 때쯤이면, 권고안 지지에 대한 결정은 사실상 형식적인 절차나 다름없어진다. 정책개발이 재무장관, 중앙은행, 감독기관 사이에서 잘 조율되는 국가의 경우, 이 3계층 구조는 국가의 입장에서 그다지 중요하지 않을 수 있지만 최종 승인과정에서 다른 국제기구의 의견은 존재하지 않는다.

## 라. 거시건전성 지향

앞에서 주장한 바와 같이, 금융위기 이전 글로벌 금융안정을 보장하기 위한 협력체계의 치명적인 결함은 협력체계가 미시건전성 감독과 규제에 치우쳐 있었다는 점과, 시스템 차원의 문제를 평가하고 모니터링하며 해결하는 것에 대해서는 충분히 고려하지 않았다는 점이다. 우리는 거시건전성 감독과 규제는 ① 외부효과와 리스크의 교차적 상관관계를 포함해 총체적인 금융 리스크가 시스템 전반에 미치는 영향(즉, 시스템 리스크에 초점을 맞춘다)과 ② 통화, 재정, 금융의 거시정책 전체로

서 금융시스템에 미치는 영향에 초점을 맞춰야 한다고 본다.

첫 번째는 실시 중인 감독과 규제 활동에 두고 있다. 규제차원은 규제시스템을 구조적으로 개혁해서 사전적 인센티브를 조정하고 도덕적 해이와 같이 원치 않는 사후적 결과를 최소화한다.[38] 감독차원은 금융제도나 전반적인 금융부문에 존재하는 총체적 리스크와 그 중요성을 정확히 파악하는 것과 관련되어 있다.

1999년 FSF가 창설됐을 때와 2007~08년 금융위기가 벌어졌을 때 모두 두 번째 측면에 대해서는 관심이 미미했고 현재도 마찬가지라고 말할 수 있다. 이렇게 생각하는 근거로 다음 두 가지를 들 수 있다. 우선 자산가격의 거품을 해결하기 위해 통화정책을 어떻게 실행해야 할지에 대한 공감대가 형성되지 않았고, 보다 포괄적인 차원에서 최근 금융위기의 촉발과 가속화에 통화정책(더 일반적으로 거시경제정책)이 어떤 역할을 했는지에 대해서도 공감대가 형성되지 않았다. 둘째, 시스템 리스크와 금융안정성 평가를 위해 (민간・공공 부문에서의) 총신용 증가와 부외대출과 같은 총체적 수량을 활용하는 것이 적합하다는 의견에 대해 회의적인 시각이 팽배하다.

거시건전성 감독의 역할과 정의에 대해 어떻게 생각하든 간에 최근 금융위기를 살펴보면, GFA가 인지 및 운영 차원에서 개별 기관의 안정성과 건전성을 확보하는 방향으로 치우쳐 있었고, 개별 기관의 안정성과 건전성을 통해 시스템상 금융안정성을 충분히 보장할 수 있다고 생각했다는 것을 알 수 있다.

이렇게 비효과적인 방향으로 나아갈 필요는 없었다. FSF는 당초 개별 국가의 중앙은행장과 규제・감독 당국, SSB의 관계자와 재정장관들이 국제기구와 함께 모여 이러한 사안을 자세히 논의하기 위한 토론의 장으로써 창설되었다.[39] FSF창설을 처음 구상한 독일의 한스 티트마이어(Hans Tietmeyer) 분데스방크(Bundesbank) 총재가 G-7 재무장관과 중앙은행총재에게 보내는 보고서는 FSF의 4가지 초기 활동 가운데 '국제금

38) Hanson, Kashyap, and Stein(2010) 참조. 저자는 자본규제에 대한 거시건전성 접근방법을 '공통의 충격에 타격을 입은 복합금융기관들로 인한 지나친 대차대조표의 수축과 관련된 사회적 비용을 통제하기 위한 노력'으로 규정한다.

39) FSB는 27:17로 중앙은행가가 재무부 관리보다 더 많다.

융기구과 국제규제기구에 제공할 수 있는 정보 풀과 거시적 조기경보 지표를 개발하고 평가하여 관련자들에게 정보가 전달되도록 보장하는 절차 등 전 세계적 취약성을 규명할 감독체계의 개선'을 포함하고 있다.[40] FSF는 리스크와 취약성의 원인을 규명하기 위해 시장 감독 및 시스템 리스크 평가에 관한 전문적 지식을 갖춘 소수의 핵심 인물들로 구성된 취약성 그룹을 구성했다. FSF가 필요할 때 필요한 곳에 처방조치를 취할 수 있게 조언을 하기 위해서였다.

FSF가 거시건전성 감독에 내포된 거시경제정책적 측면에 제한적인 관심을 보였던 이유는, 중앙은행이 자신의 (통화와 거시건전성)정책을 다른 중앙은행, 감독기관, 재무장관, 다른 조직들을 포함한 외부인들이 참여한 토론의 장에서 토론하거나 분석하기를 꺼렸기 때문이다. 초기에 FSF의 36석 가운데 1/3인 11석은 BIS나 중앙은행위원회와 같은 중앙은행이나 중앙은행기관의 대표자들이 차지했다. FSF와 FSB의 당초 의도는 이처럼 공개된 토론의 장을 확대하여 중앙은행과 감독당국, 재무장관 사이의 정보와 분석의 사각지대를 정확히 보완하는 일이다. 때문에 이런 관행이 지속되면 다시 한 번 자멸하게 될 가능성이 높다.

FSF는 취약성 논의에서 거시금융의 불균형이 초래하는 총체적인 측면과 거시건전성 정책에 미치는 영향을 다루었지만, 금융위기의 예방능력에 대해서 좋은 점수를 줄 수 없다. FSF의 대부분의 관심은 금융기관에 치우쳐 있었기 때문에 (레버리지가 높은 기관들과 기타 유형의 비은행 금융기관들에 대해선) 활용할 데이터와 정보가 거의 없었다. 그 외에 관심을 기울인 사안은 국제표준과 규범, 그리고 물론 위기에 처해 있던 아르헨티나와 터키였다.

FSB 헌장은 IMF와 협력하여 수행하는 거시건전성 평가에 있어 FSB의 역할을 보다 명확히 인식함으로써 불균형을 바로잡기 위해 노력하고 있다. FSB에 부여된 다음의 세 가지 과제는 속성상 거시건전성 감독으로 해석된다. ① 글로벌 금융시스템에 영향을 미치는 취약성을 평가한다. ② 시장의 발전 양상을 모니터링하고 자문을 제공한다. ③ 조기경보

40) 나머지 세 분야는 ① 국가적/국제적 규제 그룹의 조정활동, ② (헤지펀드와 역외금융센터에서 활동하는 기업 등) 규제받지 않는 기업에 대한 규제 필요성 평가, ③ 국제 모범사례와 기준의 개발과 시행 장려 등이다.

활동을 위해 IMF와 협력한다(FSB[2009]).[41] 지금으로서는 FSB의 거시건전성에 대한 관심이 거시경제정책에서 벗어나 총체적인 방향으로 재설정되었는지는 명확히 알 수 없다. 처음으로 재편된 FSB의 초기 회원 69명 가운데 회원 27명(1/3 이상에 해당)이 중앙은행이나 산하 기관을 대표한 회원으로 구성되었다는 점은 주목할 만하다.

## 마. 책임성과 투명성

조정 메커니즘으로서 FSB는 원칙적으로 글로벌 금융에 존재하는 다양한 외부효과를 내재화하는 방법을 강구할 수 있어야 한다. 일각에서는 글로벌 장외파생시장의 시스템 위험을 관리하는 등 외부효과를 내재화할 수 있는 조율된 정책을 성공적으로 마련할 것이라고 기대하기도 한다. 금융 관련 외부효과의 내재화는 정보 공유를 통해, 국제기준, 규범, 모범사례의 발전을 통해, 그리고 정책의 형성과 집행을 통해 이루어질 수 있다. 이는 글로벌 금융의 안정성을 강화하기 위한 집단행동을 촉진하는 실질적 과정이라 할 수 있다.

FSB 활동이 투명하게 공개되는 부분은 '전원 합의' 보고서와 연구결과에 국한되기 때문에, 합의과정에서 알게 되는 사실은 대부분 공개되지 않는다. SSB의 협의 문서는 그나마 투명하게 제공된다. 그러나 SSB는 과정의 책임성 소재와 투명성에 태생적으로 한계가 있기 때문에 그 결과 해당 규제의 적용을 받는 기관만 접근할 특권이 있는 규제기관이고 중앙은행과 재무부 대표자에 FSB가 추가될 뿐 투명성 문제에 있어 하등 나을 바 없다는 것이 NGO와 학계의 비판이다.

투명성의 결여와 관련된 잠재적 문제는 세 가지가 있으며 그중 두 가지는 비회원국과 관련된 문제이다. 첫 번째 잠재적 문제는 비회원국이 FSB 홈페이지에 오른 보고서를 직접 볼 수 있고, FSB 회원인 기관을 통해 간접적으로 내용을 파악할 수는 있지만, 앞서 언급한 대로 자국이 준수해야 할 기준과 규범, 모범사례의 형성에 충분히 관여하는 것으로는 보이지 않는다는 점이다. 이 때문에 FSB가 회원 확대를 통해 G-20

41) 나머지 다섯 가지 과업은 정보교환 촉진, 모범적인 규제 사례 장려, SSB의 평가작업, 공동감시단을 위한 가이드라인, 시스템적으로 중요한 기업에 관한 비상계획이다.

국가를 포함시켰지만 충분치는 않은 것 같다.

비회원국들과 관련된 두 번째 잠재적 문제는 비회원국들이 SSB가 공포하기로 결정한 내용을 통해서만 FSB의 활동을 살펴볼 수 있다는 점이다. 알 수 있는 내용은 전원합의 보고서에 국한될 가능성이 있다. 그러나 합의과정 자체가 정보 흐름의 중요한 요소이다. 위원회 내에서 다양한 경험을 지닌 국가들이 정보와 분석을 공유하면서 배움의 과정이 이루어진다. 그러나 비회원국가들은 대화와 논쟁 그리고 FSB 심의와 회의, 보고서 검색과 작성 등의 의견수렴 과정에서 배움의 과정을 공유할 기회를 얻지 못한다.

세 번째 잠재적 문제는 일반 대중과 관련된 것이다. 각 회원국의 정치절차로부터 배제되어 있는 FSB가 국가 차원의 구조적 문제를 쟁점화시킬 수 있느냐는 것이다. 회원국은 규제절차에 영향을 미치는 통로를 지키는 문지기 역할을 하는 반면, 그런 문제와 관련된 공공이익을 수호하는 능력은 약화된다. FSB 헌장은 FSB가 회원국 사이에서뿐만 아니라 민간부문과 비회원국 정부 등 기타 이해 관계자와도 '폭넓게 협의'할 소명이 있다고 밝히고 있다. 협의가 회원국에 편중되어 있고 민간부문이나 비회원국과의 협의는 지나치게 부족하다는 우려의 목소리가 있다. FSB와 그 심의과정에 자리하는 궁극적인 지배구조는 국가 차원의 지배구조와는 다소 상이하다. 후자의 경우 유권자, 연관 산업을 포함한 공익단체, 보다 일반적으로 대중의 인식과 여론으로 구성되기 때문이다. FSB의 독립성을 이점으로 보는 시각도 있지만 개별 사회에서 독립성과 책임성 간에 균형을 이루는 것은 용이하지 않고 여러 사회에서 이 두 요소의 균형 달성은 더욱 힘들다. 따라서 가장 제한적인 기준이 가장 보편적으로 적용되는 경향이 있다.

## 제4절 국제금융시스템설계에 대한 함의

이번 절에서는 앞에서 분석한 국제금융시스템이 직면한 주요 쟁점에 대하여 GFA상의 기관에 대한 함의를 고찰한다. IMF와 FSB는 별개의 기관으로 상이하지만 중첩되는 임무를 부여받고 있다. 그럼에도 불구하

고 금융위기의 여파로 이 두 기관은 주요 GFA 개혁부문에서 협력을 도모할 것을 요청받아 왔다. 따라서 우선 GFA의 중추적인 두 기관을 비교·대조한 다음, 두 번째로 앞에서 식별한 2007~10년 위기로 야기된 여섯 가지 주요 문제에 대하여 두 기관이 어느 정도 해결할 위치에 있는가를 고찰한다.

## 1. 중추적인 국제기구

IMF와 FSB는 GFA의 지배구조를 구축하는 주요 기구이다. 바로 전 절에서 각 기구의 장단점을 살펴보았지만 비교를 통한 요약도 유용하다.

범세계적 회원과 대표성 덕분에 IMF는 FSB에 비해 (앞서 정의 내린) 정당성이 더 높은 것으로 보인다. 그러나 이상적인 기준에는 여전히 못 미치는 수준이다. 보편적인 기구이기는 하지만 IMF는 표결권과 발언권과 관련해 대표성을 조정해야 하는 난관에 봉착해 있다. IMF 내에서 유럽 국가들은 과다하게 쿼터가 배분되어 많은 투표권과 발언권을 갖고 있다. FSB에서도 사정은 마찬가지이다.[42] 두 기구의 차이점은 IMF는 명확하게 자국의 입장을 대변하며 정치적 책임을 지는 재무장관이 우세한 입장인 반면, FSB에서는 독립적인 중앙은행총재와 감독관의 견해가 실질적으로 더 큰 영향력을 발휘한다는 것이다.

도구와 수단 측면을 살펴보면, IMF의 경우에는 대출, 감독, 연구, 기술적 지원활동을 수행할 정책수단이 제한적이다. FSB는 원칙상 조정기관으로 별다른 정책수단이 없으며, FSB의 상호평가는 IMF의 상호평가와 상충할 가능성이 있다.

이행과 영향력 측면에서, FSB는 자발적인 조직으로 기구의 결정과 권고사항을 따르는 것이 회원국과 비회원국의 독자적인 행동 여하에 달려 있다. 앞서 살펴보았듯이 FSB는 회원국에 대하여 상호평가를 시도하고 있고, G-20 국가들로부터 비회원국의 규제정책에 대한 검토 수행을 위임받아 행하고 있다. 이에 따라 회원국과 비회원국들의 권고사항 이

42) FSB에서는 합의를 통해 결정을 내린다는 점을 감안하면 발언권은 FSB에서 보다 더 중요하다.

행 여부에 대한 공개를 통해 어느 정도 규율효과를 가지게 된다.

FSB의 전신인 FSF 역시 이러한 역할을 수행했지만 보다 재원이 풍부하고 정당성을 지닌 IMF의 역외금융센터에 대한 평가에 의존한 결과, 차별화되고 의미 있는 평가를 산출하는 데는 실패했다. IMF의 경우 영향력이 상당하지만 다수의 회원국에게 적절한 영향력을 행사할 정도는 아니다. 주요 수단은 대출프로그램과 감시프로그램인데 이러한 수단들은 FSB의 수단들보다는 신뢰할 만하다. 세계은행뿐만 아니라 IMF도 직원이 독자적인 의견을 피력할 수 있는 내부 지배구조를 갖추고 있다.

개도국을 지원하는 세계은행과 함께 IMF는 각 회원국에 국제기준과 규범, 모범사례를 널리 확산시키고 그 이행 여부를 평가한다. 원칙적으로 IMF는 향후 금융규제기관으로서의 개별 국가와 다자간 감시활동, 그리고 FSB의 회원국뿐만 아니라 IMF의 보다 다수의 회원국들을 위한 금융부문의 감시활동을 수행하기 위한 IMF/세계은행/FSB의 국제기구의 공조 노력에 있어 주도적 역할을 수행하게 될 것이다. 현재 IMF는 자력으로 이 역할을 효과적으로 수행하기에는 관련 전문인력이 심각하게 부족한 형편이라 독립적인 전문가를 비롯하여 때로는 회원국의 전문가도 영입해야 한다.

IMF의 거시건전성에 대한 지향성은 폭넓은 위임 사항과 거시경제에서의 다양한 경험으로 인해 FSB보다 더욱 강하다. IMF와 FSB는 조기경보활동을 위해 협력을 도모해달라는 G-20 국가들의 요청을 받아왔다. 이는 FSF가 처음 창설되었을 때 요구받았던 취약성 평가를 강화한 것이다. 금융위기를 통해 IMF와 FSF가 개별적으로든 집단적으로든 취약성 평가와 조기경보, 감시 활동을 통해 많은 부가가치를 창출할 수 없다는 사실이 드러났다. 이와 같은 낮은 평가는 정당하다고 생각한다. 왜냐하면 두 기관은 리스크와 취약성 평가를 신뢰할 만큼 일관되게 수행하지 못했고, 이 평가를 통해 정책 결정자들이 잠재적인 시스템 위험 그리고 궁극적으로 글로벌 금융위기를 예방하거나 최소한 그 파장을 줄이기 위한 조치를 취하게끔 설득하는 데에도 성공하지 못했기 때문이다.

앞으로의 주요 관심사는 새로운 조기경보시스템이 보다 효과적으로 작동할 것인지 여부이다. IMF의 회원국으로서 G-20 국가들은 매년 IMF의 양자 간 감독활동과, 연 2회 실시하고 그 결과를 「글로벌금융안정성

보고서」로 발행하는 글로벌 금융시스템 감독활동하에 있다. 게다가 IMF의 「세계경제전망」은 글로벌 금융 불균형과 시장 압력으로 인한 글로벌 경제의 리스크를 탐구하기도 한다. G-20 국가는 IMF의 지배구조에서 차지하는 역할을 통해 IMF 실행프로그램에 영향을 미친다.

IMF의 운영진, 직원, 상임이사회가 하는 일에 FSB는 어떤 역할을 담당할 수 있을까? FSB는 총량적인 차원에서 거시건전성 감독활동에서 그리고 IMF는 거시경제정책에서 각각 비교우위를 점하고 있다는 것이 하나의 대답이 될 것이다. 그러나 이 같은 분업은 중앙은행의 성격 때문에 복잡하다. 중앙은행은 통화정책이 금융안정에 미치는 세계적 파장을 국제기구 차원에서 다루는 것을 꺼리지만, 본질적으로 IMF보다는 FSB와 보다 밀접한 관계를 가지기를 원한다. 결국 통화정책은 금융시스템 감독 - 특히 시스템 규제 - 에 영향을 미치고, 금융안정성을 확보하기 위한 규제·감독 활동의 조정은 거시경제의 성과에 영향을 미치기 때문에, 통화정책(이자율)이라는 전통적인 도구의 행사를 이른바 거시건전성 감독과 별도로 생각하는 것은 적절치 않다.[43] Fischer(2009)의 연구가 잘 보여주듯이 조정활동은 필수이다.

마지막으로 책임성과 투명성에 관해서는 IMF나 FSB 모두 비판을 면하기 힘들다. 그럼에도 불구하고 IMF의 회원 범위가 넓고 일반인에게 공개된 장이란 점에서 IMF가 우세해 보인다. FSB는 감독당국, 중앙은행가, 선출된 재무부 관리들로 구성된 보다 폐쇄적인 모임이다.[44]

## 제5절 IMF, FSB 그리고 국제금융시스템상 주요 쟁점

2007~10년 금융위기의 여파 속에서 IMF와 FSB 상호 간의 협력체계는 그 내용과 형식이 확립되지 않았다. 일반 대중들에게 알려진 운영협력체계는 2008년 11월 13일자로 도미니크 스트로스칸(Dominique Strauss-

43) 중앙은행의 통화정책이 금융시스템의 안정성에 미치는 영향력에 대해서는 Giavazzi and Giovannini(2010) 참조.

44) 상대적 투명성을 평가하기 위해 각 국제기구의 홈페이지를 조사했다.

Kahn) IMF 총재와 마리오 드라기(Mario Draghi) FSB 의장이 G-20 재무장관과 중앙은행총재들에 보낸 공동서한에 담긴 것이었다(Strauss-Kahn and Draghi[2008]). 이 서한은 FSF를 FSB로 개편하기 전에 작성된 것이었고 IMF와 FSF 각 기관의 역할을 다음과 같이 상술하고 있다는 점에 주목해야 한다:

1. IMF는 글로벌 금융시스템의 감독을 책임진다.
2. FSF는 다양한 금융부문 감독과 규제정책, 기준, 조정절차의 세부적 내용을 다듬는 일을 주요 업무로 담당한다. IMF는 FSF의 회원으로서 이 활동에 참여하고 관련 정보를 제공한다.
3. 금융부문에서 정책 실행의 책임은 입법부와 정부에 책임을 지는 각국의 당국이 맡고, IMF는 FSAP, ROSC, IMF 협약문 4조 규정에 입각해 각국의 이행 사항을 평가한다.
4. IMF와 FSF는 서로 협력하여 조기경보활동을 수행한다. IMF는 거시금융 위험과 시스템 취약성을 평가하며, FSF는 IMF를 비롯한 회원 기관들의 분석을 활용하여 금융시스템의 취약성을 평가한다. 필요한 경우 IMF와 FSF는 합동으로 작성한 리스크 평가·경감 보고서를 제공한다.

서한은 '우리의 공동목표는 글로벌 금융시스템을 강화하는 것이다. 이를 위해 IMF와 FSF는 G-20 국가의 활동을 지원할 준비가 되어 있다.' 고 끝을 맺고 있다.

여기에는 몇 가지 주목할 만한 점들이 있다. 첫째, 서한은 위기 이전을 배경으로 G-20 재무장관과 중앙은행총재의 업무에 초점이 맞추어져 있어, 위기 이후 규제의 대변혁이 이루어진 금융부문에서 FSB가 형식상 책임을 지는 G-20 정상회의는 중요하게 다루지 않고 있다. 둘째, 서한은 IMF가 기준설정에 있어 중요한 역할을 담당할 수 있다는 점을 인정한다. 예를 들어 IMF는 직원의 분석능력과 경력을 활용하고 자료 보고에 대한 특정 기준을 세울 수 있다. 셋째, 1990년대 말 IMF는 세계은행과 더불어 각국 당국의 규제정책과 기준 이행상황을 평가하는 책임을 부여받았지만, FSB는 그 이후에 G-20 국가와 비회원국에 대해 그러한 역할의 일부를 담당하게 되었다. 이와 관련하여 'FSB 사무국에도 유능한 전

문적인 직원이 있기는 하지만, FSB가 전문성과 규모 측면에서 IMF 그리고 세계은행의 자원 및 노력에 가치를 더할 수 있는가?'라는 질문은 제기할 수 있다. IMF와 세계은행 모두 내부 전문가와 자원을 충분히 갖추고 있지 못하고 회원국으로부터 일시적으로 고용한 인력의 독립성을 확보해야 하는 난제가 남아 있다는 점도 주목할 만하다. 조사받는 자와 조사하는 자가 동일하게 될 위험은 '차용' 자원을 신중히 선택하고 배분함으로써 어느 정도 줄일 수는 있지만 위험은 계속 남는다. 이는 IMF와 세계은행의 정책 평가에는 덜 적용된다. 이 점에 대한 FSB와 IMF의 관계를 분석·비판하면서 Fischer(2009)는 FSB의 합의제적 성격 때문에 순수한 의견 교류가 제약을 받을 수 있고 상호평가도 불가침조약의 성격을 띠기도 한다는 점을 지적했다. IMF 차원에서는 적어도 직원과 운영진이 보다 독립적이기 때문에 민감한 문제가 제기될 가능성도 높아진다.

그렇다면 앞서 규명한 GFA의 개혁에 꼭 필요한 6개 분야에 IMF-FSB 협력체계를 어떻게 적용할 수 있는가?

## 1. 자본, 유동성, 레버리지에 대한 규제요건 및 '시스템 리스크' 세 부과의 잠재적 이익과 비용

FSB와 SSB가 자본 유동성과 레버리지 요건 분야에서 주도적인 역할을 담당하기를 기대했고 지금까지 그렇게 해 왔다고 볼 수 있다. 그러나 합의 도출의 기존 구조를 고려하면 현실은 다소 복잡하다.

현행 구조상 FSB는 서울 G-20 정상회의에서 자본, 유동성, 은행에 대한 레버리지 상황을 G-20 재무장관과 중앙은행총재를 통해 G-20 정상들에게 보고하도록 되어 있다. 우리가 파악하기로는 은행규제와 기준에 대해 BCBS와 FSB 간에 지속적인 교류가 있다.[45] 금융규제와 정책에 중요한 역할을 하는 재무장관은 결정에 직접적인 영향력을 행사한다. 쉽게 예측되겠지만, 장관들은 금융제도와 시스템의 회복이 진행 중인 상

45) IMF는 2009년 중순부터 BCBS에 '참관인' 자격으로 참여하기 때문에 연관을 맺고 있다.

황에서 개혁 노력에 정치적 압박을 가하는 경향이 있다. 이러한 정치적 압박으로 인해 자본, 유동성, 레버리지 요건이 완화되지는 않더라도 그 실행은 늦추어지곤 한다. G-20 정상들도 역시 관련이 있으며 토론토 정상회담에서 드러났듯 자본과 유동성 요건을 둘러싼 의견대립으로 인해 국가 정상 차원에서의 합의는 이루어지지 않았다. 이와 관련하여 정치적 영향력으로부터 독립성을 확보해야 제대로 된 규제를 만들 수 있다고 주장하는 이가 있는 반면, 은행이 재무장관과 규제기관에 미치는 영향력 때문에 규제는 완화될 수밖에 없다고 주장하는 이도 있다.[46] 게다가 이러한 상황은 G-20 회원국이 아닌 국가에서는 받아들여지지 않을 수도 있는데, 이는 새로운 은행규제의 기준이 세계 금융시장에서 활동하는 자국 금융기관에 적용될 것이기 때문이다. 일단 G-20 정상들이 금융규제를 승인하면, 기준을 자발적으로 이행한다는 특성은 사라지기 쉽다. 새로운 기준은 동의가 없더라도 모든 국가를 대상으로 한 IMF/세계은행의 평가에 직간접적으로 포함될 것이다. FSF는 사실상 IMF를 이용해 영향을 미친다.

G-20 정상들은 '시스템 위험' 세 부과에 따른 비용·편익에 대해 IMF에 자문을 요청했다. 앞서 살펴보았듯이 G-20 정상들은 IMF의 조언을 일률적으로 적용하는 것에 대해서 거부 의사를 밝혀 온 것으로 보인다(IMF[2010a]). IMF가 제안하였던 세금은 ① 향후 위기 발생에 대비해 재정을 충당하기 위한 금융안정 분담금과 ② 금융기관의 이윤과 보상에 대한 금융활동세로, 위기에 따른 비용을 충당하고 금융기관이 지나치게 규모를 키우고 위험을 선호하는 왜곡된 상황을 제한하기 위한 일반 재원으로 사용하게 된다. 이러한 사례는 FSB가 금융시스템에 영향을 미치는 제안을 독점하는 것이 아니며, IMF 역시 적합한 전문성을 갖추고 있다는 점을 보여준다.[47]

또 다른 질문은 이 과정에서 조정기관으로서 FSB가 담당하는 역할

46) 영국 *Financial Times*, 2010년 7월 28일자에 게재된 Megan Murphy와 Patrick Jenkins의 "Shares Bounce as Rules Are Softened" 참조. 이 글은 "명시된 원칙에는……광범위한 양보 사항이 포함되었다."는 내용에 관한 것으로 BCBS가 이미 동의하고 감독기관이 승인한 것이다.

47) 2009년 4월 G-20 정상들은 SIFI를 확인하기 위해 IMF-FSB-BCBS 공동 보고서를 G-20 재무장관과 중앙은행총재에게 제출해 줄 것을 요청했다(FSB[2010]).

에 관한 것이다. 회원국들은 개혁에 착수했으며 국내에서의 정치력을 확대하면서 국가 목표에 따른 정책을 수행하고 있다. 회원국들의 국가 정책은 FSB의 합의 사항에 부합하지 않을 수도 있다. 이런 점에서 유럽 국가들은 미국의 도드-프랭크(Dodd-Frank) 법안을 비판했고, 미국은 유럽의 접근법과 정책에 비판적인 자세를 취했다. 이러한 불협화음으로 인해 FSB의 효과가 격감되기도 한다.

## 2. 금융 규제, 감독, 인프라의 한계 또는 경계

FSB 회원국들이, 즉 FSB 자체가 이 분야를 주도해야 한다고 생각하는 게 당연한 것일 수 있다. 다른 분야와 달리 이런 생각이 여기서 더 타당한 것은 연관된 주요 관할지역이 몇 군데에 불과하기 때문이다. 그러나 헤지펀드를 적절하게 규제하고 감독하는 문제 등에 있어 합의에 도달하기에는 FSB의 규모가 너무 큰 것인지 모른다. 반면, 인프라와 관련해서는 매우 폭넓은 국가 그룹의 이해가 관련되어 있어 전적인 수용과 이행을 요구하기에는 FSB가 너무 작은 그룹일 수 있다. 이는 IMF의 역할이 잠재적으로 중요함을 시사한다.

## 3. 글로벌 머니와 금융시장의 규제와 감독

글로벌 머니와 금융시장, 특히 장외파생시장에 대한 규제·감독의 한계에 대한 논쟁이 뜨겁다. FSB에서 활동하는 주요 국가가 이 분야를 주도하는 것이 합당한 것 같기도 하지만, 이들은 딴 속셈이 있거나 방어해야 할 세력권이 있을 수 있다. 또한 주요 국가들의 이해관계가 글로벌 금융시스템에 참여한 모든 국가의 이해관계와 일치하는지도 확실치 않다. 따라서 글로벌 이해관계를 대표하고, 폐쇄된 그룹이 아닌 외부인의 균형 잡힌 시각을 제공하여 유인을 일치시키고 외부효과를 내부화하는 데 있어 IMF의 역할을 찾을 수 있다.

## 4. 시스템적으로 중요한 금융기관 혹은 '대마불사' 기업의 문제

이 분야는 먼저 다룬 두 분야보다 글로벌 금융시스템의 이해관계와 밀접한 관련이 있다. FSB와 SSB 차원에서 SIFI의 설립과 파산 위기, 청산 문제에 관한 합의가 우선적으로 이루어져야 하지만, 리먼브라더스와 포티스의 파산 사례에서 목격했듯이 각 국가의 미숙한 처리는 다수의 국가와 채권자에게 영향을 미친다. 특히, 글로벌 금융시스템이 다수 국가가 선호하는 방식인 금융기관에 대한 위험차단 조치를 단행하는 상황으로 퇴보하지 않으려면, 혹은 위험차단 조치를 시도하더라도 결국 실패하게 되는 상황으로 빠지지 않으려면 글로벌 기준이 필요하다.[48]

## 5. 위기관리, 구제 그리고 정리절차

IMF는 국가 위기관리와 국가 경제·금융규제에 있어 매우 중요한 국제기구이다. 이러한 지위는 2007~10년 금융위기를 겪으면서 더욱 강화되었는데 이는 금융구제와는 거리가 멀다고 여겨졌던 유럽 국가들이 결국 IMF의 원조에 손을 내미는 처지가 되었다는 사실 때문이었다.

다른 한편으로 위기관리는 위기를 예측하고 그로부터 교훈을 얻어야 한다는 점에서 위기예방과 결합되었다. IMF 혼자서 이러한 책임을 모두 질 수는 없다. 특히 기관구제나 정리절차를 신속하게 처리하기 위해 협력체계를 구축해야 하는 경우, IMF가 개별 국가들을 재촉할 수도 있겠지만 국가들이 협력하여 적합한 절차를 미리 세워야 한다. FSB와 같은 포럼은 상호 협조를 이끌어내는 데 적합하다.

48) 문제는 FSB가 단독으로 이러한 기준을 전달할 수 있는지 혹은 보다 대표성이 높은 조직이 관여해야 하는지 여부이다. IMF 직원이 이 사안에 대한 의견을 내놓았다는 점이 주목할 만하다(IMF[2010c]; Kodres and Narain[2010]). Rottier and Veron(2010)은 글로벌 금융시스템이 분열될 위험성이 높아지고 있다고 강조했다.

## 6. 변동성이 큰 자본흐름의 효과적인 관리

위기관리와 마찬가지로 IMF는 자연스럽게 변동성이 큰 자본흐름을 보다 효과적으로 관리하기 위한 협력체계를 마련하는 의사결정의 중심이 되었다. 2007~10년 금융위기의 경험에서 교훈을 얻은 결과로서, IMF가 과거보다 한층 강화된 국제적인 최종 대부자가 되고자 한다면, 글로벌 금융 안전망의 형태로 제안된 것처럼 IMF는 규제와 관련해 보다 강화된 역할을 맡아야 할 것인가? 그러한 역할을 뒷받침하는 주장은, IMF가 자금 제공과 사전 감독·규제를 연계하면 최종 대부자 활동의 부작용인 도덕적 해이문제를 다루는 데 도움이 된다는 것이다.[49]

그것이 아니라면, FSB와 같이 감독과 규제에 적용될 원칙과 기준에 대한 합의를 도출할 책무를 위임 받은 여타의 국제기구 사이에서 IMF가 중요한 역할을 수행하는 것으로 충분한가? 이와 유사한 질문으로, IMF가 조기경보시스템의 책임을 분담하는 것으로 충분한가? 조기경보시스템에 대한 책임의 공유 여부와는 별개의 문제로, 중요한 것은 누가 경고를 하는가가 아니라 관련 당국이 이러한 경고에 따라 대응조치를 취하느냐 여부이다(Fischer[2009]; Schinasi[2009b]).

다른 시각에서 본다면, FSB가 IMF의 업무를 중복해서 수행하지 않으면서도 이 부문에서 의미 있는 역할을 담당하고 어쩌면 IMF의 정당성에 대한 인식에도 영향을 미칠 수 있는 가장 좋은 방법은 무엇일까? 예를 들어, (보다 정치적인 G-20에 의해서 창조된 기관으로서) FSB가 이 분야에서 규칙 제정 및 IMF 활동에 대한 감시와 관련해 보다 강화된 역할을 수행하게 된다면, G-20에 속하지 않은 국가들은 IMF의 역할과 IMF가 회원국뿐만 아니라 비회원국의 이익도 도모한다는 능력에 대해 의구심을 품게 될 것이다.

49) 보다 자세한 논증은 Truman(2010b) 참조.

## 제6절 결론 및 제언

본 장에서 도달한 포괄적인 결론은 글로벌 금융의 효율성을 유지하는 측면에서 그리고 국민이 낸 혈세 측면에서, 미래의 위기를 비용 대비 효과적으로 관리하고 해결하려 한다면 위기에 의해 나타난 금융의 구조적 취약성은 GFA의 개혁을 요구한다는 것이다. 이를 위해 다른 무엇보다도 국가 차원에서의 개혁이 필요하다. 그러나 이러한 개혁이 글로벌 금융시스템의 안정성 강화에 기여할 가능성을 극대화시키기 위해서는 관련 국제기구, 특히 IMF와 FSB의 금융안정화 역할을 개별적으로 그리고 집단적으로 강화시켜야 한다. 보다 구체적으로 말하자면, IMF와 FSB는 다양한 부문에서 중첩된 위임 임무를 수행하기 위해 글로벌 금융시스템의 운용과 개혁에 있어 긴밀하게 협력하고 공동연구를 진행해야 한다.

국가의 감독과 규제를 대체하거나 이에 상당한 영향을 미칠 만큼 강력한 글로벌 금융 규제기관이 가까운 미래에 GFA에 등장할 것 같지는 않다. 특히 현재의 FSB 구성 현황과 입장을 보면, 가이트너 미국 재무장관이 발언한 바와 같이 FSB가 글로벌 경제 지배구조를 지탱하는 제4의 기둥이 될 상황은 아니다. FSB는 IMF와 협력하라는 요청을 받아왔고 IMF 역시 마찬가지이다. 상호 간에 협력이 강화될 것이 분명하고 두 기관 나름의 장점을 활용하게 될 것이다. FSB는 IMF와의 협력을 통해 글로벌 금융시스템의 이해관계자들에 대한 책임성과 투명성을 강화하게 될 것이다. IMF는 FSB와의 협력을 통하여 중앙은행과 감독·규제 당국의 보다 깊은 신뢰를 얻을 수 있고 이 과정을 통하여 정책결정조직에 영향력을 확대할 수도 있다.

IMF와 FSB의 활동이 중첩되는 부분이 있다 하더라도 상이한 임무를 위임받았기 때문에 더욱 철저히 분리시켜야 한다는 주장은 타당한가? 양 국제기구 사이의 협력을 강요하게 되면 책임감이 줄어들 우려가 있는가? 이 두 질문에 대한 대답은 '그렇다'이다. 그러나 금융위기로 인해 양 국제기구는 단독으로든 집단으로든 G-20 국가로부터 위임받은 대로 금융안정을 도모하도록 압박을 받았다고 본다. 더욱이 질투와 세력다툼

으로 점철된 구태의연한 모델로는 글로벌 금융시스템의 원활한 운영이라는 필요성에 부응할 수 없을 것이다.

IMF와 FSB는 별개의 기구이지만 금융부문의 안정화 활동은 보다 긴밀하게 연계되어 이루어져야 한다. 전체적인 목표는 IMF와 FSB가 서로 경합하고 거리를 두며 세력 다툼에 나서게 하는 것이 아니라 보다 밀접하게 연결시키는 것이어야 한다.

글로벌 금융시스템 개혁의 어려움을 감안하면 IMF는 거시적 경제·금융 안정성과 양자 간의 연계성, 거시경제정책이 글로벌 금융시스템에 미치는 영향에 초점을 두어야 한다. FSB는 금융기관의 안전성과 건전성 외에도 시스템상 금융안정성을 평가하고 모니터링하며 유지할 능력을 향상시키는 노력과 새로운 국제 규제·감독 기준의 적용을 지원하는 노력에 집중해야 한다. 이미 살펴본 바대로, 이 문제의 해결은 위기를 통해 규제·감독의 시스템설계에서 취약점을 드러낸 주요 금융중심지에서 특히 시급하다. 이에 따라 주요 책임은 주요 금융중심지에 맡겨졌고 해당 국가는 FSB를 통해 그리고 FSB와의 협력을 통해 보다 효과적인 규제·감독 협력체계, 기준과 규범 그리고 모범사례를 발전시켜 실행에 옮겨야 할 의무가 있다. 게다가 명시적으로 위임받은 사항은 아니지만 세계 안정을 수호하기 위해 독자적인 행동을 취하는 것이 효과적이지 않을 것 같은 지역에서 회원국 간의 개혁을 위한 조정활동을 촉진시키는 것 역시 FSB가 부여받은 중요한 임무이다.

이 점에 있어 가장 높은 성과를 거둘 것 같은 국제기준과 모범사례 분야는 아래와 같다.

- 금융기관의 자본, 유동성, 레버리지 기준
- 복잡한 국경 간 금융기관의 정리절차
- 정리절차를 제외한 금융기관의 구제활동
- 금융제도, 시장, 기관이 시스템적으로 중요한지 여부 결정

그러나 이 주요 분야는 상호작용하며 중복된다. IMF와 FSB는 국가의 정책과 우선순위에 영향을 미치기 위해 노력할 필요가 있다. 일반적으로 개혁 노력은 미래 위기의 발생을 예견하고 예방하며 일단 위기가 발생하면 해결할 능력을 향상시키는 데 목표가 있다.

FSB의 활동에서 자국의 이익을 우선시하는 것을 완화하기 위해 우리가 권고하는 바는, FSB의 회원인 국제기구, 특히 IMF에 권한을 부여해 과감하게 회원국 간의 대화를 촉구하도록 해 국가 차원의 개혁 노력과 정책의 초점을 글로벌 차원의 외부효과와 우선 사항에 맞추게 하는 것이다. 바로 이것이 2007~10년 글로벌 불균형 문제를 두고 중국, 미국, 유로존, 일본, 사우디아라비아와 다자간 협의회 활동을 가졌던 당초의 취지였다. IMF는 FSB의 심의라는 테두리 내에서 금융안정성을 도모할 수 있을 것 같다.[50]

변동성이 큰 자본흐름의 관리는 거시경제적, 규제적, 금융적 측면 등에서 어려움이 있기 때문에 이로 인해 전통적 강국과 보다 많은 참여를 요구하는 신흥경제국 간에 교섭의 여지와 기회가 생기게 된다. 이제 보다 잘 이해하게 된 바대로, 미시·거시 건전성정책은 변동성이 큰 자본흐름에 따른 리스크 관리에 도움을 줄 수 있고, 이를 통해 각국은 외환보유고의 수준을 높이는 값비싼 자기보험방식에 대한 의존도를 다소 낮출 수 있다. 이 주제는 IMF뿐만 아니라 FSB의 의제에도 포함되어야 한다(초기에는 FSB 의제에 포함되어 있었다).

이 점에 있어 IMF와 FSB는 대표성 문제를 해결해야 한다. 예를 들어, 위기 이전과 최근에 이루어진 개혁노력에서 유럽(스위스 포함)과 미국은 다른 국가들에 비해 우세한 영향력을 행사했다. 변동성이 큰 자본흐름과 새로운 주요 행위자(신흥경제국과 홍콩, 싱가포르와 같은 소형 금융중심지)의 등장으로 기존의 영향력 구조를 재조정할 필요가 있다. 기준을 훼손시키지 않으면서 관련 쟁점들을 포괄하고 대표하는 방향으로 균형을 다시 잡아야 한다.

이러한 제도적 지배구조의 개혁이 시급한 것은 오랜 세월에 걸쳐 경직화되어 버린 IMF이다. FSB의 경우도 당연한 수순으로 지배구조를 간소화해야 하는데, 예를 들어 유럽의 대표성을 대폭 통합해 IMF 이사회

50) 이와 같은 중재를 모든 사례에 적용해서는 안 된다. 일례로, 일부 쟁점의 주요 행위자들에 소수의 국가만 포함될 수도 있고, 중재자 등이 있거나 적극 개입한다고 해서 모든 과정이 제대로 진척될지도 알 수 없다. 바젤I의 자기자본기준은 BCBS가 문제 대처에 무능력함을 보인 후 미국과 영국 정부의 양자 간 협력을 바탕으로 마련되었다는 점을 상기하자.

와 국제통화금융위원회와 같은 지배구조에서의 대표성을 하나로 통합하는 것이다. 최근 위기를 겪으면서 상당한 진전을 거두었지만 FSB도 유럽의 금융 규제·감시 구조를 더욱 폭넓게 통합하는 것이 바람직할 것이다.

궁극적으로 FSB 내에 대표제도를 도입하는 방향으로 나아가는 것이 이상적이지만 G-20 정상과 재무장관, 중앙은행총재 집단 내에 그러한 시스템을 도입하려면 상당 시간이 걸릴 것이다. 이 사안은 G-20 국가가 현재 직면한 시급한 문제가 아니라고 생각한다.

회원 확대와는 별도로, FSF의 주요 사안은 다수의 비회원국을 효과적으로 참여시키고 이들이 SSB의 기준을 수용하고 FSF에 우호적으로 돌아서게 설득하는 일이다. 문턱을 낮추기 위해서는, FSF의 심의에서 합의에 도달하지 못했어도 그 사안과 이유 등을 정기적으로 공개해야 한다. FSB는 비회원국의 규제당국이 참석하는 지역 회의를 재개하고, 이들에게 정기적으로 FSB 회의와 논문, 성과를 위한 의제 관련 정보를 제공해야 한다. 이를 통해 비회원국은 합의 도출에 실패해 공개되지 않았던 FSB의 활동에 대해 알게 되고 도움을 받게 된다.

IMF도 이사회의 심의 역시 필요하고 가능한 수준보다 덜 공개되어 있다. 예를 들어, 이사회 수준의 내부 논의는 이사의 수가 '소수(a few)', '몇 명(some)', '많다(many)' 등으로 표현되어 국가의 입장을 확실하게 언급하지 않기 때문에 불투명하며, 결정이 이루어지기 전에는(예를 들어 쿼터 개혁) 발표하지 않는 문서도 많다.

IMF와 FSB의 각 회원 당국들의 역할은 균형을 이루어야 한다. IMF 내에서 글로벌 위기는 재무장관과 중앙은행 상호 간의 역할에 영향을 미쳤다. 특히 IMF는 거시경제·금융의 안정을 동시에 달성하고 보장하는 데 있어 상호 연계성과 정책적 어려움 때문에 중앙은행과의 협력을 강화할 필요가 있고 이는 중앙은행도 마찬가지이다. 금융위기에서 드러난 바와 같이, 가격 안정화나 거시경제적 안정화 등만 추구하며 맹목적으로 중앙은행의 독립성을 방어하는 것은 금융안정성을 회복하거나 추구하기 위해 거시경제적 수단에 의존해야 하는 상황과는 제도적으로나 분석적으로 조화를 이루기 어렵다. 부조화 정도는 특정한 중앙은행이 위임받은 책무에 달려 있겠지만 가격 안정에만 집중하거나 최우선순위

를 두는 중앙은행은 비판을 받을 가능성이 높다. 과거의 관행과 달리 IMF 운영진과 직원은 FSB를 활용하여 중앙은행과 이 문제를 해결하기 위해 집단적으로 협력해야 한다. 왜냐하면 이 일을 수행할 수 있는 정기적 포럼은 FSB 외에는 없기 때문이다.

FSB와 IMF의 임무와 위임 책임이 겹치는 부분이 있음을 인정하고 서로의 협력을 긴밀하게 도모하기 위해서는 현재 사실상 존재하는 FSB의 보고체계를 형식화할 것을 권고한다. 현재 FSB는 IMF의 국제통화금융위원회와 G-20 국가의 정상과 재무장관, 중앙은행총재에게 보고한다.[51] 이는 FSB의 정당성에 관한 우려를 해소시키는 데 도움이 될 것이다. 또한 IMF에 국제통화금융위원회를 통해 FSB가 특정 주제를 고려하고 이에 대한 보고를 하도록 요구할 '권한'을 주는 방안을 강력히 권고한다. 현재 G-20 국가들은 FSB를 통해 IMF에게 특정 주제를 고려해 처리해 줄 것을 요구하고 있다.

IMF가 각국 금융시스템과 글로벌시스템을 보다 효과적으로 감독하려면, 관련 분야의 내부 전문가와 자원을 보강할 필요가 있다. 또한 FSB 사무국의 가용 자원을 늘려 상임 전문 인력을 보강해야 한다고 생각한다. 간단히 말해, 회원의 지원을 받아 운영되는 사무국에 자원을 보강하여 사무국이 주요 분야에서 FSB 자체 분석력을 토대로 활동하는 데 기여하도록 한다. IMF 직원들의 활동과 중복된 활동을 해야 하는 위험도 감수할 만한 것이라고 생각한다. IMF와 FSB 모두 향후 기관의 활동을 평가할 독립적인 전문가 패널을 활발하고, 지속적으로 운영하는 것도 고려해야 한다. 이는 규제·감독 당국과 기관이 포섭되는 문제를 해결하는 데 도움이 될 것이다.

장기적으로 보았을 때, FSB 사무국이 IMF의 후원을 받도록 하는 방안도 고려 대상이 될 수 있다. 이를 위해서는 G-20나 IMF 상임이사회, G-20 대표들의 상호작용과 운영방식 등에 대한 명확한 이해가 필요할 것이다. 더불어 IMF가 FSB의 회원으로서 FSB의 활동에 기여하는 수준을 넘어서, FSB가 기관 활동을 위해 IMF의 인력 자원을 어느 정도로 활

51) FSB의 전신인 FSF와 관련하여 나온 De Larosiere(2009, p.61)의 제언에 대해서는 필자들도 동의하는 바이다.

용할 것인지에 대한 지침과 이해가 필요할 것이다.[52]

FSB는 상임위원회와 실무작업반에 대하여, 선진국과 다른 회원국 출신으로 구성된 이중 의장 시스템을 도입해야 한다. 이 시스템은 세계화의 흐름을 거스르기 때문에 영구히 지속시켜서는 안 되지만, 향후 5~10년 동안은 유지하는 것이 바람직하다.

GFA를 구성하는 기관과 국가들 내에서는 정책적 과제가 국제정책 결정과 조정, 운영을 결정짓기도 한다. 일례로, EU와 미국은 모두, 국제적 또는 세계적 합의와 협약이 효과적이어야 하고, SIFI의 국가 간 감독과 정리절차, 장외파생상품시장과 같이 공정경쟁기반이 달성되어야 하는 부문에서 개혁이 이루어지길 간절히 바라고 있다. 동시에 금융의 세계화 때문에 IMF와 FSB의 협력을 토대로 세계 공조를 더욱 강화하지 않는다면, EU와 미국은 많은 부문에서 원하는 개혁을 달성하지 못할 것이다.

단체 행동의 잠재적 이득을 달성할 수 있는 유일한 방법은 보다 긴밀하게 조율된 정책 개발·실행을 위한 환경을 구축하는 일이다. 이를 위해서는 국가 간 상호 협력(give-and-take)이 대폭 확대되고 GFA 내에서 IMF와 FSB의 역할이 강화되어야 할 것이다. 이러한 방향 재정립을 통해 집단적으로 그리고 공평하게 글로벌 금융시스템을 위한 글로벌 공공재라는 이득을 창출하고 관리하며 획득하기 위해 애쓰게 될 것이다. 금융안정화를 보장하려는 국제적 차원·글로벌 차원의 집단행동은 금융안정화라는 목표를 공유하는 것에서 시작되어야 한다.

52) IMF의 새로운 수입 모델은 대출 의존도를 줄이고 금을 매각한 수익금을 투자한 수입을 이용할 수 있기 때문에 이러한 우려를 어느 정도 불식시킬 수 있다. IMF는 보다 다양한 공공재를 제공할 수 있는 입장이다.

# 참 고 문 헌


Ashcraft, Richard(ed.), *John Locke: Critical Assessments*, London: Routledge, 1991.

Blanchard, Olivier and Gian Maria Milesi-Ferretti, *Global Imbalances: In Midstream?* IMF Staff Position Note SPN/09/29, December 2009. Available at www.imf.org.(Accessed July 24, 2010)

Brunnermeier Markus, Andrew Crockett, Charles A. Goodhart, Avinash Persaud, and Myun Song Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, 2009.

Bryant, Ralph C., *Governance Shares for the International Monetary Fund: Principles, Guidelines, Current Status*, Washington: Brookings Institution, 2010. Available at www.brookings.edu.(Accessed July 22, 2010)

Caprio, Gerard, Jr., Asli Demirguc-Kunt, and Edward J. Kane. *The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons not Scapegoats*, Paolo Baffi Centre Research Paper Series No. 2009-49, 2009.

Carmassi, Jacopo, Daniel Gros, and Stefano Micossi, *The Global Financial Crisis: Causes and Cures*, Journal of Common Market Studies 47, No. 5, 2009, pp. 977~996. http://www3.interscience.wiley.com/cgibin/fulltext/122655214/PDFSTART

Committee on Capital Markets Regulation, *The Global Financial Crisis: A Plan for Regulatory Reform*, May 2009.

Davies, Howard and David Green, *Global Financial Regulation: The Essential Guide*, Cambridge, MA: Polity, 2008.

De Larosiere, Jacques, *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, February 25, 2009. Available at http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (Accessed August 1, 2010)

Elson, Anthony, *The Current Financial Crisis and Reform of the Global Financial Architecture*, The International Spectator 45, No. 1, March 2010, pp.17~36.

European Central Bank, "Special Feature A: Identifying Large and Complex Banking Groups for Financial Stability Assessment," *Financial Stability Review*, Frankfurt: European Central Bank, December, 2006.

European Central Bank, "Box 10: Special Feature A: Identifying Large and Complex Banking Groups for Financial Stability Assessment－An Update," *Financial*

*Stability Review*, Frankfurt: European Central Bank, December 2007.

European Central Bank, *Financial Stability Review*, Frankfurt: European Central Bank, December 2008.

European Commission, *The Presidency Conclusions of the Council of the European Union*, June 19, 2009.

Federal Reserve Bank of Cleveland, *What To Do about Systemically Important Financial Institutions*, 2009. Available at http://www.clevelandfed.org/research/topics/finstability/three_tier_risk/print_story.cfm.

Fischer, Stanley, *Preparing for Future Crises. Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Conference Financial Stability and Macroeconomic Policy*, 2009. Available at www.kansascityfed.org.(Accessed July 25, 2010)

FSB(Financial Stability Board), *Enhancing Market and Institutional Resilience*, 2008. Available at www.financialstabilityboard.org.

FSB(Financial Stability Board), *Financial Stability Board Charter*, 2009. Available at www.financialstabilityboard.org.(Accessed July 23, 2010)

FSB(Financial Stability Board), *Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions: Interim report to G-20 Leaders*, 2010. Available at http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100627b.pdf

FSB(Financial Stability Board), IMF(International Monetary Fund), and BIS(Bank for International Settlements), *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Report to G-20 Finance Ministers and Governors by the staffs of the IMF and BIS, and the Secretariat of the Financial Stability Board*, October 2009, available at: http://www.financialstabilityboard.org.

Goldstein, Morris and Véron, Nicolas, "Too Big to Fail: The Transatlantic Debate," Working Paper 11-2, Peterson Institute for International Economics, Jan. 2011.

G-10(Group of Ten), *Recent Developments in International Interbank Relations*(the Promisel Report), 1992.

G-10(Group of Ten), *Report on Consolidation in the Financial Sector*(Ferguson Report), 2001. Available at www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/index.htm.

G-20(Group of Twenty), *Declaration on Strengthening the Financial System*, April 2009.

G-20(Group of Twenty), *The G-20 Toronto Summit Declaration*, June 27, 2010. Available at www.G-20.utoronto.ca.(Accessed July 26, 2010)

Group of Thirty, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, January 2009.

Garber, Peter, Comments on paper by Garry Schinasi, *US and EU Reform Efforts in Improving the Management of Systemic Financial Risk*, prepared for conference "An Ocean Apart? Comparing Transatlantic Responses to the Financial Crisis" Rome, Italy, September 2009.

Geithner, Timothy F., *Press Briefing on the G-20 Meeting*, Pittsburgh, September 24, 2009. Available at www.ustreas.gov.(Accessed July 31, 2010)

Giavazzi, Francesco and Alberto Giovannini, "Central Banks and the Financial System," National Bureau of Economic Research Working Paper 16228, July 2010. Available at www.nber.org/papers/w16228.(accessed July 25, 2010)

Giovannini, Alberto, *Financial System Reform from First Principles*, Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 45, January 2010.

Gold, Joseph, *Legal and Institutional Aspects of the International Monetary Fund*, Washington: International Monetary Fund, 1981.

Gorton, Gary B., *The Panic of 2007*, NBER Working Paper 14358, September 2008.

Gorton, Gary B., *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Financial Panic of 2007*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta's Financial Market Conference, May 2009.
http://www.frbatlanta.org/news/CONFEREN/09fmc/gorton.pdf

Griffith-Jones, Stephany, Eric Helleiner, and Ngaire Woods, *The Financial Stability Board: An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance?* Waterloo, Canada: Center for International Governance Innovation, 2010. Available at www.cigionline.org. (Accessed July 26, 2010)

Hacche, Graham, *The IMF Staff's View of the World: The World Economic Outlook*, Chapter 10 in Successes of the International Monetary Fund: Untold Stories of Cooperation at Work (eds.), Eduard Brau and Ian McDonald, London: Palgrave Macmillan, 2009.

Hanson, Samuel, Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein, "A Macroprudential Approach to Financial Regulation," Draft prepared for publication in the Journal of Economic Perspectives, July 2010.

Helleiner, Eric, *The Financial Stability Board and International Standards*, The Centre for International Governance Innovation G-20 Papers, No. 1, June 2010.

Herrmann, Sabine and Dubravko Mihaljek, "The Determinants of Cross-Border Bank Flows to Emerging Markets: New Empirical Evidence on the Spread of

Financial Crises," BIS Working Paper 315, July 2010. Available at www.bis.org.(Accessed on July 30, 2010)

IMF(International Monetary Fund), *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, 2009. Available at www.imf.org.

IMF(International Monetary Fund), *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector*, Final Report by the IMF staff to G-20, June 2010a. Available at www.imf.org. (Accessed August 1, 2010)

IMF(International Monetary Fund), *How Did Emerging Markets Cope in the Crisis? Paper prepared by the Strategy, Policy, and Review Department*, June 15, 2010b. Available at www.imf.org.(Accessed July 26, 2010)

IMF(International Monetary Fund), *Resolution of Cross-Border Banks: A Proposed Framework for Enhanced Coordination*, Paper Prepared by the Legal and Monetary and Capital Markets Department, June 11, 2010c. Available at www.imf.org(accessed August 24, 2010).

Issing Committee, *New Financial Order*, February 2009.

Kodres, Laura and Aditya Narain, *Redesigning the Contours of the Future Financial System*, IMF Staff Position Note SPN/10/10, August 16, 2010. Available at www.imf.org.(accessed August 24, 2010)

Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, "The Cross-Country Incidence of the Global Crisis," IMF Working Paper WP/10/171, July 2010. Available at www.imf.org.(Accessed July 27, 2010)

Levine, Ross, "The Sentinel: Improving the Governance of Financial Policies," in Asli Demirguc-Kunt, Douglas D. Evanoff, and George G. Kaufman (eds.), *The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?* World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, New Jersey, 2010.

McGuire, Patrick and Gotz von Peter, "The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response," BIS Working Paper 219, October 2009. Available at www.bis.org.(Accessed on July 30, 2010)

Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes," Paper Delivered at Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, October 18~20, 2009. http://www.frbsf.org/economics/conferences/aepc/2009/09_Obstfeld.pdf

Rottier, Stephane and Nicolas Veron, *Not All Financial Regulation Is Global*, Bruegel Policy Brief 2101/07, August 2010. Available at www.bruegel.org. (accessed August 30, 2010)

Schinasi, Garry J., *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, Washington: International Monetary Fund, 2006.

Schinasi, Garry J., "Causes and Conditions for Cross-Border Threats to Financial Stability," in George G. Kaufman *et al.* (eds.), *Cross-Border Banking and National Regulation*, London: World Scientific Publishing Company, 2007.

Schinasi, Garry J., "US and EU Reform Efforts in Improving the Management of Systemic Financial Risk," Paper Prepared for Conference 'An Ocean Apart? Comparing Transatlantic Responses to the Financial Crisis' Rome, Italy, September 2009a.

Schinasi, Garry J., *More Than One Step Necessary to Financial Stability*, Bruegel Policy Brief ISSUE 2009/06, October 2009b.

Schinasi, Garry J., "The Changing Nature of Systemic Risk," in David Mayes, Robert Pringle, and Michael Taylor (eds.), *Toward a New Framework for Financial Stability*, Central Banking Publications, 2009c.

Schinasi, Garry, J., Sean Craig, Burkhard Drees, and Charles Kramer, *Modern Banking and OTC Derivatives: The Transformation of Global Finance and Its Implications for Systemic Risk*, Occasional Paper 203, Washington: International Monetary Fund, 2000.

Thomson, James B., *On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation*, Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Paper 27, August 2009. Available at www.clevelandfed.org/research/policydis/pdp27.cfm.

Tietmeyer, Hans, *International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance*, 'Tietmeyer Report,' February 11, 1999. Available at www.financialstabilityboard.org.(Accessed July 22, 2010)

Truman, Edwin M., *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington: Peterson Institute for International Economics, 2003.

Truman, Edwin M., "Rearranging IMF Chairs and Shares: The Sine Qua Non of IMF Reform," Chapter 9 in Edwin M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington: Peterson Institute for International Economics. 2006a.

Truman, Edwin M., *A Strategy for IMF Reform*, Washington: Peterson Institute for International Economics, 2006b.

Truman, Edwin M., "On What Terms Is the IMF Worth Funding? Peterson Institute for International Economics," Working Paper WP 08-11, December 2008.

Truman, Edwin M., *The Global Financial Crisis: Lessons Learned and Challenges for Developing Countries*, June 2009. Available at www.piie.com.

Truman, Edwin M., *Dealing with Volatile Capital Flows: The Case for Collective Action*, May 2010a. Available at www.iie.com/realtime/?p=1593.

Truman, Edwin M., "The G-20 and International Financial System Governance," Paper Prepared for Conference on Reshaping Global Economic Governance and the Role of Asia in the G-20, Seoul Korea, Peterson Institute for International Economics, October 26~27, 2010b.

Truman, Edwin M., *The IMF and Regulatory Challenges*, The International Spectator 45, No. 1, 2010c, pp.37~58.

UK Financial Services Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March 2009.

UK Treasury, *Reforming Financial Markets*, July 2009.

US Treasury, *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*, 2009. Available at www.financialstability.gov/roadtostability/regulatoryreform.

Zahler, Roberto, "The FSB: Macroprudential and Counter-Cyclical Regulation," in Stephany Griffith-Jones, Eric Helleiner, and Ngaire Woods (eds.), *The Financial Stability Board: An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance?* Waterloo, Canada: Center for International Governance Innovation, 2010. Available at www.cigionline.org.(Accessed July 26, 2010)

Visco, Ignazio, *Global Imbalances in the Financial Crisis and the International Monetary System*, December 4, 2009. http://www.bis.org/review/r091211d.pdf

■ ABSTRACT

# Setting the New Paradigms for the Financial Industry and Regulation

*edited by*
Taehoon Youn and Seok-Kyun Hur

The turmoil triggered by the U.S. financial market in July 2007 spread fast around the world, plunging the global financial system into chaos. All nations, consequently, have been experiencing devastating panic due to following economic recessions and rising unemployment rates, though in different degrees.

The collapse of several world renowned financial institutions exacerbated the uncertainty over the market conditions and future outlook, and the insufficient transparency in the financial markets which unfolded in the midst of the crisis development impaired further the yet remaining little trust in the markets. In addition, the "flight to quality" triggered by the downfall of financial markets in developed economies detonated the drastic credit crunch in developing countries especially centering on foreign exchange. These, combined with gloomy economic outlook, caused stifling exchange and interest rate hikes as well as sudden stock market crashes. This was the economic calamity faced by developing countries regardless of their extent to exposure to direct financial losses. The next round came from the trade side, where exports of most countries (if not all) dropped rapidly as recessions in developed countries became materialized and prolonged. Therefore, it was inevitable for most of the world economies to suffer recession as well as to adjust employment.

Governments, regulatory authorities, and academia around the world after experiencing first-handedly the detriments of the recent crisis on the economy,

have launched comprehensive discussions on various levels and extent with an aim remedy the defects and weaknesses in the current financial systems (i.e. financial institutions, markets, regulations, policies, infrastructure, etc.) that were exposed during the unfolding of the crisis. At the center of such discussion lies the consensus on the need for a drastic diversion from the current prevailing deregulatory trend conformed by most countries since the late 1980s.

Before the crisis, the general knowledge was that competition and risk-sharing are the essences of the financial markets and that minimum amount of regulation will suffice to reach safe and stable financial system. However, the recent turmoil proved that competition alone will not solve the problem of information asymmetry and that aggregate or systemic risk still exists in financial markets gathering consensus on the necessity of additional supervision on these particular issues.

In other words, recent debates concerning financial institutions are premised on the fact that pertinent supervision was not practiced and that existing regulatory measures are not enough. Thus, the focus is that there is a need to divert the current deregulation trend so that the crisis which we face today will not repeat in the future. Under such context, this collective work of 10 chapter aims to outline the trends of global discussions on the new paradigm for financial regulations.

It should also be noted, however, that the discussions so far have not dealt with the issues of customizing new regulatory order to the context of each nation. Recognizing this, the study takes a step further from the existing discussions to develop regulatory reform agendas that encompass the distinctive characteristics of Korea, in cluding its financial environment and (historical) development path.

# KDI 硏究報告書 案內

## ■ 연구총서

| | | |
|---|---|---|
| 1. | 韓國「인플레이션」의 原因과 그 影響 | 金光錫 |
| 2. | 穀價政策의 計劃化－次善의 穀價政策 | 文八龍 |
| 3. | 韓國農業의 成長(1918~1971) | 潘性紈 |
| 4. | 韓國家計의 貯蓄行態 | 金光錫 |
| 5. | 農産物價格分析論－理論과 政策 | 文八龍<br>柳炳瑞 |
| 6. | TRADE AND DEVELOPMENT IN KOREA | 洪元卓<br>A.O. 크루거 編 |
| 7. | SOCIAL SECURITY IN KOREA | 朴宗淇 |
| 8. | PUBLIC ENTERPRISE AND ECONOMIC DEVELOPMENT: THE KOREAN CASE | L.P. Jones |
| 9. | 韓國의 外換·貿易政策 | 金光錫<br>L.E. 웨스트팔 |
| 10. | FACTOR SUPPLY AND FACTOR INTENSITY OF TRADE IN KOREA | 洪元卓 |
| 11. | 勞動供給과 失業構造 | 金秀坤 |
| 12. | 韓國의 鐵鋼需要分析 | 宋熙秊 |
| 13. | 韓國鐵鋼工業의 成長 | 金胤亨 |
| 14. | PLANNING MODEL AND MACROECONOMIC POLICY ISSUES | 金迪敎 編 |
| 15. | INDUSTRIAL AND SOCIAL DEVELOPMENT ISSUES | 金迪敎 編 |
| 16. | 韓國의 人口問題와 對策 | 金善雄 編 |
| 17. | 韓國電力需要 및 價格의 分析 | 張榮植 |
| 18. | 市場構造와 獨寡占規制 | 李奎億 |
| 19. | 賃金과 勞使關係 | 金秀坤 |
| 20. | 韓國의 人口와 人口政策 | 洪思媛 |
| 21. | TRADE, DISTORTIONS AND EMPLOYMENT GROWTH IN KOREA | 洪元卓 |

| | |
|---|---|
| 22. 成長과 構造轉換 | 金光錫<br>M. 로머 |
| 23. 韓國의 綜合輸送體系 | 林浩奎 |
| 24. 韓國企業의 財務行態 | 南相祐 |
| 25. 韓國經濟의 高度成長要因 | 金光錫<br>朴埈卿 |
| 26. COMMUNITY DEVELOPMENT AND HUMAN REPRODUCTIVE BEHAVIOR | 洪思媛 |
| 27. 農業投資分析論 | 文八龍<br>林栽煥 |
| 28. 纖維·電子工業의 特性과 需給構造 | 金榮奉 |
| 29. 鐵鋼工業의 特性과 受給構造 | 南宗鉉 |
| 30. 韓國의 所得分配와 決定要因(上) | 朱鶴中 編 |
| 31. 韓國의 國土·都市·環境－問題와 對策 | 宋丙洛 編 |
| 32. 韓國의 保健財政과 醫療保險 | 朴宗淇 |
| 33. 石油化學工業의 現況과 展望 | 具本英 |
| 34. 成長과 都市化問題 | 宋丙洛<br>M.S. 밀즈 |
| 35. 韓國의 流通經濟構造 | 林浩奎 |
| 36. 韓國工業化패턴과 그 要因 | 金光錫 |
| 37. 保健醫療資源과 診療生活圈 | 延河淸<br>金學泳 |
| 38. 韓國의 敎育과 經濟發展 | 金榮奉<br>N.F. 맥긴 |
| 39. 貿易·外援과 經濟開發 | A.O. 크루거 著<br>田英鶴 譯 |
| 40. MACROECONOMIC AND INDUSTRIAL DEVELOPMENT IN KOREA | 朴宗淇 編 |
| 41. HUMAN RESOURCES AND SOCIAL DEVELOPMENT IN KOREA | 朴宗淇 編 |
| 42. KOREAN REGIONAL FARM PRODUCT AND INCOME: 1910~1975 | A. Keidel |
| 43. 韓國의 農村開發 | 文八龍<br>潘性紈<br>D.H. 퍼킨스 |
| 44. 需給構造와 物價政策 | 李 烋 |

| | |
|---|---|
| 45. 經濟開發과 政府 및 企業家의 役割 | 司空 壹<br>L.P. 존스 |
| 46. PRIMARY HEALTH CARE IN KOREA | 延河淸 |
| 47. 韓國 經濟·社會의 近代化 | 金滿堤<br>E.S. 메이슨 |
| 48. 輸出主導型 成長經濟의 外換政策 | 李天杓 |
| 49. 韓國의 所得分配와 決定要因(下) | 朱鶴中 |
| 50. 國民經濟와 福祉年金制度 | 延河淸<br>閔載成 |
| 51. 技術革新의 過程과 政策 | 金仁秀<br>李軫周 |
| 52. 韓國의 經濟開發과 人口政策 | R. 레페토<br>金善雄 |
| 53. 韓國의 金融發展: 1945~80 | D.C. 콜<br>朴英哲 |
| 54. 韓國의 賃金構造 | 朴烜求<br>朴世逸 |
| 55. SOURCES OF ECONOMIC GROWTH IN KOREA: 1963~1982 | 金光錫<br>朴埈卿 |
| 56. 轉換期의 韓國經濟와 金融政策 | 金重雄<br>南相祐 |
| 57. 北韓의 經濟政策과 運用 | 延河淸 |
| 58. 地方財政調整制度와 財源配分 | 李啓植 |
| 59. 벤처캐피탈의 役割과 課題 | 姜文秀 |
| 60. 家計貯蓄과 租稅政策 | 李啓植 |
| 61. 韓國의 公企業管理政策 | 宋大熙 |
| 62. 韓國經濟의 歷史的 照明 | 具本湖 編 |
| 63. 分配不均等의 實態와 主要政策課題 | 權純源<br>高日東 外 |
| 64. 韓國 財閥部門의 經濟分析 | 丁炳烋<br>梁英植 |
| 65. 市場去來의 規制와 競爭政策 | 申光湜 |
| 66. 企業結合－經濟的 效果와 規制 | 李奎億<br>朴炳亨 |
| 67. 技術革新의 經濟分析: 革新의 經濟成果 提高를 위한 國家戰略의 摸索 | 成素美 |

## ■ 단행본

| | | |
|---|---|---|
| 韓國의 市場開放政策 | 左承喜 | |
| 산업지원정책: 국제규범과 국내정책의 개편 | 성소미 | 외 |
| 정부혁신: 선진국의 戰略과 敎訓 | 이계식<br>문형표 | 편 |
| 글로벌 경쟁시대의 한국 기업소유지배구조 | 이영기 | |
| 創業支援金融制度의 發展方案 | 이덕훈 | 외 |
| 아래로부터의 정부개혁 | 이계식<br>고영선 | 편 |
| Accounting for Rapid Economic Growth in Korea, 1963~1995 | 김광석<br>홍성덕 | |
| 한반도 통일시의 경제통합전략 | 전홍택<br>이영선 | 편 |
| 남북한 경제통합의 새로운 접근방법: 독일식 통일의 문제점과 극복방안 | 고일동 | 편 |
| 經濟危機 克服을 위한 財政改革(1997年度 國家豫算과 政策目標) | 이계식<br>황성현 | 편 |
| 農業改革 | 薛光彦 | |
| 한국의 소액주주권 | 강명헌 | |
| 韓國實學과 經濟倫理 | 林元澤 | |
| 재벌, 과연 위기의 주범인가: 위기 이후 재벌정책의 평가와 과제 | 유승민 | |
| 經濟政策決定論: 최선의 과정은 있는 것인가? | M. Destler 著<br>玄昨錫 譯 | |
| 교원보수의 경제분석과 정책개혁 | 이주호<br>유경준<br>한유경 | |
| 고용창출에 관한 연구 | 유경준 | 편 |
| 재정운용의 현안과제와 개선방향(2000년도 국가예산과 정책목표) | 문형표<br>고영선 | 편 |
| 재정적자와 국민경제(1999년도 국가예산과 정책목표) | 문형표<br>고영선 | 편 |
| 한국의 벤처: 평가와 전망 | 성소미 | |
| 經濟社會 與件變化와 財政의 役割(2001年度 國家豫算과 政策目標) | 姜文秀<br>李惠薰 | 編 |

## ■ 연구보고서

| | | |
|---|---|---|
| 第71－01卷 | 企業整理에 대한 意見 | 金滿堤 |
| 第71－02卷 | 金利引下의 可能性 | 金滿堤 |
| 第71－03卷 | 農業開發戰略과 米穀需給政策의 評價 | 金滿堤 |
| 第72－01卷 | 總資源豫算을 위한 成長戰略(1972～73年) | KDI |
| 第72－02卷 | 새 政策의 選擇을 위한 決斷 | 金滿堤 |
| 第72－03卷 | 1973年度 豫算規模의 計測 | 朴宗淇<br>金完淳 |
| 第72－04卷 | 開館紀念 심포지움 發表論文集 | KDI |
| 第72－05卷 | 韓國經濟 安定化를 위한 提言 | 下村治 |
| 第72－06卷 | 成長과 安定政策에 관한 硏究 | KDI |
| 第72－07卷 | 長短期計劃을 위한 諸模型(잠정) | 金榮奉 外 |
| 第73－01卷 | 主要原資材에 대한 國際市場 分析과 價格展望 | KDI |
| 第73－02卷 | 社會保障年金制度 改善을 위한 方案 | 朴宗淇<br>金大泳 |
| 第73－03卷 | 韓國經濟의 産業聯關分析 | 宋丙洛 |
| 第73－04卷 | 主要穀物의 國際需給事情과 價格動向 | KDI |
| 第73－05卷 | 우리나라 敎育投資의 經濟的 價値分析 | 南祐鉉<br>鄭暢泳 |
| 第73－06卷 | 우리나라 交通計劃과 政策 | 宋丙洛 |
| 第74－01卷 | 政府 主要農産物 備蓄事業效果分析 | 文八龍<br>柳炳瑞 |
| 第74－02卷 | 輸出 100億弗 目標와 歐洲市場展望 | 洪元卓 外 |
| 第74－03卷 | 重化學工業推進을 위한 國家持株會社의 活用方案 | 司空壹 外 |
| 第74－04卷 | 公企業 任員의 社會的 背景 | 兪 昶 |
| 第75－01卷 | 豫算制度 改善에 관한 硏究 | 金迪敎 |
| 第75－02卷 | 서울市內 生産 및 所得推計(1973) | 金大泳 |
| 第75－03卷 | 우리나라 商品輸出의 長期展望(1973～81) | 宋熙秊 外 |
| 第75－04卷 | 우리나라 敎育의 需要形態 및 經濟成長 寄與分析 | 金榮奉 |
| 第75－05卷 | 우리나라 人口의 推計(1960～2040) | 金大泳 |

| | | |
|---|---|---|
| 第75－06卷 | 鐵鋼景氣의 測定分析과 豫測模型 | 金胤亨 |
| 第75－07卷 | 鐵鋼産業의 景氣와 長期需要展望 | 宋熙秉 |
| 第75－08卷 | 서울市內 生産 및 市民分配所得(1974) | 金大泳<br>洪性德 |
| 第75－09卷 | 韓國製造業의 賃金隔差構造 | 金光錫 外 |
| 第75－10卷 | 韓國 首都圈의 空間經濟分析 | 宋丙洛 |
| 第75－11卷 | 韓國 에너지産業의 需要分析과 豫測 | 金胤亨<br>金炳穆 |
| 第75－12卷 | 우리나라 貿易構造의 推定(1977～86) | 洪元卓 |
| 第75－13卷 | 內國稅의 稅目別 稅收豫測方法 | 朴宗淇 |
| 第75－14卷 | 纖維工業의 成長過程과 生産構造 | 金榮奉 |
| 第76－01卷 | 우리나라 人口移動의 特徵(1965～70) | 金大泳<br>李孝求 |
| 第76－02卷 | 長期雇傭 및 技術人力計劃 | 金秀坤 |
| 第76－03卷 | 서울市內 生産 및 市民分配所得(1975) | 金大泳<br>洪性德 |
| 第77－01卷 | 農家所得의 決定要因 分析 | 姜奉淳<br>文八龍 |
| 第77－02卷 | IBRD借款 中規模 水利事業 評價分析 | 文八龍<br>柳炳瑞 |
| 第78－01卷 | 1968～73년 韓國鑛工業 産業資本스톡推計 | 朱鶴中 |
| 第78－02卷 | 合板工業의 成長 | 宋熙季<br>孫炳岩 |
| 第79－01卷 | 우리나라 製造業의 生産性分析(1966～75) | 金迪敎<br>孫讚鉉 |
| 第79－02卷 | 輸送部門의 投資事業審査指針 | 鄭丙壽 |
| 第79－03卷 | 韓國海外移民硏究 | 洪思媛<br>金思憲 |
| 第79－04卷 | 石油化學工業의 長期展望 | 金浩卓 |
| 第79－05卷 | 韓國의 育兒費와 出産力 | 具成烈 |
| 第79－06卷 | 韓國機械工業의 構造와 展望 | 金迪敎 編 |
| 第79－07卷 | 韓國의 칼라TV工業 | 金榮奉 |
| 第79－08卷 | 韓國經濟의 短期豫測模型 | 李天杓 |
| 第79－09卷 | 韓國의 輸入構造 및 輸入政策 | 徐錫泰 |

| | | |
|---|---|---|
| 第80－01卷 | 水資源・工業團地造成部門의 投資事業審査分析 | 林 栽 煥 |
| 第80－02卷 | 인플레와 企業成長能力 | 張 榮 光 |
| 第80－03卷 | 農業機械化의 政策課題 | 文 八 龍 |
| 第80－04卷 | 産業別 投入係數의 變化와 推定 | 金 圭 洙 |
| 第80－05卷 | 韓國의 自動車工業 | 李 徹 熙 |
| 第80－06卷 | 農業機械化의 投資效果分析 | 林 栽 煥 |
| 第81－01卷 | 社會保障制度改善을 위한 硏究報告書 | 朴 宗 淇 外 |
| 第81－02卷 | 韓國金屬工業의 展望과 政策課題 | 南 宗 鉉 編 |
| 第81－03卷 | 自動車工業의 發展方向과 政策 | 金 榮 奉 |
| 第81－04卷 | 福祉社會의 人力政策과 職業安定 | 金 秀 坤 外 |
| 第81－05卷 | 固體廢棄物 管理現況과 改善方案 | 鄭 文 植 |
| 第81－06卷 | 5次計劃을 위한 都市化問題의 硏究 | 宋 丙 洛 |
| 第81－07卷 | 韓國製造業의 産業集中分析 | 李 奎 億<br>徐 鎭 敎 |
| 第81－08卷 | 農業信用事業의 經濟性分析 | 林 栽 煥 |
| 第81－09卷 | 韓國 資本主義經濟體制 發展을 위한 硏究 | 黃 秉 泰 |
| 第81－10卷 | 韓國의 産業誘因政策과 産業別 保護構造分析 | 南 宗 鉉 |
| 第81－11卷 | 對外去來自由化와 韓國經濟 | 金 重 雄 |
| 第81－12卷 | 景氣綜合指數作成에 관한 硏究報告書 | 徐 相 穆 編 |
| 第81－13卷 | 貧困의 實態와 零細民對策 | 徐 相 穆 外 |
| 第82－01卷 | 糧政轉換을 위한 食糧安保備蓄制度 | 柳 炳 瑞 |
| 第82－02卷 | 名目 및 實效保護率 構造의 長期的 變化 | 金 光 錫<br>洪 性 德 |
| 第82－03卷 | 韓國製造業의 産業別 生産構造 | 金 栽 元 |
| 第82－04卷 | 勞使關係 事例硏究 | 金 秀 坤 外 |
| 第82－05卷 | 國家豫算과 政策目標(1982年度) | 朴 宗 淇<br>李 奎 億 |
| 第82－06卷 | 1960～77년 韓國産業資本스톡推計 | 朱 鶴 中 外 |
| 第82－07卷 | 農外所得增大를 위한 綜合對策 | 柳 炳 瑞 外 |
| 第82－08卷 | 主要農業政策 改善方案 | 柳 炳 瑞 外 |

| | | |
|---|---|---|
| 第82－09卷 | 産業政策의 基本課題와 支援施策의 改編方案 | 楊秀吉 |
| 第83－01卷 | 醫療保險의 政策課題와 發展方向 | 延河清 外 |
| 第83－02卷 | 世界經濟環境變化와 當面課題 | 金重雄 |
| 第83－03卷 | 勞使關係 政策課題와 方向 | 金秀坤 編 |
| 第83－04卷 | 80年代 勞使關係發展을 위한 懇談會 報告書 | KDI |
| 第83－05卷 | 勞使協議制 硏究 | 朴世逸 外 |
| 第83－06卷 | 都給組織의 現況 및 都給去來의 增進方案 | 金栽元 |
| 第83－07卷 | 國家豫算과 政策目標(1983年度) | 崔 洸 編 |
| 第83－08卷 | 短期金融市場의 當面課題와 發展方向 | 李德勳 |
| 第83－09卷 | 經濟安定化政策과 企業經營의 改善 | 洪炳裕 |
| 第83－10卷 | 都市行政의 發展的 機能과 改善方向 | 黃仁政 |
| 第84－01卷 | 韓國稅制의 主要政策課題와 改善方向 | 崔 洸 編 |
| 第84－02卷 | 退職金制度의 問題點과 改善方向 | 閔載成 外 |
| 第84－03卷 | 國家豫算과 政策目標(1984年度) | 金重雄<br>崔 洸 |
| 第84－04卷 | 金融國際化의 當面課題와 政策方向 | 金重雄 外 |
| 第84－05卷 | 인플레期待와 經濟安定 | 李啓植 |
| 第84－06卷 | 市場과 市場構造 | 李奎德 外 |
| 第85－01卷 | 産業高度化에 따른 農業構造의 改編方向 | 宋大熙<br>柳炳瑞 |
| 第85－02卷 | 企業結合과 經濟力集中 | 李奎億 外 |
| 第85－03卷 | 乘法 季節ARIMA模型의 構造識別方法 | 呂運邦<br>孫英淑 |
| 第85－04卷 | 海外先物市場의 活用方案 | 李 烋 外 |
| 第85－05卷 | 減價償却制度와 資本所得課稅 | 郭泰元 |
| 第85－06卷 | 第2金融圈의 發展과 業務領域調整 | 李德勳 |
| 第84－07卷 | 國家豫算과 政策目標(1985年度) | 李啓植<br>郭泰元 |
| 第85－08卷 | 特許制度의 經濟的 效果分析 | 鄭鎭勝 |
| 第86－01卷 | 租稅政策과 稅制發展 | 郭泰元<br>李啓植 |

| | | |
|---|---|---|
| 第86－02卷 | 金融産業發展에 관한 硏究, 1985~2000 | 朴英哲 外 |
| 第86－03卷 | 私學運營의 課題와 改善方案 | 朴烜求 外 |
| 第86－04卷 | 國家豫算과 政策目標(1986年度) | 郭泰元<br>李啓植 編 |
| 第86－05卷 | 國民年金制度의 基本構想과 經濟社會 波及效果 | 閔載成 外 |
| 第86－06卷 | Social Development in Action | 黃仁政 |
| 第86－07卷 | Financial Development Policies and Issues | 金重雄 編 |
| 第86－08卷 | Industrial Development Policies and Issues | 李奎億 編 |
| 第86－09卷 | 證券市場의 發達과 機關投資家의 役割 | 李德勳<br>張忠植 |
| 第87－01卷 | 商品去來所의 設立에 관한 硏究 | 李 烋 外 |
| 第87－02卷 | 公企業經營評價의 理論的 背景과 技法 | 宋大熙 外 |
| 第87－03卷 | 우리나라 金融政策運營現況과 改善方案 | 鄭健溶 |
| 第87－04卷 | Macroeconomic Policy and Industrial Development Issues | 司空壹 編 |
| 第87－05卷 | Human Resources and Social Development Issues | 司空壹 編 |
| 第87－06卷 | 國家豫算과 政策目標(1987年度) | 延河清<br>李啓植 |
| 第87－07卷 | 에너지部門의 政策課題와 改善方案 | 李 烋 |
| 第87－08卷 | 住宅金融의 現況과 發展方向 | 姜文秀<br>金重雄 |
| 第87－09卷 | 地方工業의 特性과 育成政策 | 金鍾基 外 |
| 第88－01卷 | 公企業의 民營化에 관한 硏究 | 姜信逸 |
| 第88－02卷 | 社會保障制度의 政策課題와 發展方向 | 延河清 外 |
| 第88－03卷 | 金融先物과 옵션市場의 活用方案 | 李 烋 外 |
| 第88－04卷 | 社會福祉傳達體系의 改善과 專門人力活用方案 | 徐相穆 外 |
| 第88－05卷 | 國家豫算과 政策目標(1988年度) | 郭泰元<br>李啓植 |
| 第88－06卷 | 日本經濟社會의 進化와 韓日貿易 | 李奎億 外 |
| 第88－07卷 | 輸入自由化의 經濟的 效果와 産業調整政策 | 金光錫 |
| 第89－01卷 | 리스産業의 發展方案 | 李 烋 外 |

| | | |
|---|---|---|
| 第89－02卷 | 研究開發과 市場構造 및 生産性 | 金迪敎<br>趙炳澤 |
| 第89－03卷 | 産業技術開發支援政策의 現況과 改善方案 | 鄭俊石 |
| 第89－04卷 | 國家報勳報償制度의 改編方案 | 閔載成<br>金龍夏 |
| 第89－05卷 | 經濟規制와 競爭政策 | 李奎億 編 |
| 第89－06卷 | 國家豫算과 政策目標(1989年度) | 沈相達<br>李啓植 編 |
| 第89－07卷 | 金融環境變化와 綜合金融會社의 位相 | 南相祐 外 |
| 第89－08卷 | 經濟의 國際化와 中小企業의 産業調整 | 朴埈卿 |
| 第90－01卷 | 稅收推計 模型開發에 관한 硏究 | 盧基星 外 |
| 第90－02卷 | 韓國의 適正賃金 | 張鉉俊<br>金在源 |
| 第90－03卷 | 地方公企業의 課題와 發展方向 | 宋大熙 |
| 第90－04卷 | 企業集團과 經濟力集中 | 李奎億<br>李在亨 |
| 第90－05卷 | 醫療保險制度의 改善을 위한 政策方案 | 權純源 外 |
| 第90－06卷 | 證券産業發展을 위한 硏究 | 李永琪 外 |
| 第90－07卷 | 地域發展과 地方財政 | 李啓植 外 |
| 第90－08卷 | 韓國의 退職金制度와 企業年金制度 導入方案 | 閔載成 外 |
| 第90－09卷 | 中産層實態分析과 政策課題 | 延河淸 外 |
| 第90－10卷 | 中小企業의 産業調整과 中小企業支援施策의 改善方向 | 姜文秀 外 |
| 第90－11卷 | 經濟規制와 競爭政策(Ⅱ) | 李奎億 編 |
| 第90－12卷 | 國家豫算과 政策目標(1990年度) | 宋大熙<br>權純源 |
| 第90－13卷 | 經濟開放과 巨視經濟運用 | 朴元巖 外 |
| 第90－14卷 | 國民年金財政의 安定化를 위한 政策課題 및 方向 | 南相祐 外 |
| 第91－01卷 | 開放化와 下都給體制의 改編 | 金周勳<br>趙觀行 |
| 第91－02卷 | 法經濟硏究(Ⅰ) | 李奎億 外 |
| 第91－03卷 | 金利自由化의 課題와 政策方向 | 南相祐 外 |
| 第91－04卷 | 國家豫算과 政策目標(1991年度) | 李啓植<br>盧基星 |

| | | |
|---|---|---|
| 第91－05卷 | 國民年金基金의 福祉部門 活用方案 | 閔載成 外 |
| 第91－06卷 | 産業化過程과 經濟制度의 對應 | 李奎億 編 |
| 第92－01卷 | 우루과이라운드의 規律分野協商과 産業·貿易政策의 改善方向 | 南宗鉉<br>張義泰 |
| 第92－02卷 | 地方自治制 實施에 따른 中央·地方財政機能의 再定立 | 宋大熙<br>盧基星 編 |
| 第92－03卷 | 廣告의 産業組織과 規制 | 李奎億<br>劉承旻 |
| 第92－04卷 | 舊東獨의 私有化方案 및 失業對策 | 高日東 外 |
| 第92－05卷 | 構造變化와 雇傭問題 | 朴埈卿<br>金政鎬 |
| 第92－06卷 | 製造業의 總要素生産性動向과 그 決定要因 | 金光錫 外 |
| 第92－07卷 | 國家豫算과 政策目標(1992年度) | 宋大熙<br>柳一鎬 |
| 第92－08卷 | 韓國經濟의 産業貿易模型 | 李元暎 |
| 第93－01卷 | 國內銀行의 經營效率性 比較分析 | 孫承泰 |
| 第93－02卷 | 産業保護와 誘因體系의 歪曲 | 兪正鎬 外 |
| 第93－03卷 | 國家豫算과 政策目標(1993年度) | 宋大熙<br>文亨杓 |
| 第93－04卷 | 韓國의 老齡化 推移와 老人福祉對策 | 閔載成 外 |
| 第93－05卷 | 低所得層의 生活安定과 自立對策 | 權純源 外 |
| 第94－01卷 | 地域金融의 活性化와 새마을금고의 發展 | 李德勳 外 |
| 第94－02卷 | 産災保險 財政運營方式 開發에 관한 硏究 | 閔載成 外 |
| 第94－03卷 | 美日構造調整協議의 展開와 競爭政策 | 崔鍾元 |
| 第94－04卷 | 國際化時代의 韓國經濟運營 | 左承喜 |
| 第94－05卷 | 國家豫算과 政策目標(1994年度) | 盧基星<br>柳一鎬 |
| 第94－06卷 | 外國人直接投資와 投資政策 | 李弘求 |
| 第94－07卷 | 우리나라 自動車産業의 當面課題와 産業組織政策 | 劉承旻 外 |
| 第94－08卷 | 競爭政策의 國際比較: 美國·日本·獨逸 | 申光湜 |
| 第95－01卷 | 金融自律化에 따른 生命保險産業의 對應方案 | 羅東敏 |

| | | |
|---|---|---|
| 第95－02卷 | 韓・臺・日의 輸入依存構造比較 | 兪正鎬 |
| 第95－03卷 | 法經濟硏究(Ⅱ) | 李奎億 外 |
| 第95－04卷 | 國際化時代의 金融制度 | 崔範樹<br>李炯周 |
| 第95－05卷 | 北韓의 外國人投資制度와 對北投資 推進方案 | 全洪澤 外 |
| 第95－06卷 | 調達市場의 效率化・開放化 方案 | 南逸聰 外 |
| 第95－07卷 | 國民年金制度의 財政健實化를 위한 構造改善方案 | 文亨杓 |
| 第95－08卷 | 韓國敎育財政의 現況과 改革方向 | 尹建永 |
| 第96－01卷 | OECD加入과 資本自由化 | 朴元巖 |
| 第96－02卷 | 金融의 效率性提高와 金融規制 緩和 | 姜文秀 外 |
| 第96－03卷 | 金融自由化와 金融監督 | 姜文秀 |
| 第96－04卷 | 製造業 總要素生産物의 長期的 變化 | 洪性德<br>金政鎬 |
| 第96－05卷 | 北韓의 經濟特區 | 朴貞東 |
| 第96－06卷 | 金融의 汎世界化와 證券産業의 構造改編 | 李德勳<br>崔範樹 |
| 第96－07卷 | 南北韓 經濟統合時의 經濟・社會 安定化 對策 | 朴 進 |
| 第96－08卷 | 中小企業의 構造調整과 知識集約化 | 金周勳 |
| 第96－09卷 | 韓國 物價變動構造의 分析과 政策對應 | 朴佑奎 外 |
| 第96－10卷 | 雇傭對策과 人的資源開發 | 李周浩 |
| 第96－11卷 | 地域利己主義의 經濟的 理解와 效率的 葛藤調整方案 | 金在亨 |
| 第96－12卷 | 經濟世界化時代의 巨視經濟運營 | 左承喜 編 |
| 第96－13卷 | 與信專門金融企業의 特性과 發展方案 | 李德勳 外 |
| 第96－14卷 | 中小・벤처企業의 發展과 場外市場의 活性化 | 崔範樹<br>李基煥 |
| 第96－15卷 | 中央・地方政府間 關係 및 財源調整 | 李啓植 外 |
| 第96－16卷 | 경제체제 전환기의 노동정책 | 조동호 |
| 第96－17卷 | 地方化時代의 政策課題와 制度改善方向 | 盧基星 編 |
| 第97－01卷 | 社會間接資本施設에 대한 民資誘致制度의 改善方向 | 盧基星<br>鄭源浩 |

| | | |
|---|---|---|
| 第97－02卷 | 産業構造의 長期變化와 中小企業의 發展方向 | 朴埈卿 |
| 第97－03卷 | 海外直接投資의 要因 및 效果分析 | 金承塡 |
| 第97－04卷 | WTO時代의 新通商議題 | 申光湜 編 |
| 第98－01卷 | 研究開發의 世界化・地域化와 技術革新政策 | 朴埈卿 |
| 第98－02卷 | 轉換期의 對北政策과 南北經協 | 朴 進 外 |
| 第98－03卷 | 우리나라 金融産業의 發展構圖 | 李德勳 外 |
| 第98－04卷 | 수도권 정책의 평가와 기본방향 | 노기성 외 |
| 第98－05卷 | 社會保險과 民營保險의 效率的 連繫方案 | 李德勳 外 |
| 第98－06卷 | 通信料金 規制制度의 發展方案 | 南逸聰 外 |
| 第98－07卷 | 企業退出의 經濟分析과 改善方案 | 具本天 |
| 第99－01卷 | 21世紀를 指向한 生命保險産業의 發展方向 | 羅東敏 外 |
| 第99－02卷 | 事業者團體와 競爭政策 | 李在亨 |
| 第99－03卷 | 북한의 노동제도와 노동력 실태 | 조동호 |
| 第99－04卷 | 韓國 市場經濟와 民主主義의 歷史的 特質 | 李榮薰 |
| 第99－05卷 | 危機克服 以後 韓國經濟의 成長動力 | 金承塡 外 |
| 第99－06卷 | 지주회사의 본질과 정책과제 | 이재형 |
| 第99－07卷 | 민영화와 집단에너지사업 | 임원혁 외 |
| 第2000－01卷 | 金融環境變化에 따른 保證保險의 中長期 發展戰略 | 羅東敏 外 |
| 第2000－02卷 | 北韓의 經濟開發戰略에 대한 一考察 | 朴貞東 |
| 第2000－03卷 | 財閥改革의 政策課題와 方向 | 申光湜 |
| 第2000－04卷 | 電力産業 構造改編 以後 規制體系에 관한 硏究 | 南逸聽 外 |
| 第2000－05卷 | 한・중・일 경제협력의 추진방안과 주요 부문별 과제 | 고일동 외 |
| 제2001－01권 | 남북경협 추진전략 및 부문별 주요과제 | 조동호 외 |
| 제2001－02권 | 금융산업 발전방안 | 나동민 외 |
| 제2001－03권 | 도산제도의 경제적 분석 | 남일총 |
| 제2001－04권 | 전환기 초・중등 교육의 활로 | 우천식 외 |

| | | |
|---|---|---|
| 제2002-01권 | 우리나라의 재정통계 | 고영선 |
| 제2002-02권 | 출자금융기관의 민영화 전략 | 나동민 외 |
| 제2002-03권 | 인터넷 뱅킹의 확산에 따른 금융산업 구조변화에 대한 연구 | 김현욱<br>박창균 |
| 제2002-04권 | 남북한 화폐·금융통합에 관한 연구 | 전홍택<br>이영섭 |
| 제2002-05권 | 집합증권투자 규제 연구 | 신인석 |
| 제2002-06권 | 한국경제의 성장요인분석: 1963~2000 | 김동석 외 |
| 제2002-07권 | 2002년도 국가예산과 정책목표 | 문형표<br>강문수 편 |
| 제2002-08권 | 외환위기 이후 한국의 소득분배구조변화와 재분배정책효과 분석 | 유경준<br>김대일 |
| 제2002-09권 | 북한경제 발전전략의 모색 | 조동호 외 |
| 제2002-10권 | 한국의 시장집중분석 | 이재형 |
| 제2003-01권 | 공정거래관련 법령의 개선방안 | 성소미<br>신광식 편 |
| 제2003-02권 | 중소기업 금융지원과 신용보험제도 | 강동수<br>윤택 |
| 제2003-03권 | 2003년도 국가예산과 정책목표 | 문형표 편 |
| 제2003-04권 | 북한 경제정책의 변화 전망과 남북경협의 역할 | 조동호 |
| 제2003-05권 | 소득분배 국제비교와 빈곤 연구 | 유경준<br>김대일 |
| 제2003-06권 | 인구구조 고령화의 경제적 영향과 대응과제(Ⅰ) | 최경수<br>문형표 외 |
| 제2003-07권 | 한국의 산업경쟁력 종합연구 | 지식경제팀 |
| 제2004-01권 | 취약계층 보호정책의 방향과 과제 | 유경준<br>심상달 편 |
| 제2004-02권 | 공공부문의 성과관리 | 고영선 외 |
| 제2004-03권 | 동아시아의 글로벌 생산네트워크와 한국의 혁신정책 방향 | 김주훈 |
| 제2004-04권 | 국내 기업구조조정 성과에 대한 실증분석 | 강동수 외 |
| 제2004-05권 | 한국경제 구조변화와 고용창출 | 유경준 외 |
| 제2004-06권 | 금융통합화시대의 금융규제·감독 선진화에 관한 연구 | 김준경 외 |

| | | |
|---|---|---|
| 제2004-07권 | 재정지출의 생산성 제고를 위한 연구 | 고영선 외 |
| 제2004-08권 | 중소기업의 부실현황 및 구조조정방안 | 강동수 |
| 제2004-09권 | 주택시장 분석과 정책과제 연구 | 차문중 외 |
| 제2004-10권 | 국가통계시스템 발전방안 | 이재형 |
| 제2004-11권 | 인구구조 고령화의 경제적 영향과 대응과제(II) | 최경수 외 |
| 제2004-12권 | 한국의 산업경쟁력 종합연구(II) | 서중해 외 |
| 제2004-13권 | 지역산업 육성과 지역혁신체계 구축에 관한 연구 | 윤윤규 외 |
| 제2004-14권 | 수익창출을 위한 대북투자방안 | 조동호 |
| 제2004-15권 | 문화시설의 가치추정 연구 | 박 현 외 |
| 제2004-16권 | 자본시장 발전을 위한 정책과제 | 박창균 외 |
| 제2004-17권 | 사교육비에 관한 종합연구: 경제학적 접근 | 우천식 외 |
| 제2005-01권 | 노동시장에서의 차별과 차이 | 유경준<br>황수경 |
| 제2005-02권 | 정부산하기관 관리정책에 관한 연구 | 설광언<br>박재신 편 |
| 제2005-03권 | 사회기반시설 민간투자사업 위험측정 및 분석연구 | 심상달 외 |
| 제2005-04권 | 중국의 경제성장과 교역증대가 우리 경제에 갖는 의미 | 최용석 외 |
| 제2005-05권 | 혁신주도형 경제로의 전환에 있어서 중소기업의 역할 | 김주훈 외 |
| 제2005-06권 | 중장기 정책우선순위와 재정운영 방향 | 문형표<br>고영선 편 |
| 제2005-07권 | 기업경영권에 대한 연구 | 연태훈 외 |
| 제2005-08권 | 기업환경 개선을 위한 규제개혁 연구 | 차문중 외 |
| 제2005-09권 | 운영수입보장제도 개선 및 기 발생 운영수입보장 부담 최소화 방안 연구 | 김재형<br>신성환 |
| 제2006-01권 | 서비스산업의 생산성 향상을 위한 정책과제 | 김주훈 외 |
| 제2006-02권 | 중국기업의 소유구조와 경영성과 | 강동수<br>이준엽 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 제2006－03권 | 경제사회 여건변화에 대응한 사회정책방향 | 설광언 | 외 |
| 제2006－04권 | 민간투자사업 성과의 실증분석 및 제도개선 방안 연구 | 김재형 | 외 |
| 제2006－05권 | 생산의 국제화와 산업구조 및 생산성의 변화 | 안상훈 | |
| 제2006－06권 | 사회기반시설 민간투자사업의 위험관리방안 연구 | 심상달 | 외 |
| 제2006－07권 | 경제위기 이후 한국경제 구조변화의 분석과 정책방향 | 신인석<br>한진희 | 편 |
| 제2006－08권 | 과학기술시스템과 경제성장 메커니즘 사이의 인터페이스 | 서중해 | |
| 제2006－09권 | 시장 및 감독 규율 시스템의 재조명: 경쟁법과 회사법의 영역을 중심으로 | 이수일<br>임영재 | |
| 제2007－01권 | 개방화 시대의 한국 경제 － 구조적 변화와 정책과제 － | 차문중 | 편 |
| 제2007－02권 | 출산지원정책의 타당성 및 지원효과 분석 | 조병구 | 외 |
| 제2007－03권 | 우리 경제의 선진화를 위한 정부역할의 재정립 | 고영선 | 외 |
| 제2007－04권 | 서비스부문의 선진화를 위한 정책과제 | 김주훈<br>차문중 | 편 |
| 제2007－05권 | 경제위기 이후 한국의 경제성장: 평가 및 시사점 | 한진희 | 편 |
| 제2007－06권 | 공공투자사업관리 개선방안: 사업단계별 관리 및 입찰·계약제도를 중심으로 | 심상달<br>박 현 | 외 |
| 제2007－07권 | 우리 산업의 경쟁구조와 산업집중 분석: 광공업 및 서비스산업을 중심으로 | 이재형 | |
| 제2008－01권 | 한국경제의 성장과 정부의 역할: 과거, 현재, 미래 | 고영선 | |
| 제2008－02권 | 주택 시장 및 정책에 관한 연구 | 송준혁 | 외 |
| 제2008－03권 | 지역개발정책의 방향과 전략 | 고영선 | 편 |
| 제2008－04권 | 나눔과 기부 문화 활성화를 위한 사회적 기업의 역할 제고방안 | 심상달 | 외 |
| 제2008－05권 | 북한의 무역구조 분석과 남북경협에 대한 시사점 | 고일동 | 외 |

| | | |
|---|---|---|
| 제2009-01권 | 의료서비스산업 선진화를 위한 제도개선과제 | 윤희숙<br>고영선 |
| 제2009-02권 | 전문자격사제도 개선방안 연구 | 고영선 외 |
| 제2009-03권 | 비정규직 문제 종합 연구 | 유경준 편 |
| 제2009-04권 | 남북한 교역구조의 변화와 정책적 시사점 | 고일동 외 |
| 제2010-01권 | 노인장기요양보험의 현황과 과제 | 윤희숙 편 |
| 제2010-02권 | 기후변화 문제의 주요 이슈 및 정책방향 | 한진희<br>윤경수 편 |
| 제2010-03권 | 금융산업과 규제의 새로운 패러다임 정립 | 연태훈<br>허석균 편 |

## KDI 新刊案內

전문자격사제도 개선방안 연구
반양장 / 크라운판 / 376쪽 / 정가 6,800원 / 고 영 선 외

노인장기요양보험의 현황과 과제
반양장 / 크라운판 / 278쪽 / 정가 5,100원 / 윤 희 숙 편

국가 간, 언론사 간 인식 비교를 통해서 본 CSR의 정체성 및 정책적 함의
반양장 / 크라운판 / 46쪽 / 정가 2,000원 / 김 동 률 저

상장기업의 공시위반 현황과 관련 제재의 개선방향
반양장 / 크라운판 / 51쪽 / 정가 2,000원 / 임 경 묵 저

재정준칙 도입에 관한 연구
반양장 / 크라운판 / 103쪽 / 정가 2,000원 / 김 성 태 저

공공수용제도 개선방안 연구(Ⅰ): 수용보상에 관한 유인체계 분석
반양장 / 크라운판 / 52쪽 / 정가 2,000원 / 이 호 준 저

고령화와 의료서비스 비용
반양장 / 크라운판 / 50쪽 / 정가 2,000원 / 정 완 교 저

2008 국제 금융위기 과정에서 나타난 원-달러 외환시장 구조의 문제점
반양장 / 크라운판 / 89쪽 / 정가 2,000원 / 김 우 찬 저

수출은 신제품 도입을 촉진시키는가?: 제조업 사업체-품목 자료를 이용한 실증분석
반양장 / 크라운판 / 41쪽 / 정가 2,000원 / 한 진 희 저

인적 네트워크(개인의 사회적 자본)의 노동시장 효과 분석
반양장 / 크라운판 / 134쪽 / 정가 2,000원 / 김 영 철 저

기후변화 문제의 주요 이슈 및 정책 방향
반양장 / 크라운판 / 616쪽 / 정가 11,500원 / 한 진 희·윤 경 수 편

금융산업과 규제의 새로운 패러다임 정립
반양장 / 크라운판 / 366쪽 / 정가 5,600원 / 연 태 훈·허 석 균 편

## KDI 도서회원제 안내

■ 회원에 대한 특전

- 본원에서 발행하는 모든 간행물을 우송하여 드립니다.
  (단, 내부자료 및 배포제한자료 제외)
- 본원이 주최하는 각종 행사(세미나, 정책토론회, 공청회 등)에 참가하실 수 있습니다.

■ 회　　비

- 개인회원: 10만원 / 기관회원: 30만원

■ 가입방법

- 지로용지로 가까운 금융기관에 납입
  (지로번호: 6961017)
- 또는 우리은행 KDI 계좌로 납입
  (계좌번호: 254-012362-13-145)

■ 문 의 처

서울특별시 동대문구 회기로 49　우편번호: 130-740

KDI 발간자료 담당자(Tel. 958-4312)

### KDI 도서 판매처

- 교보문고(광화문점 정부간행물코너)　Tel. 397-3628
- 영풍문고(종로점 정치경제코너)　Tel. 399-5632

연구보고서 2010-03

금융산업과 규제의 새로운 패러다임 정립

2010년 12월 27일 인쇄 값 5,600원
2010년 12월 31일 발행

저 자 **연 태 훈 · 허 석 균 편**

발행인 **현 오 석**

발행처 **한 국 개 발 연 구 원**
서울특별시 동대문구 회기로 49
대표전화: 958-4114 팩시밀리: 958-4310

등 록 1975년 5월 23일 제6-0004호

인 쇄 **경희정보인쇄**

ⓒ 한국개발연구원 2010 ISBN 978-89-8063-472-9

* 잘못된 책은 바꿔드립니다.